

粘胶



吉林化纤（000420）

推荐（首次）

竹纤维破茧成蝶，吉林化纤老树发新枝

市场数据

报告日期	2010-11-25
收盘价(元)	7.46
总股本(百万股)	378.26
流通股本(百万股)	318.30
总市值(百万元)	2821.80
流通市值(百万元)	2374.49
净资产(百万元)	802.39
总资产(百万元)	2786.93
每股净资产	2.12

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1845	1964	2271	3097
同比增长(%)	3.02%	6.46%	15.64%	36.33%
净利润(百万元)	18	-41	185	396
同比增长(%)	-94.75%		346.60%	114.01%
毛利率(%)	12.28%	10.66%	23.14%	28.24%
净利率(%)	0.96%	-2.11%	8.15%	12.79%
净资产收益率(%)	2.0%	-4.9%	9.3%	17.0%
每股收益(元)	0.05	-0.11	0.34	0.72
每股经营现金流(元)	0.19	0.47	0.71	1.61

相关报告

投资要点

- 受益于棉花涨价，竹纤维行业迎来快速成长期。我们认为尽管近期棉价出现短暂调整，但是在种植成本提高，国内供应短缺及商品长期牛市预期等多重因素的影响下，预计棉花价格长期仍将处于高位。在此背景下，竹纤维和粘胶纤维相比不再仅具有性能优势，还将具有明显的成本优势；行业机会值得关注。
- 公司占据竹纤维行业中的主导地位。吉林化纤在竹纤维领域已耕耘十余年，是竹纤维行业的独行者，目前占据竹纤维市场 80%以上的市场份额。公司通过掌控原材料供应和成立天竹联盟等方式已建成完整的竹纤维产业链，未来 2-3 年内，公司将有 12 万吨竹浆粕和 5 万吨竹纤维陆续投产。
- 我们认为公司将迎来业绩拐点。公司产品结构调整初见成效，本部有各一套粘胶短纤和长丝设备已改成竹纤维生产装置。目前公司竹纤维产能达到 5.5 万吨，相比于 1.7 万吨长丝和 1.7 万吨粘胶短纤产能，竹纤维已成为公司最主要的业务。未来公司竹纤维，差别化丝等高毛利产品产能将持续扩大，亏损产品规模逐步减小。
- 给予“推荐”评级：我们判断公司业绩在经历多年低迷后，4 季度将是出现拐点的窗口。我们预计公司 2010 年，2011 年，2012 年的 EPS 分别为-0.11 元，0.34 元和 0.72 元，给予“推荐”评级。（注：2011，2012 年 EPS 为假设增发 1.7 亿股，募集 10 亿元摊薄后的数据）
- 风险提示：棉价大幅下跌的风险，竹纤维市场扩张低于预期的风险。

分析师

郑方鑫 S0190207120108
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn

毛伟 S0630208120082
021-3856 5792
maowei@xyzq.com.cn

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 5 -
1.1 公司股本结构	- 5 -
1.2 公司现有产能统计	- 5 -
2、低棉价一去不复返，粘胶短纤成本受压	- 6 -
2.1 尽管近期棉花期货价格大跌，但长期棉价依然看涨	- 6 -
2.2 粘胶纤维行业已无回旋余地，走势紧跟棉价	- 8 -
3、竹纤维行业将迎来高速成长期	- 9 -
3.1 竹纤维产业链介绍	- 9 -
3.2 竹纤维用途可替代粘胶短纤，综合性能优于粘胶短纤	- 10 -
3.3 竹纤维原材料来源丰富，中国竹文化源远流长	- 10 -
3.4 竹纤维成本已低于粘胶纤维成本，性价比优势皆显	- 11 -
3.5 小产品替代大市场，竹纤维行业将迎来高速成长期	- 11 -
4、公司产品结构调整初见成效，经营出现拐点	- 12 -
4.1 公司竹纤维业务渐成气候	- 12 -
4.2 产品结构调整初步完成，公司经营出现拐点	- 12 -
5 公司已公告筹划非公开发行，募投项目将助推公司发展	- 13 -
6 公司未来发展战略清晰，竹纤维上下一手抓	- 13 -
6.1 公司 2012 年竹浆粕产能将达到 13 万吨，未来持续投资丛竹资源地	- 14 -
6.2 公司以天竹联盟为平台，加快下游市场的扩张进度	- 14 -
7、盈利预测与估值	- 15 -
7.1 盈利预测假设	- 15 -
7.2 盈利预测结果	- 16 -
7.3 估值与投资建议	- 16 -
8、风险提示	- 16 -
图 1.吉林化纤股权关系图	- 5 -
图 2. 2005-2010 棉花价格走势	- 6 -
图 3.1989-2008 年国内棉花种植面积	- 8 -
图 4. 2005-2010 年粘胶短纤，棉短绒价格走势及价差图	- 8 -
图 5.竹纤维部分产品样图	- 9 -
图 6.竹浆纤维工艺路线图	- 10 -
图 7.粘胶纤维和竹纤维成本比较	- 11 -
图 8.吉林化纤 2007 年各项业务收入占比	- 12 -
图 9. 吉林化纤 2010H1 各项业务收入占比	- 12 -
图 10.吉林化纤 2010H1 各项业务毛利占比	- 12 -
表 1.公司及控股子公司主要产品和产能	- 5 -
表 2. 江苏某地过去 10 年农产品价格比较	- 7 -
表 3.中国与全球棉花供需表	- 7 -
表 4.竹纤维和粘胶纤维性能比较	- 10 -
表 5.公司业务调整情况	- 13 -
表 6. 公司非公开发行计划募投项目	- 13 -
表 7. 公司盈利预测假设	- 15 -
表 8. 公司盈利预测结果	- 16 -
附表	- 18 -

