



持有

1% ↓

目标价格: 人民币 6.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 9.62

600889.SS

价格: 人民币 6.05

目标价格基础: 20倍12年市盈率

板块评级: 中立

南京化纤

粘胶行业目前历史最差，未来会更好

2011年公司实现营业收入15.0亿元，同比增加49.51%；归属母公司净利润1,534万元，同比减少85.24%；实现每股收益为0.05元。一期工程12万平方米商品房项目中已实际交付商品房528套，建筑面积5.03万平方米，一期剩余商品房543套已基本被认购，预计将在2012年交房完成，届时可以确认一期工程剩余收入。另外，二期工程16万平方米商品房建设六月份封顶，将择机销售。对于粘胶行业来说，我们认为目前是历史最差情况，后续只会越来越好，但何时出现转折点需要看下游需求情况。考虑到公司盈利情况，我们下调公司目标价为6.00元，下调评级为持有。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	25	(4)	19	(47)
相对新华富时A50指数	15	(3)	13	(27)

发行股数(百万)	307
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	1,858
3个月日均交易额(人民币 百万)	66
净负债比率(%) (2012E)	53.9
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
以2012年4月17日收市价为标准

支撑评级的要点

- 2011年公司实现营业收入15.0亿元，同比增加49.51%；归属母公司净利润1,534万元，同比减少85.24%；实现每股收益为0.05元。
- 4季度公司实现营业收入2.81亿元，环比减少43.80%；综合毛利率为39.42%，环比提高30.45个百分点。4季度公司营业收入环比减少而毛利率大幅提高的原因有二：一是因为2、3季度暂按15%的利润率预估入账，4季度房地产毛利率按实际调整为32.12%；二是因为自来水4季度确认了价内费1,665.6万元和自来水厂对外承接了管网建设增加收入800万元。
- 粘胶短纤价格从2010年底的高位30,800元/吨下跌到目前的15,800元/吨，目前粘胶短纤处于亏损状态，从行业开工情况来看，目前大概六成左右，已经是历史最差水平。粘胶短纤作为棉花的可替代产品，我们认为价格继续下跌的可能性很小，后续粘胶盈利会越来越越好，但转折时点要看下游纺织服装的需求情况。

评级面临的主要风险

- 产品价格大幅波动风险；地产结算不达预期风险。

估值

- 我们预计公司2012-2014年的每股收益分别为0.30、0.38和0.45元，基于2012年20倍的市盈率水平，目标价由9.62元下调至6.00元，下调评级至持有。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,004	1,501	1,741	2,230	2,746
变动(%)		34	50	16	28
净利润(人民币 百万)	104	15	93	117	138
全面摊薄每股收益(人民币)	0.338	0.050	0.304	0.381	0.448
变动(%)		25.3	(85.2)	508.7	25.4
先前预测每股收益(人民币)			0.744	1.029	
调整幅度(%)			(59)	(63)	
核心每股收益(人民币)	0.338	0.050	0.304	0.381	0.448
调整幅度(%)		25.3	(85.2)	508.7	25.4
全面摊薄市盈率(倍)	17.9	121.1	19.9	15.9	13.5
核心市盈率(倍)	17.9	121.1	19.9	15.9	13.5
每股现金流量(人民币)	0.91	3.08	(0.15)	1.38	1.77
价格/每股现金流量(倍)	6.6	2.0	(40.6)	4.4	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.6	12.6	11.1	7.2	4.3
每股股息(人民币)	0.040	0.050	0.030	0.030	0.200
股息率(%)	0.7	0.8	0.5	0.5	3.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjje.su@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

