

2011 年 4 月 15 日

南京化纤

兰精(南京)成本控制强大、房地产业务即将迎来收获喜悦

A
买入

600889.SS - 人民币 11.39

目标价格: 人民币 16.51

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(%)	53	42	54	28
相对新华富时 A50 指数 (%)	44	37	47	36

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	307
流通股(%)	59.16
流通股市值(人民币 百万)	1,578
3 个月日均交易额(人民币 百万)	128
净负债比率(%) (2011E)	85.3
主要股东(%)	
南京轻纺产业集团	40.84

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 年底粘胶价格大幅上扬使得大批造纸厂转向木溶解浆, 随着木溶解浆产能增加, 粘胶原材料瓶颈问题也将成为历史。兰精是全球最优秀的粘胶生产商, 木代尔、天丝等高端产品均出自兰精, 木浆自给率达到 70% 以上, 成本控制强大。南京化纤参股兰精(南京), 6 万吨木代尔投产将大幅提高公司的投资收益。南京化纤房地产业务一期 2011 年二季度有望交房, 辛勤耕耘迎来收获。公司目前估值便宜, 首次评级为买入, 目标价 16.51 元。

支撑评级的要点

- 我们预计棉花、粘胶价格仍将保持高位运行。随着木溶解浆产能扩张, 粘胶纤维行业盈利情况有望好转。
- 兰精公司木浆自给率提升到 74%, 成本控制强大。兰精(南京)二期 6 万吨木代尔 2011 年中有望投产, 将大幅加强南京化纤盈利能力。
- 我们分开估值计算得到南京化纤总价值为 50.7 亿元, 目前总股本为 3.07 亿股, 每股价值为 16.51 元。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅波动风险; 下游需求大幅波动风险。

估值

- 我们预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.91 元、1.39 元、1.95 元, 我们通过分开估值给予公司 16.51 元的目标价, 首次给予买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	747	1,004	2,357	2,853	3,423
变动(%)	57	34	135	21	20
净利润(人民币 百万)	69	104	278	426	599
全面摊薄每股收益(人民币)	0.270	0.338	0.906	1.388	1.952
变动(%)	3,869.4	25.3	167.7	53.2	40.6
市盈率(倍)	42.4	33.7	12.6	8.2	5.8
每股现金流量(人民币)	(5.83)	0.91	0.80	0.22	1.23
价格/每股现金流量(倍)	(1.6)	9.9	11.4	40.7	7.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.0	34.6	10.5	6.9	4.7
每股股息(人民币)	0.018	0.040	0.050	0.030	0.030
股息率(%)	0.2	0.4	0.6	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

公司估值：每股价值 16.51 元	3
公司概况	5
木溶解浆大幅投产，粘胶纤维原材料瓶颈将成为历史	7
粘胶纤维价格有望保持高位	12
兰精(南京)：成本控制强大，木代尔即将投产	14
房地产业务：意外之喜、盈利可期	17
盈利预测假设	18
财务分析	20
主要风险	21
研究报告中所提及的有关上市公司	23

公司估值：每股价值 16.51 元

对于南京化纤，我们采取各个资产分开估值的方式。

1、兰精(南京) 30%股权价值为 27.75 亿元。

2010 年兰精公司净利润 2.14 亿元，2011 年中 7.5 万吨木代尔有望投产，2010 年兰精(南京)净利率为 16.75%，由于木代尔的价格高于高白粘胶，兰精公司收购 28 万吨木浆企业成本控制更强，我们保守估计 2011 年净利率为 17%。我们预计 2011 年兰精(南京)净利润为 3.92 亿元，南京化纤获得的投资收益预计为 1.11 亿元。考虑到兰精公司的行业领先地位及强大的原材料控制能力，给予兰精(南京)25 倍市盈率，那么南京化纤持有兰精(南京)的股权价值为 27.75 亿元。

2、粘胶纤维：价值为 11.75 亿元。

我们预计 2011 年粘胶短纤、粘胶长丝合计贡献净利润 4,700 万元，考虑到随着木溶解浆逐渐投产，粘胶纤维原材料瓶颈逐渐接近，粘胶长丝由于近几年产能扩张较少，盈利水平较好，考虑到粘胶行业即将出现拐点，我们给予粘胶纤维部分 25 倍市盈率，那么粘胶纤维部分价值为 11.75 亿元。

3、房地产业务：现金流折现价值为 9.7 亿元。

我们预计未来 5 年房地产项目销售完成，乐居雅附近几公里的地方楼价达到 1.4 万元/平米，随着周围设施改建完成及地铁、公交逐步引入，我们预计销售价格将以每年 10%的速度上涨，到 2015 年达到 1.3 万元/平米。营业税和土地增值税等为 10%，三项费用率设定为 10%，贴现率为 8%，我们利用现金流折现的方式计算房地产项目的价值，计算得到房地产项目重估净资产为 12.1 亿元，由于目前地产股每股重估净资产平均折价 20%，我们将这部分资产折价 20%价值为 9.7 亿元。

4、自来水业务：价值 1 亿元。

公司目前拥有日产 15 万吨自来水，未来其中 10 吨/日有望用于南京市城市规划景观水，景观水是简单处理，成本更低，在目前情况下自来水每年利润可达 1,000 多万元，将来用于景观水之后利润更好，我们保守估计年利润为 1,000 万元，给予自来水 15 倍市盈率，那么自来水部分价值为 1.5 亿元。

综合来说，南京化纤各部分资产合计价值为 27.75+11.75+9.7+1.5=50.7 亿元，目前南京化纤总股本为 3.07 亿股，每股价值为 16.51 元。

图表 2. 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
山东海龙	000677.SZ	6.33	0.07	0.17	0.21	93.5	38.2	30.0
新乡化纤	000949.SZ	7.80	0.00	0.28	0.38		27.9	20.5
吉林化纤	000420.SZ	8.31	(0.20)	0.43	0.81	(40.9)	19.3	10.2
平均							28.5	20.3
南京化纤	600889.SS	11.39	0.34	0.91	1.39	33.7	12.6	8.2

