

分析师：齐求实  
执业证书编号：S0050511070001  
Tel：010-59355977  
Email：qiqs@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



## 新乡化纤(000949.SZ)

### 粘胶短纤、氨纶环比好转，等待下游复苏和投资进展

#### 投资要点

我们上周对公司进行了调研，就公司经营情况和公司证代进行了沟通，形成以下观点：

● **公司粘胶短纤好转，有望达到盈亏平衡点。**三季度随着下游生产旺季的来临和国家棉花收储的进行，棉价出现了一个温和持续的上涨，328级棉花价格已经上涨了约700元/吨。10月，粘胶短纤价格也呈现出探底回升的走势，目前公司的粘胶短纤业务距离盈亏平衡点并不太远。

● **粘胶长丝仍是公司的主要盈利点。**粘胶长丝由于国家政策的限制，没有新进入者，改扩建的难度也加大，供给端得到一定的清理，因此近两年来表现出平稳的盈利能力。公司今年的粘胶长丝盈利不成问题，不过预计今年的进出口形势恶化将对粘胶长丝的销售造成一定影响。

● **氨纶提价，有望环比改善。**近期氨纶行业的集体提价对冲了前期原料价格上涨的一些影响，我们预计公司的氨纶有望环比改善。

● **关注投资的新乡白鹭生物技术公司的进展情况。**根据我们的测算，公司参股30%的新乡白鹭生物技术公司未来有望为公司带来1500-3000万元的利润，增厚0.02-0.04元的EPS，未来对公司业绩的提升不容忽视。

● **盈利预测与投资评级。**预计公司2012-2014年ESP分别为-0.091元、0.095元、0.232元，给予“中性”的投资评级。

● **风险提示。**粘胶短纤行业持续恶化的风险；进出口形势持续恶化的风险；原材料价格上涨的风险；棉花价格下跌的风险。

#### 化工

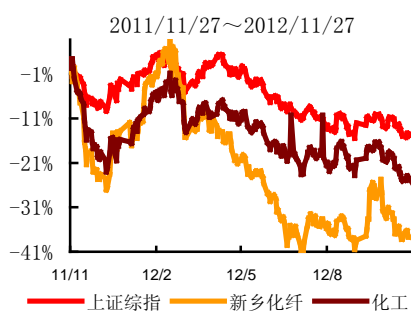
#### 投资评级

|       |      |
|-------|------|
| 本次评级： | 中性   |
| 跟踪评级： | 未评级  |
| 目标价格： | 3.00 |

#### 市场数据

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 市价(元)        | 2.61            |
| 上市的流通A股(亿股)  | 8.29            |
| 总股本(亿股)      | 8.29            |
| 52周股价最高最低(元) | 2.42-4.62       |
| 上证指数/深证成指    | 2017.46/8016.07 |
| 2011年股息率     | 0.00%           |

#### 52周相对市场表现



#### 联系人

黄景文  
010-59355819  
huangjw@chinans.com.cn

#### 公司财务数据及预测

| 项目                 | 2011A   | 2012E    | 2013E   | 2014E   |
|--------------------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)          | 3968.55 | 3743.54  | 4173.67 | 4342.28 |
| 增长率(%)             | 11.47   | -5.67    | 11.49   | 4.04    |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 6.18    | -80.16   | 83.40   | 204.78  |
| 增长率(%)             | -95.78  | -1396.73 | -204.05 | 145.54  |
| 毛利率(%)             | 10.71   | 3.77     | 8.55    | 11.77   |
| 净资产收益率(%)          | 0.34    | -4.42    | 4.40    | 9.74    |
| EPS(元)             | 0.01    | -0.09    | 0.10    | 0.23    |
| P/E(倍)             | 350.12  | -28.71   | 27.60   | 11.24   |
| P/B(倍)             | 1.18    | 1.27     | 1.21    | 1.09    |

