

2011年1月17日

吉林化纤

竹纤维大发展、大气象、大格局

近日我们邀请吉林化纤领导参加了我们在北京组织的高端制造业会议。天竹产业“十二五”规划以大发展、大气象、大格局为目标，竹纤维为体，阻燃纤维、保温纤维为翼，即将鹤唳九天。维持买入评级，目标价 10.85 元。

支撑评级的要点

- 我国竹材循环量达到 4,000 万吨，可用于再生纤维素纤维加工的约 500 万吨。竹纤维年循环量是我国棉花产量的 75%，是我国粘胶纤维产量的 2.5 倍。竹纤维将有望成为我国纺织纤维的重要组成部分。
- 截至 2010 年公司共计生产竹纤维 14 万吨，创造经济效益约 30 亿元，纱线约 70 亿元，带动产成品约 150 亿元，为社会创造了巨大的经济效益。
- 2012 年四川天竹将率先打造成精制竹浆粕基地，用来生产高强天竹短纤维、天竹长丝。根据规划，到“十二五”期末，我国天竹纤维总产量将达 25 万吨/年，其中服装用占比 65%、家纺 30%、产业用 5%。联盟成员达到 100 家。

评级面临的主要风险

- 非公开发行不能完成的风险。

估值

- 我们预计 2010-2012 年每股收益分别为-0.17 元、0.43 元、0.81 元，目标价维持在 10.85 元，维持买入评级。

图表 1.投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,785	1,845	1,856	2,812	4,074
变动(%)	(19)	3	1	52	45
净利润(人民币 百万)	(360)	18	(62)	236	447
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.951)	0.047	(0.165)	0.431	0.814
变动(%)	(551.7)	(104.9)	(453.4)	(360.8)	89.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	(0.129)	0.431	0.814
调整幅度(%)	-	-	28.0	0.0	0.0
核心每股收益(人民币)	(0.951)	0.047	(0.165)	0.431	0.814
变动(%)	(551.7)	(104.9)	(453.4)	(360.8)	89.1
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	180.6	N/M	19.6	10.4
核心市盈率(倍)	N/M	180.6	N/M	19.6	10.4
每股现金流量(人民币)	0.36	0.19	0.59	0.47	0.52
价格/每股现金流量(倍)	23.6	45.4	14.4	17.9	16.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(24.0)	22.1	31.4	8.8	5.4
每股股息(人民币)	0.007	0.023	0.030	0.030	0.030
股息率(%)	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

000420.SZ - 人民币 8.44

目标价格：人民币 10.85

倪晓曼*

(8610) 6622 9389

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	0	18	28	36
相对新华富时A50 指数 (%)	(0)	22	35	54

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	378
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	2,520
3个月日均交易额(人民币 百万)	150
净负债比率(%)	102.6
主要股东(%)	
吉林化纤集团	20.74

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏文杰为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

吉林化纤出席“高端制造业会议”

2011年1月13-14日，我们在北京召开了“中银国际高端装备制造业2011年度投资者会议”，吉林化纤集团总经济师唐家维、吉藁化纤总经理宋德武、董秘、综合处长徐建国、吉藁化纤研发部主任李振峰等出席了本次会议，与参会基金进行了深入而广泛的沟通。我们是2010年市场中最早推荐吉林化纤的券商，11月15日发表《竹纤维是粘胶高价运行受益最大产品》，随后我们在12月16日组织部分基金参加了天竹产业联盟大会暨吉林化纤调研，并与董事长进行座谈，回来后我们上调2012年盈利预测，发表报告《竹纤维为体，阻燃、调温纤维为翼，大鹏展翅欲翔九天》。

竹浆纤维已广泛应用，竹原纤维尚未推广

竹纤维分为两种，即竹原纤维、竹浆纤维。

竹原纤维是将竹材进行分丝、柔化处理制成的物理纤维，通过木素粘结纤维素制成工艺纤维进行纺纱。由于含有较多木素，纤维粗糙，柔性差，物理强度不高，穿着刺痒。因此从其诞生至今一直在推广应用的初期，没有大规模应用在纺织品的加工、生产过程中。

