

2011 年 8 月 9 日

A **持有 (↓买入)**
 000420.SZ - 人民币 6.11
 目标价格: 人民币 6.68(↓10.20)

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

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(%)	(27)	(13)	(18)	18
相对新华富时				
A50 指数 (%)	(20)	(5)	(8)	25

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)	1,825
3 个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%) (2011E)	2.5
主要股东(%)	
吉林化纤集团	21.26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

吉林化纤

二季度粘胶短纤行业呈现集体亏损

2011 年上半年公司实现营业收入 13.71 亿元, 同比增加 30.5%; 归属母公司净利润 868 万元, 实现每股收益为 0.023 元, 同比扭亏。2011 年 2 季度公司净利润为亏损 944 万元, 主要是因为需求不振, 价格不断下跌, 2 季度粘胶短纤呈现集体亏损状态。随着竹纤维、竹浆新增产能逐渐投产, 公司盈利值得期待。但短期公司盈利情况不佳, 我们下调公司评级至持有, 目标价下调为 6.68 元。

支撑评级的要点

- 今年 4 月份以来纺织服装需求萎缩明显, 下游需求疲软使得棉花、化纤价格一跌再跌, 粘胶短纤价格从 3 月底的 27,800 元/吨跌到 6 月底的 18,500 元/吨, 跌幅达到 33%, 2 季度粘胶短纤行业呈现集体亏损。
- 随着纺织服装需求旺季逐渐来临, 粘胶短纤价格有望出现上涨, 但今年粘胶短纤开工率不像往年那么好, 新增产能大多尚未投放。需求不旺及开工率不高双重因素制约着粘胶价格上涨幅度。

评级面临的主要风险

- 非公开发行不能完成风险; 产品价格大幅波动风险。

估值

- 我们预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.09 元、0.33 元、0.72 元。考虑到竹纤维需求广阔, 盈利良好, 我们给予公司 2012 年 20 倍的市盈率, 目标价由 10.20 元下调为 6.68 元, 但短期盈利不佳, 下调评级为持有。

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)	1,845	2,334	2,617	3,131	4,276
变动(%)	3	26	12	20	37
净利润(人民币 百万)	18	(79)	53	186	401
全面摊薄每股收益(人民币)	0.047	(0.209)	0.094	0.334	0.719
变动(%)	(104.9)	(546.8)	(145.2)	253.9	115.5
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.338	0.538	0.909
调整幅度(%)	-	-	(72.1)	(38.0)	(20.9)
核心每股收益(人民币)	0.047	(0.209)	0.094	0.334	0.719
变动(%)	(104.9)	(546.8)	(145.2)	253.9	115.5
全面摊薄市盈率(倍)	130.7	N/M	64.8	18.3	8.5
核心市盈率(倍)	130.7	N/M	64.8	18.3	8.5
每股现金流量(人民币)	0.19	0.44	0.17	(0.44)	1.02
价格/每股现金流量(倍)	32.8	13.8	35.5	(13.9)	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	25.5	13.2	7.9	4.6
每股股息(人民币)	0.023	0.030	0.030	0.030	0.030
股息率(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

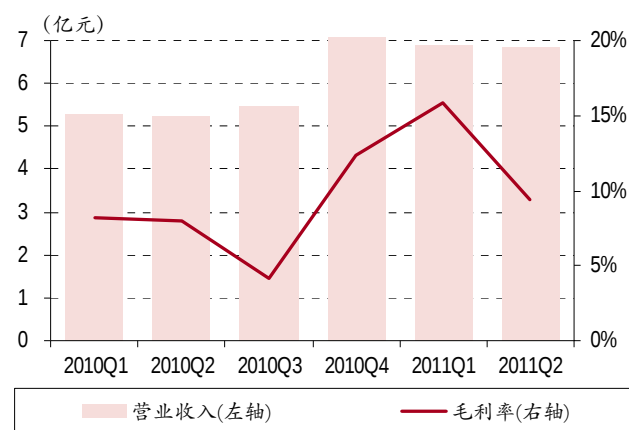
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年上半年经营情况分析: 粘胶短纤行业集体亏损

