

买入 维持
新民科技（002127）
2011 年 2 月 11 日
股票价格

20110210 收盘价	12.90 元
6 个月内目标价	23.00 元

	2009	2010E	2011E
市盈率	88	37	11

股本结构

总股本（万股）	37204.91
流通 A 股（万股）	16979.99

市场表现


资料来源：海通证券研究所

相关研究

新民科技公告点评
 2010.11.1
 新民科技深度调研报告
 2010.10.28
 化纤行业 2009 三季报综述
 2009.11.2
 化纤行业 2009 中期策略
 2009.7.14

海通证券研究所

基础化工行业分析师

曹小飞

SAC 执业证书编号:S08500210070006

电话: 021-23219267

Email: caoxf@htsec.com

业绩或将于二季度开始爆发

新民科技目前主营业务主要分三块，分别是涤纶长丝、印染加工、丝织品等业务，涤纶长丝业务已经成为公司最为主要的业务，该业务也将成为公司未来几年主要的发展方向。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	-8.78	36.17	134.27	44.62
毛利率（%）	13.40	19.46	18.51	15.71
净利润增长率（%）	107.39	140.27	210.75	24.58
每股收益（元，摊薄）	0.16	0.37	1.16	1.44

资料来源：海通证券研究所

- **新民科技业绩增长的动力主要来自于产能的扩张，3 年 9 倍。**2010-2012 年公司将进行大规模产能扩张，2010 年，公司差别化涤纶长丝产能 8.2 万吨/年（权益产能 6 万吨/年），我们预计，2011 年、2012 年公司将分别新增 20 万吨/年、30 万吨/年产能。2012 年底，公司差别化涤纶长丝总产能将达到 58 万吨/年，权益产能为 56 万吨/年，届时，公司差别化涤纶长丝权益产能将是 2010 年的 9 倍。
- **纺织服装需求旺盛，天然纤维价格高企刺激替代需求。**中国纺织服装内需旺盛，出口也显著恢复，涤纶长丝需求旺盛；天然纤维（棉花、桑蚕丝）价格高企带动涤纶的替代需求，涤纶长丝受益更为明显，涤纶长丝行业的盈利水平强于涤纶短纤行业；通过差别化处理，涤纶长丝又可以具备各种优良的性能，广泛的应用于服装和家纺领域，差别化涤纶长丝已经成为化纤行业中一个极具活力的领域。
- **涤纶长丝 2011 年底前供应相对紧张，未来两年 PTA、MEG 供应宽松。**2011 年将有 276 万吨涤纶长丝产能投放，较 2010 年产能增长 14%，产能增速低于下游扩张速度，且产能主要集中于 2011 年 4 季度投放，我们预计 2011 年前 3 季度，涤纶长丝行业供应将持续偏紧，涤纶长丝产能增长存在设备瓶颈，我们预计未来几年涤纶长丝产能将有序扩张；未来两年 PTA、MEG 产能扩张显著，供给很难持续紧张。
- **核心优势保证巨幅产能扩张转化为业绩。**新民科技具有地域优势、产业链、产品结构、生产设备等核心优势，保证公司巨幅扩张的产能顺利转化为业绩，另外，公司将引入新产品“天丝”，提升公司长期竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**新民科技未来 3 年涤纶长丝产能翻 9 倍，公司新增产能仅占行业总产能的 2-3%，且公司涤纶长丝产品附加值较行业平均水平要高，历史上没有出现亏损，因此，公司业绩大幅增长对行业景气度的要求并不苛刻。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.37 元、1.16 元、1.44 元，动态 PE 分别为 35 倍、11 倍、9 倍，2010-2012 年净利润复合增长率为 110%，公司估值在化工行业中属极低水平，而其成长性较好，我们维持其“买入”评级，调高 6 个月目标价至 23 元，对应 2011 年 20 倍 PE，较目前股价还有 78% 的上涨空间。公司新增产能将在 2011 年 2 季度完全投放，我们预计公司业绩将于 2 季度开始爆发。
- **风险提示。**A 股系统性风险；棉花、PTA 均有期货，期货产品价格的波动可能对股价产生影响；纺织行业景气度；新项目进展。

目 录

1. 新民科技业务转型，未来 3 年涤纶长丝产能翻 9 倍	2
2. 需求面：纺织服装需求旺盛，天然纤维供应不足	3
2.1 纺织服装：内需持续高增长，外需显著恢复	3
2.2 天然纤维：棉花、桑蚕丝等供应不足，涤纶替代需求增长	4
2.3 涤纶长丝：涤纶行业景气，涤纶长丝受益更大	5
3. 供给面：涤纶长丝未来 3 个季度供应偏紧，PTA、MEG 产能未来两年增加较多	6
3.1 涤纶长丝：未来 1 年产能增长有限，且集中于 2011 年 4 季度	6
3.2 PTA：未来半年供应偏紧，2011 年下半年-2012 年产能大幅扩张	7
4. 新民科技投资要点探讨	8
4.1 涤纶行业未来 1 年维持景气是大概率事件	8
4.2 核心优势保证产能巨幅扩张→业绩高增长	9
4.3 天丝项目提升公司发展潜力	10
5. 未来 3 年业绩复合增长率 110%，重申“买入”	10
6. 风险提示	14

1. 新民科技业务转型，未来3年涤纶长丝产能翻9倍

新民科技(002127)是具有52年历史的企业，在纺织领域拥有完整的产业链，产业领域涵盖化纤、织造、印染、服装、纺织助剂等业务，作为真丝面料生产企业，公司长期位于中国丝绸行业十强之列，2010年公司居中国丝绸行业十强的第1位、居中国纺织服装企业竞争力500强第27位；公司对于丝绸、纺织服装行业发展趋势具有深刻的理解，公司主要业务现已转型为差别化涤纶长丝，这是公司面向未来发展的关键之举，通过产能扩张，公司将跻身国内大型涤纶长丝厂商之列。

