

南京化纤 (600889)

证券研究报告

2017年04月23日

粘胶涨价，业绩大幅增长

业绩大幅增长，符合预期

公司4月22日发布2017年一季度报，实现营收3.73亿，同比增长4.46%，实现净利润0.21亿，同比增长213%；EPS0.07元。基本符合我们预期。

粘胶短纤涨价带来业绩大幅增长

2017年1季度增长主要是由于粘胶纤维大幅涨价。2017年粘胶纤维淡季提价，从1.53万元涨至最高1.74万元，均价1.7万元/吨，同比上涨30%。3月份产品价格回落，公司控制销售节奏，库存环比增加超过1亿元，导致收入增幅明显低于价格涨幅。粘胶与溶解浆价差从去年同期200元大幅扩大至2000元以上，1Q毛利率17%，同比增加3.7PCT。

公司加强内部挖潜，管理费用减少4百万，费用率降低1.45PCT。销售费用率保持平稳。销售改善，应收账款大幅降低，周转率由同期7.55提升至10.79，存货小幅降低，周转率从1.41提升至1.64。

供需格局好，粘胶短纤有望继续上涨

3月下旬受大宗商品跌价影响，粘胶短纤价格从1.7万元回调至目前1.56万元/吨。行业目前开工率92%，库存9天内，供给依然偏紧。下游库存消化完毕，近期已经陆续进场采购，短纤价格企稳小幅回升。我们认为2季度粘胶短纤价格仍将继续上涨，公司2Q业绩同比环比有望大幅增长。

公司启动16万吨差异化粘胶短纤建设项目，预计18年投产。新装置建成后，公司产能规模大幅增长，盈利能力和产品档次有望大幅提升，将充分受益于本轮粘胶行业复苏。

国企改革持续推进

大股东南京新工集团旗下其它上市公司均已启动国企改革，公司国企改革有望加速。上市多年首次启动定增扩产，标志着公司进入新的发展阶段。夯实主业同时，公司将坚定战略转型，发展第二主业，并力争2020年新主业占比达到50%。我们认为，公司未来外延并购或资产注入值得期待。

维持“买入”评级

纺织需求低于预期，下调17-19年EPS盈利预测至0.87/1.11/1.40，降低7.4%/14.6%/10.3%，对应PE12.7/10.0/8.0倍。粘胶短纤行业供给持续偏紧，新增产能有限，涨价有望持续。粘胶短纤每涨价1000元/吨，公司EPS增厚0.32元；大股东新工集团旗下公司陆续启动国企改革，公司国企改革进程将会加速；出售地产业务后，公司仍将大力发展第二产业，未来外延并购或资产注入预期强烈。维持买入评级。

风险提示：粘胶短纤价格下跌；国企改革进度低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,518.47	1,664.83	2,060.72	2,839.67	3,769.27
增长率(%)	(14.30)	9.64	23.78	37.80	32.74
EBITDA(百万元)	658.66	228.71	451.77	571.57	699.10
净利润(百万元)	457.51	90.83	267.71	339.32	429.39
增长率(%)	8,271.56	(80.15)	194.73	26.75	26.54
EPS(元/股)	1.49	0.30	0.87	1.11	1.40
市盈率(P/E)	7.46	37.56	12.74	10.05	7.95
市净率(P/B)	2.44	2.31	1.96	1.64	1.36
市销率(P/S)	2.25	2.05	1.66	1.20	0.91
EV/EBITDA	7.33	16.90	7.80	5.91	3.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学纤维
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	11.11元
目标价格	17.4元
上次目标价	18.8元

基本数据

A股总股本(百万股)	307.07
流通A股股本(百万股)	307.07
A股总市值(百万元)	3,411.54
流通A股市值(百万元)	3,411.54
每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	32.12
一年内最高/最低(元)	14.80/9.85

作者

冶小梅	分析师
SAC执业证书编号: S1110516100001	
yexiaomei@tfzq.com	
吴頔	联系人
wudi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《南京化纤-年报点评报告：——行业反转，业绩持续快速增长》2017-03-02
- 《南京化纤-首次覆盖报告：粘胶反转弹性大，国企改革动力足》2017-01-17