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

| 资产负债表          |         |         |           |         | 利润表             |         |            |          |         |
|----------------|---------|---------|-----------|---------|-----------------|---------|------------|----------|---------|
| 单位：百万元         | 2011A   | 2012E   | 2013E     | 2014E   | 单位：百万元          | 2011A   | 2012E      | 2013E    | 2014E   |
| <b>流动资产</b>    | 2105.42 | 1801.93 | 946.66    | 1227.38 | <b>营业收入</b>     | 3968.55 | 3743.54    | 4173.67  | 4342.28 |
| 现金             | 474.33  | 405.85  | -523.01   | -210.41 | 营业成本            | 3543.42 | 3602.22    | 3816.94  | 3831.29 |
| 应收账款           | 332.85  | 328.20  | 365.91    | 368.80  | 营业税金及附加         | 15.28   | 14.97      | 16.69    | 17.37   |
| 其他应收款          | 348.54  | 184.47  | 195.46    | 196.20  | 销售费用            | 39.71   | 37.44      | 41.74    | 43.42   |
| 预付账款           | 2.99    | 7.18    | 9.15      | 9.52    | 管理费用            | 106.94  | 101.08     | 112.69   | 117.24  |
| 存货             | 946.71  | 876.23  | 899.14    | 863.28  | 财务费用            | 122.28  | 104.82     | 116.86   | 121.58  |
| 其他             | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00    | 资产减值损失          | 140.36  | -3.74      | 0.00     | 0.00    |
| <b>非流动资产</b>   | 2651.30 | 2839.93 | 3642.57   | 3666.37 | 公允价值变动收益        | 0.00    | 0.00       | 0.00     | 0.00    |
| 长期投资           | 20.06   | 20.06   | 20.06     | 20.06   | 投资净收益           | 1.94    | 15.20      | 25.20    | 25.20   |
| 固定及无形资产        | 2593.59 | 2756.23 | 3567.23   | 3580.65 | <b>营业利润</b>     | 2.50    | -98.05     | 93.94    | 236.57  |
| 其他             | 37.65   | 63.64   | 55.27     | 65.66   | <b>利润总额</b>     | 5.85    | -94.30     | 98.12    | 240.92  |
| <b>资产总计</b>    | 4756.72 | 4641.86 | 4589.22   | 4893.75 | 所得税             | -0.33   | -14.15     | 14.72    | 36.14   |
| <b>流动负债</b>    | 2997.35 | 3376.91 | 3250.14   | 3303.23 | <b>净利润</b>      | 6.18    | -80.16     | 83.40    | 204.78  |
| 短期借款           | 1133.54 | 1250.00 | 1200.00   | 1200.00 | 少数股东损益          | 0.00    | 0.00       | 0.00     | 0.00    |
| 应付账款           | 717.60  | 902.96  | 863.70    | 919.42  | <b>归属母公司净利润</b> | 6.18    | -80.16     | 83.40    | 204.78  |
| 其他             | 1146.20 | 1223.95 | 1186.44   | 1183.81 | EBITDA          | 344.17  | 227.23     | 435.31   | 583.60  |
| <b>非流动负债</b>   | 512.14  | 399.74  | 416.95    | 423.69  | EPS (元)         | 0.007   | -0.091     | 0.095    | 0.232   |
| 长期借款           | 364.00  | 250.00  | 250.00    | 250.00  |                 |         |            |          |         |
| 其他             | 148.14  | 149.74  | 166.95    | 173.69  | <b>主要财务比率</b>   | 2011A   | 2012E      | 2013E    | 2014E   |
| <b>负债合计</b>    | 3509.49 | 3776.66 | 3667.09   | 3726.92 | <b>成长能力</b>     |         |            |          |         |
| 少数股东权益         | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00    | 营业收入            | 11.47%  | -5.67%     | 11.49%   | 4.04%   |
| 归属母公司股东权益      | 1841.73 | 1814.15 | 1897.55   | 2102.33 | 营业利润            | -99.69% | -20406.13% | -160.70% | 207.48% |
| <b>负债和股东权益</b> | 5351.23 | 5590.81 | 5564.64   | 5829.25 | 归属母公司净利润        | -95.78% | -1396.73%  | -204.05% | 145.54% |
|                |         |         |           |         | <b>获利能力</b>     |         |            |          |         |
| <b>现金流量表</b>   |         |         |           |         | 毛利率             | 10.71%  | 3.77%      | 8.55%    | 11.77%  |
| 单位：百万元         | 2011A   | 2012E   | 2013E     | 2014E   | 净利率             | 0.16%   | -2.14%     | 2.00%    | 4.72%   |
| <b>经营活动现金流</b> | 348.92  | 360.95  | 259.78    | 667.63  | ROE             | 0.34%   | -4.42%     | 4.40%    | 9.74%   |
| 净利润            | 6.18    | -80.16  | 83.40     | 204.78  | ROIC            | 4.19%   | -0.23%     | 3.84%    | 7.06%   |
| 资产减值损失         | 140.36  | -3.74   | 0.00      | 0.00    | <b>偿债能力</b>     |         |            |          |         |
| 折旧摊销           | 221.33  | 235.66  | 249.71    | 250.65  | 资产负债率           | 61.28%  | 60.92%     | 58.65%   | 57.04%  |
| 公允价值变动收益       | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00    | 净负债比率           | 63.60%  | 68.57%     | 112.77%  | 87.24%  |
| 财务费用           | 122.28  | 104.82  | 116.86    | 121.58  | 流动比率            | 87.62%  | 74.22%     | 41.62%   | 51.84%  |