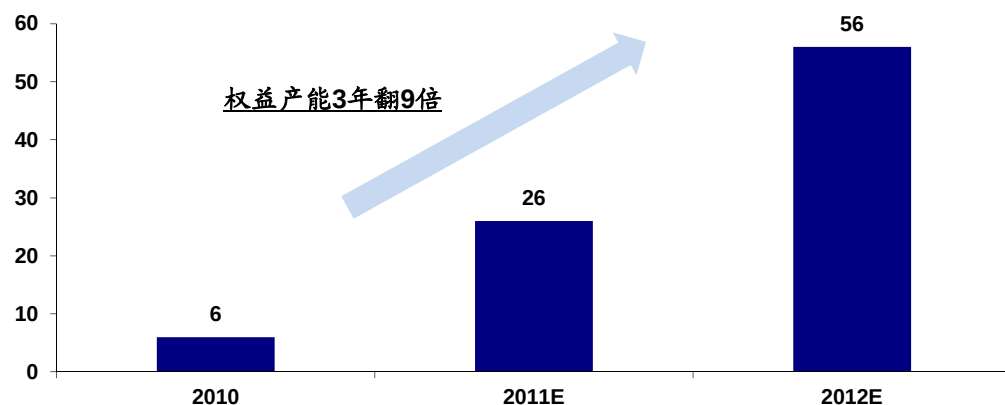
2010-2012年公司将进行大规模产能扩张，2010年，公司差别化涤纶长丝产能8.2万吨/年(权益产能6万吨/年)，2011年、2012年公司将分别新增20万吨/年、30万吨/年产能。2012年底，公司差别化涤纶长丝总产能将达到58万吨/年，权益产能为56万吨/年，届时，公司差别化涤纶长丝权益产能将是2010年的9倍。

公司现有的8.2万吨/年差别化涤纶长丝产能采用切片纺工艺，2011-2012年投产的50万吨/年产能采用熔体直纺工艺，产品生产成本将进一步降低，同时，聚酯装置采用“一头两尾”的工艺路线，产品生产的操作弹性较高。

2011年投产20万吨/年产能。我们预计，公司20万吨/年熔体直纺涤纶长丝产能各条生产线，将于2011年2月开始分批投产，2011年2季度开始产能完全释放；根据公司公告，20万吨/年产能中，约12-14万吨/年的产能生产半消光细旦涤纶FDY，其余产能生产超细旦全消光高性能涤纶FDY及POY，产品附加值较公司现有产品有所提升。

2012年投产30万吨/年产能。我们预计，公司新建30万吨/年熔体直纺涤纶长丝产能将于2012年2季度至4季度分批次投产，其中的20万吨/年产能生产半消光超细旦涤纶FDY及POY，10万吨/年产能生产大有光三角异型FDY及大有光阳离子改性FDY，产品附加值较高，该项目已于2010年12月20日开工奠基。

图1 新民科技差别化涤纶长丝权益产能情况(万吨/年)

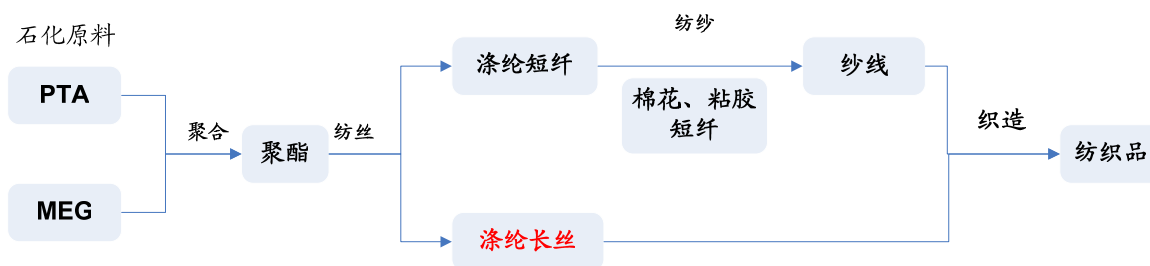


资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 需求面：纺织服装需求旺盛，天然纤维供应不足

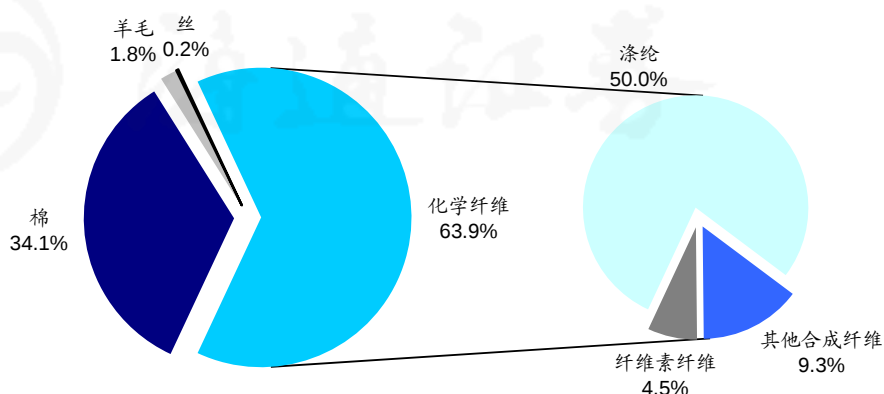
考察涤纶产业链，涤纶短纤及涤纶长丝主要的下游应用为服装、家用纺织品（当然，近年来涤纶工业长丝在产业用纺织品中的应用也快速增长），在世界纤维产量当中，涤纶占到了 50%，是最主要的纤维品种。

图 2 涤纶行业产业链



资料来源：海通证券研究所

图 3 2009 年世界纤维产量结构

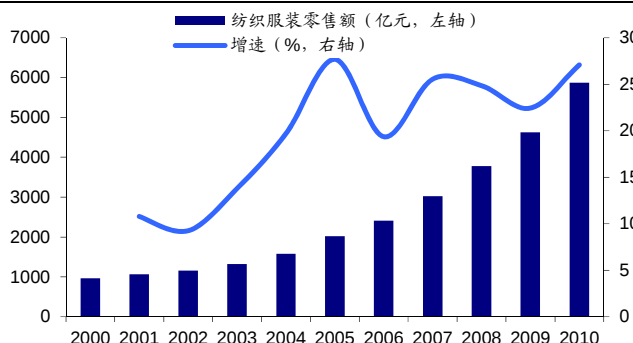


资料来源：日本化纤协会，海通证券研究所

2.1 纺织服装：内需持续高增长，外需显著恢复

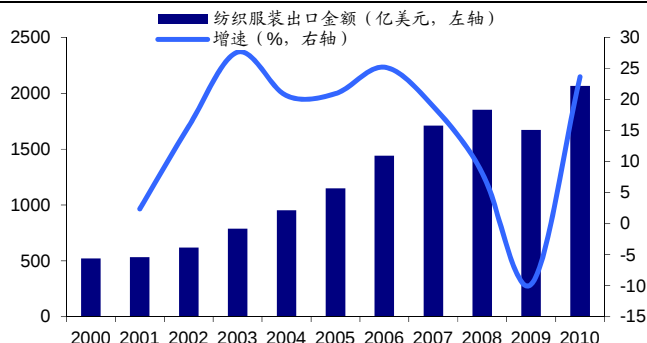
中国纺织服装行业拥有庞大的内需市场，限额以上纺织鞋帽、针、纺织品零售额多年来持续增长，2010 年增速达到了 27.1%；纺织服装出口已经从 2009 年的低谷中走出，2010 年实现了 23.7% 的增长；生产方面，2010 年中国布产量达到了 655 亿米，同比增长了 15.5%。作为最为主要的纺织原料，涤纶在纺织服装行业景气向好的情况下，需求也出现恢复，涤纶纤维 2010 年产量达到了 2513 万吨的历史新高，同比增长 14.0%。

