

2010年8月4日

新民科技 (002127)

超细旦 FDY 景气度提升, 公司进入跨越式成长

评级: 买入 (首次)

投资要点:

■ **涤纶长丝供不应求, 行业景气度持续提高。**国内市场对差别化涤纶的需求占全部涤纶产量的 30% 以上, 预计 2013 将超过 40%。而现有的国内生产并不能满足市场对 FDY 的需求, 涤纶长丝市场呈现供不应求的现象。此外, 国内生产设备进入淘汰周期, 同时全球卷绕设备的制造能力有限, 限制涤纶长丝生产能力的快速扩张。公司在此背景下, 运用现有的资本平台大力发展超细旦 FDY, 未来业绩将快速增长。

■ **企业实现战略转型, 人均产值大幅提高。**公司正逐步由传统劳动密集型丝绸制造业转向资金、技术密集型的涤纶化纤行业。公司转型使得资本收益率、人均产值均大幅提高。细旦丝 (20D~50D) 投入产出比较传统产品结构有较大提升, 行业景气度也不断上升。此外, 丝绸、仿丝绸面料以“多品种、小批量、差别化”为生产目标, 预计毛利率将稳定维持在 17%~18%。

■ **定向增发引领公司步入快速发展期。**公司的非公开增发事项已于 7 月顺利实施, 并在 7 月 28 日发布了非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书, 募资总额 4.3 亿元扣除发行费用后全部用于年产 20 万吨差别化纤维涤纶长丝生产线建设项目一期工程。该项目建成后, 预计 2011 年公司将进入快速发展时期, 营业总收入有望翻番, 达到 25~30 亿元。

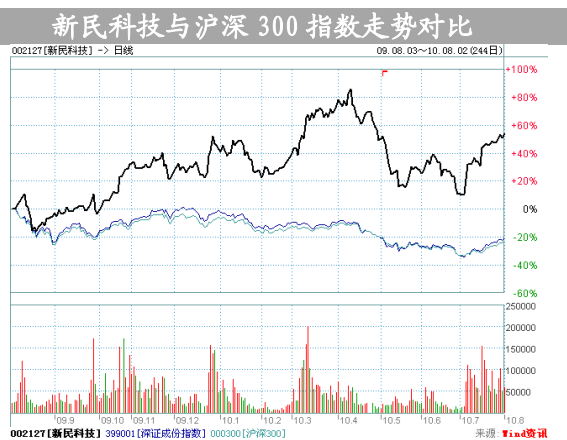
■ **差别化纤维涤纶长丝成本下降价格上升。**随着国内需求的逐步上升, 涤纶长丝的市场需求量和价格均大幅上涨。从原材料价格波动角度来看, 考虑到经济复苏减缓导致原油价格回落的影响, 预计 2011 年可控生产成本下降每吨将下降近 300 元, 对应毛利率将大幅攀升至 17% 以上。

■ **后续投资项目。**未来拟投资的年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维项目的实施, 将继续推进业绩增长。

■ **盈利预测与估值。**凭借行业景气度提升以及已经实施的 20 万吨涤纶长丝项目、未来拟投资的年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维项目的实施, 公司有望进入快速发展的黄金时期, 未来主营收入年复合增长率保持在 30% 以上。预计 2010~2012 年 EPS 为每股 0.30 元、0.65 元、0.75 元, 分别对应 28.13 倍、12.98 倍和 11.25 倍市盈率, 给予“买入”评级。

分析师	朱丹
执业证书编号	S0600209070104
联系电话	0512-62938661
邮箱	zhudan1998@hotmail.com

分析师	戴颀
联系电话	0512-62938661
邮箱	daiy@gsjq.com.cn



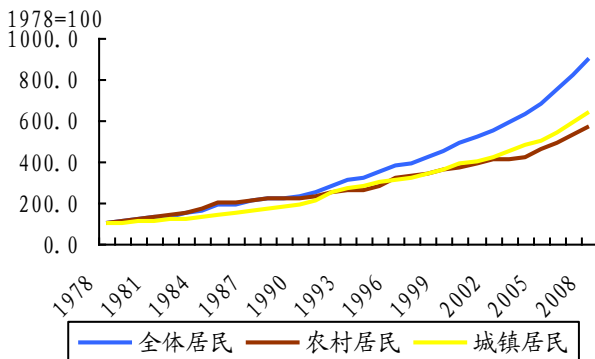
市场数据	2010年8月4日
总股本 (万股)	37204.91
流通股本 (万股)	16979.99
收盘价 (元)	8.44
六个月换手率 (%)	654.55