竹浆纤维是以我国有机生态的新鲜竹子为原料，经制浆、纺丝等工艺处理，制造而成的再生纤维素纤维，此纤维是化学纤维，纤维光滑，亲肤性好，强力高，是一种新型、健康的生态纺织原料。竹浆纤维现在已形成规模，其纯纺、混纺的纱线已广泛地应用在织造服装面料和家用纺织品中。

天竹纤维是采用四川、云南、福建、湖南等地有机生态的新鲜竹子为原料，经制浆、纺丝等发明专利技术制造而成的再生纤维素纤维，其良好的可纺性和服用性能使其在众多新型纤维中脱颖而出，尤其是在2005年天竹产业联盟成立后，使天竹纤维迅速发展成为继棉毛丝麻之后的一个重要纺织原料之一。

竹纤维年循环量可达500万吨

我国是世界上竹类资源丰富的国家，有48个属超过500种竹子，这些竹种分布在北纬40度以南的广大国土上。我国现有竹林500多万公顷，竹材循环量达到4,000万吨，可用于再生纤维素纤维加工的约500万吨。竹纤维年循环量是我国棉花产量的75%，是我国粘胶纤维产量的2.5倍。随着需求增长，竹纤维将有望成为我国纺织纤维的重要组成部分。

竹纤维：逐步向梭织领域进军，需求更加旺盛

天竹纤维突出的吸湿性、良好的透气性、优异的染色性、特殊的滑爽性、天然的生物降解性。由于优良的性能，竹纤维在家纺、针织、机织、无纺、医用等领域开始广泛应用。

家纺产品：毛巾、浴巾、床单、被罩、窗帘、汽车座垫等。

针织产品：保暖内衣、四季内衣、横机及圆机T恤衫、袜子等。

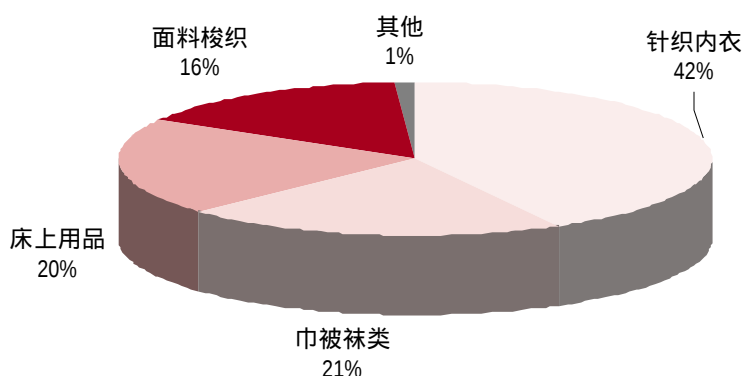
机织产品：茄克、休闲运动服、衬衫、牛仔布、西装等。

无纺产品：湿巾、衬布等。

医用产品：护士服，手术服、口罩、纱布等。

2010年竹纤维国内市场纯纺占比30.2%，混纺69.5%。针织内衣用量42%，床品用量20.4%，巾被、袜类用量21%，面料梭织类15.5%，国外市场混纺比例78.5%，巾被、袜类用量比例60.3%。竹纤维终端产品结构变化不大，针织类、巾被、袜类用量仍然占据市场消费量的半壁江山，可喜的是2010年天竹在梭织领域应用大幅度增长。从目前中国服装销售市场看，针织服装所占的占比为55%、梭织占比为45%，梭织占服装面料的近半江山，向梭织领域成功进军将使得竹纤维推向更为广阔的应用空间。