图 4 中国限额以上纺织鞋帽、针、纺织品零售额变化



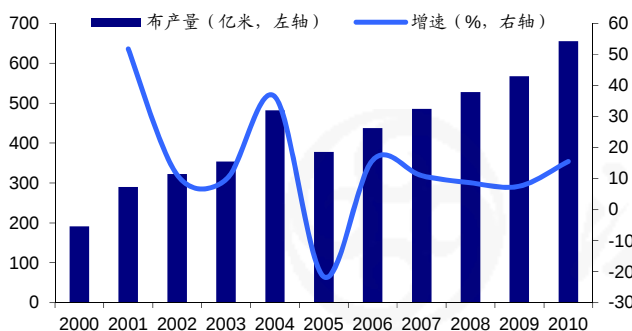
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 5 中国纺织服装出口金额变化



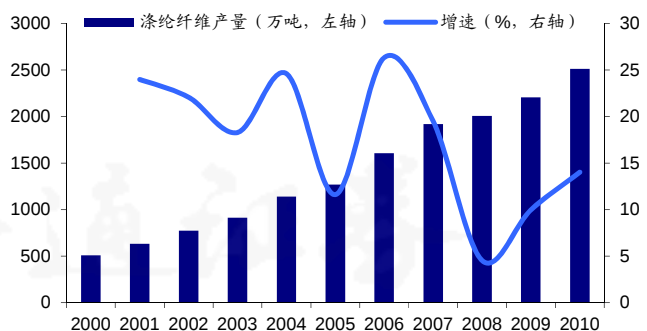
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 6 中国布产量变化



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 7 中国涤纶纤维产量变化



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2.2 天然纤维：棉花、桑蚕丝等供应不足，涤纶替代需求增长

棉花、桑蚕丝、麻、羊毛等天然纤维以及化学纤维是纺织品的主要原料，棉花、桑蚕丝等天然纤维的供给有一定周期，受天气条件、土地、劳动力等因素限制，在自然灾害频发，土地、劳动力成本提升的情况下，天然纤维供给偏紧，而需求则相对旺盛，导致天然纤维的价格告别低价时代，棉花、桑蚕丝的价格均已处在历史高位，见图 8、图 9。

我们认为，棉花、桑蚕丝等天然纤维价格的暴涨是供求矛盾的集中爆发，其价格未来因供求关系的变化将出现波动，但天然纤维生产成本的增加已提升了其价值中枢。以棉花为例，据业内专家计算，由于受棉花综合成本的支撑，未来几年棉花的价值中枢已提升至 25000 元/吨，价格底部约为 22500 元/吨，远高于过去多年 13000 元/吨的价值中枢。

涤纶是天然纤维的主要替代品，2000-2010 年中国布产量复合增长率为 13%，而棉花产量复合增长率仅为 3%，涤纶纤维产量复合增长率则为 17%；中国纺织服装行业对于棉花等天然纤维的需求，一方面通过进口来满足，2010 年中国棉花的进口依赖度已经提升至 31%（进口量/表观消费量），另一方面，涤纶纤维的应用比例则逐年提升，在天然纤维价格高企的背景下，天然纤维与涤纶纤维的价差拉大（见图 10、图 11），极具价格优势的涤纶替代效应更是明显。

图 8 中国棉花价格指数: 328 (元/吨)



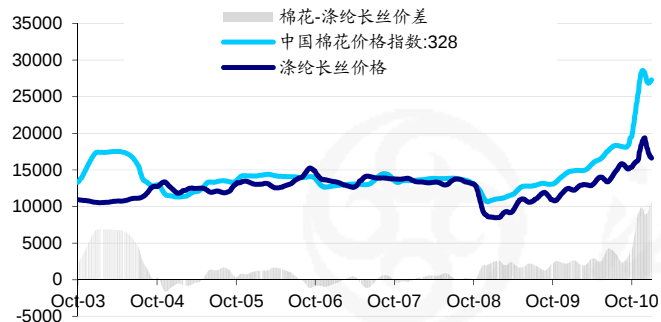
资料来源: 全国棉花交易市场, 海通证券研究所

图 9 浙江地区 3A-4A 生丝 (桑蚕丝) 价格 (元/吨)



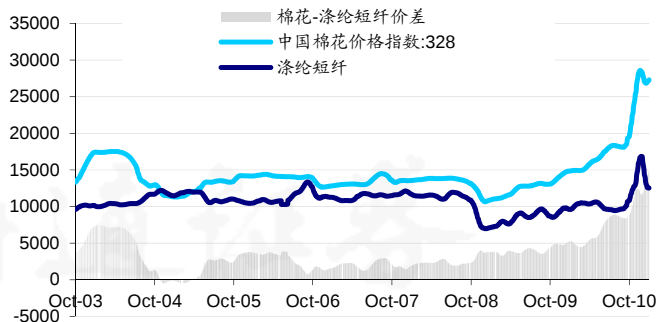
资料来源: 中国绸都网, 海通证券研究所

图 10 棉花-涤纶长丝价格及价差变化 (元/吨)



资料来源: 中国化纤经济信息网, 海通证券研究所

图 11 棉花-涤纶短纤价格及价差变化 (元/吨)