投资概要

1、核心观点

本报告中我们重点分析了目前高棉价的合理性，介绍了竹纤维行业的基本情况以及竹纤维的特点，明确提出在高棉价下，竹纤维对于粘胶纤维的替代趋势不可逆转。

公司作为竹纤维行业的核心企业，目前面临中长期经营业绩改善的拐点，一方面是缘于棉价上涨带动纤维景气行情，另一方面来自于公司产品结构的改善。

我们认为公司未来的发展战略明确，公司通过在竹资源地布局浆粕装置和利用天竹联盟控制渠道，将保证公司竹纤维业务更加突出，在行业中继续维持市场份额；公司将逐渐成为一家以竹纤维业务为主的新型纤维企业。

2、估值及投资建议

我们预测公司 2010,2011,2012 年的 EPS 分别为-0.11, 0.34, 0.72 元，分别对应 2011 年，2012 年的动态市盈率为 21.94 倍和 10.36 倍，我们认为公司不能仅仅定位为传统的化纤生产企业，公司竹纤维材料具有环保及新材料的特性。考虑到公司目前正处于业绩拐点，假设中 2011 年股本被摊薄，募投项目则将于 2012 年体现效益；因此结合目前市场和行业的估值水平，我们认为可以给予公司 2011 年 30 倍的动态市盈率，合理价值为每股 10.02 元，给予“推荐”评级。

。

3、关键假设

(1) 假设棉价继续高位震荡，粘胶短纤 2010 年，2011 年，2012 年销售价格分别为 17521 元/吨,21367.52 元/吨，21367.52 元/吨，粘胶长丝价格分别为 32419 元/吨，36572 元/吨，36572 元/吨。(2) 假设未来 2 年，竹纤维价格低于粘胶纤维市场价格 1000 元/吨，(3) 假设公司 2010-2012 年竹纤维销量分别为 2.7 万吨，4 万吨和 6 万吨。粘胶纤维和粘胶长丝保持现有规模。(4) 假设公司 2011 年内，以 5.9 元/股顺利实施非公开发行，扣除发行费用后募集资金 9.5 亿元；发行后公司股本为 5.48 亿股。

4、股价表现催化剂

全球气候异常，棉花种植面积及 2010-2011 棉花年度产量低预期，国内外棉花价格大幅上涨；或量化宽松导致全球农产品价格继续大幅上涨。

5、风险提示

1.棉花价格大幅下跌的风险：尽管基于我们的分析框架，棉花价格高位震荡是大概率事件。但由于目前农产品通胀加剧，国家已出台诸多相关政策打压价格，未来不排除采取更严厉的手段压制农产品价格，如果出现这种情况，棉花也将不能幸免。如棉花价格大幅下跌，则公司竹纤维业务的毛利率可能会低于预期。

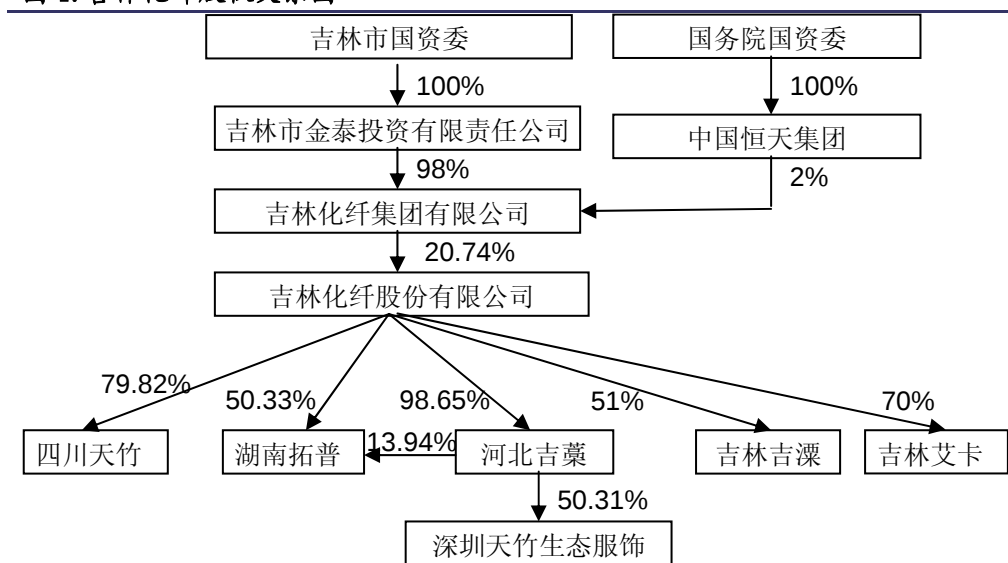
2.竹纤维市场扩张低于预期的风险：公司定位主要为竹纤维原材料提供商，虽然公司通过天竹联盟可以推动竹纤维市场的扩张，但更大程度上需要下游企业自身的发展推动。因此如果下游企业的发展速度低于预期将会使公司竹纤维业务的扩张速度低于预期。

1、公司基本情况

1.1 公司股本结构

吉林化纤地处吉林省吉林市，是由吉林化纤集团控股的国内大型化纤生产企业之一，主营产品包括粘胶短纤，粘胶长丝，竹纤维，棉浆粕，竹浆粕以及竹纤维服饰等。大股东吉林化纤集团是具有近 50 年历史的化纤生产企业，集团分别控股 A 股上市企业吉林化纤以及 H 股上市公司奇峰化纤。

图 1. 吉林化纤股权关系图



资料来源：公司公告，兴业证券研究所整理

1.2 公司现有产能统计

目前公司在吉林本部及子公司生产的主要产品为 1.7 万吨粘胶长丝，1.7 万吨粘胶短纤，5 万吨竹纤维短纤，6000 吨竹纤维长丝，9 万吨棉浆，4 万吨竹浆等。