资料来源：万得资讯、中银国际研究

我们预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.91 元、1.39 元、1.95 元，按照 4 月 13 日收盘价 11.39 元/股计算，2011-2013 年对应的动态市盈率分别为 12.6 倍、8.2 倍和 5.8 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 28.5 倍，可以看出，目前公司市盈率比可比公司要低很多，表明公司目前处于被低估状态。考虑到公司参股兰精盈利傲视群雄，房地产业务迎来收获期，我们按照分拆计算的价值给予公司 16.51 元的目标价，首次评级给予买入。

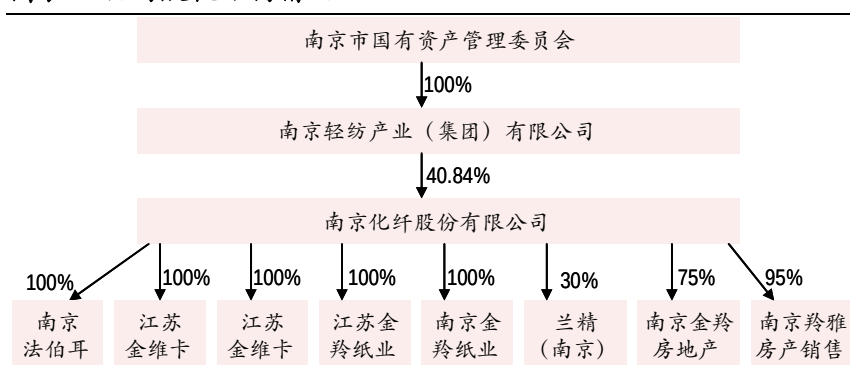
公司概况

南京化纤前身系南京化纤厂，于 1964 年建成投产，1996 年 3 月公司股票在上海证券交易所上市，并于 2006 年 11 月 1 日完成股权分置改革工作。公司目前拥有 6 万吨粘胶短纤、1.8 万吨粘胶长丝、6 万吨浆粕的生产能力，公司还有热电厂、自来水厂、码头等配套设施。此外，公司还出资近 2,000 万美元(占股 30%)与目前世界上粘胶纤维技术最为先进的奥地利 Lenzing 公司合资组建了兰精(南京)纤维有限公司，目前产能为 7.5 万吨/年高白粘胶短纤维，二期工程 7.5 万吨/年木代尔粘胶短纤维将于 2011 年年中投产。

另外，公司利用环保搬迁契机，正式涉足房地产业务。公司于 2009 年成立了子公司南京金羚房地产开发有限公司，当年就成功竞得原厂区地块的开发权并于 4 月份对该项目进行动工开发，房地产业务有望成为公司的第二主业。

公司目前总股本为 3.07 亿股，全部流通。公司第一大股东是南京轻纺产业集团，持股比例为 40.84%，除此之外，没有持股比例超过 5%的股东。公司目前有 8 个控股子公司，另外还参股 30%兰精(南京)纤维有限公司。

图表 3. 公司股权结构情况

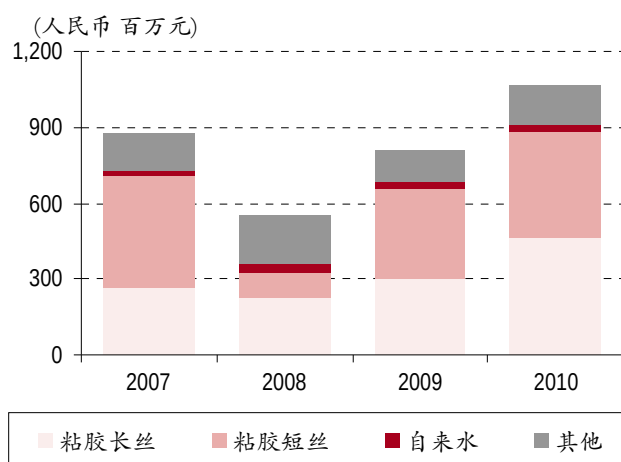


资料来源：公司公告、中银国际研究

收入利润构成

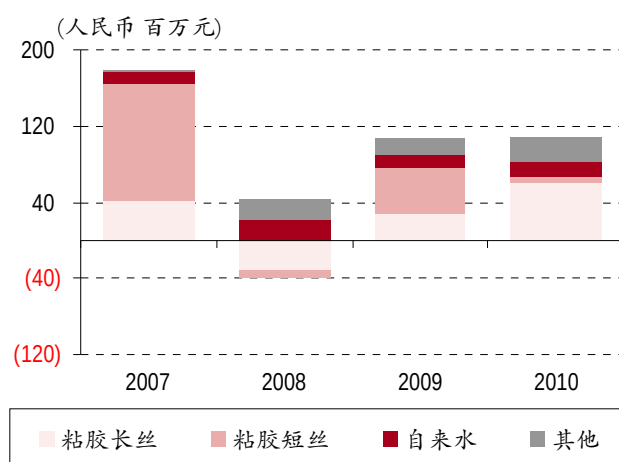
公司的主营业务包括粘胶长丝、粘胶短纤、自来水等。2008年公司实施搬迁，将粘胶短纤、长丝从老厂区燕子矶搬迁到大丰、六合。从收入情况来看，2009、2010年公司粘胶短纤、长丝收入合计占到主营收入的85%以上。从主营业务毛利情况来看，2008年金融危机使得粘胶行业亏损严重。从2010年报来看，粘胶长丝盈利情况较好，而粘胶短纤盈利较差，自来水业务这几年盈利保持稳定。

