



**持有**

**4% ↓**

目标价格: 人民币 4.88

原目标价格: 人民币 4.20

600889.CH

价格: 人民币 5.09

目标价格基础: 20倍13年市盈率

板块评级: 中立

# 南京化纤

## 公司地产业务逐渐确认收入

2012年公司实现营业收入15.19亿元,同比增加1.20%;归属母公司净利润1,411万元,同比减少8.04%;实现每股收益为0.05元。2012年公司综合毛利率为19.83%,同比提高5.19个百分点;2012年公司净利率为2.36%,同比提高0.02个百分点。公司地产业务逐渐确认收入,2012年10月“乐居雅花园”项目二期工程16万平方米共计1,465套商品房已全部封顶进入销售阶段。其首期推出的446套商品房共3.88万平方米销售顺畅,截至2013年2月末已售罄。预计二期工程逐渐确认收入。另外,粘胶短纤行业2012年销量快速增长,今年情况同比有所好转,但粘胶行情主要看下游需求情况,我们对下游需求持谨慎乐观态度。我们上调公司目标价至4.88元,维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 2012年公司综合毛利率同比提高的原因是:房地产毛利率提高和粘胶长丝毛利率提高,2012年房地产业务毛利率为38.73%,同比提高6.61个百分点,房地产毛利率提高主要由于商品房售价上涨;2012年粘胶长丝毛利率为20.56%,同比提高11.66个百分点,粘胶长丝毛利率提高主要由于原材料价格降幅较大。
- 4季度公司实现营业收入6.77亿元,环比增加145%;综合毛利率为26.65%,环比提高9.94个百分点;归属于母公司净利润3,294万元,净利率7.86%,环比提高3.32个百分点。4季度公司营业收入大幅增加主要是地产业务确认收入所致,4季度公司综合毛利率提高主要是因为地产业务毛利率高于粘胶等其他业务。

### 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2013-2015年的每股收益分别为0.24、0.26和0.33元,基于2013年20倍的市盈率水平,目标价从4.20元上调为4.88元,维持持有评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10	(10)	(6)	(16)
相对新华富时A50指数	15	(6)	(1)	(15)

发行股数(百万)	307
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	1,563
3个月日均交易额(人民币 百万)	22
净负债比率(%) (2013E)	13.4
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2013年4月17日收市价为标准

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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	1,501	1,519	1,803	2,073	2,351
变动(%)	50	1	19	15	13
净利润(人民币 百万)	15	14	75	81	101
全面摊薄每股收益(人民币)	0.050	0.046	0.244	0.262	0.329
变动(%)	(85.2)	(8.0)	431.1	7.5	25.6
市场预期每股收益(人民币)			0.074	0.314	0.374
核心每股收益(人民币)	0.050	0.046	0.244	0.262	0.329
变动(%)	(85.2)	(8.0)	431.1	7.5	25.6
全面摊薄市盈率(倍)	101.9	110.8	20.9	19.4	15.4
核心市盈率(倍)	101.9	110.8	20.9	19.4	15.4
每股现金流量(人民币)	3.08	0.20	0.32	1.03	1.18
价格/每股现金流量(倍)	1.7	25.6	16.1	4.9	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	7.4	5.6	4.6	3.6
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0

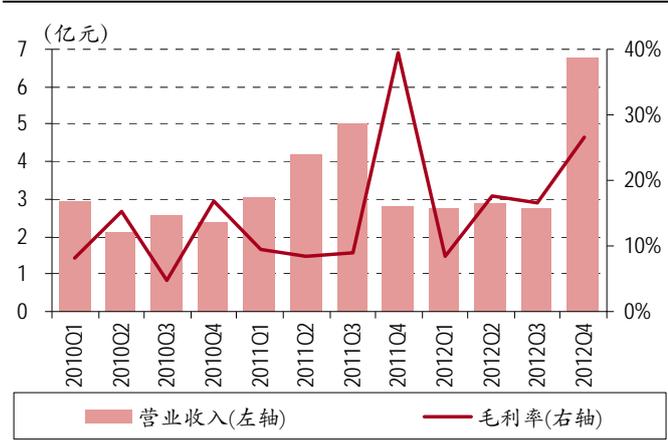
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 2012 年经营情况分析

2012 年公司实现营业收入 15.19 亿元, 同比增加 1.20%, 归属母公司净利润 1,411 万元, 同比减少 8.04%; 实现每股收益为 0.05 元。2012 年公司综合毛利率为 19.83%, 同比提高 5.19 个百分点; 2012 年公司净利率为 2.36%, 同比提高 0.02 个百分点。2012 年公司综合毛利率同比提高的原因是: 房地产毛利率提高和粘胶长丝毛利率提高, 2012 年房地产业务毛利率为 38.73%, 同比提高 6.61 个百分点, 房地产毛利率提高主要由于商品房售价上涨; 2012 年粘胶长丝毛利率为 20.56%, 同比提高 11.66 个百分点, 粘胶长丝毛利率提高主要由于原材料价格降幅较大。