财务数据	2010年一季报
主营收入 (亿元)	3.57
净利润 (亿元)	0.18
摊薄每股收益 (元)	0.10
每股净资产 (元)	3.09

1. 涤纶长丝供不应求，行业景气度持续提升

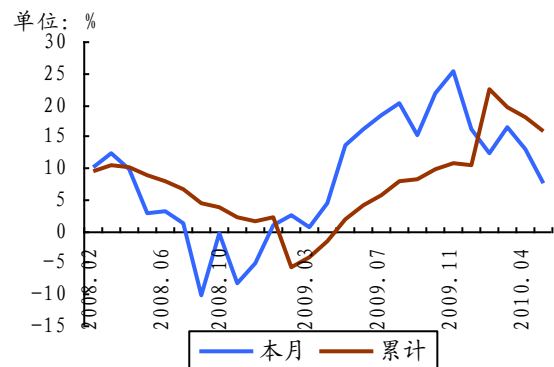
随着社会经济发展水平和居民消费能力的不断提高，国内纺织服装的消费需求愈加强烈，市场对纤维的需求量保持在年均增长 10%~20%左右，由于天然纤维产量相对稳定，化学纤维、尤其是差别化纤维因其全新的质感、手感等优良属性正逐步成为天然纤维的替代品，未来市场前景广阔、景气度将持续提升。

图 1：居民消费水平



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 2：化学纤维制造业增加值增长速度



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

在化学纤维中，锦纶、腈纶发展潜力小，氨纶作为辅料未来市场前景也不大，涤纶纤维由于具备耐热、耐磨、高弹性等性能，并且应用途径广阔，未来有望成为化纤行业发展的主力军。而涤纶长丝更是具备许多天然纤维无法比拟的优越性能，2009 年 2 月以来，市场需求激增，价格大幅上扬。仅吴江盛泽，目前拥有 6 万台喷气织机、12 万台喷水织机，每年消耗 270 万吨涤纶长丝，而现有生产能力不足 200 万吨，供需存在较大缺口。

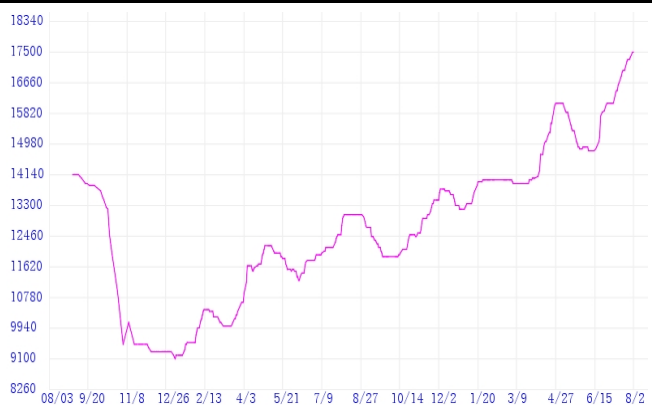
目前世界先进国家的涤纶差别化率已达到 40%以上，多孔中空、高收缩、抗起球、抗静电、阻燃、抗菌保健、防水透湿等差别化纤维在国内外市场上都相当红火，市场一度出现供不应求的现象。小批量、多品种的差别化生产已成为当今涤纶长丝发展的大趋势，并成为新的经济增长点。国内 FDY 价格受金融危机的影响自 09 年初经历低谷，后在国家经济刺激政策的影响下逐步企稳回升，一度刷新价格高点，相关化纤上市公司有望借助其价格优势实现业绩大幅增长。