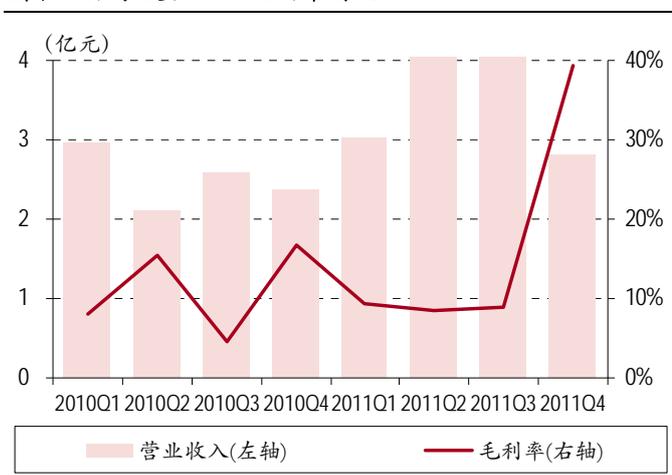
2011 年经营情况分析

2011 年公司实现营业收入 15.0 亿元, 同比增加 49.51%; 归属母公司净利润 1,534 万元, 同比减少 85.24%; 实现每股收益为 0.05 元。

4 季度公司实现营业收入 2.81 亿元, 环比减少 43.80%; 综合毛利率为 39.42%, 环比提高 30.45 个百分点; 归属母公司净利润-1,536 万元, 环比减少 890.21%; 净利率-5.47%, 环比下降 5.86 个百分点。

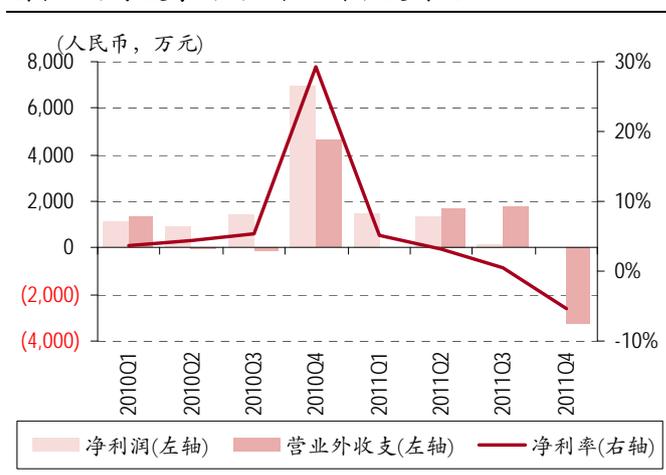
4 季度公司营业收入环比减少而毛利率大幅提高的原因有二: 一是因为房地产预收款转收入主要在 3 季度确认, 但是确认时成本结算延后, 2、3 季度暂按 15% 的利润率预估入帐, 4 季度房地产毛利率按实际调整为 32.12%; 二是因为自来水 4 季度确认了价内费 (城市资源费、污水处理费和水资源费) 1,665.6 万元和自来水厂对外承接了管网建设增加收入 800 万元。这两个原因使得 4 季度公司毛利率大幅增加。

图表 1. 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 2. 分季度净利润、营业外收支情况



资料来源: 公司资料及中银国际研究

2 季度以来粘胶盈利逐渐下降, 4 季度兰精 (南京) 投资收益同比环比大幅减少。2011 年 4 季度投资收益为-1,014 万元, 环比减少 695%, 同比减少 151%。主要是由于粘胶行业 2 季度以来普遍盈利较差所致, 4 季度行业出现大幅度亏损。

