

2015年9月24日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

11.00

#### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2015/9/23)	7.83
深证成指(2015/9/23)	10132.30
股价 12 个月高/低	18.02/6.46
总发行股数(百万)	694.88
A 股数(百万)	537.55
A 市值(亿元)	42.09
主要股东	澳洋集团有限公司(51.83%)
每股净值(元)	2.01
股价/账面净值	3.90
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-9.2 -23.5 19.0

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

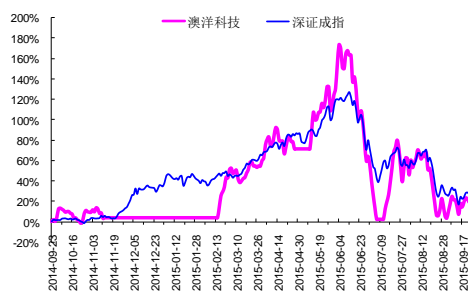
#### 产品组合

粘胶短纤	98.9%
电	1.1%

#### 机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	45.6%
------	-------

#### 股价相对大盘走势



## 澳洋科技(002172.SZ)

Buy 买入

粘胶短纤供需格局改善，行业景气度有望持续提升

#### 结论与建议：

- **公司概况：**公司的控股股东是澳洋集团有限公司，实际控制人为公司董事长沈学如。公司主营产品为粘胶短纤，拥有产能 30 万吨/年，江苏 16.5 万吨，新疆 13.5 万吨。2014 年公司粘胶短纤销售收入为 28.6 亿元，贡献毛利 2.1 亿元。
- **粘胶短纤性能优良，消费增长迅速：**粘胶短纤具有抗褶皱、可染色、可再生等一系列特性，因此它可以与棉花、涤纶等混纺。由于粘胶短纤性能优良，加上国内居民生活水平的提高对于纺织服装的需求增加，其表观消费量从 2008 年 111 万吨增加到 2014 年的 325 万吨，年均复合增速约 20%。
- **行业低迷近四年：**2009-2010 年，粘胶短纤价格走出一波疯涨行情，行业高景气导致企业大幅扩产，我国粘胶短纤产能从 2009 年的不到 200 万吨扩增到目前的 360 万吨以上。受 2011-2014 年新增产能集中释放的影响，粘胶短纤行业供需矛盾突出，价格也持续走低。
- **供需格局有望持续改善，行业景气度持续提升可期：**2015 年 3 月份以来，由于供需改善，粘胶短纤价格开始一路走高，目前已经达到 14300 元/吨，较年初上涨了 27%。展望未来，我们认为新增产能增放缓、需求增长较为稳定、环保约束加强的影响下，粘胶短纤行业供需格局有望持续改善，行业景气度回暖态势有望延续。由于公司粘胶短纤产能 30 万吨，成本不变的情况下提价 1000 元/吨，理论影响 EPS0.43 元，业绩弹性大。
- **收购澳洋健投，涉足医疗健康领域：**2015 年 7 月，公司完成以 5.41 元/股发行 1.2 亿股购买澳洋健投 100%的股权，交易对价为 6.50 亿元，同时，以 13.65 元/股非公开发行 0.15 亿股募集配套资金 2.1 亿元，用于补充标的公司流动资金。澳洋健投是一家医疗健康服务公司，主营医疗服务和医药流通，2015 年、2016 年、2017 年的承诺扣非后归母净利润分别为不低于 5000、6000 和 7200 万元。
- **盈利预测：**我们预计公司 2015/2016 实现净利润分别为 1.3 和 3.9 亿元，折合 EPS 分别为 0.18 元，0.57 元，目前股价对应的 PE 分别为 43 倍和 14 倍。因此，鉴于粘胶短纤行业景气度提升，公司业绩弹性较大，我们给予公司“买入”的投资评级。

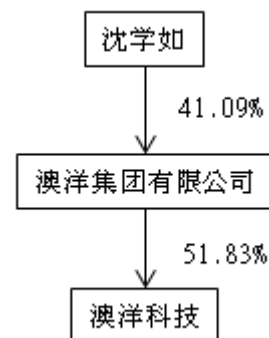
..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	35.65	20.91	-104.27	127.95	393.36
同比增减	%	-	-41%	-	-	207%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.05	0.03	-0.15	0.18	0.57
同比增减	%	-	-41%	-	-	207%
市盈率(P/E)	X	152.62	260.16	-52.18	42.52	13.83
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0
股息率 (Yield)	%	0	0	0	0	0

