

2011 年 3 月 15 日

华西村

价格上涨推动四季度业绩大幅好转

买入
 000936.SZ - 人民币 9.37
 目标价格: 人民币 12.00(▲15.80)

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(%)	7	10	4	69
相对新华富时 A50 指数(%)	3	11	5	79

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	748
流通股(%)	59
流通股市值(人民币百万)	4,134
3 个月日均交易额(人民币百万)	123
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
江苏华西集团	41.01

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

2010 年公司实现净利润 1.82 亿元, 同比增加 99.97%, 实现每股收益为 0.24 元, 复合我们预期。我们预计棉花价格保持高位, 涤纶短纤作为棉花的替代产品, 价格也将保持较高, 涤纶短纤蛰伏十年终迎景气周期。我们将目标价格下调至 12.00 元, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 四季度公司实现营业收入 11.24 亿元, 环比增加 32%; 综合毛利率为 19.75%, 环比大幅增加 12.82 个百分点; 净利润 8,997 万元, 环比大幅增加 80.34%。
- 涤纶短纤蛰伏十年终迎景气高点, 受棉花价格上涨推动, 8 月底以来涤纶涨幅达到 40.2%, 价格上涨使得涤纶短纤毛利率大幅增加。我们预计后续涤纶短纤价格仍有上涨空间。
- 公司有望向服务金融业转型, 公司的金融资产主要有江苏银行、华泰证券、东海证券等, 合计金融股权价值为 25.59 亿元, 折合每股价值为 3.42 元。

主要风险

- 产品及原材料价格波动超预期的风险。

估值

- 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.43 元、0.47 元和 0.54 元, 考虑到公司产能扩张及资产注入预期, 我们给予 2011 年 20 倍的市盈率, 另外公司金融资产目前价值为 3.42 元/股, 目标价由 15.80 元下调为 12.00 元, 维持公司买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,429	3,246	4,695	5,030	5,511
变动(%)	(24)	34	45	7	10
净利润(人民币 百万)	91	182	318	352	400
全面摊薄每股收益(人民币)	0.122	0.243	0.425	0.471	0.535
变动(%)	18.8	100.0	74.9	10.8	13.6
市场预期每股收益(人民币)		0.251	0.566	0.693	
核心每股收益(人民币)	0.122	0.243	0.425	0.471	0.535
变动(%)	18.8	100.0	74.9	10.8	13.6
全面摊薄市盈率(倍)	77.1	38.6	22.0	19.9	17.5
核心市盈率(倍)	77.1	38.6	22.0	19.9	17.5
每股现金流量(人民币)	0.14	0.56	0.21	0.70	0.65
价格/每股现金流量(倍)	68.2	16.8	44.2	13.4	14.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.2	17.1	12.6	11.1	9.3
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.060	0.050	0.050
股息率(%)	0.0	0.5	0.6	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及万得资讯

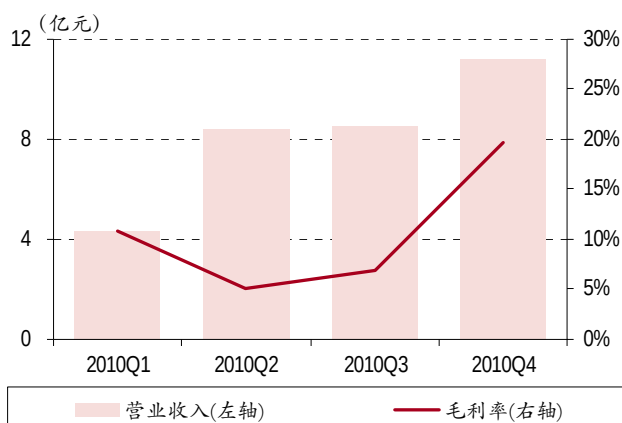
2010 年经营情况分析

营业收入、毛利率环比逐渐增加，四季度业绩增幅更大。2010 公司实现营业收入 32.46 亿元，同比增加 33.64%；归属母公司净利润 1.82 亿元，同比增加 99.97%；实现每股收益为 0.24 元，符合我们预期。