图表 4. 南京化纤历年收入构成



资料来源：公司资料及中银国际研究

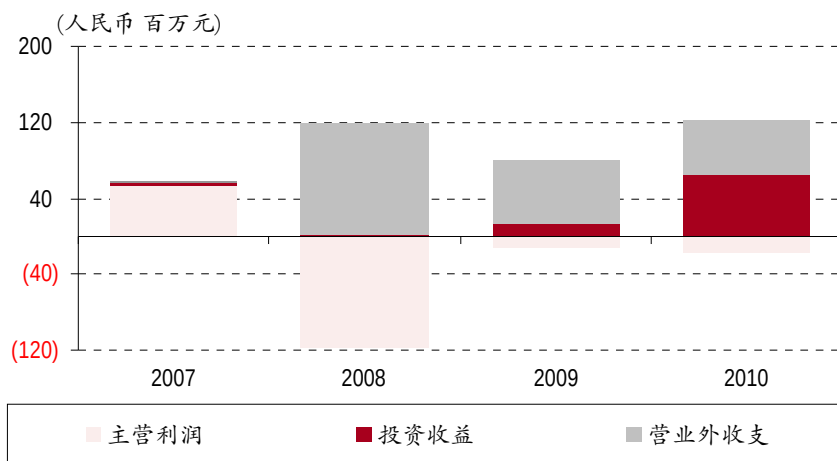
图表 5. 南京化纤历年毛利构成



资料来源：公司资料及中银国际研究

2008年以来主营业务利润一直处于亏损的状态，投资收益逐年增加，2010年公司投资收益占利润总额的62.16%，投资收益主要靠兰精(南京)贡献，未来投资收益金额有望继续扩大。2008年以来营业外收入贡献很大，主要是由于搬迁所得到的政府补助较多。

图表 6. 南京化纤历年利润构成情况



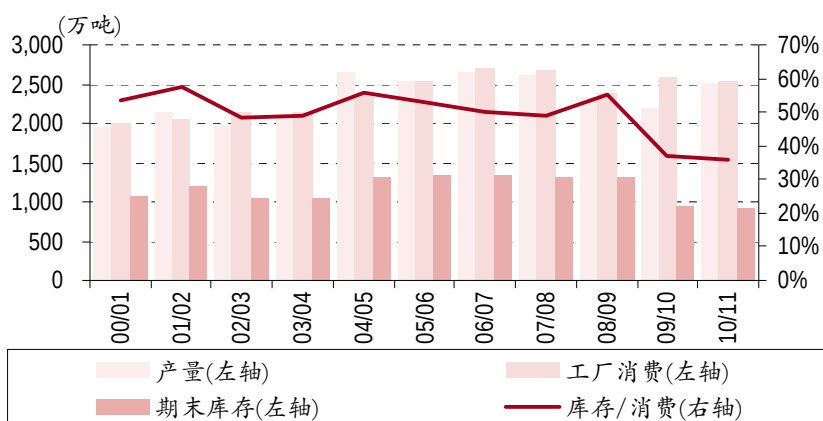
资料来源：公司公告、中银国际研究

木溶解浆大幅投产，粘胶纤维原材料瓶颈将成为历史

全球棉花短期日益严重

据美国农业部预测，2010/2011 年度全球棉花产量为 2,509 万吨，但全球消费达到 2,543 万吨，中间存在着 34 万吨的缺口。供不应求使得全球棉花库存逐渐减少，从 2001/2002 年的 1,187 万吨下降到目前的 919 万吨，降幅为 22.61%。另外库存消费比也逐渐降低，目前为 36.12%，近 10 年来库存消费比减少了 21.62 个百分点。虽然 2010 年棉花全球呈现丰产局面，但棉花短缺的局面日益严重。

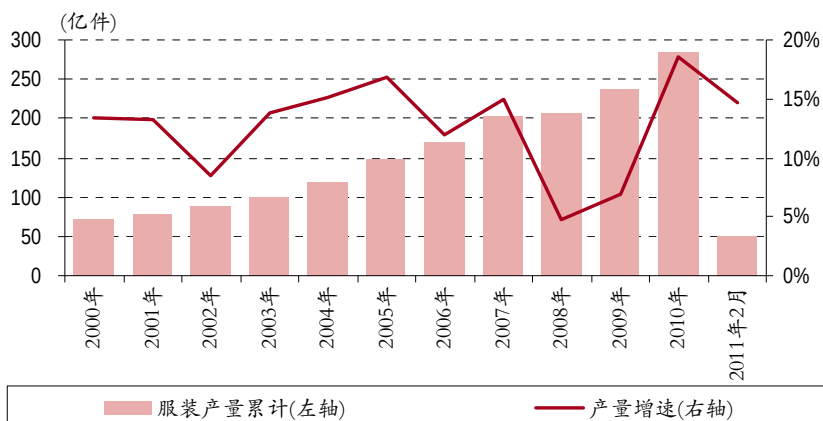
图表 7. 全球棉花产量、消费量及库存情况



资料来源：美国农业部、中银国际研究

过去十年服装产量增速接近 15%，未来消费升级拉动粘胶纤维需求强劲增长

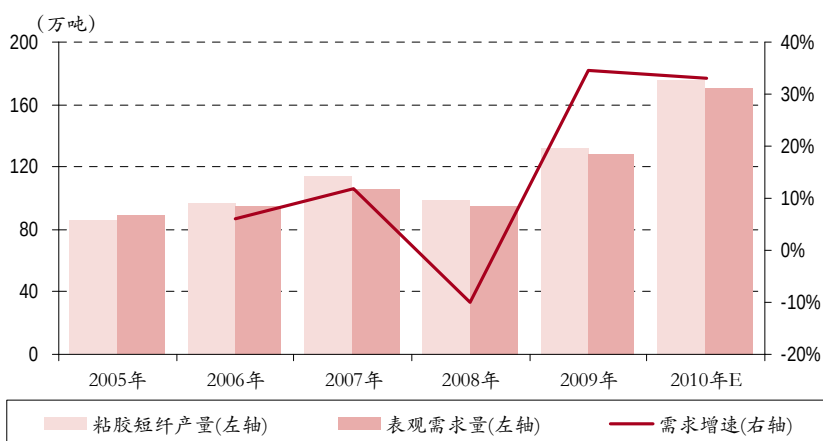
2000 年我国服装产量仅为 71.59 亿件，2010 年服装产量达到 285.23 亿件，2010 年复合增速为 14.82%，高于 GDP 增速。随着城市化进程提高及人均可支配收入提高，未来服装产量增速仍有望保持较高水平。服装产量增加必将带动化纤需求增加，纤维素纤维服装透气性好、穿着更舒适，随着消费升级必将受到人们的日益青睐。从纤维素纤维供给来说，棉花受耕地面积制约，还要与粮食争地，棉花产量难以有较大幅度增加，未来纤维素纤维需求增长主要依靠粘胶纤维。