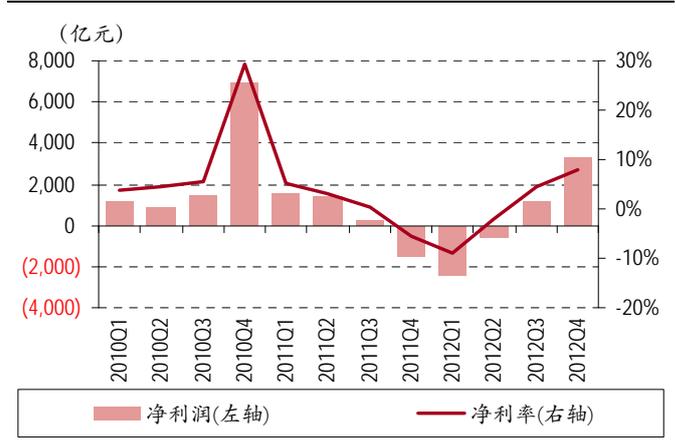
4 季度公司实现营业收入 6.77 亿元, 环比增加 145%; 综合毛利率为 26.65%, 环比提高 9.94 个百分点; 归属于母公司净利润 3,294 万元, 净利率 7.86%, 环比提高 3.32 个百分点。4 季度公司营业收入大幅增加主要是地产业务确认收入所致, 4 季度公司综合毛利率提高主要是因为地产业务毛利率高于粘胶等其他业务。