图表 3. 分季度投资收益情况



资料来源: 公司资料及中银国际研究

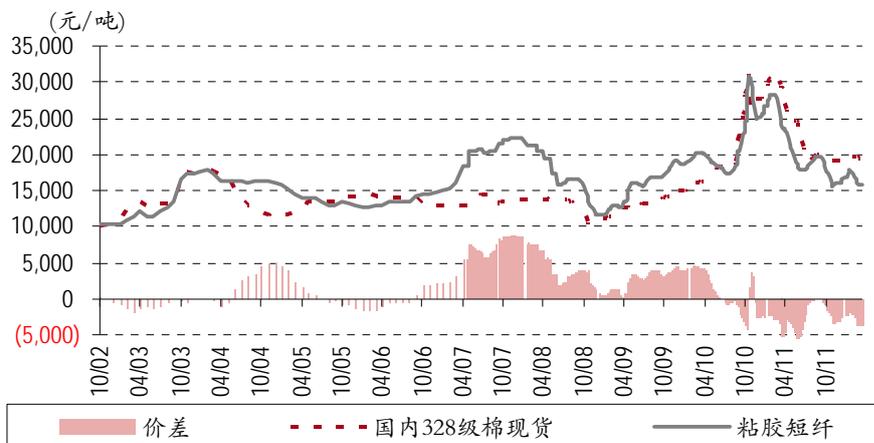
房地产逐渐确认收入

公司控股子公司南京金羚房地产开发有限公司开发的“乐居雅花园”项目2011年首次进行营业收入确认；一期工程12万平方米商品房项目中已实际交付商品房528套，建筑面积5.03万平方米，确认销售收入39,986.47万元，实现利润8,055.02万元，贡献公司净利润4,287.44万元。一期剩余商品房543套，合计建筑面积6.97万平方米；2011年2季度末，一期工程12万平方米商品房已基本被认购；但剩余的543套商品房尚未交房，预计将在2012年交房完成，届时可以确认一期工程剩余收入。另外，二期工程16万平方米商品房建设六月份封顶，将择机销售。

粘胶已经走到底部，后续只会越来越好

粘胶短纤价格从2010年底的高位30,800元/吨下跌到目前的15,800元/吨，跌幅达到48.7%，按照目前的成本计算，粘胶短纤处于亏损状态，从行业开工情况来看，目前大概六成左右，已经是历史最差水平。从与棉花现货的价差情况来看，目前价差为3,600元/吨，已经接近历史最差水平。从棉花来看，从棉花供给、棉花成本及2012年国储棉收购价20,400元/吨来看，我们认为棉花价格很难继续下跌。粘胶短纤作为棉花的可替代产品，我们认为价格继续下跌的可能性很小，后续粘胶盈利会越来越越好，但转折时点要看下游纺织服装的需求情况。

图表 4.粘胶短纤与 328 级棉花现货价差情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司估值

我们预计2012-2014年公司每股收益分别为0.30元、0.38元、0.45元，按照4月17日收盘价6.05元/股计算，2012-2014年对应的动态市盈率分别为19.9倍、15.9倍和13.5倍。考虑到公司盈利情况，我们下调公司目标价为6.00元，下调评级为持有。

图表 5.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
一、营业总收入	1,004.1	1,501.3	49.5
营业收入	1,004.1	1,501.3	49.5
二、营业总成本	1,022.3	1,472.8	44.1
营业成本	895.8	1,281.4	43.1
营业税金及附加	2.3	40.2	1,641.1
销售费用	8.7	6.9	(20.8)
管理费用	66.2	86.0	29.9
财务费用	49.0	54.0	10.2
资产减值损失	0.2	4.2	2,094.7
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	(0.1)	(1.0)	1,800.0
投资净收益	64.7	27.6	(57.4)
汇兑净收益	64.2	0.0	(100.0)
四、营业利润	46.5	55.1	18.5
加: 营业外收入	62.1	5.6	(91.0)
减: 营业外支出	4.6	3.0	(35.3)
五、利润总额	104.1	57.8	(44.5)
减: 所得税	0.6	22.6	
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	
六、净利润	103.5	35.2	(66.0)
减: 少数股东损益	(0.5)	19.8	(4,508.9)
归属于母公司所有者的净利润	103.9	15.3	(85.2)
七、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.3	0.1	(85.2)
(二) 稀释每股收益(元)	0.3	0.1	(85.2)
主要指标(%)			
营业利润率	10.8	14.6	
息税前利润率	4.6	3.7	
净利润率	10.4	1.0	

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,004	1,501	1,741	2,230	2,746
销售成本	(896)	(1,281)	(1,479)	(1,875)	(2,282)
经营费用	(7)	(42)	(52)	(87)	(124)
息税折旧前利润	115	178	209	268	340
折旧及摊销	(84)	(92)	(70)	(77)	(87)
经营利润 (息税前利润)	31	87	139	191	253
净利息收入/(费用)	(49)	(54)	(39)	(41)	(38)
其他收益/(损失)	122	26	37	43	46
税前利润	104	59	136	194	260
所得税	(1)	(23)	(22)	(38)	(54)
少数股东权益	0	(21)	(21)	(39)	(69)
净利润	104	15	93	117	138
核心净利润	104	15	93	117	138
每股收益(人民币)	0.338	0.050	0.304	0.381	0.448
核心每股收益(人民币)	0.338	0.050	0.304	0.381	0.448
每股股息(人民币)	0.040	0.050	0.030	0.030	0.200
收入增长(%)	34	50	16	28	23
息税前利润增长(%)	(6)	179	60	38	32
息税折旧前利润增长(%)	51	55	17	28	27
每股收益增长(%)	25	(85)	509	25	18
核心每股收益增长(%)	25	(85)	509	25	18