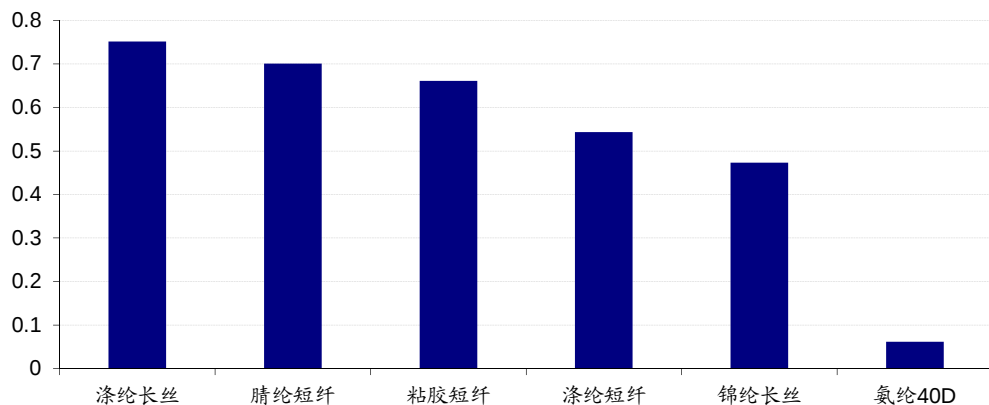


资料来源: 中国化纤经济信息网, 海通证券研究所

2.3 涤纶长丝: 涤纶行业景气, 涤纶长丝受益更大

涤纶短纤与天然纤维 (主要为棉花) 的替代效应发生在“纺纱”这一工序, 棉花价格高企或者棉花短缺将使涤纶短纤应用比例增加; 涤纶长丝与天然纤维的替代效应则发生在“织造”这一工序, 涤纶长丝因其价格低廉, 性能多样而被广泛的用于服装、家纺的面料、里料织造。

图 12 棉花价格与主要化纤品种价格相关系数比较 (采用 2006-2010 年价格日数据)

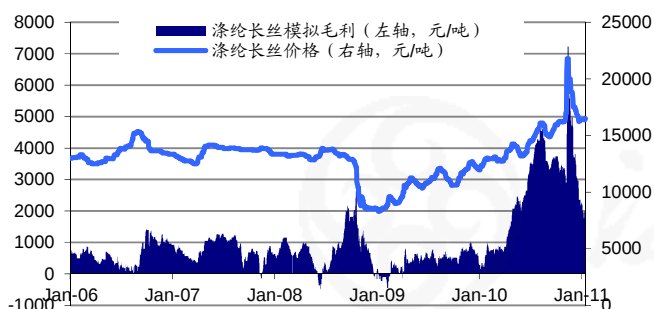


资料来源: 中国化纤经济信息网, 海通证券研究所

通过最近 5 年棉花价格与主要化纤品种价格的相关性分析（可以作为研究化纤与天然纤维替代关系的一个途径），我们得到涤纶长丝与棉花价格相关系数为 0.75，而粘胶短纤、涤纶短纤与棉花价格的相关系数分别为 0.66、0.54，主要化纤品种中，涤纶长丝与棉花价格的相关性更高，在天然纤维价格高企（高棉价）的背景下，涤纶长丝受益明显。

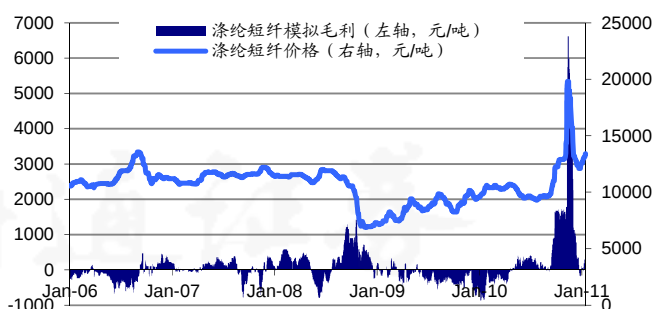
与涤纶短纤相比，涤纶长丝差异化程度更高，通过差异化处理性能和用途更为多样化；涤纶长丝生产的技术、设备壁垒也较涤纶短纤高；从图 13、图 14 中，我们可以发现，历史上涤纶长丝行业的盈利水平强于涤纶短纤行业，2006 年至今，涤纶长丝行业平均吨毛利水平为 1068 元，而涤纶短纤行业平均吨毛利水平为 118 元。涤纶长丝价格相对棉花、桑蚕丝、麻等天然纤维的价格要低很多，而通过差别化处理，涤纶长丝又可以具备各种优良的性能，广泛的应用于服装和家纺领域，差别化涤纶长丝已经成为化纤行业中一个极具活力的领域。

图 13 2006 年至今涤纶长丝模拟毛利平均水平为 1068 元/吨



资料来源：中国化纤经济信息网，海通证券研究所

图 14 2006 年至今涤纶短纤模拟毛利平均水平为 118 元/吨



资料来源：中国化纤经济信息网，海通证券研究所

3. 供给面：涤纶长丝未来 3 个季度供应偏紧，PTA、MEG 产能未来两年增加较多

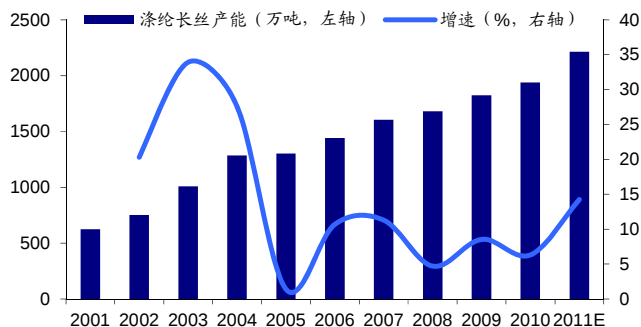
涤纶长丝作为处在较为景气阶段的周期性行业，我们有必要来考察其未来产能扩张及上游 PTA 行业产能扩张的情况。

3.1 涤纶长丝：未来 1 年产能增长有限，且集中于 2011 年 4 季度

涤纶长丝产能在 2001-2004 年间增幅较大，由 2001 年 625 万吨/年的产能扩张至 2004 年的 1285 万吨/年，复合增长率 27%，2005-2010 年行业较为低迷，2010 年产能增至 1900 万吨/年左右，6 年复合增长率仅为 7%，产能扩张有所放缓。2010 年以来，涤纶行业景气有所恢复，涤纶长丝厂家扩产动力加强，2011 年将有 276 万吨涤纶长丝（未包括涤纶工业长丝）产能投放，较 2010 年产能增长 14%，产能增速低于下游扩张速度，且产能主要集中于 2011 年 4 季度投放，我们预计 2011 年前 3 季度，涤纶长丝行业供应将持续偏紧，2011 年 4 季度后将有所缓和。

