

新民科技 (002127)

涤纶长丝行业景气，产能快速扩张，业绩大幅增长

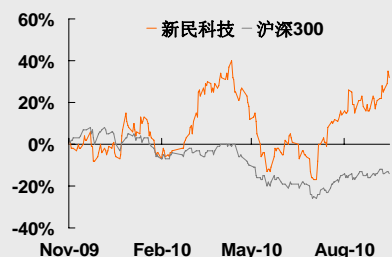
强烈推荐 (首次)

现价: 13.55 元

主要数据

行业	化学纤维制造业
公司网址	www.xmtex.com
总股本(百万股)	372
流通 A 股(百万股)	170
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	50.41
流通 A 股市值(亿元)	23.01
每股净资产(元)	2.79
资产负债率(%)	35.0

行情走势图



相关研究报告

研究员

伍颖 S1060210040004
010-59734884
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

投资要点

■ 涤纶长丝是发展速度快、发展前景好的纤维品种

公司主营涤纶长丝。涤纶纤维具有优良的物理机械性能，用途极为广泛。公司的涤纶长丝产品以仿真、细旦和超细旦为主，是产业发展的和方向。

■ 涤纶长丝行业景气

涤纶长丝价格从 2010 年 4 月启动，7 月快速上涨，目前行业已经进入景气，行业开工率已达 90%，公司生产满负荷。行业景气的主要原因是：产能增速低于需求增速，供给不足。2008 年至 2009 年上半年，受金融危机影响，涤纶长丝行业新增产能较少。由于行业投资大、建设周期长，同时设备采购和制造也存在瓶颈（国际设备生产商产能有限），因此，即使现在立刻新建产能，行业产能增速也跟不上目前下游纺织服装行业需求的快速增长。原材料成本方面，虽然近期主要原材料 PTA 和乙二醇价格有所上涨，但成本涨幅低于产品价格涨幅，涤纶长丝盈利能力非常好。我们预计，涤纶长丝行业景气状态可以维持至 2011 年一季度，二季度之后由于新增产能逐步释放，行业供给增加，预计产品价格将有所回落。

■ 未来 3 年公司涤纶长丝产能将由 12 万吨扩至 60 万吨

公司目前拥有涤纶长丝标准产能 12 万吨，在建年产 20 万吨差别化纤维涤纶长丝生产线建设项目一期工程，计划建设年产 30 万吨熔体直纺长丝项目。我们预计，“20 万吨项目”将在 2011 年一季度陆续建成投产，“30 万吨项目”预计在 2012 年下半年建成投产。此外，公司拟与江苏丝绸共同出资设立“江苏新民苏豪新材料有限公司”，新民苏豪拟投资《年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维项目》。

■ 预计未来三年业绩复合增长率为 83%，“强烈推荐”

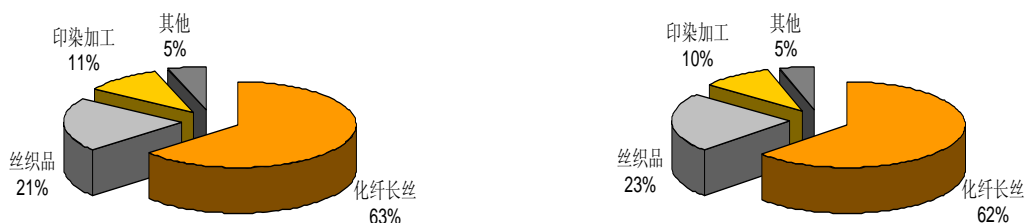
我们预计，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.36、0.78、0.95 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 38、17、14 倍。目前涤纶长丝行业景气，公司产能快速扩张，预计未来三年业绩复合增长率为 83%，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1403	1280	1664	3405	5175
YoY(%)	6.3%	-8.8%	30%	105%	52%
净利润(百万元)	28	58	133	289	353
YoY(%)	-46.7%	107.4%	130%	118%	22%
毛利率(%)	10.3%	13.4%	20.0%	18.9%	16.3%
净利率(%)	2.0%	4.5%	8.0%	8.5%	6.8%
ROE(%)	5.5%	10.6%	12.2%	21.5%	21.5%
EPS(摊薄/元)	0.07	0.16	0.36	0.78	0.95
P/E(倍)	181.0	87.3	38.0	17.4	14.3
P/B(倍)	10.0	9.2	4.7	3.7	3.1

一、公司主营已由纺织业转变成为化纤制造业

公司主营化纤长丝、丝织品、印染加工等。近几年，公司丝织品和印染加工业务基本保持稳定，而化纤业务不断扩大。2010年上半年，公司化纤长丝主营收入占比63%，主营利润占比62%。随着在建和计划建设的涤纶长丝项目逐步完工，公司化纤业务收入和利润占比还将进一步提升。

图表1 2010年上半年主营收入（左图）和利润（右图）占比情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