图表 8. 我国服装产量及增速情况


资料来源：中银国际研究

粘胶短纤需求增速不断提高，产能不断扩张

2005 年我国粘胶短纤表观消费量为 89.33 万吨,2010 年比 2005 年将近翻了一翻达到 170.4 万吨,近五年表观消费量复合增速达到 13.79%。从增速来看,2009、2010 年表现抢眼,需求增速均达到 30%以上,这主要是由于粘胶短纤产能扩张较快,产能瓶颈得以解决。

图表 9. 我国粘胶短纤表观消费量及增速情况


资料来源：中纤网、中银国际研究

为了满足粘胶短纤强劲的需求增长,粘胶行业产能不断扩张,2010 年我国粘胶短纤产能约 225 万吨,粘胶长丝产能约 22 万吨,2011、2012 年粘胶短纤新增产能分别为 76 万吨、59.5 万吨。虽然粘胶短纤需求瓶颈逐渐解决,但带来的问题是原材料浆粕供应不足,原材料短缺使得 2009、2010 这两年的粘胶纤维盈利情况不佳。

图表 10. 粘胶短纤未来新增产能情况

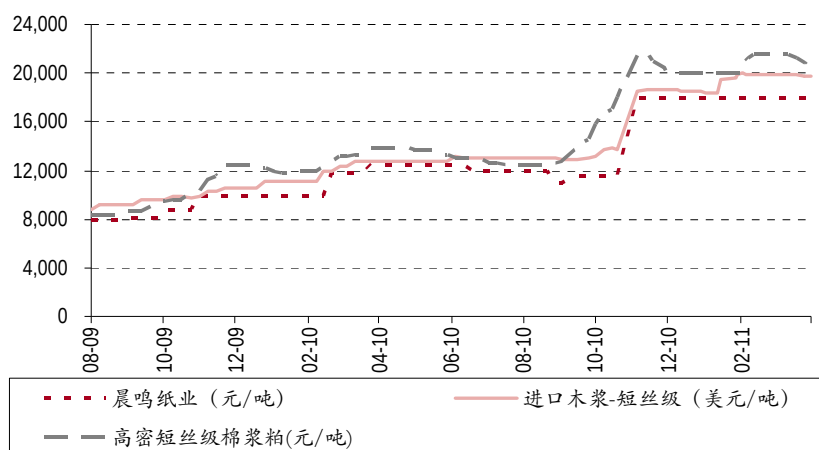
	2011 年新增产能(万吨)	2012 年新增产能(万吨)
新疆富丽达	20	10
唐山三友	12	
山东雅美	20	
江苏翔盛	10	
南京兰精	6	1.5
宜宾丝丽雅	8	
江西赛得利		20
江西龙达		12
山东高密银鹰		10
新疆玛纳斯舜象		6
安庆舒美特		10
合计	76.0	69.5

资料来源：中纤网，中银国际研究

木溶解浆产能不断扩张，粘胶原材料瓶颈问题将成为历史

随着粘胶产能不断扩张，原材料瓶颈问题在 2009 年之后逐渐显现。以 2010 年来说，2010 年粘胶纤维产量为 183.5 万吨，约需要浆粕 193 万吨。棉短绒产量占棉花的比例约 15%，按照 2010 年棉花产量 653 万吨计算，棉短绒产量为 98 万吨，净进口量 19 万吨，棉短绒的表观消费量合计 117 万吨，可生产棉浆 84 万吨。2010 年进口木浆为 96 万吨，木浆消费量约为 109 万吨。随着粘胶产能扩张，对于原材料的需求越来越多，由于棉花产量难以有较大幅度提升，所以棉浆产量也难以有较大幅度增加，那么解决粘胶原材料瓶颈问题就必须依靠木溶解浆来进行。

2010 年四季度棉花价格大涨给予发展木溶解浆提供了一个良好的契机。随着棉花价格在 2010 年四季度出现大幅上涨的局面，木溶解浆价格也出现飙升，如晨鸣纸业木溶解浆价格在 2010 年 11 月初价格为 11,500 元/吨，到 11 月中旬上涨到 18,000 元/吨。

图表 11. 木溶解浆、棉浆价格情况


资料来源：中纤网、中银国际研究

随着木溶解浆价格大幅上涨，纸浆企业逐渐意识到溶解浆行业的利润空间远远高于造纸浆。造纸用化学木浆和溶解浆生产工艺基本相似，从造纸浆向木溶解浆转变，一般是采取前加蒸煮或者后加提纯的方式进行，技术难度不高，投资金额也不大，所以一些造纸公司纷纷将化学浆生产线转产溶解木浆，以求获得更多利益。目前有意向建溶解浆产能的造纸企业合计建设产能约为 92.6 万吨。目前溶解浆成本约 9,000 元/吨，而市场价可以达到 18,000 元/吨，毛利率高达 40% 以上。这样的高毛利会吸引更多的造纸企业扩建溶解浆。

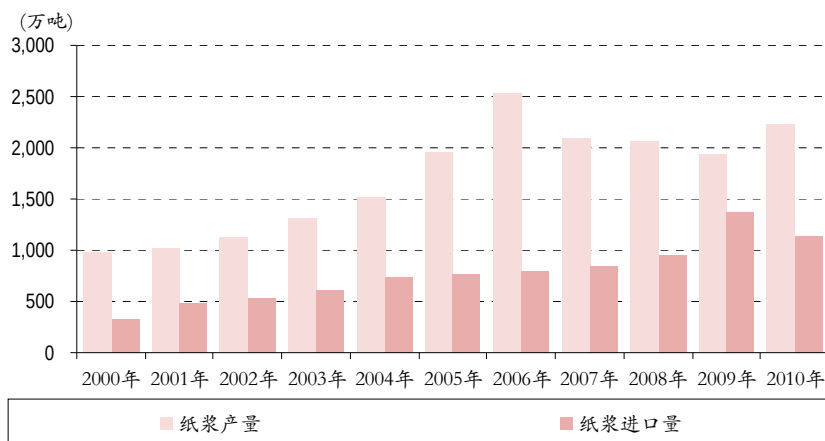
图表 12. 木溶解浆未来新增产能情况

企业	品种	新增产能(万吨)	可能投产时间
太阳纸业	木浆(技改)	20	2011 年四季度
岳阳纸业	木浆(技改)	30	2011 年底
福建南纸	竹(木)浆	9.6	2012 年
青山纸业	木浆	12	2011 年四季度
晨鸣纸业	木浆	6	2011 年 4 月
吉林化纤	竹浆	5	2012 年
赛得利	木浆	10	2013 年
合计		92.6	