图 3: 盛泽化纤产品价格指数



数据来源: 第一纺织网, 东吴证券研究所

图 4: 涤纶 FDY 价格走势 单位: 元/吨



数据来源: 中纺化纤每日快报, 东吴证券研究所

开发差别化纤维, 提高差别化纤维的比重, 有利于提高产品品质和附加值, 是化纤企业抵御市场风险的重要手段。涤纶长丝行业虽然发展势头强劲, 但也面临新产品开发不力、常规产品比重过大和产品结构失衡等问题。根据中国化纤工业协会相关统计数据显示, 我国将在 2009~2011 年淘汰近 130 万吨高能耗、低效率的常规涤纶长丝产能, 同时鼓励企业发展高性能、差别化、功能化的涤纶长丝产能, 从而提高国内涤纶长丝的差别化水平。

近年来, 我国涤纶行业的差别化率已取得较快发展, 不仅在数量上达到 36%, 在发展水平上也有了重大提升。目前, 已有几十个新产品进入了批量生产, 超细旦涤纶、高收缩涤纶、阳离子染料可染涤纶等发展迅速, 已由单一功能进入多功能复合高仿真的第三阶段。其中, 由于纤度细、抗弯刚度小, 细旦、超细旦 FDY 织物表面细洁精致、手感柔软细腻滑糯且悬垂性极好, 穿着更舒适、轻便, 日益受到公众青睐, 今年二季度以来, 该系列产品税后销售均价维持在 13500 元/吨以上。

2. 公司进入黄金发展阶段, 未来业绩有望超预期

新民科技是主营差别化纤维(65%)和丝绸、仿丝绸面料(35%)的江苏省高新技术企业。在国内纺织工业协会组织的全行业竞争力综合测评中, 公司连续五年入选“中国丝绸行业竞争力十强”。

2009 年, 公司实现营业收入 12.8 亿元, 同比下降 8.78%; 利润总额 0.78 亿元, 较 08 年大幅提高 120.78%; 净利润 0.58 亿元, 增幅达到 107.39%。报告期内, 公司盈利能力大幅提高, 一方面是由于宏观经济形势好转和石油单价的波动, 原材料聚酯切片价格虽有所上升, 但市场需求的扩大使得产品单价也大幅提高, 且上涨幅度超过原材料成本, 产品毛利率持续上扬; 另一方

面则是因为人民币对日元升值产生的汇兑收益。2010 年一季度，公司实现营业收入 3.57 亿元，较 08 年同期相比增长 38.13%；净利润 0.18 亿元，同比增长 45.92%；EPS 为 0.10 元/股。考虑到经济形势逐步回暖和产品价格的大幅上涨，2010 年营业收入有望增长 30%，达到 15~16 亿元。

2.1. 企业实现战略转型，人均产值大幅提高

近年来，公司以循环经济为导向，以提高企业竞争力为目标，以差别化、专业化为主线，通过纵向延伸产业链，做大做强纺织化纤主业，并逐步由传统劳动密集型丝绸制造业转向资金、技术密集型的化纤行业。公司转型使得资本收益率、人均产值均大幅提高。未来新民科技将致力于差别化纤维的开发和营销，与其他生产涤纶化纤丝公司的细分市场不同，其主要从事细旦、超细旦 FDY 的研发生产，并在该领域内保持同行业领先水平，是国内细旦、超细旦 FDY 的主要生产企业。目前，新民高纤和新民化纤的细旦丝（20D~50D）系列产品已成为公司重要的支柱产品，产量已占生产能力的 80%以上，投入产出比较传统产品结构有较大提升，今年以来随着行业景气度的不断上升，毛利率有望保持在 15%以上，将为公司 2010 业绩提高奠定基础。此外，丝绸、仿丝绸面料以“多品种、小批量、差别化”为生产目标，预计毛利率将稳定维持在 17%~18%。

