

化学纤维

新乡化纤(000949.SZ) / 6.23 元

供需失衡，粘胶长丝景气可期

事项

近日我们对新乡化纤进行了调研，与公司高管就公司经营状况及粘胶行业现状等进行了交流。

主要观点

1、**粘胶长丝产能不断缩减，供需失衡逐渐显现。**新乡化纤的产品主要包括粘胶长丝、粘胶短纤、氨纶和部分自用的棉浆粕。粘胶长丝年产量6万吨，位居国内首位。近年来，粘胶产能不断缩减，目前全球产能仅36万吨，中国产能约20万吨。

工信部10年发布“粘胶纤维行业准入条件”中，明确提出，严禁新建粘胶长丝项目。长丝行业新进之路基本被阻断，而现有企业改造长丝生产线，规模均要求达到1万吨以上，加之从新建生产线到达产，一般均需要一两年时间。因此，我们认为，近一两年粘胶长丝供需失衡的局面很难得到缓解，长丝产品利润将大幅改观。

2、**浆粕供应局面改善，粘胶原料成本下降。**二季度以来，棉花价格直线下跌，跌幅接近30%，受棉价深跌的影响，棉短绒和棉浆价格也开始补跌。尽管粘胶短纤价格也一路下滑，但其与棉浆粕的价差并没有出现太大的变化。预计全年棉花总产量可达739万吨，较上年增长18.61%，棉短绒和棉浆粕供应量也将相应增加。

溶解浆方面，受去年浆粕价格暴涨的影响，大量溶解浆改建、新建项目一哄而上，预计11年国内将新增溶解浆产能超过120万吨。浆粕供应不足导致价格坚挺，占据粘胶产业链大部分利润的局面将得到扭转。

新乡化纤10年底在新疆设立全资子公司“新疆白鹭纤维有限公司”，组织实施“年产10万吨新型纤维素项目一期工程”，为新乡化纤长期稳定地提供高品质、高质量的棉浆粕原料，产业链向上游延伸，粘胶产品利润将有效升。

盈利预测：预计2011、2012、2013年的EPS分别为0.39元、0.55元和0.62元。对应PE分别为16X、12X、10X。给予推荐评级。

风险提示：下游纺织服装业需求严重萎缩的风险。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：曹令
Tel: 010-59370863
Email: caoling@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	82922
流通A股/B股(万股)	82905/0
资产负债率(%)	60.03
每股净资产(元)	3.09
市盈率(倍)	53.37
市净率(倍)	2.02
12个月内最高/最低价	9.9/5.56

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

1、 粘胶长丝产能不断缩减，供需失衡逐渐显现。

目前新乡化纤的产品主要包括粘胶长丝、粘胶短纤、氨纶和部分自用的棉浆粕。**粘胶长丝年产量已达 6 万吨，位居国内首位。**

图表 1 新乡化纤目前产能

产品	产能(万吨)	备注
粘胶长丝	6	
粘胶短纤	15	
氨纶	0.8	1.2 万吨募投氨纶项目预计 12 年达产
棉浆粕	4	10 年底在新疆设立全资子公司施“年产 100000 吨新型纤维素项目”

资料来源： 华创证券

粘胶长丝与粘胶短纤原料均为棉浆粕或溶解浆。不同于粘胶短纤下游主要应用于服装，粘胶长丝多用于制造锦缎被面、绣花线、内衣等装饰用品，因此其市场空间一直未能得到有效拓展，长丝行业利润近十年来也一直低迷。由于利润下降，加上各国产业转型的需要，近年来，粘胶长丝产能不断关停。07 年之前，日本、欧洲关停 4 万吨左右，国内至 08 年以来合计关闭产能 1.9 万吨，加上 10 年国外产能再缩减 1 万吨，目前全球产能仅 36 万吨。其中中国产能约 20 万吨。

图表 2 2009 年我国主要粘胶长丝产能情况

企业名称	产能（万吨）
新乡化纤	5
宜宾丝丽雅	4.3
保定天鹅	2.2
吉林化纤	2.2
南京化纤	1.4
湖北金环	1.4
丹东化纤	1
山东海龙	0.8
九江金源化纤	0.75
浙江中辉	0.7
湖南合力化纤	0.6
合计	20.35