表 1. 公司及控股子公司主要产品和产能

产品	产能	所属
粘胶短纤	1.7 万吨	本部
粘胶长丝	1.2 万吨 0.5 万吨	本部 吉林艾卡
竹纤维短纤	2 万吨 3 万吨	本部 河北吉藁
竹纤维长丝	0.6 万吨	本部
竹浆粕	3 万吨 1 万吨	四川天竹 湖南拓普
棉浆	6 万吨 3 万吨	河北吉藁 湖南拓普
阻燃剂	1	吉林吉漂

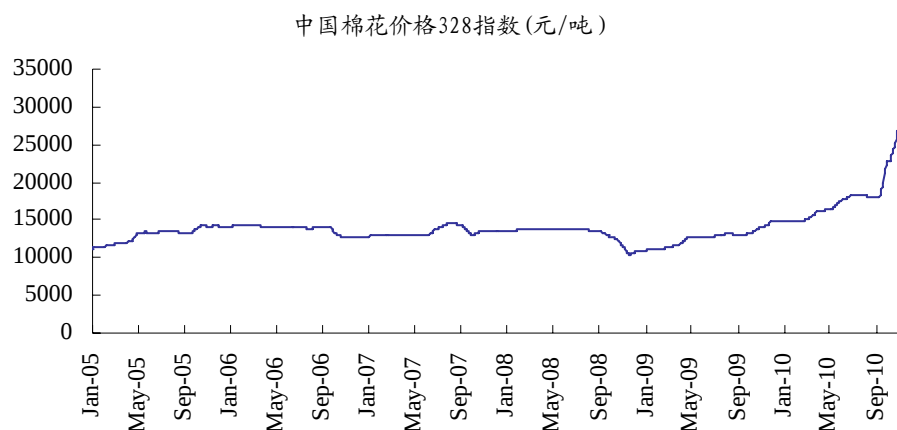
资料来源：兴业证券研究所整理

2、低棉价一去不复返，粘胶短纤成本受压

2.1 尽管近期棉花期货价格大跌，但长期棉价依然看涨

尽管近期国内外棉花期货价格都出现大幅下跌，但目前的价格仍处于历史高位，且现货价格跌幅远小于期货价格，棉农惜售严重，交易清淡。过去几个月棉花价格的强劲上涨主要受以下因素驱动：原棉供应在两个棉花年度交接期出现困难，巴基斯坦因洪水导致产量下降，中国棉花总产能低于预期，印度棉外运限制政策和美元走弱。因此在美元反弹，新棉上市，中国总产量低于预期被消化后，前期上涨的几大驱动因素逐步削弱；而国务院正密集出台政策调控农产品价格，期货市场又面临短期调整压力；基本面和技术面都使得棉价短期有下调压力。

图 2. 2005-2010 棉花价格走势



资料来源：兴业证券研究所

但我们认为从中长期看，棉花价格将依然呈现上涨的趋势；理由如下：

2.1.1 棉花种植成本上升，近 10 年棉价涨幅远低于粮价涨幅

此轮棉花价格短期上涨幅度过大，速度过快，加强了市场对棉价投机性的判断，但是我们认为此轮棉价上涨是具有合理性的，是长期价格低迷下的补涨行情。棉花种植用工多，费用高，物化投入大，近年来棉花生产的综合成本上涨很快；仅以拾花费为例，1999 年人工为 0.45 元/公斤，今年已达到 1.3 元/公斤，据我们了解新疆 2007 年，2008 年，2009 年的生产综合成本分别为 875 元/亩，994 元/亩和 1110 元/亩。而近 10 年来，棉花价格基本没有上涨，涨幅更是远小于粮食和其它经济作物价格的涨幅，棉农种棉收益无法保障，新疆民间更有“宁栽一亩果，不种十亩棉”的说法。

即使以目前 6.4 元/公斤的籽棉收购价格，每亩按 400 公斤的出棉量计算，每亩纯收益大约能达到 1500 元左右，低于种植蔬菜和水果，略高于水稻和玉米；但棉花

种植所投入的精力远高于水稻和玉米。因此我们认为目前的棉价基本是合理的，没有太大的下行空间。

表 2. 江苏某地过去 10 年农产品价格比较

品名	10 年前价格 (元)	最新价格 (元)	涨幅 (%)
大麦	0.50	1.05	110
小麦	0.6	1.05	75
玉米	0.5	1.05	110
黄豆	0.90	2.50	178
油菜籽	1.40	2.10	50
冬瓜	0.02	0.19	850
青椒	0.2	0.8	300
皮棉 (此轮涨价前)	16500	18300	10.3
皮棉 (目前)	16500	28000	69.70%
籽棉 (此轮涨价前)	3	3.6	20%
籽棉 (目前)	3	6.4	113%

资料来源：兴业证券研究所整理

● 2.1.2 全球棉花库存逐年下降，国内供求缺口扩大

全球棉花结转库存已经连续 6 个棉花年度下滑，全球棉花供应偏紧的局面短期难以改观。而根据 USDA 最新的预测，国内今年棉花进口量预计将达到创纪录的 326.6 万吨，而产量调低至 653.2 万吨，中国供求缺口扩大，进口需求增长推动了全球棉花价格的上涨。