公司的非公开增发事项已于 7 月顺利实施，并在 7 月 28 日发布了非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书，募资总额 4.3 亿元扣除发行费用后全部用于年产 20 万吨差别化纤维涤纶长丝生产线建设项目一期工程。该项目主要内容为聚酯装置和涤纶长丝装置建设，项目已于 2009 年 12 月开工，预计 2010 年 9 月主体工程将基本完成，并开始安装设备，2011 年 1 季度进入调试及试生产。项目建成后，可年产半消光涤纶全牵伸丝（FDY）118237 吨，大有光纤维级聚酯熔体 47740 吨，大有光纤维级聚酯切片 44023 吨。半消光细旦 FDY 长丝，单丝纤度 0.5~1.0dtex，适用于仿真丝产品；大有光异形 FDY，适用于高仿真/仿毛织物。使用不同异形喷丝板可生产三叶形、三角形和三异混纤丝等差别化品种，以扩大生产品种，增加企业经营实力。预计 2011 年公司将进入快速发展时期，营业收入有望翻番，达到 25~30 亿元，保守预期每股收益可达 0.65 元/股以上。

2.2. 设备供应有限，市场供不应求

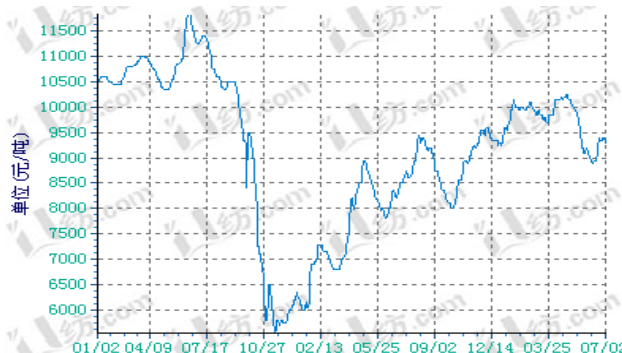
PET 纤维结构的特点决定了其优越的物理属性：高强度、高

模量、耐热性优良等。正是由于其诸多优点，PET 纤维得到了快速发展，占据着全球纤维总量的 70%，而我国则占据了 80%。随着人们对服装、装饰材料等产品的品种、品质和品位要求的不断提高，差别化涤纶的消费量明显增加。据估计，国内市场对差别化涤纶的需求占全部涤纶产量的 30%以上，预计 2013 年将超过 40%。而现有的国内生产并不能满足市场对 FDY 的需求，涤纶长丝市场呈现供不应求的现象。此外，国内生产设备进入淘汰周期，同时全球纺丝卷绕设备的制造能力有限，限制涤纶长丝生产能力的快速扩张。公司在此背景下，运用现有的资本平台大力发展超细旦 FDY，未来业绩将快速增长。

2.3. 差别化纤维涤纶长丝单位成本下降单价上升

由于受到 08 年金融危机的影响，国内 FDY 价格大幅回落，09 年初跌至最低点。随着经济形势的逐步回暖，涤纶长丝的市场需求量和价格均大幅上涨，目前 50D/24F 长丝市场含税价在 17500 元/吨的价位。公司 70%FDY 产量在盛泽本地销售，未来仍以国内销售为主，考虑到内销需求旺盛，未来 FDY 价格仍将维持高位运行，即使有所回调，幅度也不会很大。从原材料价格波动角度来看，公司涤纶长丝的主要原材料是聚酯切片，约占总成本的 80%，按目前均价 9200 元/吨计算，2010 年 FDY 的成本价约为 11500 元左右；本次 20 万吨差别化纤维涤纶长丝生产线建设项目投产后，公司涤纶长丝的原材料将转变为精对苯二甲酸 (PTA) 和乙二醇 (EG)，考虑到经济复苏减缓导致原油价格回落的影响，预计 2011 年可控生产成本每吨将下降近 300 元，对应毛利率将大幅攀升至 17%以上。此外，由于产品生产流程短、货物库存基本维持在 10~15 天，公司针对原材料价格波动采取灵活的采购政策，尽量降低原材料成本，同时实现差别化生产，提高产品品质和附加值，转移原材料价格波动对企业盈利的影响；同时，公司积极向上游延伸产业链，化解原材料价格波动风险。

图 5: 江浙沪聚酯切片价格走势



数据来源：第一纺织网，东吴证券研究所

图 6: PTA 价格走势



数据来源：第一纺织网，东吴证券研究所

图 7: EG 价格走势



数据来源：第一纺织网，东吴证券研究所

2.4. 未来公司拟投资年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维项目的实施将继续推进业绩增长