资料来源：中银国际研究

溶解浆需求增加是否会使得原材料木片价格提高呢？2010 年我国纸浆产量 2,232 万吨、进口木浆 1,137 万吨，我国纸浆合计需求为 3,369 万吨，相对于三千万吨的纸浆来说，溶解浆产能就算增加一、二百万吨对于纸浆行业影响也是微乎其微，我们认为溶解浆产能增加对于纸浆、溶解浆成本的大幅拉动作用有限。

图表 13. 我国纸浆产量、进口量情况



资料来源：中银国际研究

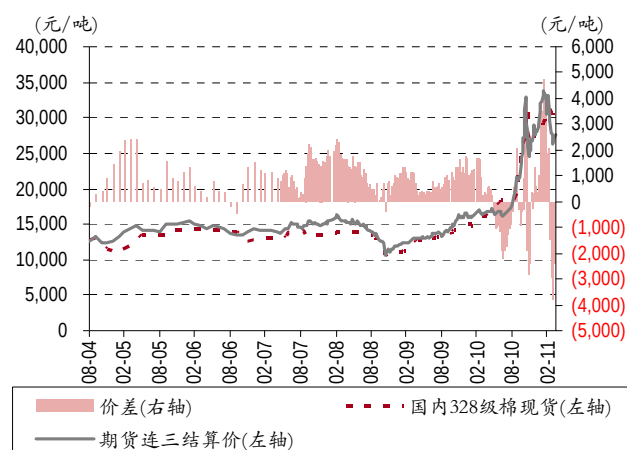
既然溶解浆成本大幅增加的可能性较小，而在高毛利状态下会吸引更多的企业转向溶解浆，溶解浆产能的增加将使得粘胶行业的瓶颈问题得以解决。而随着木溶解浆产能的逐渐增加，木溶解浆价格也将有所回落，届时粘胶短纤的定价模式由跟随棉浆转向跟随木溶解浆势在必行。而随着木溶解浆产能逐渐增加，粘胶纤维行业盈利情况有望好转，原材料瓶颈问题也将成为历史。

粘胶纤维价格有望保持高位

未来一年棉花价格 26,000 元/吨上方震荡概率较大

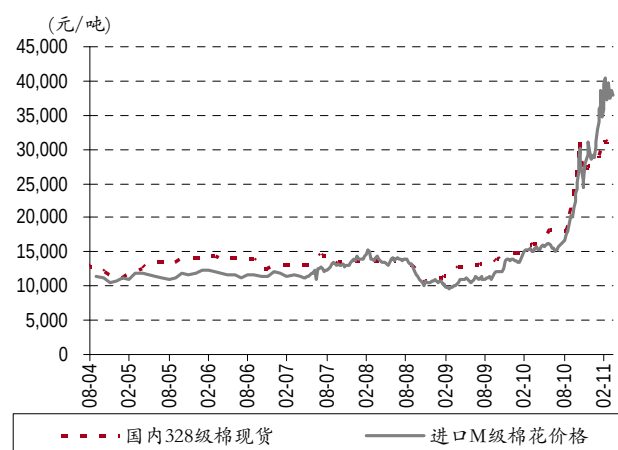
我国棉花价格目前仍保持高位，价格在 3 万元/吨左右，进口棉价也保持高位。我们在 2010 年 12 月 7 日发布的《棉花价格何去何从》报告中指出，2011 年棉花预期价格底部为 22,700 元/吨，我们预计从目前到明年这一年多的时间里，23,000 元应该是棉花的底价，向下突破的概率较小。从收购成本来说，2010 年我国皮棉价格底部为 25,800 元/吨，如果低于这个价格，收棉企业将出现亏损。综合种植收获成本、收购成本及进口价格来说，虽然国家对棉花等农产品的价格压制，但由于国储棉基本抛光，后续力度有限。我们认为未来一年我国棉花价格在 26,000 元/吨上方震荡的概率较大。

图表 14. 棉花现货及期货价格情况



资料来源：中纤网、万得咨询、中银国际研究

图表 15. 国产棉花与进口棉花价格情况

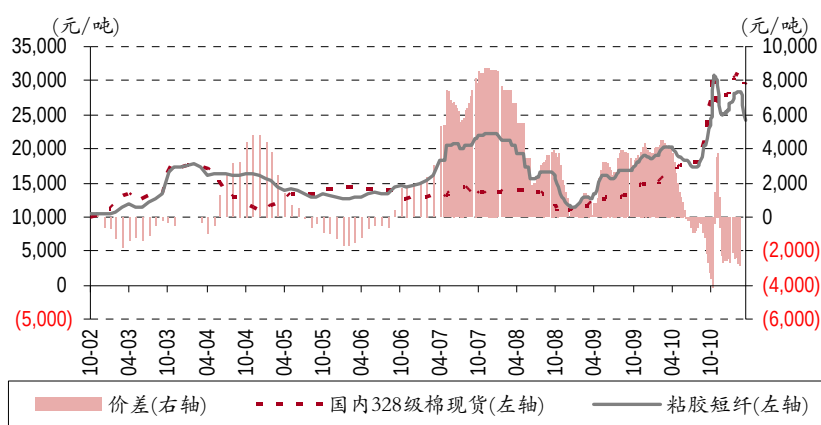


资料来源：中银国际研究

粘胶短纤价格未来一年仍将高位运行

棉花的主要替代产品有涤纶短纤、粘胶短纤，三者相互竞争、相互替代，其价格又相互支撑。棉花价格高企，会增加粘胶短纤、涤纶短纤的使用量，也势必将推动涤纶、粘胶价格保持高位。其中粘胶短纤的原料浆粕来自于棉短绒或者木浆，棉花产量的减少也将影响粘胶短纤的产量。就下游纺纱企业来说，纺一吨棉纱需要棉花 1.12 吨，而纺一吨人棉纱需要粘胶短纤 1.03 吨，棉纱比人棉纱相比要多消耗约 10% 的原料。粘胶纤维来自于棉花，性能又优于棉花，从历史价格数据来看，粘胶短纤价格一般是高于棉花的。由于粘胶短纤纺纱消耗少性能又更加优越，那么下游对于粘胶短纤将更加青睐，所以随着棉花价格高位运行，我们认为粘胶纤维价格未来一年仍将保持高位运行。