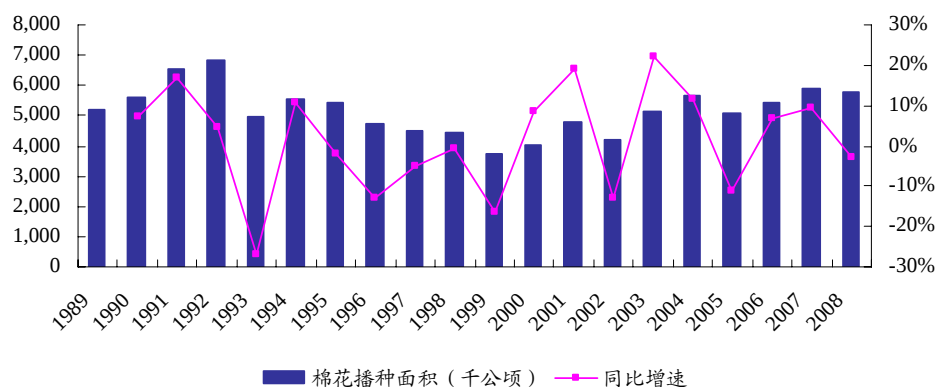
表 3. 中国与全球棉花供需表

		2006-2007	2007-2008	2008-2009	2009-2010 (E)
中国	产量(万吨)	772.9	805.6	799.1	653.2
	消费量(万吨)	1088.6	1110.4	9580	1023.3
	进口量(万吨)	230.5	251.0	152.3	326.6
	结转库存(万吨)	447.1	446.4	487.0	287.9
全球	产量(万吨)	2652.2	2605.8	2331.9	2509.3
	消费量(万吨)	2695.4	2685.2	2393.8	2543.5
	进口量(万吨)	828.0	848.2	653.7	846.0
	结转库存(万吨)	1355.2	1321.7	1316.6	918.8

资料来源：兴业证券研究所整理

如我们前文所述，由于棉价的低迷打击了棉农的种棉积极性，因此目前国内的棉花种植面积与 20 年前相比，几乎没有增长，而国内纺织服装对棉制品的需求年增长率超过 10%，未来供需缺口扩大的趋势依然延续，国内对于棉花进口的依赖性将逐年增强。因此尽管短期政府出手调控棉价，但出于对国内棉花种植业的保护，长期看棉花价格会保证棉农有合理的种植利润。

图 3. 1989-2008 年国内棉花种植面积



资料来源：兴业证券研究所

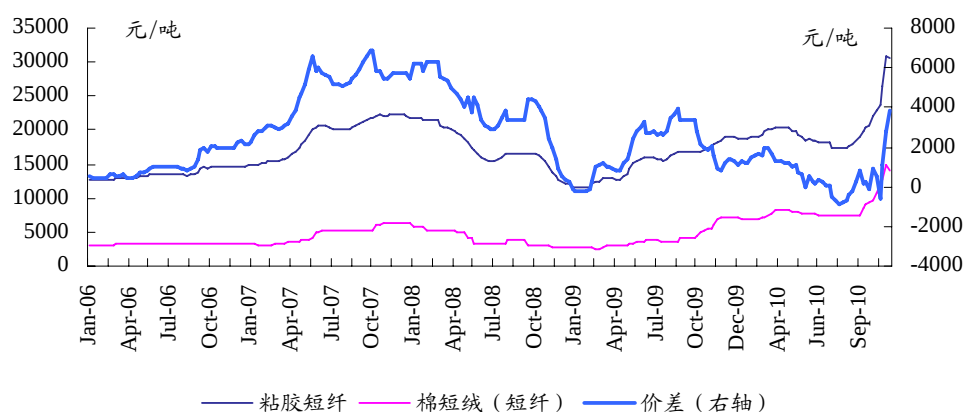
● 2.1.3 美国量化宽松政策推动全球商品牛市

虽然目前由于爱尔兰债务危机导致美元指数反弹以及新兴国家逐步收紧流动性使全球资源品价格出现回调，但我们认同市场中对于新一轮量化宽松计划的影响将是持续性的，未来市场流动性将持续充足，美元中长期仍将走弱的观点；全球商品牛市仅是起步，我们依然看多国际棉价。

2.2 粘胶纤维行业已无回旋余地，走势紧跟棉价

国内粘胶短纤行业竞争激烈，行业毛利率下调空间有限，因此正常情况下短纤价格主要是由生产成本决定。而生产成本中目前波动最大的就是占主要成本的棉短绒价格。由于棉短绒价格基本随棉价同向波动，因此粘胶短纤的价格走势目前也基本随棉价同向波动。因此如果棉价处于高位，粘胶纤维价格没有大幅下调的可能。以目前的棉短绒价格计算，粘胶短纤的完全成本已达到 25000 元/吨左右。我们认为明年全年棉价维持在现有水平是大概率事件，因此以明年粘胶行业盈亏平衡做保守预计，明年粘胶短纤全年价格均值也将维持在 25000 元/吨以上。

图 4. 2005-2010 年粘胶短纤，棉短绒价格走势及价差图



资料来源：兴业证券研究所

3、竹纤维行业将迎来高速增长期

竹纤维是从竹子中提取出的一种纤维素纤维。竹纤维从微观分析呈多型网状结构，横截面上布满了椭圆型的空隙形成高度中空，这有别于棉、木纤维的单环状结构。由于竹纤维结构特殊，竹纤维织物在服用性方面：具有天然的抗菌、抑菌性、良好的吸湿性和透气性、织物滑爽、柔软以及防紫外线等功能。被称为继棉、麻、丝、毛之后的第五大天然纤维，它可以纯纺，也可以与棉、麻、绢、天丝、木代尔、涤纶、氨纶等其他原料混纺。