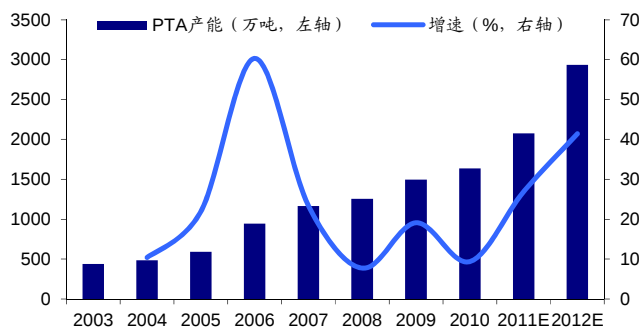
涤纶长丝产能增长存在设备瓶颈，我们预计未来几年涤纶长丝产能将有序扩张。涤纶长丝的卷绕设备，国内厂家需要从德国、日本两家企业进口，这两家企业的产能可以满足 250 万吨/年左右的涤纶长丝新增产能，鉴于前些年涤纶长丝产能过快扩张导致行业低迷的事实，涤纶长丝设备厂商对于自身的扩能比较谨慎，目前这两家企业订单已经排到两年之后。

图 15 中国涤纶长丝产能变化（不包括涤纶工业长丝）



资料来源：第一纺织网，海通证券研究所

图 16 中国 PTA 产能变化



资料来源：第一纺织网，海通证券研究所

表 1 2011 年涤纶长丝（不含涤纶工业丝）产能扩张情况

投放时间	厂家	新增涤纶长丝产能（万吨/年）
2011 年 2 月开始	新民科技	20
2011 年 4-5 月	桐乡新凤鸣	20
2011 年 4-5 月	福建锦兴	30
2011 年上半年	常熟恒意	16
2011 年 3 季度	吴江恒力	25
2011 年 3 季度	宿迁恒力	20
2011 年 4 季度	福建金轮	20
2011 年 4 季度	湖州华斯	30
2011 年 4 季度	恒逸上海	25
2011 年底	盛虹化纤	50
2011 年底	盛泽立新	20
新增产能合计		276

资料来源：第一纺织网，海通证券研究所

3.2 PTA：未来半年供应偏紧，2011 年下半年-2012 年产能大幅扩张

PTA 作为聚酯涤纶行业最基础的原料，需求庞大，近几年中国 PTA 产能大幅扩张，进口依存度已从 2003 年的 54%，降低到 2010 年的 31%。2003-2010 年，中国 PTA 产能复合增长率 21%，其中，2003-2007 年间产能增速较快，产能翻了近 3 倍，2008-2010 年产能增速有所放缓，2011-2012 年，国内 PTA 产能再次进入高速扩张阶段，2012 年中国 PTA 产能将达到近 3000 万吨/年，较 2010 年增长 80%，未来两年 PTA 的供给将较为充裕。

不过，2011 年上半年 PTA 产能投放较少，约有 150 万吨/年产能投放；2011 年下半年 PTA 产能投放较多，约有 290 万吨/年新增产能投放，我们认为，未来两年 PTA 供给面较为宽松，PTA 价格难以较长时间处在大幅超越正常盈利基准的水平，PX-PTA-聚酯-涤纶产业链将共享行业景气。中国目前 PTA 需求还有 30% 依赖进口，高棉价提升 PTA 行业景气程度，企业产能建设热情仍将持续；PTA 行业是资金密集型行业，具有显著的规模经济效应，规模化是企业必然之路。

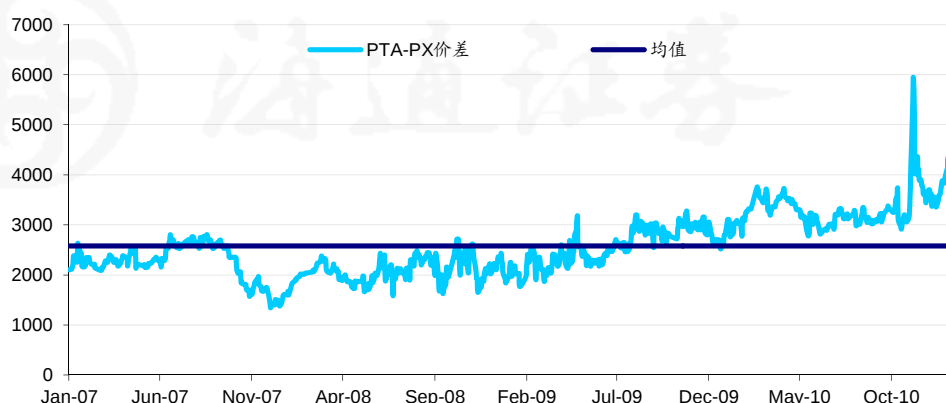
另外, MEG 是涤纶生产的另一主要原料, 中国进口依存度较高, 但未来几年中东地区 MEG 产能将大量释放, 全球产能将可能出现过剩的局面。

表 2 2011-2012 年中国 PTA 产能扩张情况

投放时间	厂家	新增 PTA 产能 (万吨/年)
2011 年 1 月	江阴汉邦	80
2011 年 1 季度	逸盛大化	50
2011 年 5-6 月	佳龙石化	20
2011 年 3 季度	逸盛宁波	200
2011 年底	海伦石化	90
2011 年新增产能合计		440
2012 年新增产能合计		860

资料来源: 第一纺织网, 海通证券研究所

图 17 PTA 盈利水平变化: PTA-PX 价差 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 中国化纤经济信息网, 海通证券研究所

4. 新民科技投资要点探讨

4.1 涤纶行业未来 1 年维持景气是大概率事件

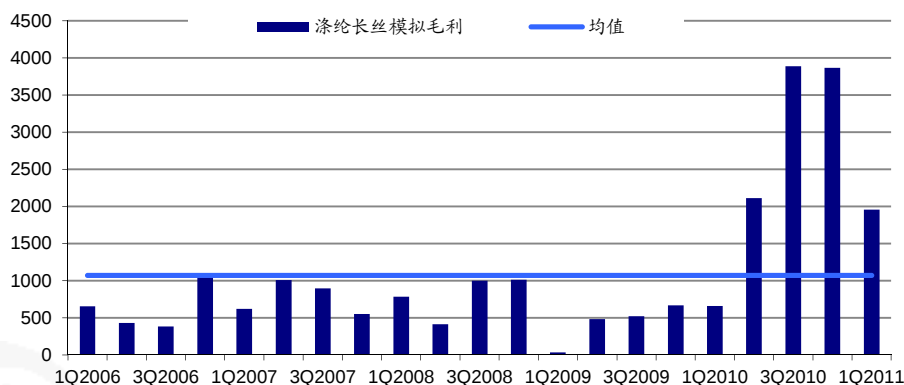
通过上文基于涤纶长丝需求、供给以及 PTA、棉价的分析, 我们认为, 至少未来 1 年涤纶长丝景气有望维持。