图表 2.竹纤维下游需求分布情况

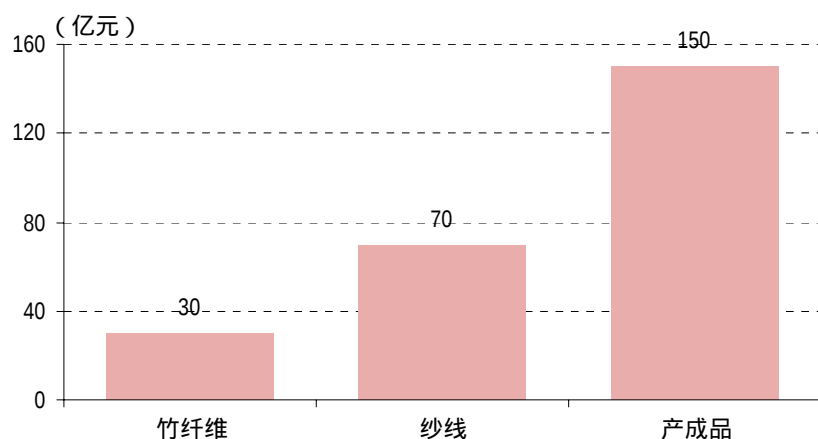


资料来源：中银国际研究

竹纤维经济效益巨大，下游扩产意向强烈

截至 2010 年公司共计生产竹纤维 14 万吨，创造经济效益约 30 亿元，纱线约 70 亿元，带动产成品约 150 亿元，为社会创造了巨大的经济效益。

图表 3.天竹产业取得的经济效益



资料来源：中银国际研究

根据我们与下游用竹纤维纺纱的企业进行交流，纺纱企业表示目前使用竹纤维来纺纱所获得的毛利率是高于棉花、粘胶纱线的，由于使用竹纤维纺纱能够得到更高的利润，下游纺纱企业有扩大竹纤维意向强烈。

天竹产业十二五规划：大发展、大气象、大格局

大发展：

到“十二五”期末，我国天竹纤维总产量将达 25 万吨/年，其中服装用占比 65%、家纺 30%、产业用 5%。联盟成员达到 100 家。

大气象：

2011 年吉林集团竹浆长丝大规模生产；

2011 年 3 月高强力天竹纤维规模生产；

2015 年实现天竹纤维多功能化、系列化产品。

大格局：

2012 年四川天竹率先打造成精制竹浆粕基地，用来生产高强天竹短纤维、天竹长丝；云南竹浆生产基地用来做高档针织内衣，福建作为重要的原料补充基地；

2015 年实现河北、吉林、山东、四川、湖南、安徽、福建、云南等全国各地共同发展。

盈利预测假设及评级

假设增发能够完成，按增发完成后总股本 5.48 亿股（增发前 3.78 亿股）计算，我们预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 -0.17 元、0.43 元、0.81 元，按照 1 月 14 日收盘价 8.44 元/股，2011-2012 年对应的动态市盈率分别为 20 倍和 10 倍。我们所选定的三家粘胶行业上市公司 2011 年平均市盈率为 25.7 倍。考虑到公司是粘胶价格高位运行中受益最大的公司，我们预计公司未来以竹纤维为体，阻燃、保温纤维为翼，即将大鹏展翅，随着产能不断扩张，公司业绩将逐步提高，我们给予 2011 年 25 倍市盈率，目标价为 10.85 元，维持**买入**评级。

图表 4.估值比较

公司	代码	股价 (人民币)	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
澳洋科技	002172.SZ	8.71	0.23	0.31		37.5	28.3	
山东海龙	000677.SZ	5.32	0.07	0.17	0.21	78.6	32.1	25.2
新乡化纤	000949.SZ	6.01	0.28	0.36	0.39	21.8	16.8	15.5
平均						46.0	25.7	20.4
吉林化纤	000420.SZ	8.44	(0.17)	0.43	0.81	(64.9)	19.6	10.4

资料来源：万得资讯、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,785	1,845	1,856	2,812	4,074
销售成本	(1,918)	(1,619)	(1,693)	(2,180)	(3,032)
经营费用	(25)	(56)	(38)	(120)	(239)
息税折旧前利润	(158)	171	125	512	803
折旧及摊销	(131)	(136)	(135)	(140)	(146)
经营利润 (息税前利润)	(289)	35	(11)	371	656
净利息收入/(费用)	(63)	(56)	(46)	(43)	(36)
其他收益/(损失)	(73)	67	0	0	0
税前利润	(425)	46	(57)	328	620
所得税	48	(36)	(8)	(82)	(155)
少数股东权益	17	8	3	(10)	(19)
净利润	(360)	18	(62)	236	447
核心净利润	(360)	18	(62)	236	447
每股收益(人民币)	(0.951)	0.047	(0.165)	0.431	0.814
核心每股收益(人民币)	(0.951)	0.047	(0.165)	0.431	0.814
每股股息(人民币)	0.007	0.023	0.030	0.030	0.030
收入增长(%)	(19)	3	1	52	45
息税前利润增长(%)	(261)	(112)	(131)	(3,552)	77
息税折旧前利润增长(%)	(152)	(208)	(27)	310	57
每股收益增长(%)	(552)	(105)	(453)	(361)	89
核心每股收益增长(%)	(552)	(105)	(453)	(361)	89