图 5. 竹纤维部分产品样图



天竹纤维



天竹纤维纱线



天竹纤维面料



天竹纤维家纺



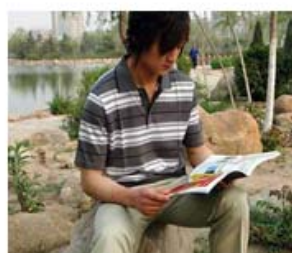
女式短裤



女式T-恤



男士T-恤



贡缎裤



男款半袖衬衫

资料来源：天竹联盟网站，兴业证券研究所

3.1 竹纤维产业链介绍

竹纤维目前主要包括竹原纤维和竹浆纤维两种类型，其中竹原纤维是将竹材通过物理机械的方法，或用天然药物浸泡后经整料，制片，浸泡，蒸煮，脱胶，分丝，梳纤，筛选等工艺去除其中的木质素，多戊糖，竹粉和果胶等杂质和制得的。由

于竹原纤维手感较为粗糙，一般很少用于纺织服装面料。竹浆纤维是指用化学的方法将竹子制成浆粕后纺丝制得，是竹纤维纺织服装的主要原料。

图 6. 竹浆纤维工艺路线图



资料来源：兴业证券研究所

3.2 竹纤维用途可替代粘胶短纤，综合性能优于粘胶短纤

竹浆纤维用于纺织，应用范围基本和粘胶纤维类似，因此基本可实现替代。科学研究结果表明，除耐酸碱性，悬垂性和耐用性外，竹纤维的其它性能都好于或类似于粘胶纤维，整体性能具有明显优势。

表 4. 竹纤维和粘胶纤维性能比较

性能	竹纤维	粘胶纤维
吸湿透气性	好	一般
耐酸碱性	一般	好
耐热性	好	一般
抗菌，抑菌，防紫外线	好	无
耐用性（注）	好	一般
悬垂性	一般	好
抗皱性	好	一般
抗起毛起球性	好	好
免烫性	好	一般
缩水性	一般	一般
保暖性	好	好

资料来源：《天津纺织科技》，兴业证券研究所

注：企业产品耐用性粘胶纤维更好。

3.3 竹纤维原材料来源丰富，中国竹文化源远流长

竹子且和其他作物相比，具有一些明显的优势：对土地要求较低，平地，坡地，山地皆可；栽种成活率较高；开采和维护成本低；生长速度快，2 到 3 年即可成林；单产高，亩产能达到 3 吨。竹子是目前我国中南部广大地区提高森林覆盖率，保持水土的理想选择；也是种植效益较高的经济作物。我国竹资源非常丰富，竹子种类有五百多种，种植面积达 520 万公顷，在世界上位居第一，竹产量 1 亿多吨，约占世界总产量的 1/3。

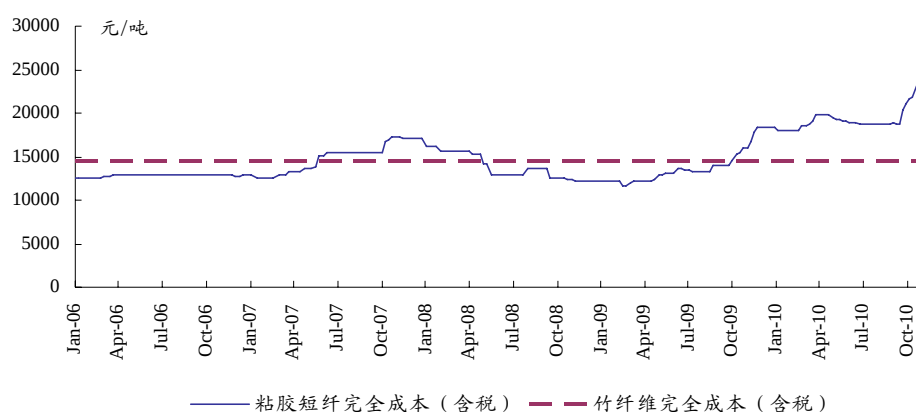
我国人民历来喜爱竹子，中国也是世界上研究、培育和利用竹子最早的国家，正

如苏东坡所述：“食者竹笋，居者竹瓦，载者竹筏，炊者竹薪，衣者竹皮，书者竹纸，履者竹鞋，真可谓不可一日无此君也。可见竹制品在我国应用范围之广泛，国民对其之认同。因此竹纤维的推广具备非常好的文化基础和品牌基础。

3.4 竹纤维成本已低于粘胶纤维成本，性价比优势皆显

由于竹纤维和粘胶纤维在制浆及湿纺过程中，其它化学物料的消耗量基本相同，因此在不考虑这些化学品价格变化的前提下，由于竹子采购成本相对固定，因此生产成本基本稳定；而粘胶纤维成本受棉短绒或者说是棉花价格波动的影响较大。根据我们的测算，目前竹纤维生产成本已明显低于粘胶纤维，而且我们预期两者的成本差距未来将会一直保持。

图 7. 粘胶纤维和竹纤维成本比较



资料来源：兴业证券研究所

3.5 小产品替代大市场，竹纤维行业将迎来高速成长期

近几年竹纤维销售价格基本以吨售价上浮 2000-3000 元/吨的水平紧盯粘胶纤维的价格；而目前由于粘胶纤维价格上涨过快，竹纤维报价已低于粘胶纤维价格 1000 元/吨左右。而经过我们的草根调研，竹纤维的终端产品一般都定位为较高档的纺织服装产品，具有一定的品牌文化，售价一般高于普通面料产品 30%以上。因此目前竹纤维产业链下游企业的盈利水平将明显高于普通面料企业，预计这将吸引更多的下游企业进入竹纤维领域。

目前竹纤维的市场规模仅不到 3 万吨，而国内粘胶纤维的产能已经突破 180 万吨，产量超过 130 万吨。根据我们上文的分析，在目前情况下，竹纤维未来替代部分粘胶纤维的过程是完全可以预期的，而保守假设对粘胶短纤仅个位数比例的替代，即可以带动竹纤维市场规模成倍的增长。