公司预计 2011 年一季度净利润约 6,960-7,876 万元，同比增长 280-330%，基本每股收益约 0.09-0.11 元。

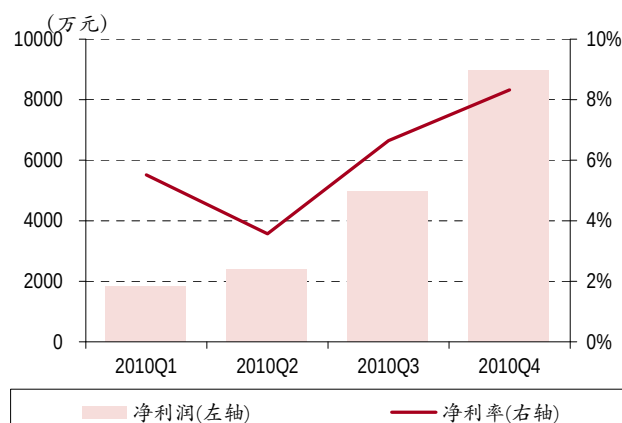
四季度公司实现营业收入 11.24 亿元，环比增加 32.08%；综合毛利率为 19.75%，环比大幅增加 12.82 个百分点；归属母公司净利润 8,997 万元，环比大幅增加 80.34%；净利率 8.3%，环比增加 1.67 个百分点。

图表 2.2010 年分季度收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 3.2010 年分季度净利润、净利率情况

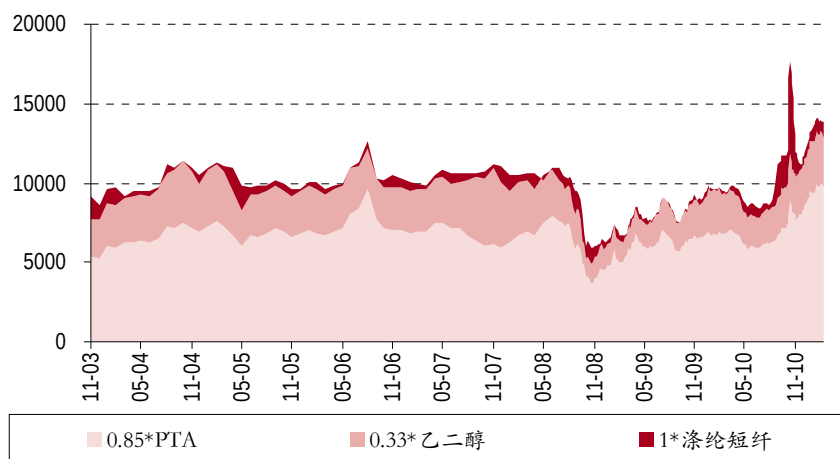


资料来源：公司资料及中银国际研究

就四季度来说，在公司营业收入环比仅增加 32.08% 的情况下，公司净利润环比分别大幅增加 80.34%。这主要是由于毛利率环比大幅增加所致，毛利率大幅增加主要是四季度公司涤纶短纤、聚酯切片价格大幅上涨。

以 1.4D 涤纶短纤为例，四季度平均价格为 13,948 元/吨，环比上涨 40.2%，其原材料聚酯切片四季度均价环比仅上涨 23.48%，由于产品价格上涨幅度大大超过成本上涨幅度，这使得公司四季度毛利率环比大大提高。