图表 16. 棉花、粘胶短纤价格情况



资料来源：中纤网、中银国际研究

兰精(南京): 成本控制强大, 木代尔即将投产

兰精集团木浆自给率显著提高, 原材料控制力强大

兰精集团是世界上最大的粘胶纤维、木代尔纤维和天丝纤维生产商, 也是全球研发能力最强的粘胶纤维生产商, 木代尔、天丝纤维均出自兰精公司。兰精集团的纤维产量约占全球市场份额的 20%。生产设施分布在欧洲、美国和亚洲三个重要的纺织市场。

兰精公司 2010 年 5 月收购了捷克一家产能为 28 万吨木浆厂的 75% 的股权, 使得兰精公司浆粕产能达到 56.9 万吨。兰精公司目前粘胶短纤产能合计为 58 万吨, 天丝产能为 12 万吨, 合计粘胶产能为 70 万吨, 按照 1.1 吨浆粕生产 1 吨粘胶计算, 公司浆粕自给率达到 74%。

图表 17. 兰精公司 2010 年产能情况

工厂	所在国家	产能(万吨)	产品
兰精本部	奥地利	26	粘胶短纤
Purwakarta	印尼	24	粘胶短纤
南京	中国	8	粘胶短纤
Heiligenkreuz	奥地利	4	天丝
Mobile	美国	4	天丝
Grimsby	英国	4	天丝
兰精本部	奥地利	28.9	木浆
Paskov	捷克	28	木浆

资料来源: 兰精公司年报、中银国际研究

对于外购浆粕部分, 兰精公司一方面通过供应链管理及签长单的方式保持原材料供应, 另一方面多瑙河开辟新物流通道使得公司能够从更远的地方运输木材。自给率提高及外购浆粕有保障凸显兰精公司对于原材料的强大控制能力。

兰精公司计划 2014 年粘胶纤维产能达到 100 万吨, 木浆产能达到 70 万吨。

木代尔即将投产，兰精(南京)盈利能力更强

兰精(南京)纤维有限公司是由奥地利兰精公司(投资占股本 70%)与南京化纤(投资占股本 30%)合资组建的中外合资企业。目前兰精(南京)拥有高白粘胶短纤 7.5 万吨/年产能, 2011 年中兰精(南京)二期项目 6 万吨/年差别化高湿模量再生纤维素纤维(木代尔)即将投产, 并将于 2012 年技改扩大为 7.5 万吨/年木代尔。后续兰精(南京)还有三、四期项目的投产计划, 规划总产能达到 30 万吨/年。随着产能逐渐投产, 兰精(南京)惊喜不断。

差别化高湿模量再生纤维素纤维(木代尔)是一种再生纤维素特种纤维。从下表可见, 木代尔干、湿强度可与棉纤维媲美, 大大高于普通再生纤维素纤维; 耐碱性好, 能够像棉一样经受丝光处理; 形态稳定, 具有较高的弹性恢复率和较低的水中溶胀度, 耐穿、耐洗、耐褶皱。克服了普通再生纤维素干燥后, 强烈收缩的缺点, 它同时保持普通再生纤维素纤维吸湿性好、柔软手感、易染色的优点。

图表 18. 木代尔与普通粘胶、棉纤维性能比较

项目	差别化高湿模量纤维 素纤维	普通再生纤维 素纤维	棉纤维
干强(CN/dtex)	3.34-4.05	1.94-2.64	2.1-3.52
湿强(CN/dtex)	2.28-3.0	1.05-1.58	2.29-3.7
湿、干强比(%)	70-80	50-60	105-115
干伸(%)	17-21	15-22	7-12
湿伸(%)	19-23	20-30	9-14
经 5%NaOH 处理 后湿强(CN/dtex)	1.32-1.76	0.88 左右	3.0 左右
湿模量(CN/dtex)	8.8-17.6	1.76-5.28	6.16-14.08
水中溶胀度(%)	60-65	90-115	35-45
弹性恢复率(%)	90-96	65	95

资料来源: 中银国际研究

木代尔对各种性能的织机都有较强的适应性, 可以纯织, 也可以和蚕丝或其它纤维(棉、锦纶、涤纶等)交织, 发挥各自纤维的特点, 达到更佳的服务效果。木代尔纤维面料吸湿性能、透气性能优于纯棉织物, 其手感柔软, 悬垂性好, 穿着舒适, 色泽光亮, 是一种天然的丝光面料。在回归自然的消费趋势下, 高湿模量纤维素纤维市场广阔。

2011 年对于粘胶行业是充满挑战的一年，兰精公司具有优秀的产品质量及强大的原材料控制力，目前兰精(南京)高白粘胶短纤日产量为 222 吨, 合计年产量 8.1 万吨, 开工率为 100%，我们认为高白粘胶短纤盈利能力仍将能够保持。木代尔价格比普通粘胶短纤价格要高几千元，并且呈现供不应求局面，我们认为木代尔投产后可增强兰精(南京)的盈利能力。

房地产业务：意外之喜、盈利可期

根据南京市政府的规划，公司老厂址需要搬迁，原位于南京城北的燕子矶地块将用于商业地产开发。2008年10月，公司与南京华纺房地产开发有限公司共同出资，发起设立了南京金羚房地产开发有限公司，其中公司及子公司控股70%。最终南京金羚房地产开发有限公司以13亿的拍卖价格拍得该地块，对该地块进行开发。燕子矶项目总建设用地面积达到34万平方米，建筑面积达54万平方米。