2011 年上半年公司实现营业收入 13.71 亿元, 同比增加 30.5%; 归属母公司净利润 868 万元, 同比扭亏; 实现每股收益为 0.023 元。

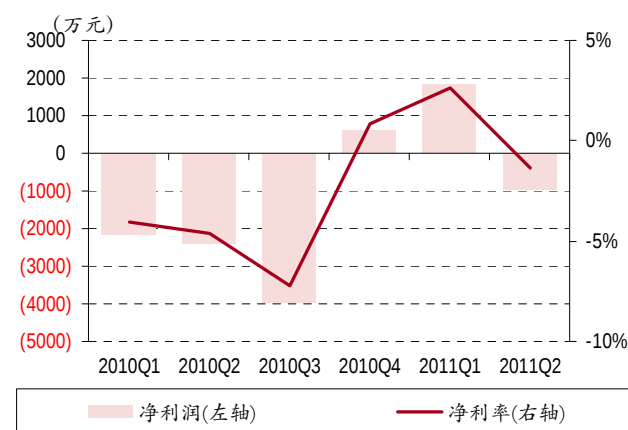
2 季度净利润环比大幅下降 152%。2011 年 2 季度公司实现营业收入 6.84 亿元, 环比减少 0.44%; 综合毛利率为 9.42%, 环比下降 6.44 个百分点; 归属母公司净利润-944 万元, 环比大幅下降 152.09%; 净利率-1.38%, 环比下降 4.02 个百分点。

图表 2. 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. 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

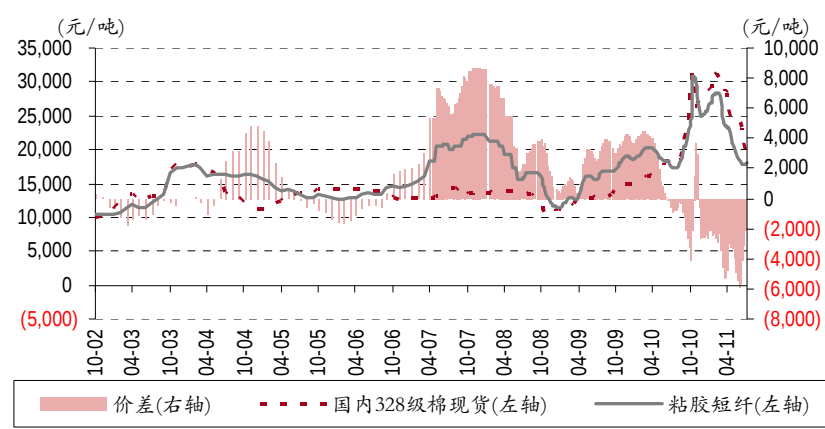
粘胶短纤行业 2 季度普遍亏损, 主要是由于出口退税的下调预期使得纺织服装行业不敢接大单、长单, 纺织服装在 4 月份以来呈现明显萎缩局面, 下游需求疲软使得棉花、化纤价格一跌再跌, 粘胶短纤价格从 3 月底的 27,800 元/吨跌到 6 月底的 18,500 元/吨, 跌幅达到 33%, 2 季度粘胶短纤行业呈现集体亏损。

近期粘胶短纤价格有望反弹, 但幅度有限

就棉花来说, 今年我国棉花种植面积同比约增加 5%, 美国、印度种植面积同比分别增加 25%、39%, 预计今年棉花产量同比去年会有较大幅度提高。发改委已明确新年度棉花收储政策, 即自 9 月 1 日起适时启动新棉收储, 按照固定价格 19,800 元/吨敞开收购。目前 328 级棉花 19,705 元/吨, 已经低于收储价格, 我们预计棉花价格下跌的幅度也是有限的, 后续棉花价格有望企稳, 我们预计粘胶短纤价格也有望企稳回升。