图表 4. 涤纶短纤价格、价差情况



资料来源：中纤网、百川资讯、中银国际研究

蛰伏十年终迎景气高点，涤纶短纤毛利率将维持高位

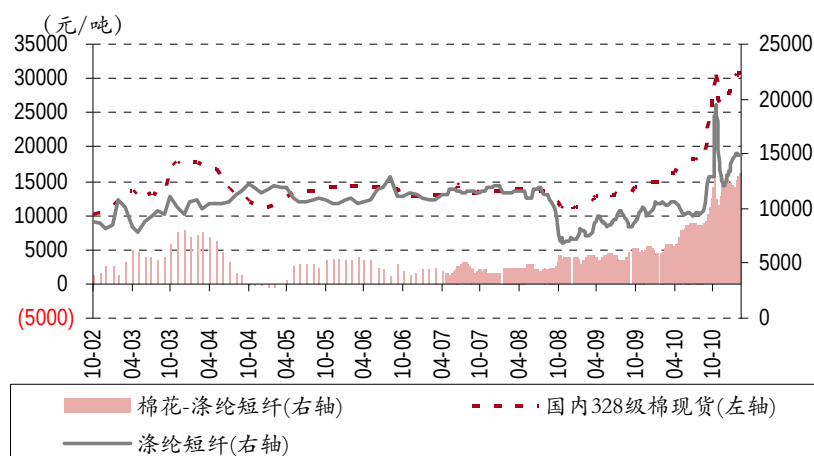
棉花的主要替代产品有涤纶短纤、粘胶短纤，其中粘胶短纤的原料棉短绒来自于棉花，棉花产量的减少也将影响粘胶短纤的产量。对于涤纶短纤来说，2005 年表观消费量为 499 万吨，虽然 2008 年金融危机对需求量造成较大影响，2009 年表观消费量仍达到 764 万吨，近 5 年需求量复合增长率仍达到 11.24%，而棉花近 5 年需求量复合增长率为-1.19%。另外，涤纶短纤与棉花的消费量之比由 2005 年 0.61 上升到 2009 年 0.97，趋势表明涤纶短纤将在未来的纺织服装中占据主角。

我们在 2010 年 12 月 6 日发布的行业报告《棉花价格何去何从》中明确提出，我们认为棉花价格未来一年在 26,000 元/吨以上震荡的概率较大，下行底部空间是 23,000 元/吨。

从历史来看，涤纶短纤与棉花的价差约为 5,300 元/吨，目前涤纶短纤、棉花价差达到 16,000 元/吨，我们认为这是不合理的，无法长期维持下去，我们预计棉花价格保持高位，考虑到棉花紧缺带动涤纶短纤上涨，这样来看涤纶短纤还有向上提价的空间。

从 2001 年以来，涤纶行业一直处于不景气阶段，已经蛰伏了十年，对于任何一个行业来说都嫌太长了，本次涤纶短纤在棉花的带动下出现涨价，我们预计新的产能投产至少需要 9 个月的时间，那么从 2010 年底开始，涤纶短纤本轮的景气周期可以持续到 2011 年全年。

图表 5. 涤纶短纤、棉花价格及价差情况



资料来源: 中纤网、中银国际研究

公司拟新增 10 万吨涤纶短纤产能

公司 2010 年 11 月 4 日发布公告称, 鉴于目前涤纶短纤维市场形势好转, 毛利率回升, 公司拟利用现有公用设施及聚酯切片产能, 新建 10 万吨涤纶短纤维生产线。该项目总投资约为 12,160 万元人民币, 其中设备总投资约 10,160 万元, 土建工程约为 2,000 万元。

公司原来聚酯产能 35 万吨, 涤纶短纤 17 万吨, 拟利用现有公用设施及聚酯切片产能, 新建 10 万吨涤纶短纤维生产线, 项目建设期约 7 个月, 预计将于 2011 年 7 月完成调试并进行试生产。项目扩建完成后, 公司涤纶短纤维生产能力将达到 30 万吨。公司以现有公用设施为基础, 扩建 10 万吨涤纶短纤维生产线, 一方面可以增强公司的盈利能力, 另一方面可以完善公司的化纤生产线, 提高公司产品的综合抗风险能力, 提升市场竞争能力。

公司有望向服务金融业转型

公司实际控制人江苏华西集团公司是一个集工业、金融、贸易、旅游为一体的综合性经济实体。2011 年即将迎来华西村建村 50 周年, 华西村总投资 25 亿的“增地空中新农村”74 层大厦将作为村庆献礼正式投入使用。而华西村作为集团公司唯一的上市公司, 华西集团对其非常重视。从华西集团以东海证券 1 亿股股权置换上市公司的精毛纺厂、热电厂可以看出, 华西集团在主导上市公司进行产业转型, 目的是为了打造一流现代服务业。目前华西集团的服务、金融资产主要有: 金融服务业、棉花仓储业务、海工服务、旅游服务业和动漫电子产业。