涤纶长丝行业在 2012 年以后会有新增产能集中投放, 但全球涤纶长丝设备的供应瓶颈将使产能增幅控制在 15% 左右, 因此, 对于涤纶长丝行业景气状况, 需求面因素是我们更为关注的, 如棉价促进涤纶替代需求, 服装、箱包、家纺的消费增长也将带动涤纶长丝的需求, 需求面因素不发生重大改变的话, 我们依然看好涤纶长丝行业的发展。

从吨毛利变化情况来看, 2010 年 2 季度, 涤纶长丝行业盈利开始显著提高, 2010 年 3-4 季度盈利大幅超越历史平均水平, 2011 年 1 季度行业盈利水平有所下滑, 但还是远高于历史平均水平。

2010 年 3-4 季度,涤纶长丝的吨毛利接近 3900 元/吨,吨净利约为 2500 元/吨;从涤纶长丝项目的投资情况来看,20 万吨/年熔体直纺涤纶长丝项目投资约为 9 亿,也就是说,单吨产能投入为 4500 元,按照 2010 年 3-4 季度的盈利水平,涤纶长丝行业的投资回报率高达 56%,显然这一盈利水平很难长期维持,2011 年 1 季度行业盈利水平有所下滑也在情理之中。从投资周期来看,涤纶长丝项目约为 15 个月,如果考虑到决策周期就更长了,结合 2011 年产能投放的节奏来看,我们认为从供给的角度来看,未来 1 年涤纶长丝的景气水平还是可以保证的,在这期间涤纶长丝盈利水平超越历史平均水平是大概率事件。

图 18 2006-1Q2011 涤纶长丝模拟季度吨毛利变化情况(元/吨)



资料来源:中国化纤经济信息网,海通证券研究所

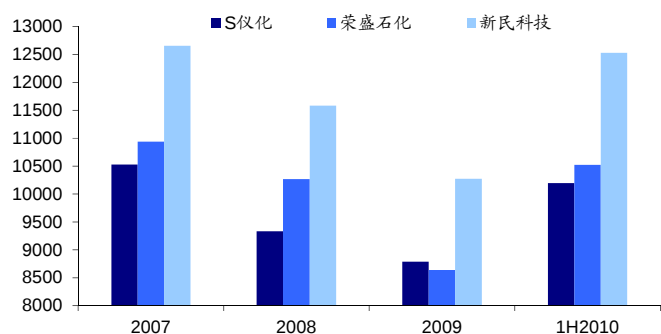
4.2 核心优势保证产能巨幅扩张→业绩高增长

新民科技在涤纶长丝行业中具有较强的核心优势:

地域优势。新民科技位于吴江市盛泽镇,依托中国东方丝绸市场,盛泽镇已经形成完整的纺织产业集群;中国东方丝绸市场及其周边地区,拥有 2300 多家纺织生产企业,8000 多家纺织贸易公司和商行,21 个仓储中心,无梭织机 10 多万台,化纤原料产能 200 万吨,年织造能力 100 亿米,印染后整理能力 30 亿米。另据业内人士估计,吴江地区约拥有织布机 20 万台,年纤维消耗量 300 万吨,当地涤纶长丝需求广阔;该地区以生产丝织、仿真丝产品为特色,当地纺织品厂商对细旦涤纶丝的需求更高,而细旦丝产品的附加值也更高。地域优势是新民科技以细旦丝为特色产品结构的先天条件。

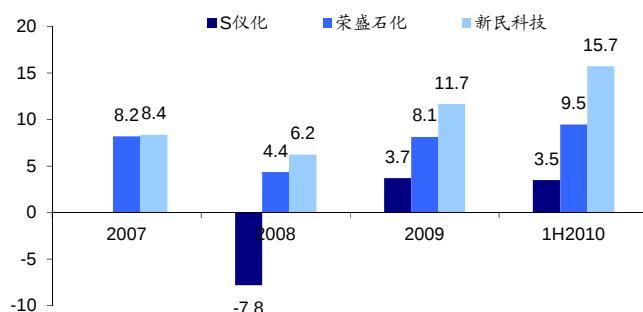
产业链及产品结构优势。新民科技具有完整的“化纤→织造→纺织助剂→印染→服装”产业链,对于化纤原料需求发展趋势认识深刻,公司涤纶产品几乎都为差别化品种(细旦丝居多),差别化率在 90%以上,而行业平均水平仅为 50%,良好的产品结构保证了公司产品盈利水平要高于行业平均。可比上市公司中,S仪化、荣盛石化涤纶长丝生产均采用熔体直纺工艺,而新民科技原有生产线采用切片纺工艺,生产成本较熔体直纺要高,在生产工艺不具备成本优势的情况下,公司产品均价及毛利率水平平均高于上述两家可比上市公司(见图 19、图 20),这充分体现了公司产品的结构优势,公司 2011 年新投产 20 万吨/年、2012 年将投产的 30 万吨/年差别化涤纶长丝产能将采用熔体直纺工艺,产品毛利率将在原来的基础上有进一步提升。

图 19 新民科技涤纶长丝均价显著高于可比上市公司



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 20 新民科技涤纶长丝毛利率显著高于可比上市公司



资料来源：公司公告，海通证券研究所

生产设备优势。涤纶长丝行业目前发展已经比较成熟，设备的先进程度决定了企业的生产效率。新民科技进入涤纶长丝行业较晚，不过起点较高，原有 8.2 万吨/年（权益产能 6 万吨/年）切片纺工艺的生产线设备较为先进，采用 20 头纺设备，而公司 2011 年新投产 20 万吨/年差别化涤纶长丝产能采用目前世界上最先进的 32 头纺生产设备，2012 年将投产的 30 万吨/年产能也将采用最为先进的涤纶长丝生产设备。

4.3 天丝项目提升公司发展潜力

新民科技设立合资公司，涉足天丝纤维（LYOCELL）领域，天丝纤维作为具有高技术含量的环保生物物质纤维，发展前景广阔，附加值高，若该项目成功实施，公司将成为我国天丝纤维龙头企业。对于公司未来几年的发展，2011-2012 年的看点在差别化涤纶长丝产能的巨幅扩张，2013 年的看点是天丝项目建成。