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	81.41	163.37	82.43	113.59	655.64
应收账款	62.88	41.38	61.65	80.33	108.13
预付账款	8.95	6.23	11.53	13.17	19.84
存货	222.33	131.99	134.44	236.01	259.13
其他	270.04	385.69	246.00	190.64	173.46
流动资产合计	645.61	728.66	536.05	633.74	1,216.22
长期股权投资	158.19	180.26	180.26	180.26	180.26
固定资产	1,282.94	1,220.03	1,606.52	1,933.97	2,055.66
在建工程	28.47	44.88	472.44	436.22	243.11
无形资产	30.54	29.76	28.99	28.22	27.45
其他	25.29	24.82	21.12	18.38	17.90
非流动资产合计	1,525.43	1,499.76	2,309.33	2,597.05	2,524.37
资产总计	2,171.04	2,228.42	2,845.38	3,230.78	3,740.59
短期借款	50.00	0.00	162.99	82.72	0.00
应付账款	483.55	469.51	635.45	755.35	929.32
其他	42.04	82.39	64.07	108.19	94.88
流动负债合计	575.59	551.90	862.51	946.26	1,024.20
长期借款	0.00	0.00	38.74	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	188.39	186.76	189.04	188.07	187.96
非流动负债合计	188.39	186.76	227.78	188.07	187.96
负债合计	763.99	738.66	1,090.29	1,134.33	1,212.16
少数股东权益	10.27	10.79	12.41	14.46	17.05
股本	307.07	307.07	307.07	307.07	307.07
资本公积	227.41	227.41	227.41	227.41	227.41
留存收益	1,087.81	1,167.90	1,435.61	1,774.93	2,204.32
其他	(225.50)	(223.41)	(227.41)	(227.41)	(227.41)
股东权益合计	1,407.05	1,489.75	1,755.09	2,096.45	2,528.43
负债和股东权益总	2,171.04	2,228.42	2,845.38	3,230.78	3,740.59

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	457.92	91.36	267.71	339.32	429.39
折旧摊销	125.01	127.04	88.64	110.49	122.67
财务费用	11.75	(4.07)	4.04	5.92	0.45
投资损失	(500.81)	(24.49)	(70.00)	(50.00)	(40.00)
营运资金变动	(188.57)	6.71	263.36	98.31	120.12
其它	161.97	162.96	1.62	2.05	2.59
经营活动现金流	67.28	359.50	555.36	506.09	635.23
资本支出	29.66	102.88	897.72	400.97	50.11
长期投资	1.08	22.07	0.00	0.00	0.00
其他	637.87	(59.25)	(1,727.72)	(750.97)	(60.11)
投资活动现金流	668.60	65.70	(830.00)	(350.00)	(10.00)
债权融资	50.00	0.00	201.73	82.72	0.00
股权融资	11.69	11.65	(2.57)	(0.46)	5.01
其他	(798.43)	(74.76)	(5.46)	(207.19)	(88.18)
筹资活动现金流	(736.74)	(63.11)	193.70	(124.93)	(83.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(0.86)	362.10	(80.94)	31.16	542.06

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,518.47	1,664.83	2,060.72	2,839.67	3,769.27
营业成本	1,312.77	1,432.27	1,598.60	2,222.72	2,970.88
营业税金及附加	8.42	12.57	13.39	17.04	20.73
营业费用	16.42	15.88	15.46	18.46	22.62
管理费用	126.59	124.36	140.13	170.38	218.62
财务费用	10.40	(4.10)	4.04	5.92	0.45
资产减值损失	19.06	0.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	500.81	24.49	70.00	50.00	40.00
其他	(1,001.62)	(48.97)	(140.00)	(100.00)	(80.00)
营业利润	525.63	108.16	359.10	455.16	575.97
营业外收入	1.53	2.17	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.66	6.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	517.50	103.41	359.10	455.16	575.97
所得税	59.58	12.05	89.78	113.79	143.99
净利润	457.92	91.36	269.33	341.37	431.98
少数股东损益	0.41	0.53	1.62	2.05	2.59
归属于母公司净利润	457.51	90.83	267.71	339.32	429.39
每股收益(元)	1.49	0.30	0.87	1.11	1.40

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-14.30%	9.64%	23.78%	37.80%	32.74%
营业利润	729.17%	-79.42%	232.01%	26.75%	26.54%
归属于母公司净利润	8271.56%	-80.15%	194.73%	26.75%	26.54%
获利能力					
毛利率	13.55%	13.97%	22.43%	21.73%	21.18%
净利率	30.13%	5.46%	12.99%	11.95%	11.39%
ROE	32.75%	6.14%	15.36%	16.30%	17.10%
ROIC	39.19%	6.80%	20.86%	18.64%	21.11%
偿债能力					
资产负债率	35.19%	33.15%	38.32%	35.11%	32.41%
净负债率	108.11%	42.46%	32.78%	38.45%	37.10%
流动比率	1.12	1.32	0.62	0.67	1.19
速动比率	0.74	1.08	0.47	0.42	0.93
营运能力					
应收账款周转率	19.72	31.93	40.00	40.00	40.00
存货周转率	2.45	9.40	15.47	15.33	15.22
总资产周转率	0.60	0.76	0.81	0.93	1.08
每股指标(元)					
每股收益	1.49	0.30	0.87	1.11	1.40
每股经营现金流	0.22	1.17	1.81	1.65	2.07
每股净资产	4.55	4.82	5.68	6.78	8.18
估值比率					
市盈率	7.46	37.56	12.74	10.05	7.95
市净率	2.44	2.31	1.96	1.64	1.36
EV/EBITDA	7.33	16.90	7.80	5.91	3.94
EV/EBIT	9.01	37.14	9.70	7.33	4.78

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com