

强烈推荐-B (维持)**华西村 000936.SZ**

目标估值: 12.00 元

当前股价: 9.00 元

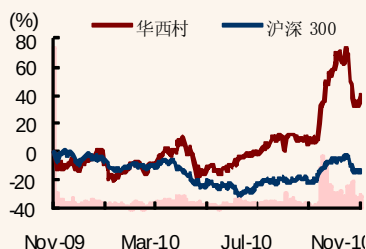
2010 年 11 月 25 日

高棉价时代已至, 涤纶短纤行业春天刚开始**基础数据**

上证综指	2860
总股本(万股)	74801
已上市流通股(万股)	74801
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	67
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	6.4
资产负债率	51.5%
主要股东	江苏华西集团公司
主要股东持股比例	24.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	62	36
相对表现	-4	51	46

**相关报告**

1、《华西村(000936)-涤纶短纤景气回升, 未来服务转型蓝图已现》
2010/10/11

2、《涤纶短纤行业-涤纶短纤新增产能少, 高棉价促景气陡然直上》
2009/10/13

袁孝锋

021-68407559
qiuxf@cmschina.com.cn
S1090208070224

张啸伟 (研究助理)

021-68407267
zhangxw@cmschina.com.cn

廖振华

S1090210040005

李荣耀

S1090210070002

我们近日拜访了公司高管, 了解公司生产经营情况。在国家严厉调控下, 棉价适当回归是必然, 但因劳动力成本上升, 高棉价时代已至, 涤纶短纤行业的春天刚开始。目前公司涤纶短纤报价 17000 元/吨, 单吨净利润 3100 元左右, 预计公司 10,11 年每股收益 0.82,0.91 元, 维持强烈推荐-B 评级, 目标价 12 元。

□ **公司涤纶短纤报价 17000 元/吨, 单吨净利润 3100 元。**公司目前涤纶短纤报价 17000 元/吨, 原材料 PTA9500 元/吨, MEG8170 元/吨, 完全成本 12000 元/吨。按照现有价格价差, 公司单吨净利润 3100 元/吨左右, 单月产量 1.6 万吨, 明年涤纶短纤预计贡献净利润 6.2 亿元(未考虑明年 8 月新投的 10 万吨)。

□ **棉花属于劳动力密集型农产品, 劳动力价格上涨趋势下, 低价棉已成往事。**目前市场担心棉花价格回到历史平均水平(14000 元/吨), 我们觉得可能性不大: 1) 棉花种植特点属劳动力密集型, 目前来看人工成本上涨是个大趋势。往年日工价格大概在 60 元, 目前农村很多地方 80 元一天都很难找到人; 2) 农村种棉的土地租金上涨; 3) 国内棉花 40%进口, 国内棉花价格受国外影响比较大; 全球棉花连续 4 年需求大于供给, 库存下降, 供需形势紧张。以江苏射阳为例(国内产棉大区), 考虑上涨后的农村劳动力价格以及土地租金成本, 简单估算当地棉花的边际成本之后发现, 折算成皮棉之后单吨成本接近 18000 元, 种棉成本有了系统性抬升, 未来涤纶短纤的价格波动中枢也必然会受此影响而抬升。目前国家在通胀形势紧急时严厉调控价格预期, 我们预计通胀缓解之时, 国家放松行政干预之后, 供需基本面偏紧的棉花仍将延续高位运行格局。

□ **行业新增产能及投产周期情况。**行业目前只有霞客环保、华西村以及一些再生小化纤厂有扩产计划, 其余厂商暂无扩产计划。主要原因还是行业低谷时间如此之长以致春天初来时, 行业还在迟疑, 担心景气只是昙花一现。扩产周期分二种, 一种是从聚酯到短纤整体配套建设, 周期大概 1 年半; 还有一种如同霞客环保以及华西村等聚酯产能已具备的公司, 只是下游涤纶短纤设备的扩建, 这类公司的扩建周期要看订购设备到位时间, 从我们前期调研国内主要涤纶短纤设备厂商郑纺机时获悉设备交付周期大概在 10-12 个月。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3193	2429	2689	5650	4958
同比增长	-2%	-24%	11%	110%	-12%
营业利润(百万元)	79	114	171	884	979
同比增长	-22%	43%	50%	418%	11%
净利润(百万元)	76	91	121	612	677
同比增长	8%	19%	33%	406%	11%
每股收益(元)	0.10	0.12	0.16	0.82	0.91
PE	88.0	74.1	55.7	11.0	9.9
PB	5.7	5.4	3.8	2.9	2.4