公司所持金融股权折合每股价值为 3.42 元

公司的金融资产主要有江苏银行、华泰证券、东海证券和华西集团财务有限公司，合计金融股权价值为 25.59 亿元。折合每股价值为 3.42 元。

图表 6. 公司持有金融股权情况

参股金融企业名称	持有数量 (亿股)	每股价值 (元)	总价值 (亿元)	价值标准	会计核算科目
江苏银行	2.49	5.00	12.44	增发价	长期股权投资
江苏华西集团财务有限公司	0.30		0.37	初始投资额	长期股权投资
华泰证券	0.45	14.45	6.55	二级市场价	可供出售金融资产
东海证券	1.00	6.22	6.22	评估值	
合计			25.59		

资料来源：中银国际研究

盈利预测及估值

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.43 元、0.47 元和 0.54 元。按照 2011 年 3 月 14 日收盘价 9.37 元计算，对应的动态市盈率分别为 22 倍、20 倍和 18 倍，我们所选定的四家上市公司 2011-2012 年平均市盈率分别为 23.3 倍和 17.4 倍。

目前涤纶短纤正步入景气上行周期，公司拟新建 10 万吨涤纶短纤；还拥有众多金融资产；未来集团可能向上市公司注入更多的服务、金融资产以支持公司转型，我们给予公司 2011 年 20 倍的市盈率，再加上每股价值为 3.42 元的金融股权投资，目标价为 $0.43 \times 20 + 3.42 = 12.00$ 元，我们将公司目标价从 15.80 元下调为 12.00 元。

图表 7. 估值比较

公司	代码	股价(人民币)	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)			每股收益增长率(%)		净资产收益率(%)	
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
海利得	002206.SZ	23.02	0.62	1.00	1.33	36.9	23.1	17.3	60.2	33.1	16.4	18.7
禾欣股份	002343.SZ	35.83	0.98	1.27	1.68	36.6	28.3	21.3	29.2	32.9	8.6	10.0
双象股份	002395.SZ	35.05	0.60	1.14	1.69	58.2	30.8	20.7	89.0	48.4	11.1	14.8
霞客环保	002015.SZ	12.14	0.29	1.10	1.18	42.2	11.0	10.3	282.6	7.2	34.0	28.8
平均						43.5	23.3	17.4	115.3	30.4	17.5	18.1
华西村	000936.SZ	9.37	0.24	0.43	0.47	38.6	22.0	19.9	74.9	10.8	15.8	15.0

资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 8.业绩摘要

(百万元)	2009 年	2010 年	同比变动 (%)
一、营业总收入	2428.8	3245.9	33.6
营业收入	2428.8	3245.9	33.6
二、营业总成本	2360.1	2995.3	26.9
营业成本	2253.4	2874.7	27.6
营业税金及附加	9.0	11.5	28.2
销售费用	23.4	21.3	(9.0)
管理费用	31.8	32.0	0.5
财务费用	38.4	52.3	36.2
资产减值损失	4.0	3.4	(14.8)
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.5	(4.2)	
投资净收益	44.7	11.6	
汇兑净收益	0.0	0.0	
四、营业利润	113.9	257.9	126.4
加：营业外收入	0.8	1.2	
减：营业外支出	0.0	0.1	
五、利润总额	114.6	259.0	125.9
减：所得税	10.5	55.4	428.2
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	
六、净利润	104.1	203.6	95.5
减：少数股东损益	13.2	21.8	64.5
归属于母公司所有者的净利润	90.9	181.8	100.0
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.21	0.24	14.3
(二) 稀释每股收益(元)	0.21	0.24	14.3
主要指标(%)			
营业利润率	7.22	11.43	
息税前利润率	4.69	7.95	
净利润率	3.74	5.60	

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,429	3,246	4,695	5,030	5,511
销售成本	(2,253)	(2,875)	(4,112)	(4,393)	(4,800)
经营费用	(30)	(37)	(41)	(44)	(46)
息税折旧前利润	205	408	542	593	665
折旧及摊销	(94)	(102)	(64)	(72)	(80)
经营利润(息税前利润)	111	306	478	521	585
净利息收入/(费用)	(38)	(52)	(19)	(19)	(17)
其他收益/(损失)	41	9	9	11	14
税前利润	114	263	467	513	582
所得税	(10)	(55)	(103)	(113)	(128)
少数股东权益	(13)	(26)	(46)	(48)	(54)
净利润	91	182	318	352	400
核心净利润	91	182	318	352	400
每股收益(人民币)	0.122	0.243	0.425	0.471	0.535
核心每股收益(人民币)	0.122	0.243	0.425	0.471	0.535
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.060	0.050	0.050
收入增长(%)	(24)	34	45	7	10
息税前利润增长(%)	(27)	176	56	9	12
息税折旧前利润增长(%)	(15)	99	33	9	12
每股收益增长(%)	19	100	75	11	14
核心每股收益增长(%)	19	100	75	11	14