该项目将分四期开发，其中一期项目建筑面积为12万平方米商品房即将竣工，正在抓紧做好配套的环境绿化工作，预计2011年二季度具备交房条件；二期工程16万平方米商品房的开工手续已经齐备，2011年二季度将正式开工建设。

乐居雅花园项目其中包含一座18班幼儿园、一座36班九年制学校、一座6,000平米社区中心、4,500平米社会停车场。另外，乐居雅花园还将建设地铁站。截至2011年2月末，已经领取销售许可证的15栋商品房已经售出90%以上，为“乐居雅花园”项目的后期开发提供了有力的保障。

乐居雅项目最近售价为8,900元/平米，相对于周边的房价来说较为便宜。乐居雅项目土地成本约2,500元/平米，建设成本约2,500元/平米，合计成本约5,000元/平米，那么每平米的毛利润可到3,000元以上。

盈利预测假设

综合公司及行业情况，我们对于公司未来盈利给出如下假设：

1. **粘胶短纤**：目前粘短两条线合计产能为 6 万吨，今年将扩建为 8 万吨。我们预计 2011-2013 年销量分别为 4 万吨、5 万吨和 6 万吨；2011-2013 年含税价格分别为 25,000 元/吨、25,000 元/吨和 25,000 元/吨；2011-2013 年毛利率分别为 6.6%、8.6%和 8.6%。
2. **粘胶长丝**：目前粘胶长丝产能为 1.8 万吨，将扩建为 2 万吨。我们预计 2011-2013 年销量分别为 1.6 万吨、1.7 万吨和 1.8 万吨；粘胶长丝产能最近几年无扩产，产品及盈利较好，2011-2013 年含税价格分别为 48,000 元/吨、48,000 元/吨和 48,000 元/吨；2011-2013 年毛利率分别为 14.4%、15.6%和 14.6%。
3. **房地产**：我们预计未来 5 年房地产项目销售完成，乐居雅附近几公里的地方楼价达到 1.4 万元/平米，随着周围设施改建完成及地铁、公交逐步引入，我们预计销售价格将以每年 10%的速度上涨。2011-2013 年房地产销量分别为 8 万平米、10 万平米和 12 万平米；2011-2013 年房地产价格分别为 8,900 元/平米、9,790 元/平米和 10,769 元/平米；2011-2013 年毛利率分别为 33.8%、36.5%和 41.3%。
4. **兰精(南京)投资收益**：2010 年兰精(南京)净利率为 16.75%，由于木代尔的价格高于高白粘胶，兰精公司收购 28 万吨木浆企业成本控制更强，我们保守估计 2011-2013 年净利率为 16%；2011-2013 年粘胶纤维销量分别为 10 万吨、13 万吨和 18 万吨；2011-2013 年含税价格分别为 27,000 元/吨、27,000 元/吨和 27,000 元/吨。
5. **三项费用率**：我们预计 2011-2013 年三项费用率分别为 12.8%、11.6%、11.9%。
6. **所得税率**：粘胶短纤、房地产项目按所得税率 25%，生产粘胶长丝的法伯耳为合资公司，今明两年税收减半。我们综合预计 2011-2013 年所得税率分别为 22.1%、22.6%和 25.0%。

图表 19. 公司盈利预测主要假设

	2010	2011E	2012E	2013E
1、粘胶短纤				
产能(万吨)	6	6	8	8
销量(万吨)	2.6	4.0	5.0	6.0
价格(元/吨, 不含税)	16,311	22,222	22,222	22,222
毛利率(%)	1.3	8.3	10.2	10.2
销售收入(万元)	41,681	88,889	111,111	133,333
增长率(%)	17.0	113.3	25.0	20.0
2、粘胶长丝				
产能(万吨)	1.8	2	2	2
销量(万吨)	1.6	1.6	1.7	1.8
价格(元/吨, 不含税)	29,399	41,026	41,026	41,026
毛利率(%)	13.1	14.4	15.6	14.6
销售收入(万元)	46,401	65,641	69,744	73,846
增长率(%)	54.9	41.5	6.2	5.9
3、房地产				
销量(万平米)		8.0	10.0	12.0
价格(元/平米)		8,900	9,790	10,769
毛利率(%)		33.8	36.5	41.3
营业收入(万元)		71,200	94,135	124,258
增长率(%)			32.2	32.0
4、自来水				
销售收入(万元)	3,337	3,500	3,700	4,000
毛利率(%)	49.1	45.0	45.0	45.0
汇总				
总收入(万元)	100,414	239,124	289,573	347,409
增长率(%)	34.4	138.1	21.1	20.0
毛利率(%)	10.8	18.9	21.2	23.3

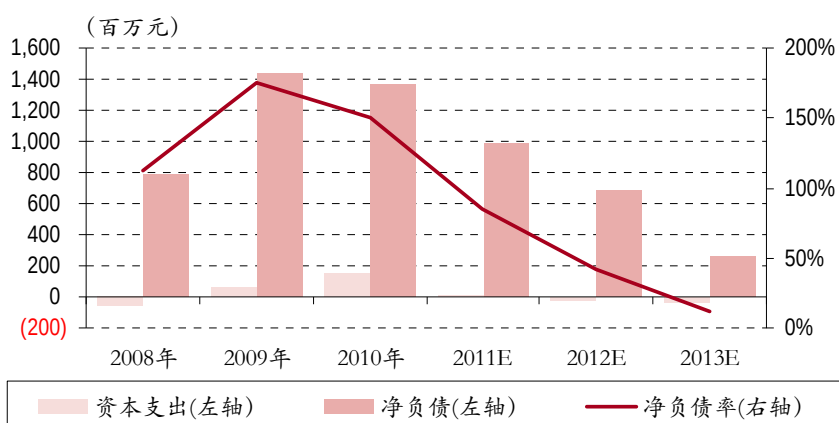
资料来源：中银国际研究

财务分析

负债和资本开支

在过去的几年里，由于行业景气度较低，公司资产负债率在70%左右，随着兰精盈利逐渐体现、房地产项目迎来收获果实，公司资产负债率有望降到60%以下。2008年以来资本支出较多，主要是因为公司整体搬迁及房地产开发前期投入所致。随着公司搬迁完成，公司未来几年资本支出会减少。从净负债率情况来看，公司财务状况有一定压力，但随着搬迁完成、兰精盈利较好及房地产逐渐销售，公司财务压力将有较大幅度改善。