资料来源: 招商证券

- **我们预计公司在明年 8-9 月新增 10 万吨涤纶短纤产能。**我们前期在调研国内主要涤纶短纤设备厂商郑纺机时获悉华西村有扩建 10 万吨涤纶短纤初步想法。公司配套聚酯产能大（35 万吨），涤纶短纤产能小（20 万吨），所以一直有扩产涤纶的计划，实现聚酯的完全内部消化。我们预计公司 10 万吨短纤设备投资额 1 个亿左右。因为之前公用设施和聚酯产能已经建设好，所以涤纶短纤设备到厂就可投产，预计 10 万吨涤纶短纤产能将在明年 8-9 月投产。
- **盈利预测与投资建议。**按照棉花种植成本与棉农合理种棉收益估算，预计明年棉价运行中枢 23000 元/吨。假设棉花与涤纶短纤价差 5000 元/吨，涤纶短纤明年均价 18000 元/吨；PTA 假设 10000 元/吨，MEG9000 元/吨。涤纶短纤产量假设 20 万吨，假设新增 10 万吨贡献产量在 12 年，我们预计公司 10,11 年每股收益 0.82,0.91 元，华西村目前股价扣除持有华泰证券，东海证券，江苏银行共计 3.3 元金融资产价值，对应明年业绩估值 8 倍不到，维持强烈推荐-B 评级，目标价 12 元。**风险提示：**棉花价格在国家调控下大幅下跌。

表 1：江苏射阳地区棉花种植成本估算

分项成本	2009	2010E
棉种/元	50	50
农药化肥农膜支架/元	230	230
劳工数目/个	22	22
劳工价格/元	60	80
土地成本/元	300	300
总成本/元	1900	2340
亩产籽棉/斤	500	500
单斤籽棉成本	3.8	4.68
副产品棉籽收益	假设价格为籽棉 30%	假设价格为籽棉 30%
折算成皮棉成本/(元/吨)	14300	17700

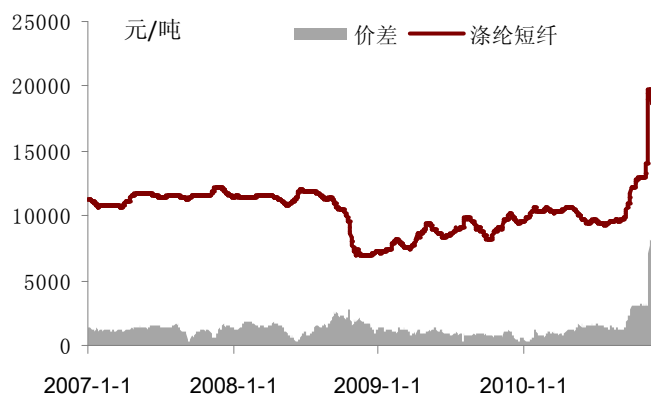
资料来源：招商证券

表 2：销售收入预测假设表

		2010 E	2011E	2012E
产量（万吨）	涤纶短纤	14	20	30
	聚酯	6	18	0
产品不含税价 （元/吨）	涤纶短纤	9573	15385	14103
	聚酯	8547	10256	10256
	乙二醇	6325	7692	7692
	PTA	6581	8547	8547
毛利率	涤纶短纤维	9%	30%	23%
	聚酯产品	4%	-1%	-1%
	储运	72%	72%	72%
合计收入/百万		2689	5650	4958
增长率		10.7%	110%	-12%
综合毛利率		9%	17%	22%