二、涤纶长丝是发展速度快、发展前景好的纤维品种

涤纶纤维具有优良的物理机械性能，用途极为广泛，特别是涤纶长丝因其具有许多天然纤维无法比拟的优良特性制成的衣料和针织品深受人们喜爱。2009年，中国涤纶长丝产量1415万吨，占全球总产量约73%。

图表2 中国涤纶长丝产销量（万吨）

	产量	产量增速	进口量	出口量	总消费量	消费量增速	期末库存
2008A	1282.9		18.3	80.4	1185.3		73.3
2009A	1415.2	10.3%	17.3	63.3	1397.2	17.9%	45.4
2010H1	754.3	15.0%	7.8	44.6	724.7	8.8%	38.2

资料来源：中国化学纤维工业协会

多年来，由于受到科研力量、研发资金、技术条件等多种因素的限制，我国生产的涤纶纤维绝大多数为常规品种。新型的、穿着更舒适的细旦、超细旦差别化纤维以及具有阻燃、抗菌、远红外、抗紫外等特性的功能性纤维市场前景看好。

涤纶长丝的发展方向是：（1）高仿真丝（仿丝绸、仿毛、仿棉、仿麻），（2）细旦和超细旦丝，（3）功能性丝。公司涤纶长丝产品以仿真、细旦和超细旦为主（占比90%）。

三、涤纶长丝行业景气

涤纶长丝价格从 2010 年 4 月启动，7 月快速上涨，目前行业已经进入景气。

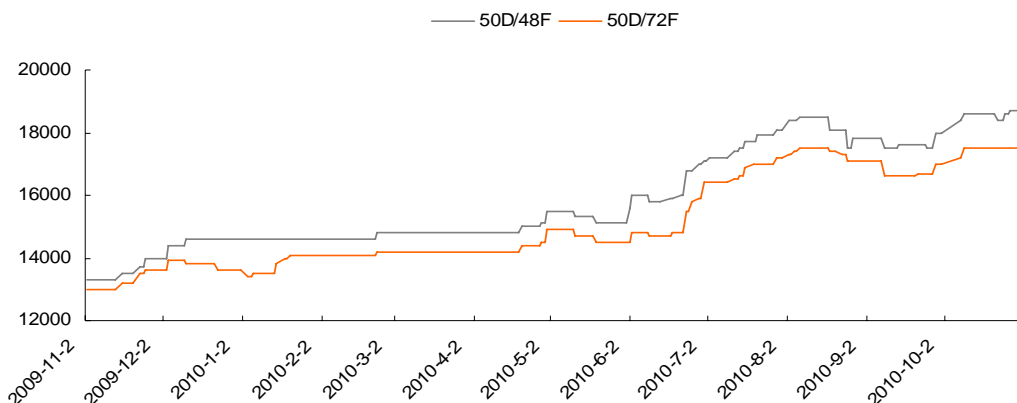
涤纶长丝行业进入景气的主要原因是：产能增速低于需求增速，供给不足。2008 年至 2009 年上半年，受金融危机影响，涤纶长丝行业新增产能较少。由于行业投资大、建设周期长，同时设备采购和制造也存在瓶颈（国际设备生产商产能有限），因此，即使现在立刻新建产能，行业产能增速也跟不上目前下游纺织服装行业需求的快速增长。

目前涤纶长丝市场价格维持高位，行业开工率已达 90%，公司生产满负荷。

原材料成本方面，虽然近期主要原材料 PTA 和乙二醇价格有所上涨，但成本涨幅低于产品价格涨幅，涤纶长丝盈利能力非常好。

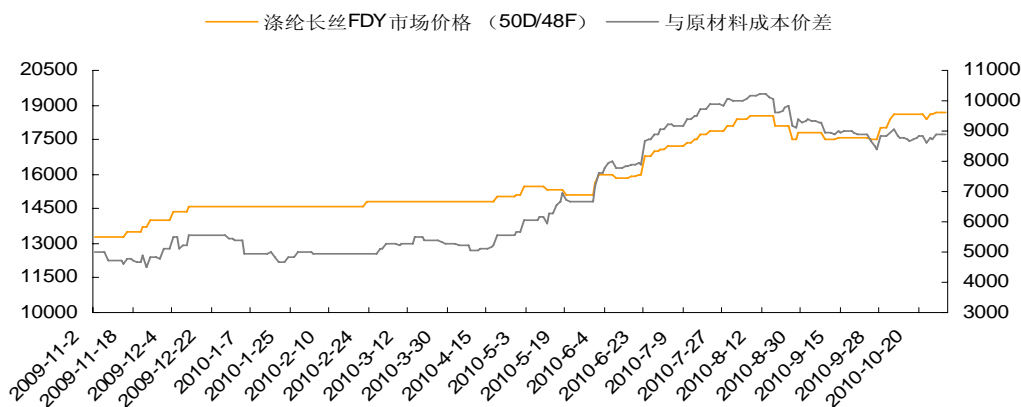
我们预计，涤纶长丝行业景气状态可以维持至 2011 年一季度，二季度之后由于新增产能逐步释放，行业供给增加，预计产品价格将有所回落。

