

湘财证券研究所

基础化工研究小组

田蓓

Tel: 021-68634518-8221

E-Mail: tb2848@xcsc.com

王强

Tel: 021-68634518-8221

E-Mail: wq2835@xcsc.com

冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

投资要点

成本决定棉花价格来年高位

2009、2010 年国际国内棉花供需缺口持续较大，不利的天气和持续减少的种植面积使市场看涨心态逐渐浓重，再加之下游棉纱企业不断增加的需求，棉花价格自 2009 年 11 月开始上升，高点一度冲过三万大关。但如此高价仅持续了一周的时间，政策面越发趋紧的调控、加上前期过快的涨势，棉花价格于 11 月 16 日破 3，迅速回探，市场情绪立即从“疯狂”转向“谨慎观望”。经过计算，我们认为 2010 年棉价支撑位大概可在 24000-25000 元/吨，价格底部即将形成。成本支撑、需求拉动、供需缺口并不支撑棉价的大幅下跌。

比价、替代关系抬高涤纶短纤价格底部

涤纶短纤与棉花、粘胶混纺制成涤棉，配比比例一般是 50: 35: 10，其它材料占 5%。当涤纶短纤成分在 15% 以内变动时，面料的手感并无明显差别，所以纺织企业一般会根据原材料价格改变原材料所占比例。造就了棉花与涤纶的有限替代关系，二者之间价格相关性也较大。

按照往年的惯例，棉花与涤纶短纤的价格差一般在 3000 元/吨-5000 元/吨，今年由于棉价飙涨，二者价差一度达到一万元以上，我们认为，棉价企稳后，棉花与涤纶短纤价差有望回归正常水平。

华西村—2011 年将受益于涤纶短纤的高景气

华西村现有涤纶短纤 17 万吨，配套聚酯产能 35 万吨，其中 17 万吨自用生产涤纶短纤，其余产能成聚酯切片外卖，2010 年上半年受制于行业低迷，公司涤纶短纤多数出口，仅赚取加工费用，毛利率也处于历年低点，仅为 3%。2010 年全年涤纶短纤含税均价大约为 10800 元/吨，而我们预计 2011 年不含税价格 12000 元/吨，同时由于棉花价格较高、纺企必定加大涤纶短纤的用量，2011 年公司将受益于涤纶短纤量价齐升的高景气。

公司将形成化纤、金融、储运三足鼎立格局

公司 2010 年 5 月与华西集团签订了《资产置换协议书》，拟将下属精毛纺厂、热电厂及特种纺织品有限公司 75% 的股权置换成 1 亿股股权的东海证券，我们预计 2011 年将计入报表。而公司原持有长期股权投资项目：江苏银行 248.8 百万股；可供出售金融资产：华泰证券 45.35 百万股。按照华泰证券近期平均股价 14.5 元/股，计算得公司金融股权价值为 3.4 元/股。

公司目前是长江下游最重要的储运中心，拥有 30 万立方米的化工仓储业务。仓储业务历年毛利率均在 70%，是公司毛利率最高的业务，预计 2010 年将实现 8500 万元-9000 万元的净利润。

盈利预测与建议

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.22 元、0.42 元、0.45 元，公司 2010 年 12 月收盘价 8.39 元收盘价，扣除 3.4 元/股金融股权价值，对应公司 2011 年 PE 为 12 倍，公司目前正处于涤纶短纤行业的景气拐点上，2011 年将受益于行业量价齐升，首次给予公司“买入”投资评级，目标价 11.8 元。棉价企稳后涤纶短纤价格得以维持高位，建议投资者关注棉价走势。