5. 未来 3 年业绩复合增长率 110%，重申“买入”

新民科技目前及未来几年最为主要的业务是涤纶长丝业务，我们围绕公司涤纶长丝业务来进行业绩预测，我们可以通过比较历史上公司数据及行业数据差异来进行预测。从表 3 中可知，新民科技涤纶长丝因细旦丝占比较高，价格及吨毛利均高于市场平均水平，产品价格较市场水平高 1100-1200 元/吨，尽管采用切片纺工艺，公司产品吨毛利较市场水平高 580-770 元/吨，公司新产能采用熔体直纺工艺后，吨毛利有望高出市场平均水平 1000 元/吨左右。基于前文有关涤纶长丝行业的分析，我们对于涤纶及原料的市场价格做出表 4 中的预测，以此为基础，作为新民科技涤纶长丝业务盈利预测的参考。

表 3 涤纶市场价格、吨毛利与新民科技涤纶业务比较（元/吨，不含税价）

	2009	1H2010		2009	1H2010
中纤价格指数涤纶 FDY	9165	11331	涤纶长丝模拟吨毛利	427	1388
新民科技涤纶长丝均价	10273	12527	新民科技涤纶长丝吨毛利	1197	1969
新民科技-行业	1109	1196		770	581

资料来源：中国化纤经济信息网，公司公告，海通证券研究所

表 4 新民科技盈利预测参照假设

	2009	2010E	2011E	2012E
中纤价格指数涤纶 FDY (元/吨)	10723	14824	16500	14000
中纤价格指数涤纶 FDY (不含税, 元/吨)	9165	12670	14103	11966
中纤价格指数聚酯切片 (元/吨)	8172	10023	12 00	10650
中纤价格指数聚酯切片 (不含税, 元/吨)	6985	8566	10256	9103
中纤价格指数 PTA (元/吨)	7015	8002	10000	9000
中纤价格指数 PTA (不含税, 元/吨)	5996	6839	8547	7692
中纤价格指数 MEG (元/吨)	5265	7321	9000	8000
中纤价格指数 MEG (不含税, 元/吨)	4500	6257	7692	6838

资料来源: 中国化纤经济信息网, 海通证券研究所

新民科技目前业务分为三块, 分别是涤纶长丝、丝织品、印染, 预测的关键是涤纶长丝业务, 丝织品、印染等两项业务相对较为稳定。对于涤纶长丝业务, 我们分两部分进行预测, 分别是子公司原有的切片纺生产线以及股份公司新建熔体直纺生产线, 公司未来的扩张主要体现在后者的产能变化。表 5 中是我们预测的主要参数, 表 6 是在此假设下的预测利润表。根据我们的预测, 新民科技 2010-2012 年 EPS 分别为 0.37 元、1.16 元、1.44 元 (2011 年业绩预测较上期的 0.92 元有所提高, 新增加 2012 年业绩预测), 我们的假设已经考虑涤纶行业景气度在 2012 年有所下滑, 尽管如此, 公司 2010-2012 年归属于母公司所有者的净利润复合增长率仍达到 110%。



表 5 新民科技盈利预测分业务基本假设

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	127969	174252	408218	590377
营业成本(万元)	110815	140338	332640	497649
营业收入增长率(%)	-8.78	36.54	134.27	44.62
综合毛利率(%)	13.40	19.46	18.51	15.71
分业务预测				
涤纶长丝业务				
涤纶长丝产能(吨)	82000	82000	282000	582000
涤纶长丝产量(吨)	78110	82000	227000	397000
涤纶长丝均价(含税,元/吨)	12020	16111	17784	15444
涤纶长丝均价(不含税,元/吨)	10273	13770	15200	13200
涤纶长丝收入(万元)	80246	112914	345040	524040
涤纶长丝单位成本(元/吨)	9076	10879	12334	11142
涤纶长丝吨毛利(元)	1197	2891	2866	2058
涤纶长丝成本(万元)	70895	89208	279976	442352
涤纶长丝毛利(万元)	9351	23706	65064	81688
涤纶长丝毛利率(%)	11.65	20.99	18.86	15.59
其中:				
子公司原有生产线(切片纺)				
涤纶长丝产能(吨)	82000	82000	82000	82000
涤纶长丝产量(吨)	78110	82000	82000	82000
涤纶长丝均价(含税,元/吨)	12020	16111	17784	15444
涤纶长丝均价(不含税,元/吨)	10273	13770	15200	13200
涤纶长丝收入(万元)	80246	112914	124640	108240
涤纶长丝单位成本(元/吨)	9076	10879	12594	11423
涤纶长丝吨毛利(元)	1197	2891	2606	1777
涤纶长丝成本(万元)	70895	89208	103275	93671
涤纶长丝毛利(万元)	9351	23706	21365	14569
涤纶长丝毛利率(%)	11.65	20.99	17.14	13.46
股份公司新建生产线(熔体直纺)				
涤纶长丝产能(吨)	-	-	200000	500000
涤纶长丝产量(吨)	-	-	145000	315000
涤纶长丝均价(含税,元/吨)	-	-	17784	15444
涤纶长丝均价(不含税,元/吨)	-	-	15200	13200
涤纶长丝收入(万元)	-	-	220400	415800
涤纶长丝单位成本(元/吨)	-	-	12186	11069
涤纶长丝吨毛利(元)	-	-	3014	2131
涤纶长丝成本(万元)	-	-	176702	348681
涤纶长丝毛利(万元)	-	-	43698	67119
涤纶长丝毛利率(%)	-	-	19.83	16.14
丝织品、印染及其他业务				
丝织品收入(万元)	27226	34558	35595	37375
丝织品成本(万元)	22589	28338	29188	30647
丝织品毛利率(%)	17.03	18	18	18
印染加工收入(万元)	13920	17702	18233	19145
印染加工成本(万元)	11610	14958	15407	16178
印染加工毛利率(%)	16.59	15.5	15.5	15.5
其他收入(万元)	6576	9078	9350	9817
其他成本(万元)	5721	7834	8069	8472