| 投资损失           | -1.94   | -15.20  | -25.20    | -25.20  | 速动比率            | 0.48    | 0.38       | 0.02     | 0.15    |
| 营运资本变化         | -134.54 | 147.42  | -176.83   | 124.87  | <b>营运能力</b>     |         |            |          |         |
| 递延税款变化         | -4.76   | -27.84  | 11.83     | -9.05   | 总资产周转率          | 0.83    | 0.81       | 0.91     | 0.89    |
| <b>投资活动现金流</b> | -346.38 | -381.25 | -1,038.98 | -240.19 | 应收帐款周转率         | 11.92   | 11.41      | 11.41    | 11.77   |
| 资本支出           | -346.56 | -396.45 | -1,064.18 | -265.39 | 应付帐款周转率         | 5.09    | 3.97       | 4.46     | 4.20    |
| 其他投资           | 0.18    | 15.20   | 25.20     | 25.20   | <b>每股指标(元)</b>  |         |            |          |         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -108.07 | -48.19  | -149.66   | -114.84 | 每股收益            | 0.007   | -0.091     | 0.095    | 0.232   |
| 短期借款           | 52.48   | 4.06    | -32.79    | 6.74    | 每股经营现金          | -0.20   | 0.41       | 0.29     | 0.76    |
| 新发股份           | 0.00    | 52.58   | -0.00     | 0.00    | 每股净资产           | 2.22    | 2.06       | 2.15     | 2.38    |
| 分红             | -38.27  | 0.00    | 0.00      | 0.00    | <b>估值比率</b>     |         |            |          |         |
| 少数股东融资         | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00    | P/E             | 350.12  | -28.71     | 27.60    | 11.24   |
| 财务费用           | -122.28 | -104.82 | -116.86   | -121.58 | P/B             | 1.18    | 1.27       | 1.21     | 1.09    |
| <b>现金净增加额</b>  | -105.52 | -68.48  | -928.86   | 312.59  | EV/EBITDA       | 14.72   | 23.08      | 14.09    | 9.99    |
|                |         |         |           |         |                 |         |            |          |         |
|                |         |         |           |         |                 |         |            |          |         |
| <b>经营活动现金流</b> | 348.92  | 360.95  | 259.78    | 667.63  |                 |         |            |          |         |
| 净利润            | 6.18    | -80.16  | 83.40     | 204.78  |                 |         |            |          |         |
| 折旧摊销           | 221.33  | 235.66  | 249.71    | 250.65  |                 |         |            |          |         |
| 财务费用           | 122.28  | 104.82  | 116.86    | 121.58  |                 |         |            |          |         |
| 投资损失           | -1.94   | -15.20  | -25.20    | -25.20  |                 |         |            |          |         |
| 营运资金变动         | -134.54 | 147.42  | -176.83   | 124.87  |                 |         |            |          |         |
| 其他             | 135.61  | -31.58  | 11.83     | -9.05   |                 |         |            |          |         |
| <b>投资活动现金流</b> | -346.38 | -381.25 | -1038.98  | -240.19 |                 |         |            |          |         |
| 资本支出           | -346.56 | -396.45 | -1064.18  | -265.39 |                 |         |            |          |         |
| 其他投资           | 0.18    | 15.20   | 25.20     | 25.20   |                 |         |            |          |         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -108.07 | -48.19  | -149.66   | -114.84 |                 |         |            |          |         |
| 短期借款           | 52.48   | 4.06    | -32.79    | 6.74    |                 |         |            |          |         |
| 新发股份           | 0.00    | 52.58   | 0.00      | 0.00    |                 |         |            |          |         |
| 其他             | -160.55 | -104.82 | -116.86   | -121.58 |                 |         |            |          |         |
| <b>现金净增加额</b>  | -105.52 | -68.48  | -928.86   | 312.59  |                 |         |            |          |         |

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的报酬。

## 投资评级说明

| 类 别    | 级 别 |                                 |
|--------|-----|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 看 好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上         |
|        | 中 性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动     |
|        | 看 淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上         |
| 股票投资评级 | 买 入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上       |
|        | 增 持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
|        | 中 性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间   |
|        | 减 持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上        |

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。