公司与江苏丝绸集团已签订投资备忘录，约定分别按 60% 和 40% 的比例成立控股子公司，拟投资年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维项目，总投资 10 亿元，项目在 3~5 年投产后预计产能将达到 3 万吨，毛利率在 30% 左右，对公司业绩将产生极大推动。

2.5. 其他影响公司业绩的多因素分析

公司实行稳健的财务管理，其中：化纤产品采取见款发货制度，因此应收账款相对较少，资产负债率稳定在 40%~60%。较强的财务控制力、严格的现金流管理制度使得公司具备稳定的业绩预期。此外，公司被认定为江苏省 2009 年第三批高新技术企业，在 2009~2011 年间享受所得税 10% 的优惠，即所得税按 15% 的比例征收。在劳动成本方面，公司每年将人均工资标准上调约 7%~8%，20 万吨新项目投产后，仅新增 600~700 名工人。因此，今年各地上调最低工资标准所引发的纺织企业人力成本上涨对本公司没有太大的影响，公司已将这部分利空影响提前消化。至于汇兑损益，由于国内储蓄利率高于日本贷款利率，因此这部分损益可以有效规避，对企业现金流不会产生过多影响。

此外，由于连日受高温天气影响，民生用电量显著提升，浙江地区电力供应明显吃紧，关于纺织化纤企业的限电意见已经出台。2010 年 3 季度，浙江地区纺织化纤企业将限电 3 个月，总产能将下降 36 万吨，这对盛泽地区的化纤企业无疑是重要利好，

公司 3 季度业绩将有望稳步提高。

3. 盈利预测与投资评级

估值假设：

■ 涤纶长丝保持较高景气度，高细旦丝产品系列的税后销售均价维持在 13000 元/吨以上；

■ PTA、MEG 的价格与原油价格保持较大的相关度，目前 NYME 原油价格在 80 美元/桶上下波动，对应 PTA 价格在 8000 元/吨，MEG 价格在 6000 元/吨，2011 年受全球经济减缓影响，原油价格有望保持在 80 美元/桶上下波动，对应 PTA 价格在 8500 元/吨，MEG 价格在 5500 元/吨；

■ 营业税按应税营业收入的 5% 缴纳，本预测参照 2009 年 0.15% 的标准；

■ 营业费用/营业收入 2010 年为 2.8%，2011 年起考虑到公司仍然生产和销售同样的产品，产生一定的规模效应，营业费用/营业收入比值降低为 2%；

■ 管理费用/营业收入 2010 年为 3.4%，2011 年以后为 3.2%；

■ 实际税率的估算依据：

◆ 公司被江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局认定为高新技术企业，2009 年度至 2011 年度按 15% 的税率征收所得税。新民化纤自 2005 年度开始获利，2005 年度、2006 年度免征企业所得税，2007 年度至 2009 年度减半征收企业所得税，根据国家企业所得税法相关规定，新民化纤 2008 年及 2009 年执行 12.5% 税率，自 2010 年起优惠期满统一执行 25% 税率。新民高纤 2008 年度、2009 年度免征企业所得税，2010 年起执行 12.5% 税率。公司自 2010 年起主营业务将以涤纶长纤为主，考虑到优惠税率逐步到期，2010 年实际税率按 17%、11 年至 13 年实际税率（设定公司仍为省高新企业的基础上）预计按 16.5% 左右计算。

■ 由于公司主要业务由新民化纤、新民高纤贡献，公司分别持有两家公司各 75% 的股份，少数股东权益在净利润中的比重 2010 年约为 20%，但从 2011 年起少数股东权益占比减至 12% 左右。展望未来，凭借战略转型、行业景气度提升以及已实施的 20 万吨涤纶长丝项目、拟投资的年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维项目实施，公司有望进入快速发展的黄金时期，未来主营收入年复合增长率保持在 30% 以上。结合上述估值假设，预计 2010~2012 年 EPS 为每股 0.30 元、0.65 元、0.75 元，分别对应 28.13 倍、12.98 倍和 11.25 倍市盈率，给予“买入”评级。