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	100	169	202	905	871
应收帐款	198	239	228	337	474
库存	278	443	354	456	635
其他流动资产	(2)	0	0	0	0
流动资产总计	574	851	785	1,698	1,980
固定资产	1,366	1,362	1,327	1,486	1,740
无形资产	69	179	174	174	173
其他长期资产	341	339	308	333	577
长期资产总计	1,776	1,880	1,809	1,993	2,490
总资产	2,350	2,731	2,593	3,691	4,470
应付帐款	422	524	544	557	840
短期债务	650	767	967	667	667
其他流动负债	68	253	0	0	0
流动负债总计	1,139	1,544	1,512	1,225	1,507
长期借款	223	168	138	138	138
其他长期负债	20	27	0	0	0
股本	378	378	378	548	548
储备	501	516	473	1,553	2,001
股东权益	879	894	851	2,101	2,550
少数股东权益	88	97	92	227	276
总负债及权益	2,350	2,731	2,593	3,691	4,470
每股帐面价值(人民币)	2.32	2.36	2.25	3.83	4.65
每股有形资产(人民币)	2.14	1.89	1.79	3.51	4.33
每股净负债/(现金)(人民币)	2.04	2.03	2.39	(0.18)	(0.12)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(425)	46	(57)	328	620
折旧与摊销	131	136	135	140	146
净利息费用	63	56	46	43	36
运营资本变动	(224)	(285)	(316)	(221)	(365)
税金	63	56	46	43	36
其他经营现金流	527	62	367	(115)	(190)
经营活动产生的现金流	135	70	221	219	283
购买固定资产净值	(121)	(37)	(100)	(500)	(300)
投资减少/增加	0	(35)	0	0	0
其他投资现金流	3	1	0	0	0
投资活动产生的现金流	(118)	(71)	(100)	(500)	(300)
净增权益	16	0	0	1,000	0
净增债务	(17)	133	(76)	0	0
支付股息	(73)	(62)	(11)	(16)	(16)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(73)	70	(88)	984	(16)
现金变动	(56)	69	34	702	(33)
期初现金	154	100	169	202	905
公司自由现金流	17	(1)	121	(281)	(17)
权益自由现金流	0	132	45	(281)	(17)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(8.8)	9.2	6.7	18.2	19.7
息税前利润率(%)	(16.2)	1.9	(0.6)	13.2	16.1
税前利润率(%)	(23.8)	2.5	(3.0)	11.7	15.2
净利率(%)	(20.2)	1.0	(3.4)	8.4	11.0
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.5	1.4	1.3
利息覆盖率(倍)	(4.6)	0.6	(0.2)	9.0	19.9
净权益负债率(%)	79.9	77.4	95.8	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	1.0	0.9
估值					
市盈率(倍)	N/M	180.6	N/M	19.6	10.4
核心业务市盈率(倍)	N/M	180.6	N/M	19.6	10.4
目标价对应核心业务	N/M	171.2	N/M	18.6	9.8
市盈率(倍)					
市净率(倍)	3.6	3.6	3.7	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	23.6	45.4	14.4	17.9	16.3
企业价值/息税折旧前	(24.0)	22.1	31.4	8.8	5.4
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	76.6	81.3	85.9	67.9	65.7
应收帐款周转天数	50.1	43.3	46.0	36.6	36.3
应付帐款周转天数	80.9	93.6	105.1	71.5	62.6
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	48.4	n.a.	7.0	3.7
净资产收益率(%)	(33.6)	2.0	(7.2)	16.0	19.2
资产收益率(%)	(11.4)	0.3	(0.4)	8.9	12.1
已运用资本收益率(%)	(14.4)	1.8	(0.6)	14.3	19.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371