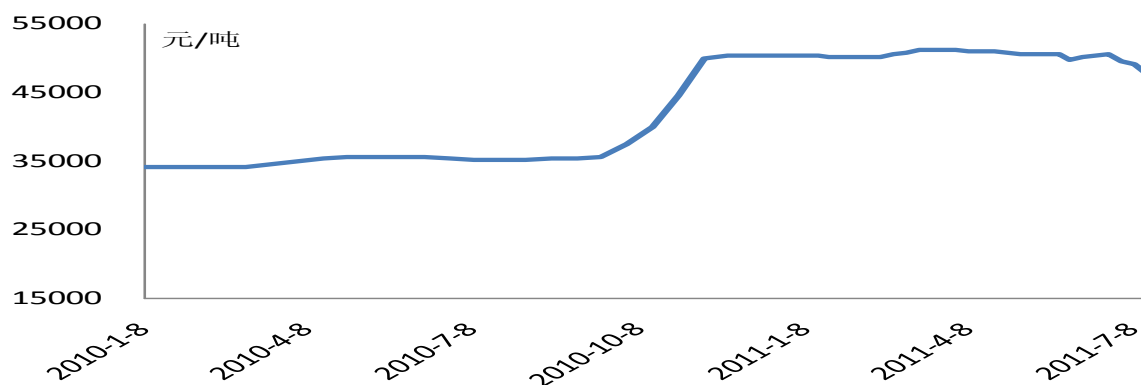
资料来源：第一纺织网 华创证券

粘胶纤维三废排放量大，环境污染严重。工信部 10 年发布“粘胶纤维行业准入条件”中，关于粘胶长丝的部分，明确提出：

- **严禁新建粘胶长丝项目。**严格控制新建粘胶短纤维项目，新建项目必须具备通过自主开发替代传统棉浆、木浆等新型原料，并实现浆粕、纤维一体化，或拥有与新建生产能力相配套的原料基地等条件。
- **改扩建粘胶纤维项目总生产能力要达到：连续纺粘胶长丝为年产 10000 吨及以上；粘胶短纤维为年产 80000 吨及以上，产品差别化率高于 30%。**

长丝行业新进之路基本被阻断，而现有企业改造长丝生产线，规模均要求达到 1 万吨以上，加之从新建生产线到达产，一般均需要一两年时间。**因此，我们认为，近一两年粘胶长丝供需失衡的局面很难得到缓解，长丝产品利润将大幅改观。**

图表 3 11 年粘胶长丝价格大幅上涨



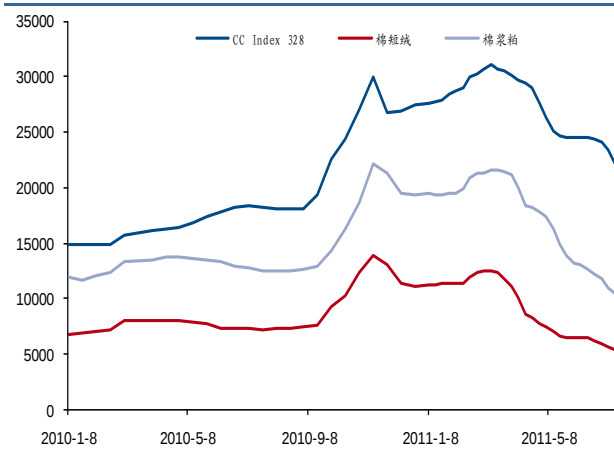
资料来源： 华创证券

2、浆粕供应局面改善，粘胶原料成本下降。

粘胶浆粕分为棉浆粕（棉短绒）和溶解浆（木浆）两种。2010 年我国粘胶产量 210 万吨，耗用浆粕 230 万吨，其中有 130 万吨是溶解浆（115 万吨为进口），棉浆粕约 95 万吨，竹浆 5 万吨。

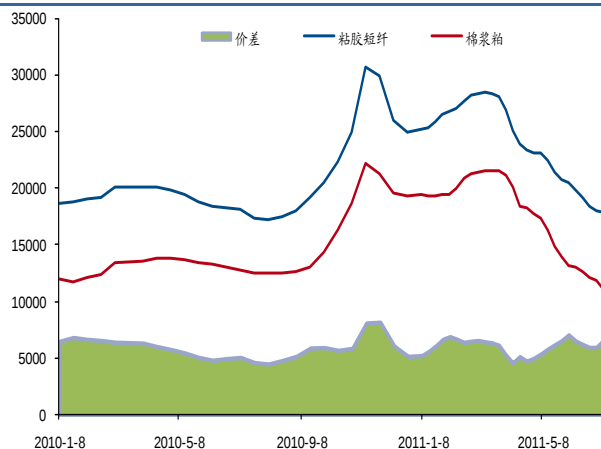
棉浆粕主要原料是棉短绒，二季度以来，棉花价格直线下跌，从高点的 3 万多元，跌到目前不到 2.2 万元，跌幅近 30%。受棉价深跌的影响，棉短绒和棉浆价格也开始补跌。尽管粘胶短纤价格也一路下滑，但其与棉浆粕的价差并没有出现太大的变化。