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

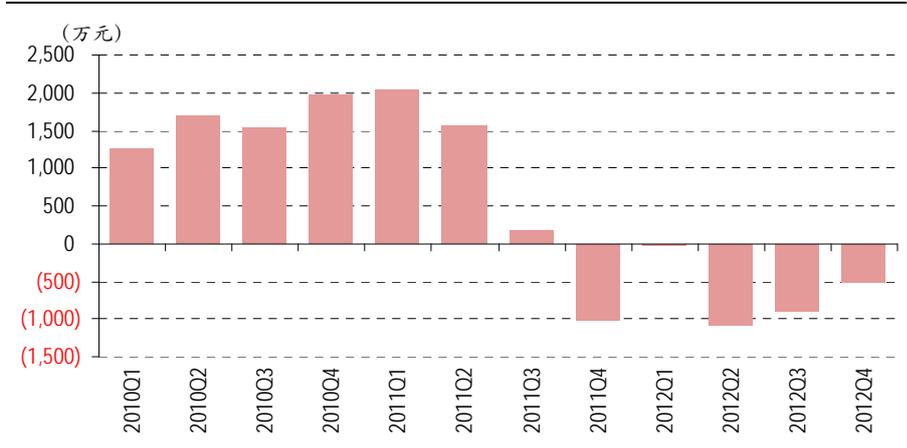
图表 2. 分季度净利润、净利率情况



资料来源: 公司资料及中银国际研究

**4 季度兰精 (南京) 投资收益延续亏损。**2012 年 4 季度投资收益为 -520 万元, 延续从 2011 年 4 季度以来的亏损, 这主要是由于粘胶行业 2011 年 4 季度以来普遍盈利较差所致。

图表 3. 分季度投资收益情况

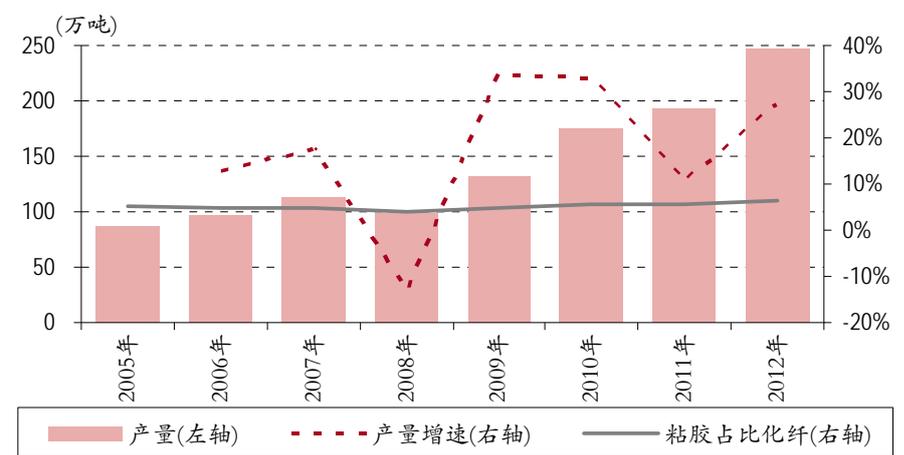


资料来源: 公司资料及中银国际研究

### 粘胶短纤需求旺盛，但浆粕反倾销调查将增加成本压力

2012年我国粘胶短纤产量为246.75万吨，同比增长27.19%。我国粘胶短纤产量增速超过化纤增速及棉花增速，主要是由于国内棉花价格受收储保护而逐渐高于外棉价格，粘胶作为棉花的替代品，在棉价高企的时候取代了一定的棉花市场，从而使得粘胶短纤在2012年的弱势之年产量增速达到27%。

图表 4. 我国粘胶产量及增速情况



资料来源：中银国际研究

2013年我国粘胶短纤新增产能为63万吨，产能同比增速为21%，其中包括：三友化工16万吨，赛得利20万吨，江苏祥盛10万吨，山东银鹰5万吨，雅美12万吨。2012年粘胶短纤产量增加，粘胶价格较低占其中占了很大原因，2013年以来粘胶价格不断上涨将给粘胶产量增速带来一定压力。

2013年2月6日，商务部发布2013年第10号公告，决定即日起对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕进行反倾销立案调查，提出反倾销申请的公司中包括宜宾长毅浆粕有限责任公司、延边石岘白麓纸业股份有限公司、福建省青山纸业股份有限公司、福建省南纸股份有限公司、河北华林纺织原料有限公司、玉门华宇棉业有限公司、贵州赤天化纸业股份有限公司。

浆粕作为粘胶的原材料，如果反倾销能够实施，这将使得粘胶成本提高。粘胶上市公司的浆粕产能大部分是棉浆产能，棉浆的前端为二道绒，二道绒分散性较强，企业对于二道绒控制能力较弱，所以即使粘胶企业拥有棉浆产能也难以控制原材料。我们认为浆粕价格提高将吞噬掉一些粘胶短纤价格上涨带来的收益，这将使得粘胶的利润空间受到压缩。

### 地产业务逐渐确认收入

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”项目主要服务于刚性需求和改善型需求，其一期项目可售面积10.62万平方米商品房共1,071套，截至2012年底已售出1,048套，尚余23套待售。已售出的1,048套商品房2012年度实际交付465套，建筑面积为4.59万平方米，确认销售收入40,529万元，实现利润9,743万元，净利润7,301万元。2012年10月“乐居雅花园”项目二期工程16万平方米共计1,465套商品房已全部封顶进入销售阶段。其首期推出的446套商品房共3.88万平方米销售顺畅，截至2013年2月末已售罄。预计二期工程逐渐确认收入。

## 公司估值

我们预计 2013-2015 年公司每股收益分别为 0.24 元、0.26 元、0.33 元，按照 4 月 17 日收盘价 5.09 元/股计算，2013-2015 年对应的动态市盈率分别为 20.9 倍、19.4 倍和 15.4 倍。基于 2013 年 20 倍市盈率，我们将公司目标价从 4.20 元上调为 4.88 元，维持**持有**评级。

图表 5. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动(%)
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,501.3</b>	<b>1,519.2</b>	<b>1.2</b>
营业收入	1,501.3	1,519.2	1.2
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,472.8</b>	<b>1,433.8</b>	<b>(2.6)</b>
营业成本	1,281.4	1,217.9	(5.0)
营业税金及附加	40.2	58.6	45.6
销售费用	6.9	8.2	18.8
管理费用	86.0	80.3	(6.7)
财务费用	54.0	71.4	32.2
资产减值损失	4.2	(2.5)	(160.7)
<b>三、其他经营收益</b>			
公允价值变动净收益	(1.0)	(0.1)	(94.7)
投资净收益	27.6	(25.4)	(192.1)
汇兑净收益	0.0	0.0	
<b>四、营业利润</b>	<b>55.1</b>	<b>60.0</b>	<b>8.8</b>
加：营业外收入	5.6	3.3	(41.6)
减：营业外支出	3.0	2.0	(32.3)
<b>五、利润总额</b>	<b>57.8</b>	<b>61.2</b>	<b>6.0</b>
减：所得税	22.6	25.3	12.1
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	
<b>六、净利润</b>	<b>35.2</b>	<b>35.9</b>	<b>2.0</b>
减：少数股东损益	19.8	21.8	9.8
归属于母公司所有者的净利润	15.3	14.1	(8.0)
<b>七、每股收益：</b>			
(一) 基本每股收益(元)	0.05	0.05	(8.0)
(二) 稀释每股收益(元)	0.05	0.05	(8.0)
<b>主要指标(%)</b>			
营业利润率	14.6	19.8	
息税前利润率	3.7	3.9	
净利润率	1.0	0.9	