## 公司概况

公司于 2007 年 9 月上市，属化学纤维制造行业企业，主营业务为粘胶短纤的生产销售。公司的控股股东是澳洋集团有限公司，实际控制人为公司董事长沈学如。

图：公司股权结构示意图

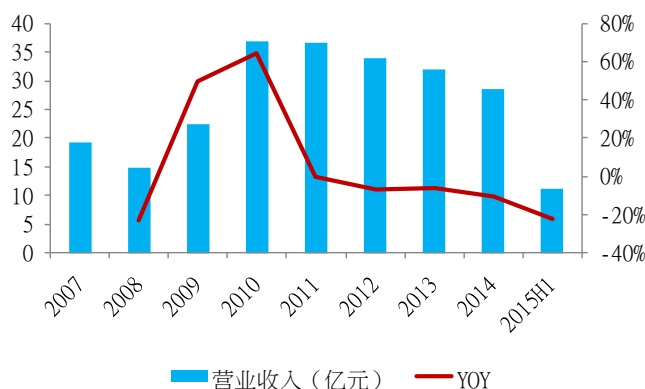


资料来源：公司公告、群益证券整理

## 公司主营粘胶短纤

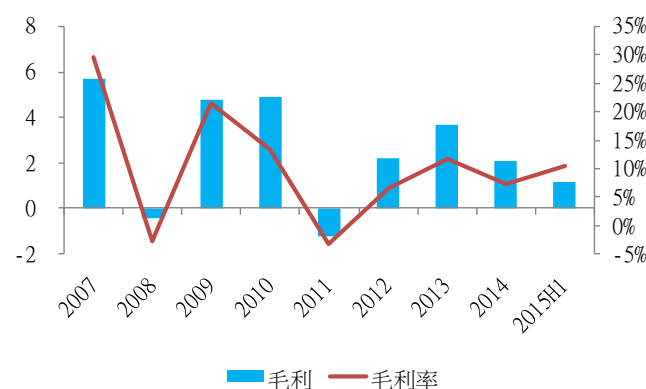
公司主营产品为粘胶短纤，拥有产能 30 万吨/年，江苏基地 16.5 万吨，新疆基地 13.5 万吨（2015 年 4 月起停产检修，技改中）。2014 年公司粘胶销售收入为 28.6 亿元，贡献毛利 2.1 亿元。

图：公司粘胶短纤收入变化



资料来源：公司公告，群益证券整理

图：公司粘胶短纤毛利和毛利率变化



资料来源：公司公告，群益证券整理

## 粘胶短纤性能优于棉花

粘胶短纤是以天然棉纤维或天然木纤维为原料制成的再生纤维，是化学纤维中唯一与棉纤维性能相近似的纺织原料。粘胶短纤不但拥有类似天然棉纤维的属性，而且部分属性还超过棉纤维：在光泽、色谱、功能及所需的纤度等方面超过了棉纤维，吸湿、透气、悬垂性及染色特性强于棉纤维。同时，它还具有石油化工合成纤维

维所没有的优点，即手感柔软、无静电、吸湿透气、能自然降解、不会给大自然带来二次污染等。

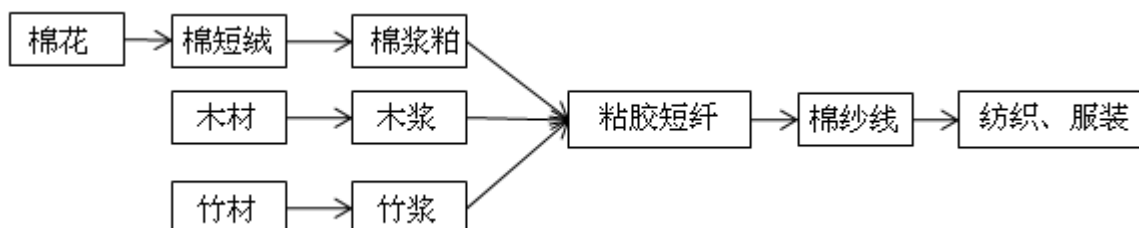
表：粘胶短纤特性与其他纺织原料比较

主要特性	粘胶短纤	棉花	涤纶	羊毛
吸水性	√	√		√
可生物降解	√	√		√
透气	√	√		√
有光泽	√	√	√	
抗褶皱	√			√
可染色	√		√	
可再生	√	√		√
柔软	√	√	√	√
纯净	√		√	