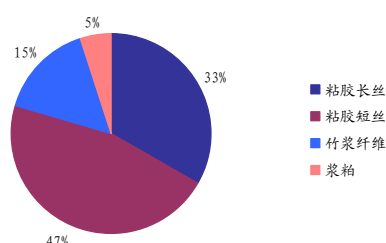
4、公司产品结构调整初见成效，经营出现拐点

4.1 公司竹纤维业务渐成气候

公司是国内纤维行业的老牌企业，在 90 年代曾经辉煌。但随着东部沿海地区纺织和纤维行业的蓬勃发展，公司远离原料和消费市场的劣势逐步体现出来，公司传统的粘胶短纤和长丝业务盈利不尽理想，短期内也没有改善的趋势。

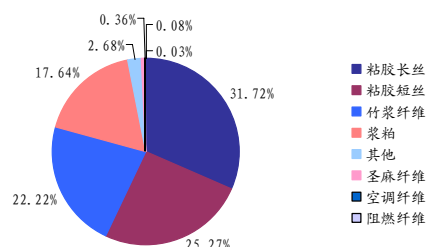
公司在面临行业困局之时，坚定的选择了竹纤维行业作为企业新的起点，尽管其中历经艰难，但最终迎来了丰收。虽然 2010 年中报显示，公司营业收入中粘胶长丝和短纤份额仍然占比约 57%，但相比 2007 年 80% 的主营占比已有明显下降，而竹纤维的占比从 15% 提高到了 22.22%。从毛利分析，显示公司竹纤维业务的毛利占比已达到 71.34%，成为公司利润贡献的主要来源。

图 8. 吉林化纤 2007 年各项业务收入占比



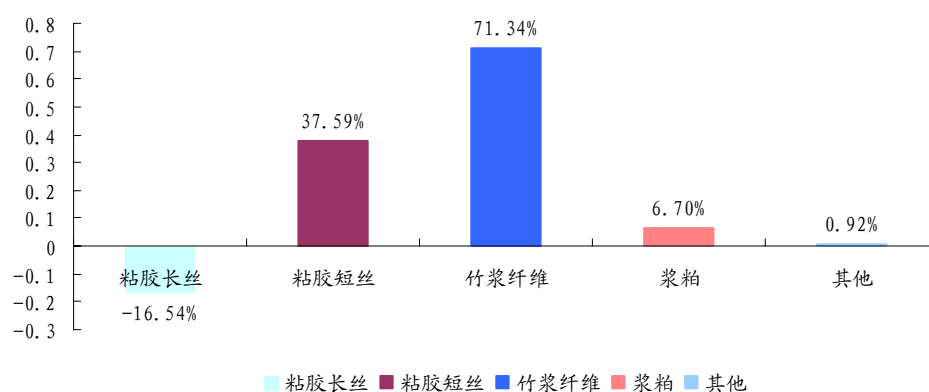
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 9. 吉林化纤 2010H1 各项业务收入占比



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 10. 吉林化纤 2010H1 各项业务毛利占比



数据来源：兴业证券研究所

4.2 产品结构调整初步完成，公司经营出现拐点

四季度除行业景气度提升外，我们认为目前也是公司产品结构改善初见成效，出现中期业绩拐点的关键时间窗口。11 月份公司本部由粘胶短纤改造的竹纤维装置月产量预计能突破 1000 吨，此外由长丝装置改造的竹纤维长丝装置也已进入试投

料阶段。改造完成后公司竹纤维产能达到 5.5 万吨，相比于 1.7 万吨的长丝和 1.7 万吨的粘胶短纤产能，已占有绝对主导地位。未来公司竹纤维，差别化丝等高毛利产品产能将持续扩大，亏损产品规模逐步减小，公司的盈利能力有望持续改善。

表 5. 公司业务调整情况

亏损或微利业务业务	原有产能	目前状况或未来规划
粘胶纤维	A, B 两线共 3.6 万吨产能	B 线 1.9 万吨已改成竹纤维 A 线 1.7 万吨规划改造为差别化丝
长丝	3 套 6.5 万吨装置	一套已改成竹纤维，如运行成功，可能继续改造
棉浆粕	9 万吨自供和外卖	规划为自供和来料加工

资料来源：兴业证券研究所整理

5 公司已公告筹划非公开发行，募投项目将助推公司发展

公司公告拟以不低于 5.90 元/股的价格非公开发行股票不超过 2 亿股，募集资金总额不超过人民币 100,000 万元，建设竹浆粕，竹纤维项目和补充流动资金。

表 6. 公司非公开发行计划募投项目

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	本次募集资金投入金额(万元)
1	提升改造建设年产 5 万吨竹纤维项目	34,900	30,000
2	四川天竹搬迁技术改造项目	56,021	50,000
3	补充流动资金	募集资金剩余部分，不超过 20,000 万	

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

竹浆粕项目所选新厂址位于宜宾市下游江安县阳春工业园区。全厂用地面积 591.51 亩。项目所在地江安县竹资源丰富，交通条件好，四川天竹搬迁到江安后，生产所需的竹料完全可以在江安县获得。该项目投产后，四川天竹竹浆粕年生产能力从 2.2 万吨增加到 5 万吨，将进一步巩固四川天竹在国内竹浆粕生产领域的市场领先地位，为企业未来发展奠定基础。