风险提示 棉花、涤纶价格波动的风险、行业周期性的波动风险。

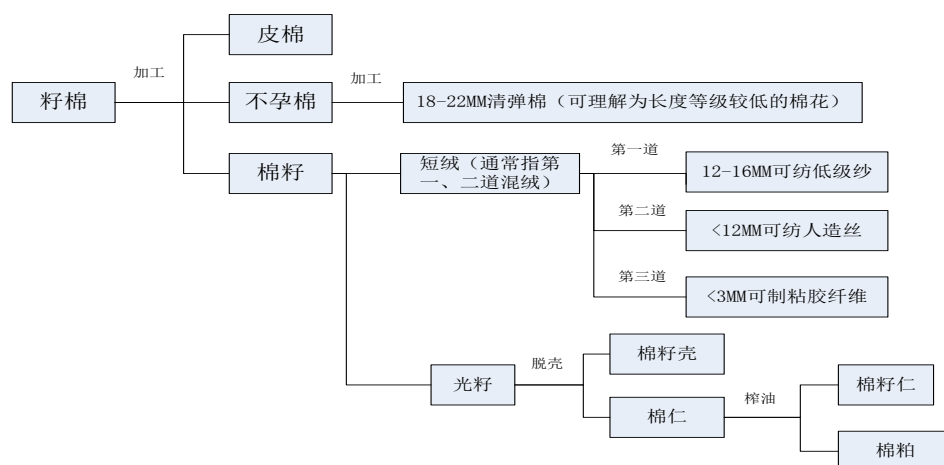
1、成本决定棉花价格来年高位，比价、替代关系抬高涤纶短纤价格底部

1.1、成本决定棉花价格来年高位

2009、2010 年国际国内棉花供需缺口持续较大，不利的天气和持续减少的种植面积使市场看涨心态逐渐浓重，再加之下游棉纱企业不断增加的需求，棉花价格自 2009 年 11 月开始上升，高点一度冲过三万大关。但如此高价仅持续了一周的时间，政策面越发趋紧的调控、加上前期过快的涨速，棉花价格于 11 月 16 日破 3，迅速回探，市场情绪立即从“疯狂”转向“谨慎观望”。经过计算，我们认为 2010 年棉价支撑位大概可在 24000-25000 元/吨，价格底部即将形成。成本支撑、需求拉动、供需缺口并不支撑棉价的大幅下跌。

籽棉经采摘后，可被加工为皮棉、不孕棉和棉籽。棉企从农户手中收购籽棉，将皮棉销售给下游棉纱生产企业，棉籽可以用来制绒、榨油、生菌，同样可以出售。

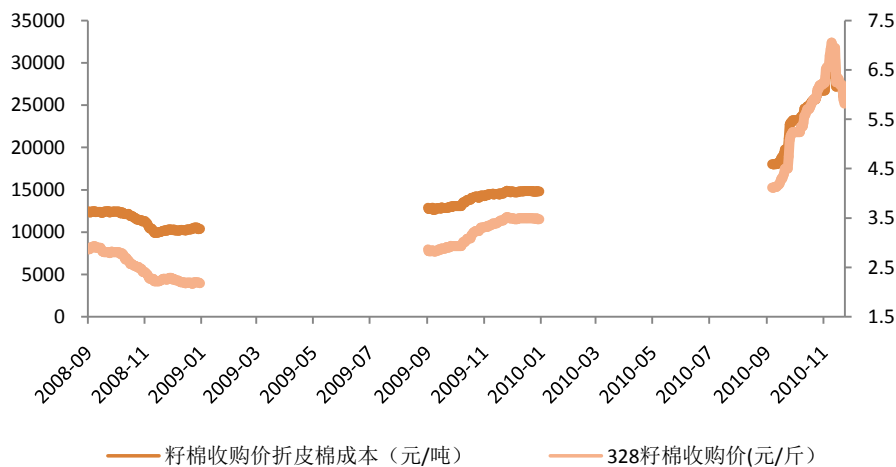
图 1、棉花加工过程



数据来源：湘财证券研究所

我国籽棉收购期为每年的 9 月到 12 月，今年棉花受天气影响单产下降较多，棉花现货期货一直保持涨势，在此影响下，我国籽棉平均收购价格也由收购初期的 4 元/斤一路上涨至 7 元/斤，虽目前有所回落，但今年平均籽棉收购成本也在 6 元/斤左右。按照公式： $\text{实际皮棉成本} = (\text{购进籽棉成本} - \text{其中的棉籽成本}) / (\text{衣分率} - \text{衣亏率}) + \text{加工费}$ ，保守计算今年平均的皮棉成本也在 25000 元/吨左右，所以 2010 年棉花价格的支撑位可定为 24000 元/吨-25000 元/吨。今年棉籽价格收购过高，不排除一些棉企亏本出局的可能。

