

华西村(000936)

研究员: 纪石 执业证书编号: S0570511050002

☎ 025-83290936 ✉ ShiJayJi@gmail.com

🌐 http://t.zhangle.com/4043

盈利稳定, 持有金融股权, 价值低估

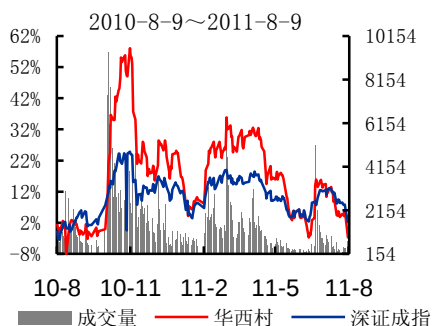
投资评级: 推荐

化学纤维 II

当前价格(元): 6.81

目标价格(元): 7.82

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 公司发布 2011 年半年度报告。2011 年 1-6 月, 公司实现营业收入 184,321.49 万元, 同比增长 44.98%, 营业利润 17,186.39 万元, 同比增长 169.63%, 归属于母公司所有者的净利润 14,568.49 万元, 同比增长 247.58%。

◆ 公司涤纶短纤产能进一步扩大。截止报告期末, 公司扩建的 10 万吨涤纶短纤维项目已累计投入资金 10,194.53 万元。该项目已按计划于 7 月底全部安装调试结束, 进入试生产阶段。公司目前有聚酯纤维 35 万吨, 涤纶短纤 20 万吨。扩建项目利用原有的聚酯产能生产涤纶短纤, 建成后涤纶短纤产能达到 30 万吨。

◆ 公司涤纶产品盈利能力保持稳定。涤纶短纤维本期毛利率为 8.59%, 较上年同期增加了 5.50 个百分点; 聚酯产品本期毛利率 8.54%, 较上年同期增加了 2.98 个百分点。公司未来涤纶短纤盈利能力将至少保持稳定。

◆ 码头业务提供稳定现金流。公司控股 75% 的子公司江阴华西化工码头有限公司报告期实现营业收入 7,164.65 万元, 同比增长 21.96%, 净利润 4,410.82 万元, 同比增长 16.62%。该码头业务贡献了上半年公司净利润的 33.4%。是公司稳定可靠的现金和利润来源。

◆ 公司置出盈利较差的资产, 不断增加金融股权。自 2011 年 5 月起公司不再生产经营精纺呢绒、热电及特种纺织品等业务, 东海证券有限责任公司 1 亿元股权注入公司。此外公司持有的金融股权还包括江苏银行股权、江苏华西集团财务有限公司股权、以及华泰证券股权。我们估算公司持有的金融股权价值共计 21.46 亿元。折合每股 2.87 元。

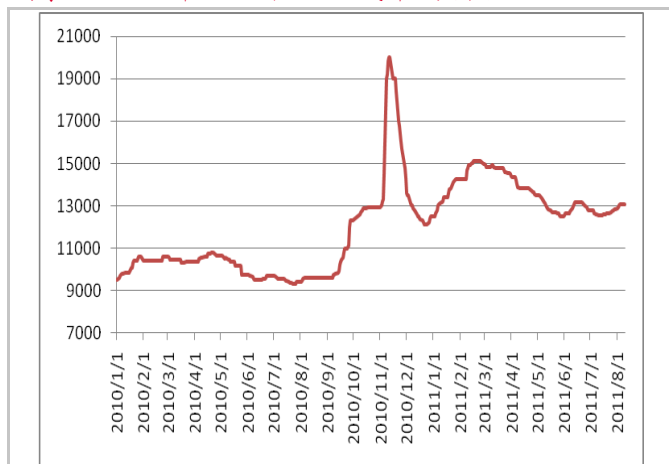
◆ 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.33、0.34 和 0.45 元。按照 2011 年 15 倍市盈率估值为 4.95 亿元。加上每股 2.87 元的金融资产估值, 公司股价综合估值为 7.82 元。考虑公司所持金融资产仍具有一定的升值潜力, 给予公司股价“推荐”评级。

一、公司主营业务盈利能力保持稳定

随着棉花收储工作的展开，未来棉价有望触底。目前国储已经开始准备启动棉花收储预案，国家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19800元/吨敞开收购，范围为全国13个棉花主产省区，收储定价不定量。若未来棉价走稳，下半年涤纶短纤价格有望维持在13000元/吨以上。

公司上半年涤纶短纤毛利率8.59%，较上年同期增加了5.50个百分点。据我们测算，今年上半年涤纶短纤均价同比上涨35.6%，而PTA均价同比上涨35.6%，MEG均价同比上涨只有22.7%。随着未来国内PTA及MEG产能的大幅扩张，预计原料价格难以持续大幅上升，公司未来涤纶短纤盈利能力将至少保持稳定。

图表 1：江浙地区涤纶短线市场价格



资料来源：百川资讯、华泰证券

图表 2：华东地区 PTA 市场价格



资料来源：百川资讯、华泰证券

图表 3：张家港地区 MEG 价格



资料来源：百川资讯、华泰证券

公司涤纶短纤产能进一步扩大。截止报告期末，公司扩建的10万吨涤纶短纤维项目已累计投入资金10,194.53万元。该项目已按计划于7月底全部安装调试结束，进入试生产阶段。公司目前有聚酯纤维35万