图表 20. 资本支出和净负债



资料来源：公司数据、中银国际研究

主要风险

原材料价格大幅波动的风险。粘胶纤维主要原材料为棉浆、木溶解浆，虽然木溶解浆扩产较多，但如果扩产进度不达预期或者进口受到影响会给公司利润带来影响。

下游需求出现较大幅度波动的风险。粘胶纤维属于纺织行业的原材料，如果纺织行业因出口或其他因素而受到影响，那么粘胶纤维也不可避免的受到影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	747	1,004	2,357	2,853	3,423
销售成本	(640)	(896)	(1,921)	(2,261)	(2,638)
经营费用	(31)	(7)	(93)	(105)	(131)
息税折旧前利润	76	115	343	487	653
折旧及摊销	(43)	(84)	(63)	(71)	(79)
经营利润(息税前利润)	33	31	279	415	574
净利息收入(费用)	(59)	(49)	(65)	(51)	(41)
其他收益/(损失)	95	122	111	144	199
税前利润	69	104	326	509	733
所得税	0	(1)	(48)	(82)	(133)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	69	104	278	426	599
核心净利润	69	104	278	426	599
每股收益(人民币)	0.270	0.338	0.906	1.388	1.952
核心每股收益(人民币)	0.270	0.338	0.906	1.388	1.952
每股股息(人民币)	0.018	0.040	0.050	0.030	0.030
收入增长(%)	57	34	135	21	20
息税前利润增长(%)	(208)	(6)	799	49	38
息税折旧前利润增长(%)	730	51	198	42	34
每股收益增长(%)	3,869	25	168	53	41
核心每股收益增长(%)	3,869	25	168	53	41

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	69	104	326	509	733
折旧与摊销	43	84	63	71	79
净利息费用	59	49	65	51	41
运营资本变动	(89)	(289)	(317)	(476)	(673)
税金	59	49	65	51	41
其他经营现金流	(1,633)	260	45	(137)	157
经营活动产生的现金流	(1,493)	257	245	68	378
购买固定资产净值	(31)	(139)	(50)	(50)	(100)
投资减少/增加	0	(73)	0	0	0
其他投资现金流	315	31	0	0	0
投资活动产生的现金流	284	(181)	(50)	(50)	(100)
净增权益	150	0	0	0	0
净增债务	567	(90)	0	0	0
支付股息	(60)	(90)	(15)	(9)	(9)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	658	(180)	(15)	(9)	(9)
现金变动	(551)	(104)	180	9	268
期初现金	89	77	84	263	272
公司自由现金流	(1,208)	76	195	18	278
权益自由现金流	(641)	(14)	195	18	278

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	77	84	263	272	541
应收帐款	171	225	411	564	643
库存	1,487	1,674	1,921	2,261	2,638
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,735	1,983	2,595	3,097	3,822
固定资产	1,142	1,132	1,121	1,150	1,171
无形资产	35	34	36	36	36
其他长期资产	263	429	445	387	330
长期资产总计	1,441	1,595	1,601	1,573	1,537
总资产	3,175	3,578	4,197	4,670	5,359
应付帐款	260	513	728	1,039	1,315
短期债务	1,510	1,100	900	700	600
其他流动负债	589	704	1,061	1,084	1,027
流动负债总计	2,359	2,318	2,689	2,823	2,942
长期借款	0	350	350	250	200
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	256	307	307	307	307
储备	516	558	793	1,210	1,801
股东权益	772	865	1,100	1,518	2,108
少数股东权益	45	45	57	78	109
总负债及权益	3,175	3,578	4,197	4,670	5,359
每股帐面价值(人民币)	3.02	2.82	3.58	4.94	6.86
每股有形资产(人民币)	2.88	2.71	3.47	4.83	6.75
每股净负债/(现金)(人民币)	5.60	4.45	3.21	2.21	0.84

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(%)	10.2	11.4	14.5	17.1	19.1
息税前利润率(%)	4.4	3.1	11.9	14.6	16.8
税前利润率(%)	9.3	10.4	13.8	17.8	21.4
净利率(%)	9.2	10.4	11.8	14.9	17.5
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.9	1.0	1.1	1.3
利息覆盖率(倍)	0.6	0.6	4.4	8.3	14.7
净权益负债率(%)	175.4	150.2	85.3	42.5	11.7
速动比率(倍)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4
估值					
市盈率(倍)	42.4	33.7	12.6	8.2	5.8
核心业务市盈率(倍)	42.4	33.7	12.6	8.2	5.8
目标价对应核心业务	61.1	48.8	18.2	11.9	8.5
市盈率(倍)					
市净率(倍)	3.7	4.0	3.1	2.2	1.6
价格/现金流(倍)	(1.6)	9.9	11.4	40.7	7.4
企业价值/息税折旧前	48.0	34.6	10.5	6.9	4.7
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	453.8	643.9	341.5	337.6	261.2
应收帐款周转天数	53.0	71.8	49.2	62.3	64.3
应付帐款周转天数	104.0	140.5	96.2	113.1	125.5
回报率					
股息支付率(%)	6.7	11.8	5.5	2.2	1.5
净资产收益率(%)	9.4	12.7	28.3	32.6	33.1
资产收益率(%)	1.3	0.9	6.1	7.9	9.4
已运用资本收益率(%)	4.2	3.4	25.7	28.7	28.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

南京化纤 (600889.SS/人民币 11.39, 买入)

吉林化纤 (000420.SZ/人民币 8.38, 买入)

山东海龙 (000677.SZ/人民币 6.30, 未有评级)

新乡化纤 (000949.SZ/人民币 8.10, 未有评级)

以 2011 年 4 月 13 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

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