随着需求旺季逐渐来临，7月下旬二道绒、棉浆粕价格出现反弹，8月初粘胶短纤价格也呈现反弹。随着纺织服装需求旺季逐渐来临，部分粘胶企业以及中间商开始囤货。但我们觉得后续粘胶短纤涨幅可能不会太高。原因有二：（1）整体纺织服装的需求状况仍然不是太好，今年的旺季可能不会像往年那么好；（2）今年粘胶短纤投放产能大约六十万吨，产能同比增加20%以上，目前粘胶短纤开工率不像往年那么好，新增产能大多尚未投放。需求不旺及开工率不高双重因素制约着粘胶价格上涨幅度。

图表 4. 粘胶短纤、328 级棉现货价格情况



资料来源:中纤网、百川资讯、中银国际研究

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 5.58 亿股（增发前 3.78 亿股）计算，我们预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.09 元、0.33 元和 0.72 元，按照 8 月 5 日收盘价 6.11 元/股计算，2012-2013 年对应的动态市盈率分别为 18.3 倍、8.5 倍。考虑到公司竹纤维需求广阔，盈利良好，我们给予公司 2012 年 20 倍的市盈率，目标价下调为 6.68 元，但由于短期盈利情况不佳，下调评级为**持有**。

图表 5.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年中报	2011 年中报	同比变动(%)
一、营业总收入	1,050.8	1,370.9	30.5
营业收入	1,050.8	1,370.9	30.5
二、营业总成本	1,100.8	1,370.8	24.5
营业成本	965.6	1,197.5	24.0
营业税金及附加	5.8	3.7	(36.9)
销售费用	28.8	31.4	9.1
管理费用	70.8	76.4	7.9
财务费用	28.5	53.8	89.0
资产减值损失	1.4	8.0	481.8
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.0	0.0	-
投资净收益	0.0	0.0	-
汇兑净收益	0.0	0.0	-
四、营业利润	(50.1)	0.1	-
加：营业外收入	2.9	14.0	390.5
减：营业外支出	0.8	0.8	8.0
五、利润总额	(48.0)	13.3	-
减：所得税	2.6	4.0	53.9
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	-
六、净利润	(50.5)	9.3	-
减：少数股东损益	(5.0)	0.7	-
归属于母公司所有者的净利润	(45.5)	8.7	-
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	(0.12)	0.02	-
(二) 稀释每股收益(元)	(0.12)	0.02	-
主要指标(%)			
营业利润率	8.11	12.65	
息税前利润率	(4.76)	0.01	
净利润率	(4.33)	0.63	

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	1,845	2,334	2,617	3,131	4,276
销售成本	(1,619)	(2,136)	(2,300)	(2,594)	(3,429)
经营费用	(56)	(80)	(56)	(90)	(167)
息税折旧前利润	171	118	261	447	680
折旧及摊销	(136)	(131)	(140)	(146)	(155)
经营利润(息税前利润)	35	(13)	121	300	525
净利息收入/(费用)	(56)	(74)	(57)	(42)	(33)
其他收益/(损失)	67	11	0	0	0
税前利润	46	(76)	65	259	492
所得税	(36)	(11)	(10)	(65)	(74)
少数股东权益	8	8	(2)	(8)	(17)
净利润	18	(79)	53	186	401
核心净利润	18	(79)	53	186	401
每股收益(人民币)	0.047	(0.209)	0.094	0.334	0.719
核心每股收益(人民币)	0.047	(0.209)	0.094	0.334	0.719
每股股息(人民币)	0.023	0.030	0.030	0.030	0.030
收入增长(%)	3	26	12	20	37
息税前利润增长(%)	(112)	(137)	(1,049)	148	75
息税折旧前利润增长(%)	(208)	(31)	121	71	52
每股收益增长(%)	(105)	(547)	(145)	254	115
核心每股收益增长(%)	(105)	(547)	(145)	254	115