公司竹纤维生产线扩改建项目位于本部化纤厂区内，目前项目已完成一期工程，将 B 线粘胶短纤装置改造成竹纤维装置；二期将把竹纤维的年生产能力提高至 5 万吨。

上述项目投产后公司竹纤维的主业定位将更加突出，竹纤维的市场占有率有望进一步提高。

6 公司未来发展战略清晰，竹纤维上下一手抓

公司已明确将竹纤维作为未来发展的主要方向。从资源和下游拓展两方面着手，

实现巩固企业在竹纤维领域绝对龙头地位和做大竹纤维市场规模两大战略目标。

6.1 公司 2012 年竹浆粕产能将达到 13 万吨，未来持续投资丛竹资源地

竹纤维所用的竹子以丛竹最为合适，丛竹主要分布在我国四川，湖南，福建，广西，广东，云南等地，目前丛生竹除用于纸浆粕外，在其他方面尚没有大规模的应用，因此目前丛生竹资源获得相对较为容易。

公司未来竹浆粕建设将提速，包含募投项目在内的宜宾江安县的竹浆粕项目，规划产能 10 万吨/年，预计将在 2012 年初投产。公司已与当地政府签订了投资协议书，在用地保障，设施配套，税收方面都给予了一定的优惠，并且达成了排他性协议，其它类似企业将无法进入当地投资。公司在湖南拓普的浆粕基地明年年中也将扩产至 3 万吨，未来还将配套 3 万吨竹纤维生产装置，实现产品生产紧靠资源地和市场的战略部署。预计到 2012 年，公司竹浆粕产能将达到 13 万吨。

此外公司明确将进一步加快竹浆粕建设的步伐，未来将继续寻找合适的丛竹资源地进行投资建设，力争十二五期间，竹浆粕产能达到 30 万吨以上，完成国内竹浆粕生产基地的布局。

6.2 公司以天竹联盟为平台，加快下游市场的扩张进度

天竹产业联盟是由公司子公司河北吉藁化纤以竹纤维提供商的角色联合下游的竹纤维纺纱及服装企业共 68 家企业自发成立的联盟体。理事会主要成员有河北吉藁化纤有限责任公司、河北天纶纺织股份有限公司、山东德棉集团德州恒丰纺织有限公司、上海天竹纺织纤维有限公司、深圳市贝利爽实业有限公司、德州华源生态科技有限公司、吉林化纤进出口公司等；理事长单位是河北吉藁化纤。

联盟的合作模式为公司将竹纤维产品主要供应给产业联盟的企业，而联盟内企业的产品在经过申请并审核确认后即可吊贴天竹标签，以代表是正宗的竹纤维产品，并且可以优先获得天竹纤维的采购权和价格优惠。此外公司在联盟中还承担着行业研究，信息发布等组织方面的效用。

目前天竹联盟终端已有 8000 多家店面，我们认为天竹联盟将是公司未来发展的关键因素。首先公司通过控制联盟，对其它竹纤维生产企业进入市场设置了较高的进入门槛。其次公司可以利用天竹联盟制定市场策略，避免行业内企业无序竞争，促进竹纤维市场良性健康的发展。此外公司还可以利用天竹联盟的平台，集合行业内所有企业的力量扩大竹纤维的应用领域，如联盟前期搞了产业联盟走进绍兴的活动，通过与下游纺织企业合作，将竹纤维由原有的针织领域扩展至梭织领域，而随着竹纤维市场的扩大，作为原材料提供商，公司无疑是最大的受益者。

7、盈利预测与估值

7.1 盈利预测假设

1. 预计公司竹纤维项目建设符合预期，竹纤维市场扩张顺利，2010-2012 年竹纤维销量分别为 2.7 万吨，4 万吨和 6 万吨。粘胶纤维和粘胶长丝保持现有规模。

2. 假设棉价继续高位震荡，粘胶短纤 2010 年，2011 年，2012 年销售价格分别为 17521 元/吨，21367.53 元/吨，21367.52 元/吨；粘胶长丝价格分别为 32419 元/吨，36572 元/吨，36572 元/吨；短纤毛利率基本保持现有水平，长丝实现微利。

3. 假设 2010 年及以后公司竹浆粕利润都通过竹纤维业务体现。竹纤维成本相对固定，2012 年竹子采购成本提高 50 元/吨。考虑到粘胶纤维价格较高，我们保守假设竹纤维销售价格低于粘胶纤维价格 1000 元/吨，2010-2012 年竹纤维毛利率分别提高至 30.12%，45.77%，44.40%。

4. 假设公司 2010 年内顺利实现非公开发行，以 5.9 元/股，扣除发行费用后募集资金 9.5 亿元；发行后公司股本为 5.48 亿股。受此影响公司 2011 年，2012 年财务费用将明显降低。假设公司管理费用，营业费用基本稳定。

表 7. 公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
竹纤维	主营业务收入（万元）	38,108	44,607.	81,470	122,205
	同比增长率 %	6	17	83	50
	销售价格（元/吨）	16,787	16,521	20,367	20,367
	销量（万吨）	2.27	2.7	4	6
	毛利率 %	12.03	30.12	45.77	44.40
粘胶长丝	主营业务收入（万元）	52093	58354	44103	44103
	同比增长率 %	16.2	12	-26	0
	销售价格	26,830	32,419	36,572	36,572
	销量	1.94	1.8	1.2	1.2
	毛利率 %	0.47	-3.25	3	3
粘胶短纤	主营业务收入（万元）	55111	52564	32051	32051
	同比增长率 %	-13	-5	-39	0
	销售价格	14,933	17,521	21,367	21,367
	销量	3.69	3	1.5	1.5
	毛利率 %	11.61	10.94	12.79	12.79
营业费用 /主营业务收入 %		3.26	2.43	2.55	2.71
管理费用 /主营业务收入 %		6.58	6.32	6.29	6.49
财务费用 /主营业务收入 %		3.02	3.62	2.32	0.9
实际税率 %		78.53	-5	18	17