图 2、籽棉收购价及折算为皮棉的成本



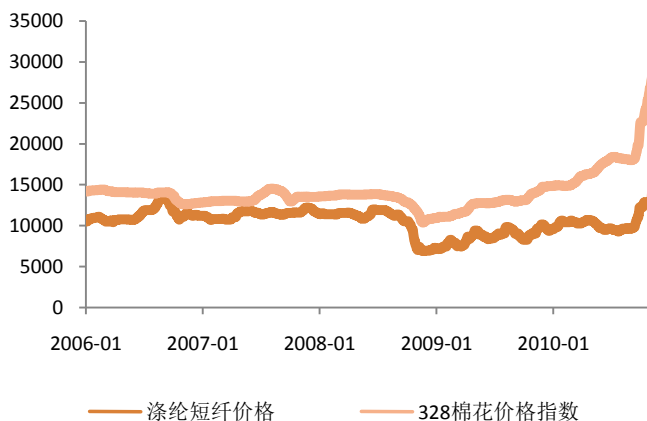
数据来源：第一纺织网、湘财证券研究所

此外，需求缺口也对 2011 年棉花价格的高位运行给予强支撑。根据 USDA11 月报告，2011 年度中国将有 323 吨的棉花缺口需要进口，库存消费比也成历年较低水平。

1.2、比价、替代关系抬高涤纶短纤价格底部

涤纶短纤与棉花、粘胶混纺制成涤棉，配比比例一般是 50: 35: 10，其它材料占 5%。当涤纶短纤成分在 15%以内变动时，面料的手感并无明显差别，所以纺织企业一般会根据原材料价格改变原材料所占比例。造就了棉花与涤纶的有限替代关系，二者之间价格相关性也较大。

图 3、涤纶短纤价格与棉花价格相关性较大



数据来源：WIND、百川资讯、湘财证券研究所

按照往年的惯例，棉花与涤纶短纤的价格差一般在 3000 元/吨-5000 元/吨，今年由于棉价飙涨，二者价差一度达到一万元以上，我们认为，棉价企稳后，棉花与涤纶短纤价差有望回归正常水平。

2、华西村—2011 年将受益于涤纶短纤的高景气

华西村现有涤纶短纤 17 万吨，配套聚酯产能 35 万吨，其中 17 万吨自用生产涤纶短纤，其余产能成聚酯切片外卖，2010 年上半年受制于行业低迷，公司涤纶短纤多数出口，仅赚取加工费用，毛利率也处于历年低点，仅为 3%。2010 年全年涤纶短纤含税均价大约为 10800 元/吨，而我们预计 2011 年不含税价格 12000 元/吨，同时由于棉花价格较高、纺企必定加大涤纶短纤的用量，2011 年公司将受益于涤纶短纤量价齐升的高景气。

3、公司将形成化纤、金融、储运三足鼎立格局

公司 2010 年 5 月与华西集团签订了《资产置换协议书》，拟将下属精毛纺厂、热电厂及特种纺织品有限公司 75% 的股权置换成 1 亿股股权的东海证券，我们预计 2011 年将计入报表。而公司原持有长期股权投资项目：江苏银行 248.8 百万股；可供出售金融资产：华泰证券 45.35 百万股。按照华泰证券近期平均股价 14.5 元/股，计算得公司金融股权价值为 3.4 元/股。

公司目前是长江下游最重要的储运中心，拥有 30 万立方米的化工仓储业务。仓储业务历年毛利率均在 70%，是公司毛利率最高的业务，预计 2010 年将实现 8500 万元-9000 万元的净利润。

未来公司将形成化纤、金融、储运三足鼎立的业务格局。

4、盈利预测与估值

表 1、价格假设表

价格（元/吨）	2010 年	2011 年	2012 年
涤纶短纤	9300.00	12000.00	12000.00
聚酯切片	8600.00	10500.00	10500.00
PTA	6600.00	7700.00	7700.00
MEG	6150.00	7100.00	7100.00

数据来源：湘财证券研究所

表 2、分业务假设表

	2010E	2011E	2012E
涤纶短纤			
销售量（万吨）	14.00	17.00	17.00
销售价格（元/吨）	9600.00	12000.00	12000.00
销售收入（百万元）	1344.00	2040.00	2040.00
生产成本（百万元）	1218.46	1693.54	1693.54
毛利（百万元）	125.55	346.46	346.46
毛利率	9.34%	16.98%	16.98%