附：财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	457.0	550.5	913.6	1068.1	营业收入	1279.7	1579.1	2708.8	3129.9
现金	183.4	234.0	401.3	463.7	营业成本	1108.1	1317.2	2233.0	2558.5
应收账款	40.2	54.7	93.8	108.4	营业税金及附加	1.9	2.4	4.1	4.7
其它应收款	5.1	6.3	10.8	12.5	营业费用	35.6	44.2	54.2	62.6
预付账款	60.4	76.7	104.3	135.9	管理费用	43.0	53.7	67.7	100.2
存货	161.1	173.4	294.0	336.9	财务费用	13.0	10.0	12.0	15.0
其他	6.9	5.4	9.3	10.8	资产减值损失	3.5	0.6	1.0	1.0
非流动资产	628.3	839.2	1236.9	1102.4	公允价值变动收益	-0.1	0.0	0.0	0.0
长期投资	20.0	20.0	20.0	20.0	投资净收益	0.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	551.9	770.6	1173.7	1044.6	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	54.0	48.6	43.2	37.8	营业利润	74.6	151.1	336.9	388.0
其他	2.4	0.0	0.0	0.0	营业外收入	3.5	3.0	3.0	3.0
资产总计	1085.3	1389.7	2150.5	2170.6	营业外支出	0.3	0.5	0.5	0.5
流动负债	423.4	442.5	977.5	737.1	利润总额	77.9	153.6	339.4	390.5
短期借款	312.3	259.5	614.2	306.2	所得税	3.9	26.1	56.0	64.4
应付账款	51.2	86.7	147.0	168.4	净利润	74.1	127.5	283.4	326.1
其他	59.9	96.3	216.3	262.5	少数股东损益	16.3	17.0	40.7	46.9
非流动负债	15.8	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	57.8	110.5	242.7	279.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	148.7	247.7	450.8	537.5
其他	15.8	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.32	0.30	0.65	0.75
负债合计	439.2	442.5	977.5	737.1					
少数股东权益	98.7	115.7	156.5	203.3	重要财务指标				
股本	182.8	372.4	372.4	372.4	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
资本公积	153.8	153.8	153.8	153.8	营业收入	1279.7	1579.1	2708.8	3129.9
留存收益	210.8	295.9	482.9	698.1	同比(%)	-8.8%	23.4%	71.5%	15.5%
归属母公司股东权益	547.4	822.2	1009.1	1224.3	归属母公司净利润	57.8	110.5	242.7	279.2
负债和股东权益	1085.3	1380.4	2143.1	2164.7	同比(%)	107.4%	91.3%	119.6%	15.1%
					毛利率(%)	13.4%	16.6%	17.6%	18.3%
					ROE(%)	8.9%	11.8%	20.8%	19.6%
					净利率(%)	4.5%	7.0%	9.0%	8.9%
					资产负债率(%)	40.5%	32.1%	45.6%	34.1%
					每股收益(元)	0.32	0.30	0.65	0.75
					P/E	25.9	28.13	12.98	11.15
					P/B	2.32	3.35	2.69	2.20

现金流量表					重要财务指标				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	116.1	249.1	380.3	449.5	营业收入	1279.7	1579.1	2708.8	3129.9
投资活动现金流	-214.0	-300.0	-500.0	0.0	同比(%)	-8.8%	23.4%	71.5%	15.5%
筹资活动现金流	-4.7	101.5	287.0	-387.1	归属母公司净利润	57.8	110.5	242.7	279.2
现金净增加额	-102.6	50.6	167.4	62.4	同比(%)	107.4%	91.3%	119.6%	15.1%
					毛利率(%)	13.4%	16.6%	17.6%	18.3%
					ROE(%)	8.9%	11.8%	20.8%	19.6%
					净利率(%)	4.5%	7.0%	9.0%	8.9%
					资产负债率(%)	40.5%	32.1%	45.6%	34.1%
					每股收益(元)	0.32	0.30	0.65	0.75
					P/E	25.9	28.13	12.98	11.15
					P/B	2.32	3.35	2.69	2.20

4. 风险提示

1) 国际油价波动引起聚酯切片、PTA、MEG 原材料价格上涨所带来的成本增长风险; 2) 涤纶长丝价格大幅波动以及新设备、新技术应用带来的技术风险; 3) 大盘波动带来的市场风险。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>