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	169	316	880	318	772
应收帐款	239	297	325	376	511
库存	443	448	481	543	718
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	851	1,061	1,686	1,237	2,001
固定资产	1,362	1,498	1,486	1,740	1,692
无形资产	179	172	174	173	172
其他长期资产	339	185	329	554	471
长期资产总计	1,880	1,855	1,989	2,467	2,335
总资产	2,731	2,916	3,676	3,704	4,336
应付帐款	524	813	574	702	979
短期债务	767	688	588	388	388
其他流动负债	253	120	0	0	0
流动负债总计	1,544	1,620	1,161	1,089	1,367
长期借款	168	357	357	257	157
其他长期负债	27	25	0	0	0
股本	378	378	558	558	558
储备	516	430	1,350	1,527	1,929
股东权益	894	808	1,908	2,086	2,487
少数股东权益	97	105	249	272	324
总负债及权益	2,731	2,916	3,676	3,704	4,336
每股帐面价值(人民币)	2.36	2.14	3.42	3.74	4.46
每股有形资产(人民币)	1.89	1.68	3.11	3.43	4.15
每股净负债/(现金)(人民币)	2.03	1.93	0.12	0.58	(0.40)

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	46	(76)	65	259	492
折旧与摊销	136	131	140	146	155
净利息费用	56	74	57	42	33
运营资本变动	(285)	(516)	(249)	(326)	(468)
税金	56	74	57	42	33
其他经营现金流	62	481	11	(407)	324
经营活动产生的现金流	70	168	81	(245)	568
购买固定资产净值	(37)	(32)	(500)	(300)	(100)
投资减少/增加	(35)	(2)	0	0	0
其他投资现金流	1	2	0	0	0
投资活动产生的现金流	(71)	(32)	(500)	(300)	(100)
净增权益	0	16	1,000	0	0
净增债务	133	60	0	0	0
支付股息	(62)	(62)	(17)	(17)	(17)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	70	14	983	(17)	(17)
现金变动	69	150	564	(562)	451
期初现金	100	169	316	880	318
公司自由现金流	(1)	136	(419)	(545)	468
权益自由现金流	132	196	(419)	(545)	468

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(%)	9.2	5.1	10.0	14.3	15.9
息税前利润率(%)	1.9	(0.5)	4.6	9.6	12.3
税前利润率(%)	2.5	(3.2)	2.5	8.3	11.5
净利率(%)	1.0	(3.4)	2.0	6.0	9.4
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.7	1.5	1.1	1.5
利息覆盖率(倍)	0.6	(0.2)	2.3	7.8	18.2
净权益负债率(%)	77.4	79.8	3.0	13.8	净现金
速动比率(倍)	0.3	0.4	1.0	0.6	0.9
估值					
市盈率(倍)	130.7	N/M	64.8	18.3	8.5
核心业务市盈率(倍)	130.7	N/M	64.8	18.3	8.5
目标价对应核心业务	171.2	N/M	84.8	24.0	11.1
市盈率(倍)					
市净率(倍)	2.6	2.9	1.8	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	32.8	13.8	35.5	(13.9)	6.0
企业价值/息税折旧前	17.0	25.5	13.2	7.9	4.6
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	81.3	76.1	73.7	72.1	53.8
应收帐款周转天数	43.3	42.0	43.4	40.8	37.9
应付帐款周转天数	93.6	104.6	96.7	74.3	71.7
回报率					
股息支付率(%)	48.4	n.a.	31.8	9.0	4.2
净资产收益率(%)	2.0	(9.3)	3.9	9.3	17.6
资产收益率(%)	0.3	(0.5)	3.1	6.1	11.1
已运用资本收益率(%)	1.8	(0.7)	4.7	9.7	16.4

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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