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	357	526	723	993	2,025
应收帐款	523	545	848	941	1,031
库存	460	622	865	924	1,010
其他流动资产	247	158	15	18	4
流动资产总计	1,587	1,852	2,450	2,877	4,070
固定资产	796	703	739	768	768
无形资产	26	26	35	34	33
其他长期资产	383	959	938	938	456
长期资产总计	1,205	1,689	1,712	1,740	1,257
总资产	2,792	3,540	4,162	4,616	5,327
应付帐款	951	1,023	1,466	1,537	1,808
短期债务	499	400	400	400	400
其他流动负债	1	3	0	0	0
流动负债总计	1,451	1,426	1,866	1,937	2,208
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	145	0	0	0
股本	440	748	748	748	748
储备	816	1,114	1,424	1,786	2,202
股东权益	1,256	1,862	2,172	2,534	2,950
少数股东权益	85	107	124	145	169
总负债及权益	2,792	3,540	4,162	4,616	5,327
每股帐面价值(人民币)	2.85	2.49	2.90	3.39	3.94
每股有形资产(人民币)	2.79	2.46	2.86	3.34	3.90
每股净负债/(现金)(人民币)	0.32	(0.17)	(0.43)	(0.79)	(2.17)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	114	263	467	513	582
折旧与摊销	94	102	64	72	80
净利息费用	38	52	19	19	17
运营资本变动	(428)	(478)	(618)	(596)	(777)
税金	38	52	19	19	17
其他经营现金流	203	339	207	496	570
经营活动产生的现金流	60	331	158	523	490
购买固定资产净值	(102)	(51)	(100)	(100)	(30)
投资减少/增加	(278)	(289)	0	(116)	3
其他投资现金流	293	313	0	0	0
投资活动产生的现金流	(88)	(27)	(100)	(216)	(27)
净增权益	0	0	0	0	1
净增债务	(36)	(99)	0	0	0
支付股息	(62)	(55)	(45)	(37)	(37)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(98)	(155)	(45)	(37)	(36)
现金变动	(125)	149	14	270	426
期初现金	502	357	526	723	993
公司自由现金流	(27)	304	58	307	463
权益自由现金流	(63)	205	58	307	463

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	8.4	12.6	11.5	11.8	12.1
息税前利润率	4.6	9.4	10.2	10.4	10.6
税前利润率	4.7	8.1	9.9	10.2	10.6
净利率	3.7	5.6	6.8	7.0	7.3
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.3	1.3	1.5	1.6
利息覆盖率	3.1	6.1	28.5	33.3	46.0
净权益负债率(%)	10.6	净现	净现	净现	净现
		金	金	金	金
速动比率	0.8	0.9	0.8	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	77.1	38.6	22.0	19.9	17.5
核心业务市盈率	77.1	38.6	22.0	19.9	17.5
目标价对应核心业务市盈率	65.8	32.9	18.8	17.0	14.9
市净率	3.3	3.8	3.2	2.8	2.4
价格/现金流	68.2	16.8	44.2	13.4	14.3
企业价值/息税折旧前利润	21.2	17.1	12.6	11.1	9.3
周转率					
存货周转天数	66.2	68.7	66.0	74.3	64.0
应收帐款周转天数	77.9	60.1	54.2	64.9	65.3
应付帐款周转天数	131.2	111.0	96.8	109.0	110.8
回报率(%)					
股息支付率	0.0	20.6	14.1	10.6	9.4
净资产收益率	7.4	11.7	15.8	15.0	14.6
资产收益率	3.7	7.6	9.7	9.3	9.2
已运用资本收益率	6.0	14.4	18.7	17.9	17.6

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