资料来源：公司公告，群益证券

由于粘胶短纤具有抗褶皱、可染色、可再生等一系列特性，因此它可以与棉花、涤纶等混纺。其最主要用途为纺制棉纱线，最终用于服装、装饰品、床上用品，经特殊加工还可用于工业产品的原材料，如碳纤维等。

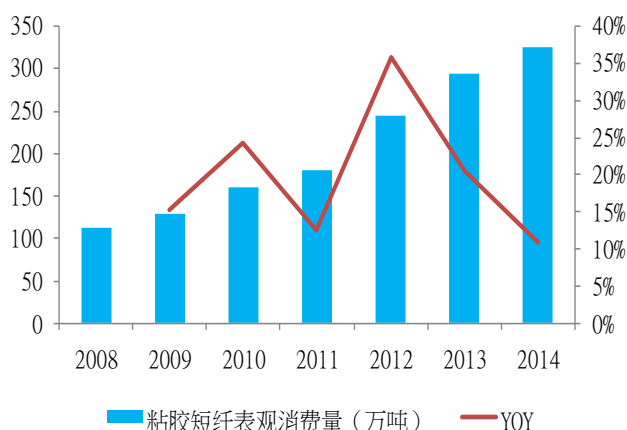
图：粘胶短纤产业链示意图



资料来源：群益证券整理

由于粘胶短纤性能优良，加上国内居民生活水平的提高对于纺织服装的需求增加，其表观消费量从2008年111万吨增加到2014年的325万吨，年均复合增速约20%。

图：粘胶短纤表观消费量变化

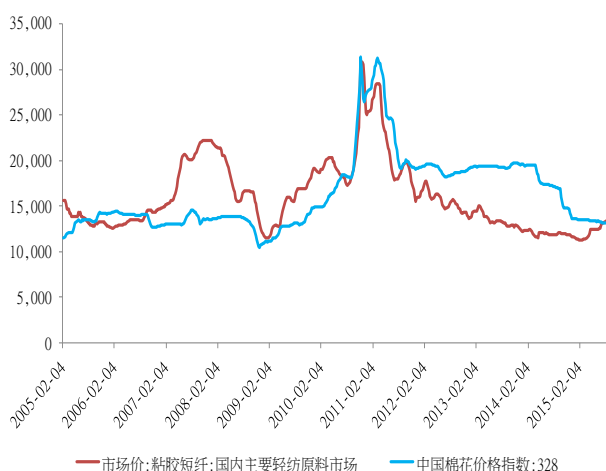


资料来源：群益证券整理

### 粘胶短纤行业供需格局有望持续改善，景气度持续回升可期

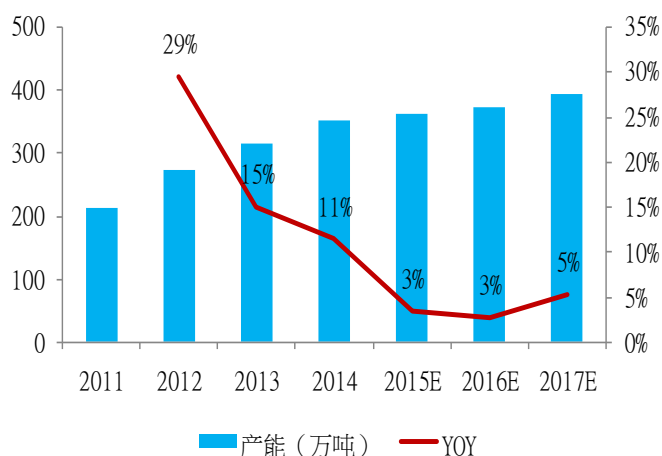
由于粘胶短纤可以替代棉花，因此其价格与棉花具有一定的相关性。2009-2010年，棉花价格大幅上涨期间带动粘胶短纤价格也走出一波疯涨行情，其价格从最低时的1万元/吨左右涨到最高时的3万元/吨左右，翻了2倍。行业的高景气刺激了相关企业的投资冲动，很多企业纷纷扩产新增产能，导致我国粘胶短纤产能从2009年的不到200万吨扩增大到现在的360万吨以上，几乎翻了一番。受2011-2014年新增产能集中释放的影响，粘胶短纤行业供需矛盾突出，价格也持续走低。