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	1,501	1,519	1,803	2,073	2,351
销售成本	(1,281)	(1,218)	(1,471)	(1,710)	(1,954)
经营费用	(42)	(58)	(41)	(68)	(87)
息税折旧前利润	178	243	292	295	310
折旧及摊销	(92)	(89)	(99)	(107)	(113)
经营利润(息税前利润)	87	154	193	188	197
净利息收入/(费用)	(54)	(71)	(33)	(24)	(13)
其他收益/(损失)	26	(22)	5	12	12
税前利润	59	61	165	175	196
所得税	(23)	(25)	(40)	(41)	(28)
少数股东权益	(21)	(22)	(50)	(54)	(67)
净利润	15	14	75	81	101
核心净利润	15	14	75	81	101
每股收益(人民币)	0.050	0.046	0.244	0.262	0.329
核心每股收益(人民币)	0.050	0.046	0.244	0.262	0.329
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	50	1	19	15	13
息税前利润增长(%)	179	78	25	(2)	5
息税折旧前利润增长(%)	55	36	20	1	5
每股收益增长(%)	(85)	(8)	431	7	26
核心每股收益增长(%)	(85)	(8)	431	7	26

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	59	61	165	175	196
折旧与摊销	92	89	99	107	113
净利息费用	54	71	33	24	13
运营资本变动	(42)	(212)	(266)	(218)	(249)
税金	54	71	33	24	13
其他经营现金流	729	(19)	33	205	274
经营活动产生的现金流	946	61	97	317	361
购买固定资产净值	(214)	(16)	(30)	(30)	(30)
投资减少/增加	(14)	(10)	0	0	0
其他投资现金流	(3)	10	0	0	0
投资活动产生的现金流	(231)	(16)	(30)	(30)	(30)
净增权益	30	35	0	0	0
净增债务	(695)	30	0	0	0
支付股息	(97)	(70)	0	0	0
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(762)	(6)	0	0	0
现金变动	(47)	39	67	287	331
期初现金	66	17	91	158	445
公司自由现金流	715	45	67	287	331
权益自由现金流	20	75	67	287	331

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	34	94	158	445	776
应收帐款	213	247	308	330	376
库存	1,595	1,454	1,618	1,881	2,149
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,842	1,795	2,083	2,656	3,301
固定资产	1,114	1,218	1,219	1,212	1,212
无形资产	34	33	36	35	34
其他长期资产	560	506	523	439	364
长期资产总计	1,707	1,757	1,777	1,686	1,610
总资产	3,549	3,552	3,861	4,341	4,911
应付帐款	254	460	574	548	624
短期债务	445	370	270	170	170
其他流动负债	1,745	1,606	1,756	2,206	2,503
流动负债总计	2,445	2,436	2,600	2,924	3,297
长期借款	110	50	50	50	50
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	307	307	307	307	307
储备	593	607	732	866	1,035
股东权益	900	914	1,039	1,173	1,342
少数股东权益	95	151	171	194	221
总负债及权益	3,549	3,552	3,861	4,341	4,911
每股帐面价值(人民币)	2.93	2.98	3.38	3.82	4.37
每股有形资产(人民币)	2.82	2.87	3.27	3.71	4.26
每股净负债/(现金)(人民币)	1.71	1.07	0.53	(0.73)	(1.81)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.9	16.0	16.2	14.2	13.2
息税前利润率(%)	5.8	10.2	10.7	9.1	8.4
税前利润率(%)	3.9	4.0	9.1	8.4	8.3
净利率(%)	1.0	0.9	4.2	3.9	4.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率(倍)	1.6	2.2	6.3	11.3	n.a.
净权益负债率(%)	52.7	30.9	13.4	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	101.9	110.8	20.9	19.4	15.4
核心业务市盈率(倍)	101.9	110.8	20.9	19.4	15.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	103.5	112.5	21.2	19.7	15.7
市净率(倍)	1.7	1.7	1.5	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	1.7	25.6	16.1	4.9	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	7.4	5.6	4.6	3.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	465.6	456.9	381.2	373.4	376.4
应收帐款周转天数	53.2	55.3	56.2	56.1	54.7
应付帐款周转天数	93.3	85.8	104.6	98.8	91.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	100.1	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	1.7	1.6	7.7	7.3	8.0
资产收益率(%)	1.5	2.5	3.9	3.5	3.7
已运用资本收益率(%)	8.5	13.4	14.6	12.2	11.0

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；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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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