图表 4 棉短绒、棉浆粕价格随棉浆下调



资料来源： 华创证券

图表 5 粘胶短纤与棉浆粕价差变化不大



资料来源： 华创证券

根据中储棉 7 月份的调查，若后期天气正常，预计全年棉花总产量可达 739 万吨，较上年增长 18.61%，棉短绒和棉浆粕供应量也将相应增加。

溶解浆方面，受去年浆粕价格暴涨的影响，大量溶解浆改建、新建项目一哄而上，预计 11 年国内将新增溶解浆产能超过 120 万吨。浆粕供应不足导致价格坚挺，占据粘胶产业链大部分利润的局面将得到扭转。

新乡化纤10年底在新疆图设立全资子公司“新疆白鹭纤维有限公司”，组织实施“年产10万吨新型纤维素项目一期工程”，为新乡化纤长期稳定地提供高品质、高质量的棉浆粕原料，产业链向上游延伸，粘胶产品利润将有效升。

盈利预测： 预计2011、2012、2013年的EPS分别为3.90元、0.55元和0.62元。对应PE分别为16X、12X、10X。给予推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1944	2284	3044	3759
现金	580	1366	2003	2651
应收账款	149	120	129	132
其它应收款	3	2	3	3
预付账款	349	221	265	278
存货	679	497	545	574
其他	184	77	99	120
非流动资产	2520	2346	2141	1942
长期投资	18	16	18	17
固定资产	2191	1991	1800	1608
无形资产	44	41	38	34
其他	266	297	286	282
资产总计	4464	4629	5185	5701
流动负债	2192	2104	2158	2168
短期借款	1105	968	1025	1033
应付账款	463	364	378	401
其他	624	772	755	733
非流动负债	398	362	433	481
长期借款	220	243	274	329
其他	178	119	159	152
负债合计	2590	2467	2591	2649
少数股东权益	0	0	0	0
股本	638	829	829	829
资本公积金	632	568	568	568
留存收益	604	765	1197	1655
归属母公司股东权益	1874	2162	2594	3052
负债和股东权益	4464	4629	5185	5701

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-112	980	624	659
净利润	146	327	460	512
折旧摊销	211	195	195	195
财务费用	109	61	38	23
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-587	441	-78	-79
其它	8	-43	10	8
投资活动现金流	-196	4	0	2
资本支出	204	0	0	0
长期投资	0	-2	2	-0
其他	7	2	2	2
筹资活动现金流	385	-199	13	-12
短期借款	103	-137	57	8
长期借款	110	23	31	55
普通股增加	49	191	0	0
资本公积增加	256	-64	0	0
其他	-133	-213	-75	-75
现金净增加额	72	786	637	649

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3560	4113	4683	5096
营业成本	3109	3444	3859	4201
营业税金及附加	13	16	20	22
营业费用	33	39	44	48
管理费用	115	144	155	169
财务费用	109	61	38	23
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	180	407	564	631
营业外收入	5	5	8	6
营业外支出	4	4	3	3
利润总额	181	409	569	634
所得税	35	82	109	122
净利润	146	327	460	512
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	146	327	460	512
EBITDA	500	662	797	849
EPS（元）	0.23	0.39	0.55	0.62

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	46.8%	15.5%	13.9%	8.8%
营业利润	16.6%	126.4%	38.8%	11.8%
归属母公司净利润	47.0%	123.2%	40.7%	11.3%
获利能力				
毛利率	12.7%	16.3%	17.6%	17.6%
净利率	4.1%	7.9%	9.8%	10.0%
ROE	7.8%	15.1%	17.7%	16.8%
ROIC	8.6%	18.2%	25.0%	28.9%
偿债能力				
资产负债率	58.0%	53.3%	50.0%	46.5%
净负债比率	54.63%	53.31%	53.81%	55.04%
流动比率	0.89	1.09	1.41	1.73
速动比率	0.58	0.84	1.16	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.90	0.95	0.94
应收账款周转率	27	31	38	39
应付账款周转率	8.07	8.34	10.41	10.78
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.39	0.55	0.62
每股经营现金	-0.14	1.18	0.75	0.79
每股净资产	2.26	2.61	3.13	3.68
估值比率				
P/E	28.18	16.41	11.67	10.48
P/B	2.20	2.48	2.07	1.76
EV/EBITDA	12	9	8	7

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801