数据来源：兴业证券研究所整理

7.2 盈利预测结果

基于前述假设，我们预计吉林化纤 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 -0.11、0.34 和 0.72 元；其中 2011 年，2012 年为假设股本摊薄后的预测结果。公司 2011、2012 年净利润的增长主要来自 3 个方面：公司竹纤维产销量的增长，竹纤维销售均价保持高位，以及亏损及微利业务规模缩减。

表 8. 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1845	1964	2271	3097
增长率	3.02%	6.46%	15.64%	36.33%
营业利润（百万元）	-22	-46	255	541
增长率			454.60%	112.16%
净利润（百万元）	18	-41	185	396
增长率	-94.75%		346.60%	114.01%
最新摊薄每股收益（元）	0.05	-0.11	0.34	0.72
每股净资产（元）	2.36	2.25	3.63	4.25
动态市盈率（倍）	140.36	-59.85	19.41	9.07
市净率（倍）	2.77	2.91	1.81	1.54

数据来源：兴业证券研究所

注：2011、2012 年 EPS 及 BPS 预测值为假设增发完成的摊薄后数据

7.3 估值与投资建议

吉林化纤是国内从事化纤生产的传统优势企业，在经历多年的低迷后，借助竹纤维业务对传统业务的升级改造，目前正迎来公司经营和业绩的拐点。在高棉价的常态下，公司竹纤维将能对传统粘胶纤维形成有效替代，此外竹纤维性能相比传统粘胶纤维也有明显的优势，因此未来发展前景看好。公司目前占据竹纤维八成以上的市场份额，公司主导的天竹联盟将确保公司继续保持行业中的领导者地位。

根据预测，公司 2011 年，2012 年的动态市盈率分别为 21.94 倍和 10.36 倍，我们认为公司不能仅仅定位为传统的化纤生产企业，公司竹纤维材料具有环保及新材料的特性。考虑到公司目前正处于业绩拐点，而 2011 年已假设股本被摊薄，而募投项目预计将于 2012 年体现效益。因此结合目前市场和行业的估值水平，我们认为可以给予公司 2011 年 30 倍的动态市盈率，合理价值为每股 10.02 元，给予“推荐”评级。

8、风险提示

1.棉花价格大幅下跌的风险：尽管基于我们的分析框架，棉花价格高位震荡是大概率事件。但由于目前农产品通胀加剧，国家已出台诸多相关政策打压价格，未来不排除采取更严厉的手段压制农产品价格，如果出现这种情况，棉花也将不能幸免。如棉花价格大幅下跌，则公司竹纤维业务的毛利率可能会低于预期。

2.竹纤维市场扩张低于预期的风险：公司定位主要为竹纤维原材料提供商，虽然公司通过天竹联盟可以推动竹纤维市场的扩张，但更大程度上需要下游企业自身的发展推动。因此如果下游企业的发展速度低于预期将会使公司竹纤维业务的扩张速度低于预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	851	998	992	1322
货币资金	169	196	227	310
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	100	137	131	188
其他应收款	26	25	30	42
存货	443	471	449	587
非流动资产	1880	1777	2354	2485
可供出售金融资产	24	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1362	1410	1377	2066
在建工程	275	152	767	213
油气资产	0	0	0	0
无形资产	179	176	173	169
资产总计	2731	2775	3346	3806
流动负债	1544	1639	1053	1119
短期借款	767	811	286	169
应付票据	79	105	87	117
应付账款	334	439	383	502
其他	364	284	298	331
非流动负债	196	191	186	184
长期借款	168	168	168	168
其他	27	23	18	16
负债合计	1740	1830	1239	1303
股本	378	378	548	548
资本公积	481	481	1261	1261
未分配利润	-155	-193	-26	277
少数股东权益	97	93	118	173
股东权益合计	991	946	2106	2503
负债及权益合计	2731	2775	3346	3806

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	18	-41	185	396
折旧和摊销	144	137	151	198
资产减值准备	-95	11	-1	9
无形资产摊销	10	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	56	71	53	28
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	-8	-4	26	54
营运资金的变动	-88	-9	23	75
经营活动产生现金流量	241	179	388	610
投资活动产生现金流量	-142	-36	-730	-330
融资活动产生现金流量	59	-116	373	-197
现金净变动	159	28	31	83
现金的期初余额	98	169	196	227
现金的期末余额	256	196	227	310

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1845	1964	2271	3097
营业成本	1619	1755	1746	2222
营业税金及附加	11	11	13	17
销售费用	60	48	58	84
管理费用	121	124	143	201
财务费用	56	71	53	28
资产减值损失	1	1	4	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	-22	-46	255	541
营业外收入	69	4	4	4
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	46	-43	257	543
所得税	36	2	46	92
净利润	10	-45	211	451
少数股东损益	-8	-4	26	54
归属母公司净利润	18	-41	185	396
EPS (元)	0.05	-0.11	0.34	0.72

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.0%	6.5%	15.6%	36.3%
营业利润增长率	-105.1	-310.5	454.6%	112.2%
净利润增长率	-94.8%	-334.5	346.6%	114.0%
盈利能力(%)				
毛利率	12.3%	10.7%	23.1%	28.2%
净利率	1.0%	-2.1%	8.2%	12.8%
ROE	2.0%	-4.9%	9.3%	17.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	63.7%	65.9%	37.0%	34.2%
流动比率	0.55	0.61	0.94	1.18
速动比率	0.26	0.32	0.51	0.65
营运能力(次)				
资产周转率	0.73	0.71	0.74	0.87
应收帐款周转率	21.35	15.14	15.25	17.62
每股资料(元)				
每股收益	0.05	-0.11	0.34	0.72
每股经营现金	0.19	0.47	0.71	1.61
每股净资产	2.36	2.25	3.63	4.25
估值比率(倍)				
PE	140.36	-59.85	19.41	9.07
PB	2.77	2.91	1.81	1.54

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。