图：粘胶短纤与棉花价格走势



资料来源：wind, 群益证券整理

图：粘胶短产能统计及预测



资料来源：群益证券整理

但是，2015年3月份以来，由于新增产能增速放缓，供需格局改善，粘胶短纤价格开始一路走高，目前最新价格已经达到14300元/吨，较年初上涨了27%。

展望未来，我们认为粘胶短纤行业景气复苏有望持续，主要是由于：

**(1) 需求有望持续增长：**由于粘胶短纤的本身特性优良，其在混纺中的占比不断提高，替代效应显著。2008年粘胶短纤在与涤纶、棉花的混纺中占比仅为7.07%，2014年达到17.85%，假设15、16年粘胶短纤的混纺占比稳定提高，那么2016年其表观需求量将达到370万吨，较2014年增长接近14%。

表：粘胶短纤在纺织原料中的占比变化及预测

表观消费量（万吨）	涤纶短纤	粘胶短纤	棉花	涤纶占比	粘胶短纤占比	棉花占比
2008	663	111	800	42.10%	7.07%	50.82%
2009	731	128	901	41.52%	7.29%	51.18%
2010	757	159	889	41.96%	8.80%	49.24%
2011	804	179	839	44.13%	9.83%	46.05%
2012	848	243	742	46.26%	13.26%	40.48%
2013	889	293	627	49.14%	16.20%	34.66%
2014	854	325	642	46.90%	17.85%	35.26%
2015E	860	345	650	46.36%	18.60%	35.04%
2016E	880	370	655	46.19%	19.42%	34.38%

资料来源: wind, 群益证券整理

**(2) 新增产能增速放缓:** 截止 2015 年上半年, 国内粘胶短纤总产能约 360 万吨, 上半年新增 12 万吨产能, 考虑到停产检修, 实际有效产能在 340 万吨左右。2015 年下半年国内几无新增粘胶短纤产能, 2016 年预计新增产能在 10 万吨左右, 尚且不确定性较大。因此, 综合来看, 15、16 年行业新增产能增速大约在 3%左右, 大幅低于需求增速。

**(3) 环保约束加强:** 传统的粘胶短纤生产过程中会产生的污染物主要包括废水和废气。粘胶纤维采用浆粕与  $CS_2$  反应生成能溶于碱溶液的纤维素衍生物——纤维素黄原酸酯,  $CS_2$  用量约占产品总量的 30-35%, 因此, 伴随着粘胶纤维的生产过程会释放大量的有毒、有害气体  $CS_2$  和  $H_2S$ 。粘胶纤维的生产废水主要包括酸性和碱性废水两大类, 排放总量约为短纤维 100 立方米/吨, 长纤维 300 立方米/吨, 废水排入江河, 对水体和土壤也会造成一定的污染。由于近年来环保核查的趋严, 部分企业陆续被停产、限产, 对供给形成一定的压制。展望未来, 我们认为环保检查保持高压将是新常态, 因此, 部分环保不达标的企业将持续面临停产、限产甚至被淘汰的可能。

综上, 我们认为在新增产能增速大幅放缓、需求增长较为稳定、环保约束加强的影响下, 粘胶短纤行业供需格局有望持续改善, 行业景气度回暖态势有望持续。

### 收购澳洋建投, 涉足医疗健康服务

2015 年 7 月, 公司以 5.41 元/股发行 1.2 亿股购买澳洋集团、朱宝元、朱永法、李建飞、王仙友、徐祥芬、李金龙、宋丽娟、许建平、王馨乐 10 位股东持有的澳洋健投 100%的股权, 交易对价为 6.50 亿元, 同时, 以 13.65 元/股向申万菱信、金城融创、财通基金、东海基金、创金合信和澳洋集团非公开发行 0.15 亿股募集配套资金 2.1 亿元, 用于补充标的公司流动资金。

澳洋健投是一家医疗健康服务公司, 主营医疗服务和医药流通。在医疗服务领域, 澳洋健投构建了以澳洋医院为总院, 杨舍、三兴、顺康等医院为分支, 核心优

势突出、辐射功能较强，立足基本医疗、兼具专科特色的医疗服务体系；在医药流通领域，澳洋健投形成了一个覆盖华东、面向全国的大型现代化医药配送网络。目前，澳洋医药已成为华东地区规模最大的单体民营医药物流企业之一。