资料来源:公司公告,海通证券研究所

表 6 新民科技利润表预测(万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	127969	174252	408218	590377
营业收入	127969	174252	408218	590377
二、营业总成本	120505	153965	355582	526105
营业成本	110815	140338	332640	497649
营业税金及附加	191	261	612	886
销售费用	3558	4182	8981	10036
管理费用	4296	6099	8981	11217
财务费用	1296	2614	3266	4723
资产减值损失	350	470	1102	1594
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	-7	0	0	0
投资净收益	8	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	7464	20287	52636	64272
加: 营业外收入	354	0	0	0
减: 营业外支出	25	0	0	0
五、利润总额	7794	20287	52636	64272
减: 所得税	386	2029	5264	6427
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0
六、净利润	7407	18259	47372	57845
减: 少数股东损益	1632	4382	4251	4123
归属于母公司所有者的净利润	5776	13877	43122	53722
七、每股收益:				
基本每股收益(最新股本摊薄, 元)	0.16	0.37	1.16	1.44

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

我们知道, 涤纶长丝及原材料 PTA、MEG 价格波动较大, 主要通过吨毛利的变化来影响公司业绩; 另外, 公司涤纶长丝目前供不应求, 我们预计子公司原有生产线在 2011 年将满负荷生产, 股份公司 2011 年新投产产能的实际产量将视投产进度而定。因此, 我们有必要针对涤纶长丝吨毛利及涤纶长丝产量对公司业绩进行敏感度分析, 见表 7。

目前, 涤纶长丝行业处于行业淡季, 在原料价格大幅上涨的情况下, 产品价格相对涨幅较小, 后期随着旺季来临, 涤纶长丝价格将会有所升。我们认为, 按照目前的产品、原料价格计算的吨毛利作为我们预测 2011 年业绩的中枢假设是相对保守的。公司涤纶长丝吨毛利于 2566-3166 元/吨波动, 涤纶长丝总产量于 22.55-22.85 万吨波动的情况下, 公司 2011 年 EPS 将在 0.98-1.34 元间波动。

按照不同时期的盈利水平, 我们也可以得到相应的 2011 年业绩。例如, 按照 2009 年的盈利水平, 公司 2011 年 EPS 将在 0.48-0.52 元之间; 按照 2010 年上半年的盈利水平, 公司 2011 年 EPS 将在 0.80-0.86 元之间; 按照 2010 年全年的盈利水平, 公司 2011 年 EPS 将在 1.28-1.37 元之间; 按照 2010 年下半年的盈利水平, 公司 2011 年业绩将超过 1.80 元; 按照目前的盈利水平, 公司 2011 年 EPS 将在 1.12-1.20 元之间, 我们认为, 公司盈利在此区间的可能性较大。

表 7 新民科技业绩随涤纶长丝毛利、产量变化敏感度分析

EPS (元)		涤纶长丝吨毛利 (元/吨) 变动 (± 300)								
		1666	1966	2266	2566	2866	3166	3466	3766	4066
涤纶长丝 产量 (吨) 变动 (± 1500)	221000	0.48	0.64	0.80	0.96	1.12	1.28	1.44	1.60	1.76
	222500	0.48	0.64	0.80	0.97	1.13	1.29	1.45	1.61	1.77
	224000	0.49	0.65	0.81	0.98	1.14	1.30	1.46	1.63	1.79
	225500	0.49	0.66	0.82	0.98	1.15	1.31	1.48	1.64	1.80
	227000	0.50	0.66	0.83	0.99	1.16	1.32	1.49	1.65	1.82
	228500	0.51	0.67	0.84	1.00	1.17	1.34	1.50	1.67	1.83
	230000	0.51	0.68	0.85	1.01	1.18	1.35	1.51	1.68	1.85
	231500	0.52	0.69	0.85	1.02	1.19	1.36	1.53	1.69	1.86
	233000	0.52	0.69	0.86	1.03	1.20	1.37	1.54	1.71	1.88
吨毛利对应时点(考虑了公司 新生产线的工艺变化)		2009 年 盈利水平		1H2010 盈利水平		目前	2010 全年			
						盈利水平	盈利水平			

资料来源: 海通证券研究所

我们认为,新民科技未来 3 年的成长主要依靠涤纶长丝产品产能的扩张及新产品“天丝”的引入,对于业绩的预测,我们暂不考虑“天丝”项目的影响。公司未来 3 年涤纶长丝产能翻 9 倍,鉴于公司新增产能仅占行业总产能的 2-3%,且公司涤纶长丝产品附加值较行业平均水平要高,历史上没有出现过亏损,因此,公司业绩大幅增长对行业景气度的要求并不苛刻,我们的业绩预测既是在一般盈利水平假设下做出的,且 2012 年的业绩已经考虑行业景气下滑的因素。

按照我们对新民科技 2010-2012 年 EPS 的预测(分别为 0.37 元、1.16 元、1.44 元),以及公司 2011 年 2 月 10 日 12.90 元的收盘价,公司 2010-2012 年动态 PE 分别为 35 倍、11 倍、9 倍,2010-2012 年净利润复合增长率为 110%,公司估值在化工行业中属极低水平,而其成长性较好,我们维持其“买入”评级,调高 6 个月目标价至 23 元,对应 2011 年 20 倍 PE,较目前股价还有 78% 的上涨空间。公司新增产能将在 2011 年 2 季度完全投放,我们预计公司业绩将于 2 季度开始爆发。

6. 风险提示

(1) A 股系统性风险。

(2) 涤纶长丝下游纺织行业景气波动: 纺织行业景气波动会影响公司主要产品的需求。

(3) 棉花、桑蚕丝等天然纤维价格波动。

(4) 涤纶长丝上游石化原料价格波动: 涤纶上游 PTA、MEG 等原料价格波动会影响公司产品成本。

(5) 新项目工程进度。

信息披露

分析师声明

曹小飞：基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：新民科技、烟台氨纶、海利得、闰土股份、传化股份、浙江龙盛、利尔化学、中泰化学

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪昂明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com

倪韵婷 (021) 23219419

杨俭秋 (021) 23219605

联系人

唐洋运 (021) 23219004

tangyy@htsec.com

徐益鋈 (021) 23219443

xuyj@htsec.com

陈瑶 (021) 23219645

chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441

liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
唐爽爽 (021) 23219716

tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

联系人

虞楠 (021) 23219382

yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
联系人
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pysl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人

冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

社会服务业

罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381 hzh@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
毛艺龙 (021) 23219373 maoyl@htsec.com
辜丽娟 (021) 23219397 gulj@htsec.com
刘晶晶 (021) 23219671 liujj4900@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454 sunj@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com