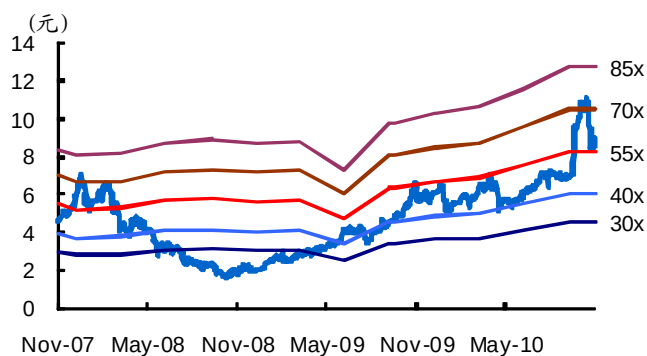
资料来源：招商证券

图 1: 涤纶短纤价格价差走势图



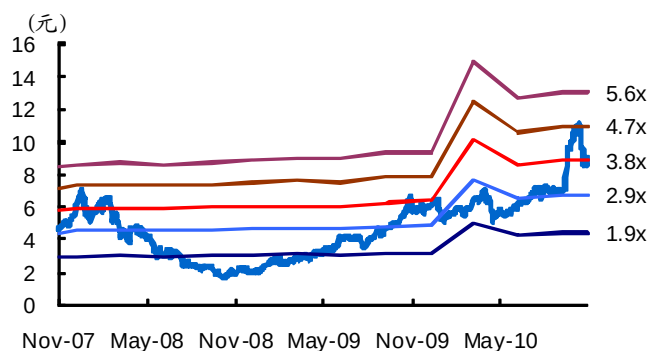
资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 华西村历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 华西村历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1451	1587	1901	2980	3315
现金	556	583	822	840	1483
交易性投资	24	21	21	21	21
应收票据	400	355	393	827	725
应收款项	95	92	97	204	179
其它应收款	0	0	0	1	1
存货	357	460	470	900	750
其他	18	75	98	187	156
非流动资产	1148	1205	1791	1793	1794
长期股权投资	326	364	338	338	338
固定资产	772	796	821	824	827
无形资产	28	24	22	20	18
其他	21	21	611	611	611
资产总计	2600	2792	3692	4773	5109
流动负债	1331	1451	1677	2122	1898
短期借款	535	499	1000	800	800
应付账款	215	121	131	250	209
预收账款	84	75	37	70	58
其他	497	755	510	1002	830
长期负债	0	0	138	138	138
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	138	138	138
负债合计	1331	1451	1815	2260	2036
股本	748	748	748	748	748
资本公积金	49	49	465	465	465
留存收益	390	459	558	1133	1627
少数股东权益	81	85	106	167	234
母公司所有者权益	1187	1256	1771	2346	2840
负债及权益合计	2600	2792	3692	4773	5109

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	433	60	34	348	913
净利润			121	612	677
折旧摊销			97	99	99
财务费用			36	23	17
投资收益			(30)	(30)	(30)
营运资金变动			(350)	(453)	94
其它			160	97	56
投资活动现金流	(61)	(88)	(683)	(100)	(100)
资本支出			(120)	(100)	(100)
其他投资			(563)	0	0
筹资活动现金流	(327)	(119)	889	(230)	(170)
借款变动			501	(200)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			416	0	0
股利分配			(22)	(36)	(184)
其他			(6)	7	13
现金净增加额	45	(146)	239	19	643

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3193	2429	2689	5650	4958
营业成本	2974	2253	2434	4665	3888
营业税金及附加	12	9	11	23	20
营业费用	22	23	27	28	30
管理费用	32	32	27	28	30
财务费用	74	38	36	23	17
资产减值损失	22	4	13	28	25
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	22	45	30	30	30
营业利润	79	114	171	884	979
营业外收入	9	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	89	115	171	884	979
所得税	(1)	10	29	212	235
净利润	90	104	142	672	744
少数股东损益	13	13	21	60	67
母公司所有者净利润	76	91	121	612	677
EPS (元)	0.10	0.12	0.16	0.82	0.91

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-2%	-24%	11%	110%	-12%
营业利润	-22%	43%	50%	418%	11%
净利润	8%	19%	33%	406%	11%
获利能力					
毛利率	6.9%	7.2%	9.5%	17.4%	21.6%
净利率	2.4%	3.7%	4.5%	10.8%	13.7%
ROE	6.4%	7.2%	6.8%	26.1%	23.8%
ROIC	8.6%	7.5%	6.0%	20.8%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	51.2%	52.0%	49.2%	47.4%	39.8%
净负债比率	20.6%	17.9%	27.1%	16.8%	15.7%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.4	1.7
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.4
营运能力					
资产周转率	1.2	0.9	0.7	1.2	1.0
存货周转率	6.5	5.5	5.2	6.8	4.7
应收帐款周转率	28.5	26.0	28.4	37.4	25.8
应付帐款周转率	10.7	13.4	19.3	24.5	16.9
每股资料(元)					
每股收益	0.10	0.12	0.16	0.82	0.91
每股经营现金	0.58	0.08	0.05	0.47	1.22
每股净资产	1.59	1.68	2.37	3.14	3.80
每股股利	0.03	0.03	0.03	0.05	0.25
估值比率					
PE	88.0	74.1	55.7	11.0	9.9
PB	5.7	5.4	3.8	2.9	2.4
EV/EBITDA	52.2	51.5	41.4	12.5	11.5

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

袁孝锋：复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007年最佳分析师石油化工第二名。

张啸伟：南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

李荣耀：上海财经大学数量经济学硕士，同济大学高分子材料学士，两年化工行业研究经验，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

廖振华：上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师，两年化工行业研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。