根据国家卫生和计划生育委员会的初步核算，2013 年全国卫生总费用预计达 3.17 万亿元，同比 9.50%，卫生总费用占 GDP 的比重达到 5.57%。由于我国医疗健康产业供需矛盾较为突出，再加上国家政策的大力扶持，预计未来仍将以较快速发展，前景十分广阔。

2013 年、2014 年，澳洋健投分别实现营业收入 15.1 亿元和 17.5 亿元，实现归属于母公司净利润 2453 万元和 3234 万元。按照 2014 年净利润计算，公司收购澳洋健投的静态 PE 估值为 20 倍，相较同类可比公司估值偏低。

根据此前文件披露，公司承诺澳洋健投 2015 年、2016 年、2017 年（即利润补偿期间）经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 5000、6000 和 7200 万元。

### 盈利预测

根据以上分析，我们假设：

- （1）粘胶短纤在供需改善背景下，价格和毛利率稳定提升；
- （2）新疆基地 13.5 万吨产能 2016 年初复产；
- （3）澳洋健投达到承诺的利润；

那么对公司的营收和利润预测如下：

表：公司营收及毛利预测

		2013	2014	2015E	2016E
粘胶短纤					
产能	万吨	30	30	30	30
产量	万吨	28.6	27.3	18	27
销量	万吨	27.9	28.3	17	28
销售均价	万元/吨	11419	10106	12882	13500
销售收入	百万元	3186	2860	2190	3780
毛利率		11.51%	7.29%	13%	15%
销售毛利		367	208	285	567
澳洋健投					
营业收入	百万元	1510	1745	1919	2073
营业利润	百万元	34	39	62	87
毛利率		10.79%	11.22%	10.47%	11.29%

资料来源：公司公告，群益证券预测

由于粘胶短纤价格上涨和完成对澳洋健投的收购，公司预计 2015 年 1-9 月实现净利润 0.65~0.85 亿元，折合 EPS0.09~0.12 元。据此推算，公司 Q3 实现净利润 0.41~0.61 亿元，折合 EPS0.06~0.09 元。

鉴于粘胶短纤行业供需格局好转，我们预计公司 2015/2016 实现净利润分别为 1.3 和 3.9 亿元，折合 EPS 分别为 0.18 元，0.57 元，目前股价对应的 PE 分别为 43 倍和 14 倍。由于公司粘胶短纤产能 30 万吨，成本不变的情况下提价 1000

元/吨，理论影响 EPS0.43 元，业绩弹性大。因此，鉴于粘胶短纤行业景气度提升，公司业绩弹性较大，我们给予公司“买入”的投资评级。

**风险提示：**

- 1、新疆基地复产进度不及预期；
- 2、经济持续下行，下游需求超预期下滑。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )



附一：合并损益表

人民币百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	3552	3277	2931	4177	5970
经营成本	3307	2894	2717	3613	5015
营业税金及附加	14	6	7	8	12
销售费用	127	149	140	95	119
管理费用	105	95	103	245	298
财务费用	127	86	72	95	119
投资收益	-11	86	0	0	0
营业利润	-83	36	-139	91	376
利润总额	42	22	-132	126	426
所得税	0	0	0	13	43
少数股东损益	6	2	-27	-15	-10
归属于母公司股东权益	36	21	-104	128	393

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	260	275	222	483	530
应收账款	328	359	133	130	150
存货净额	539	785	581	500	550
流动资产合计	1086	1125	682	1200	1350
固定资产	1621	1526	1508	2100	2150
在建工程	68	101	101	100	100
非流动资产合计	1862	1731	1709	2600	2680
资产总计	2948	2856	2392	3800	4030
流动负债合计	2114	1977	1661	2700	2700
非流动负债合计	0	0	0	150	150
负债合计	2163	2021	1713	2850	2850
少数股东权益	196	197	162	380	354
股东权益合计	590	638	518	950	1180
负债和股东权益总计	2948	2856	2392	3800	4030

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动所得现金净额	544	239	495	230	450
投资活动所用现金净额	-28	-96	-182	-50	-350
融资活动所得现金净额	-493	-150	-324	81	147
现金及现金等价物净增加额	23	-7	-11	261	47

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。