聚酯切片			
销售量(万吨)	7.00	12.00	12.00
销售价格(元/吨)	8600.00	10500.00	10500.00
销售收入(百万元)	602.00	1260.00	1260.00
生产成本(百万元)	574.23	1135.44	1135.44
毛利(百万元)	27.77	124.56	124.56
毛利率	4.61%	9.89%	9.89%
港口储运			
销售收入(百万元)	122.00	130.00	130.00
生产成本(百万元)	35.00	37.00	37.00
毛利(百万元)	87.00	93.00	93.00
毛利率	71.31%	71.54%	71.54%
热电+精纺呢			
销售收入(百万元)	358.00		
生产成本(百万元)	308.00		
毛利(百万元)	50.00		
毛利率	13.97%		
总计			
销售收入(百万元)	2426.00	3430.00	3430.00
生产成本(百万元)	2135.68	2865.98	2865.98
毛利(百万元)	290.32	564.02	564.02
毛利率	0.12	0.16	0.16

数据来源：湘财证券研究所

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.22 元、0.42 元、0.45 元，公司 2010 年 12 月收盘价 8.39 元，扣除 3.4 元/股金融股权价值，对应公司 2011 年 PE 为 12 倍，公司目前正处于涤纶短纤行业的景气拐点上，2011 年将受益于行业量价齐升，首次给予公司“买入”投资评级，目标价 11.8 元。棉价企稳后涤纶短纤价格得以维持高位，建议投资者关注棉价走势。

5、风险

棉花、涤纶价格波动的风险、行业周期性的波动风险。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1587	1760	2196	2336	营业收入	2429	2426	3430	3430
现金	583	850	960	1100	营业成本	2253	2136	2866	2866
应收账款	92	109	137	137	营业税金及附加	9	8	12	12
其他应收款	0	0	1	1	营业费用	23	14	20	20
预付账款	75	97	137	137	管理费用	32	24	34	34
存货	460	314	421	421	财务费用	38	37	49	27
其他流动资产	376	389	540	540	资产减值损失	4	-30	2	2
非流动资产	1205	1694	1611	1528	公允价值变动收益	1	-3	0	0
长期投资	364	337	337	337	投资净收益	45	0	0	0
固定资产	796	713	631	548	营业利润	114	234	447	469
无形资产	24	24	24	23	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	21	620	619	619	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2792	3454	3807	3864	利润总额	115	235	448	470
流动负债	1451	1946	1977	1733	所得税	10	42	85	89
短期借款	499	1252	1032	788	净利润	104	192	363	381
应付账款	121	128	172	172	少数股东损益	13	30	45	42
其他流动负债	830	565	773	773	归属母公司净利润	91	162	318	338
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	245	353	579	579
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.22	0.42	0.45
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1451	1946	1977	1733	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	85	115	160	202	成长能力				
股本	440	748	748	748	营业收入	-23.9%	-0.1%	41.4%	0.0%
资本公积	357	49	49	49	营业利润	43.5%	105.2%	91.1%	5.0%
留存收益	459	599	876	1135	归属于母公司净利润	18.8%	78.1%	96.3%	6.5%
归属母公司股东权益	1256	1393	1670	1929	获利能力				
负债和股东权益	2792	3454	3807	3864	毛利率(%)	7.2%	12.0%	16.4%	16.4%
现金流量表					净利率(%)	3.7%	6.7%	9.3%	9.9%
单位: 百万元					ROE(%)	7.2%	11.6%	19.0%	17.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	16.0%	23.6%	43.1%	47.3%
经营活动现金流	60	151	420	491	偿债能力				
净利润	104	192	363	381	资产负债率(%)	52.0%	56.3%	51.9%	44.8%
折旧摊销	93	83	83	83	净负债比率(%)	34.42%	64.36%	52.22%	45.48%
财务费用	38	37	49	27	流动比率	1.09	0.90	1.11	1.35
投资损失	-45	0	0	0	速动比率	0.76	0.74	0.89	1.10
营运资金变动	-124	-129	-77	0	营运能力				
其他经营现金流	-6	-32	2	0	总资产周转率	0.90	0.78	0.94	0.89
投资活动现金流	-88	-578	-0	-0	应收账款周转率	24	23	28	25
资本支出	102	0	0	0					

长期投资	-9	573	0	0	应付账款周转率	13.40	17.15	19.10	16.67
其他投资现金流	5	-4	-0	-0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-119	694	-309	-351	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.22	0.42	0.45
短期借款	-36	753	-220	-244	每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.20	0.56	0.66
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.68	1.86	2.23	2.58
普通股增加	0	308	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-308	0	0	P/E	68.55	38.49	19.61	18.42
其他筹资现金流	-83	-59	-90	-106	P/B	4.96	4.47	3.73	3.23
现金净增加额	-145	267	110	140	EV/EBITDA	24	17	10	10

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