吨，涤纶短纤 20 万吨。扩建项目利用原有的聚酯产能生产涤纶短纤，建成后涤纶短纤产能达到 30 万吨。

除化纤业务之外，码头业务也提供稳定现金流。公司控股 75% 的子公司江阴华西化工码头有限公司报告期实现营业收入 7,164.65 万元，同比增长 21.96%，净利润 4,410.82 万元，同比增长 16.62%。该码头业务贡献了上半年公司净利润的 33.4%。是公司稳定可靠的现金和利润来源。

二、持有大量高价值的金融资产

公司持有的金融企业股权，主要包括江苏银行股权、江苏华西集团财务有限公司股权、东海证券有限责任公司股权，以及持股华泰证券。其中江苏银行股权按照 5 元/股价格计算，华泰证券股权按照最新收盘价计算，其余按照初始投资金额计算，公司持有的金融股权共价值 $12.44+0.37+3.98+4.67=21.46$ 亿元。折合每股 2.87 元。

表格 1：公司参股非上市金融企业

参股金融企业名称	初始投资金额	持有数量（股）	占该公司股权比例	期末帐面值	会计核算科目
江苏银行股份有限公司	298,571,058.00	248,809,215.00	2.73%	298,571,058.00	长期股权投资
江苏华西集团财务有限公司	37,324,020.00	30,078,000.00	10.00%	37,324,020.00	长期股权投资
东海证券有限责任公司	398,000,000.00	100,000,000.00	5.988%	398,000,000.00	长期股权投资
合计	733,895,078.00	378,887,215.00	—	733,895,078.00	—

资料来源：公司公告、华泰证券整理

表格 2：公司持有上市公司股权

证券代码	证券简称	初始投资金额	占该公司股权比例	期末账面价值	报告期损益	报告期所有者权益变动	会计核算科目	股份来源
601688	华泰证券	26,700,830.00	0.81%	560,022,853.00	6,801,897.00	-46,592,994.45	可供出售金融资产	设立出资
合计		26,700,830.00	-	560,022,853.00	6,801,897.00	-46,592,994.45	-	-

资料来源：公司公告、华泰证券整理

三、盈利预测和估值

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.33、0.34 和 0.45 元。按照 2011 年 15 倍市盈率估值为 4.95 亿元。加上每股 2.87 元的金融资产估值，公司股价综合估值为 7.82 元。考虑公司所持金融资产仍具有一定的升值潜力，给予公司股价“推荐”评级。

附：财务预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1852	2056	2081	3092
现金	669	769	589	1463
应收账款	130	131	179	197
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	114	102	139	151
存货	622	635	766	832
其他流动资产	316	419	408	448
非流动资产	1689	2054	1953	1864
长期投资	337	735	735	735
固定资产	703	718	628	537
无形资产	24	24	24	24
其他非流动资产	624	576	567	568
资产总计	3540	4110	4034	4956
流动负债	1426	1912	1610	2214
短期借款	400	1000	404	900
应付账款	235	216	296	322
其他流动负债	791	696	909	993
非流动负债	145	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	145	0	0	0
负债合计	1571	1912	1610	2214
少数股东权益	107	129	153	181
股本	748	748	748	748
资本公积	495	495	495	495
留存收益	619	824	1026	1315
归属母公司股东权益	1862	2069	2272	2561
负债和股东权益	3540	4110	4034	4956

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	331	-51	477	419
净利润	204	271	277	368
折旧摊销	100	85	91	91
财务费用	52	18	24	6
投资损失	-12	-52	-14	-15
营运资金变动	-8	-219	85	-31
其他经营现金流	-6	-155	14	0
投资活动现金流	-27	-386	14	15
资本支出	51	102	0	0
长期投资	12	336	0	0
其他投资现金流	36	52	14	15
筹资活动现金流	-134	536	-670	439
短期借款	-99	600	-596	496
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	308	0	0	0
资本公积增加	139	0	0	0
其他筹资现金流	-481	-64	-74	-57
现金净增加额	169	99	-179	874

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3246	2888	3927	4334
营业成本	2875	2541	3482	3783
营业税金及附加	12	10	14	16
营业费用	21	19	26	29
管理费用	32	28	38	42
财务费用	52	18	24	6
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	-4	2	0	0
投资净收益	12	52	14	15
营业利润	258	322	353	470
营业外收入	1	24	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	259	347	353	470
所得税	55	75	77	102
净利润	204	271	277	368
少数股东损益	22	22	24	28
归属母公司净利润	182	249	252	340
EBITDA	411	425	468	566
EPS (元)	0.24	0.33	0.34	0.45

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.6%	-11.0%	36.0%	10.3%
营业利润	126.4%	25.0%	9.5%	32.9%
归属于母公司净利润	100.0%	37.2%	1.2%	34.6%
获利能力				
毛利率 (%)	11.4%	12.0%	11.3%	12.7%
净利率 (%)	5.6%	8.6%	6.4%	7.8%
ROE (%)	9.8%	12.1%	11.1%	13.3%
ROIC (%)	28.0%	24.2%	32.0%	43.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	44.4%	46.5%	39.9%	44.7%
净负债比率 (%)	25.46%	52.31%	25.11%	40.65%
流动比率	1.30	1.08	1.29	1.40
速动比率	0.86	0.74	0.82	1.02
营运能力				
总资产周转率	1.03	0.75	0.96	0.96
应收账款周转率	27	20	23	21
应付账款周转率	16.15	11.27	13.60	12.25
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.24	0.33	0.34	0.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.44	-0.07	0.64	0.56
每股净资产 (最新摊薄)	2.49	2.77	3.04	3.42
估值比率				
P/E	28.02	20.42	20.19	15.00
P/B	2.74	2.46	2.24	1.99
EV/EBITDA	10	9	8	7

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。