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	104	59	136	194	260
折旧与摊销	84	92	70	77	87
净利息费用	49	54	39	41	38
运营资本变动	(289)	(42)	(26)	(35)	(62)
税金	49	54	39	41	38
其他经营现金流	260	729	(305)	107	183
经营活动产生的现金流	257	946	(46)	423	544
购买固定资产净值	(139)	(214)	(20)	(20)	(30)
投资减少/增加	(73)	(14)	0	0	57
其他投资现金流	31	(3)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(181)	(231)	(20)	(20)	27
净增权益	0	30	0	0	4
净增债务	(90)	(695)	150	0	30
支付股息	(90)	(97)	(9)	(9)	(43)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(180)	(762)	141	(9)	(9)
现金变动	(104)	(47)	75	394	562
期初现金	18	66	31	106	500
公司自由现金流	76	715	(66)	403	571
权益自由现金流	(14)	20	84	403	601

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	66	31	106	500	1,065
应收帐款	225	213	277	345	421
库存	1,674	1,595	1,627	1,875	2,282
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,983	1,842	2,010	2,720	3,768
固定资产	1,132	1,114	1,123	1,127	1,107
无形资产	34	34	36	36	35
其他长期资产	429	560	489	418	353
长期资产总计	1,595	1,707	1,648	1,580	1,495
总资产	3,578	3,549	3,658	4,300	5,263
应付帐款	513	254	303	380	483
短期债务	1,100	445	595	495	525
其他流动负债	704	1,745	1,539	2,042	2,711
流动负债总计	2,318	2,445	2,437	2,917	3,719
长期借款	350	110	110	110	110
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	307	307	307	307	307
储备	558	593	698	845	990
股东权益	865	900	1,005	1,152	1,297
少数股东权益	45	95	106	121	136
总负债及权益	3,578	3,549	3,658	4,300	5,263
每股帐面价值(人民币)	2.82	2.93	3.27	3.75	4.22
每股有形资产(人民币)	2.71	2.82	3.16	3.64	4.11
每股净负债/(现金)(人民币)	4.45	1.71	1.95	0.34	(1.40)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.4	11.9	12.0	12.0	12.4
息税前利润率(%)	3.1	5.8	8.0	8.6	9.2
税前利润率(%)	10.4	3.9	7.8	8.7	9.5
净利率(%)	10.4	1.0	5.4	5.3	5.0
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率(倍)	0.6	1.6	3.6	5.0	7.6
净权益负债率(%)	150.2	52.7	53.9	8.3	净现金
速动比率(倍)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
估值					
市盈率(倍)	17.9	121.1	19.9	15.9	13.5
核心业务市盈率	17.9	121.1	19.9	15.9	13.5
目标价对应核心业务市盈率	23.6	160.1	26.3	21.0	17.8
盈利					
市净率(倍)	2.1	2.1	1.8	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	6.6	2.0	(40.6)	4.4	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.6	12.6	11.1	7.2	4.3
周转率					
存货周转天数	643.9	465.6	397.6	286.7	332.4
应收帐款周转天数	71.8	53.2	51.3	50.9	50.9
应付帐款周转天数	140.5	93.3	58.4	55.9	57.4
回报率					
股息支付率(%)	11.8	100.1	9.9	7.9	44.6
净资产收益率(%)	12.7	1.7	9.8	10.9	11.2
资产收益率(%)	0.9	1.5	3.2	3.9	4.2
已运用资本收益率(%)	19.4	19.8	22.3	26.7	25.7

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 2 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