图表3 涤纶长丝FDY市场价格（元/吨）



资料来源：百川资讯，平安证券研究所

图表4 涤纶长丝FDY市场价格及与原材料成本的价差（右轴）（元/吨）



资料来源：百川资讯，平安证券研究所

四、未来 3 年公司涤纶长丝产能将由 12 万吨扩至 60 万吨

1、公司现拥有涤纶长丝产能 12 万吨

公司现拥有涤纶长丝标准产能 12 万吨，分布在新民化纤和新新高纤两个控股子公司中（控股比例 75%）。

2、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

目前公司正在新建 20 万吨差别化纤维涤纶长丝生产线建设项目一期工程。其中酯化反应器后分成两条生产线，其中一条生产线生产纤维级半消光聚酯熔体，接新建 8 条 288 位半消光细旦 FDY 生产线。另一条生产线生产纤维级全消光聚酯熔体，接 2 条共 42 个位超细旦全消光高性能涤纶 FDY、2 条共 60 个位超细旦全消光高性能涤纶 POY 生产线。聚酯熔体除供以上 12 条生产线生产涤纶长丝外多余的熔体则生产聚酯切片。

我们预计，该项目将在 2011 年一季度陆续建成投产。

3、年产 30 万吨熔体直纺长丝项目

2010 年 9 月 29 日，公司公告，计划投资年产 30 万吨熔体直纺长丝项目。

该项目为年产 30 万吨“一头两尾”聚酯装置，是目前最为成熟的大容量柔性聚酯生产线，从第一酯化反应器后分为两条相互独立的生产线，一条年产 20 万吨聚酯熔体，后接的直接纺长丝生产线为半消光超细旦 FDY 和 POY，另一条年产 10 万吨聚酯熔体，后接的直接纺长丝生产线为大有光三角异型 FDY，同时配置阳离子可染添加装置，通过添加第三单体能够生产大有光阳离子改性 FDY。

目前该项目暂未开工，我们乐观预计将在 2012 年下半年建成投产。

4、年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维项目

公司拟与江苏丝绸共同出资设立“江苏新民苏豪新材料有限公司”。新民苏豪拟投资《年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维项目》。该项目成功实施后，可实现年产 30000 吨溶剂法纤维素纤维（Lyocell 短纤维）的生产能力，其中：普通型 Lyocell 短纤 15000 吨，低原纤化 Lyocell 短纤 15000 吨。

溶剂法纤维素纤维具有棉纤维的舒适性、粘胶纤维的悬垂性和色彩鲜艳性和独特的高湿模量，又具有真丝的柔软手感和优雅光泽，织物强度高、手感厚实、吸湿与放湿性好、易染色。与其他纤维素纤维相比，该产品在品质、性能和环保适应性等方面具有明显优势。目前全球 Lyocell 短纤维仅奥地利兰精公司生产，市场需求 16 万吨，供不应求。

五、预计未来三年业绩复合增长率为 83%， “强烈推荐”

我们预计，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.36、0.78、0.95 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 38、17、14 倍。目前涤纶长丝行业景气，公司产能快速扩张，预计未来三年业绩复合增长率为 83%，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

图表5 主营业务预测 (万吨、百万元)

		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
化纤长丝	销量			8	18	32
	除税价			14055	13692	13220
	营业收入	814	802	1124	2465	4230
	营业成本	764	709	880	1942	3508
	毛利率	6.2%	11.7%	21.7%	21.2%	17.1%
聚酯切片	销量				4	4
	除税价				10018	10121
	营业收入				401	405
	营业成本				369	372
	毛利率				8%	8%
丝织品	营业收入	343	272	320	320	320
	营业成本	285	226	264	264	264
	毛利率	17.0%	17.0%	17.5%	17.5%	17.5%
印染加工	营业收入	143	139	140	140	140
	营业成本	118	116	119	119	119
	毛利率	17.3%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	营业收入	99	62	80	80	80
	营业成本	89	54	69	69	69
	毛利率	10.1%	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%
合计	营业收入	1399	1276	1664	3405	5175
	营业成本	1256	1105	1332	2762	4332
	毛利率	10.3%	13.4%	20.0%	18.9%	16.3%

资料来源：平安证券研究所

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	457	1186	1799	2245
现金	183	800	1000	1000
应收账款	40	67	136	207
其他应收款	5	5	10	16
预付账款	60	67	138	217
存货	161	240	497	780
其他流动资产	7	8	17	26
非流动资产	628	798	1188	2010
长期投资	20	20	20	20
固定资产	547	680	1050	1864
无形资产	54	54	54	54
其他非流动资产	7	44	63	73
资产总计	1085	1985	2986	4255
流动负债	423	659	1054	1399
短期借款	312	504	763	964
应付账款	51	67	138	217
其他流动负债	60	89	152	219
非流动负债	16	100	400	1000
长期借款	0	100	400	1000
其他非流动负债	16	0	0	0
负债合计	439	759	1454	2399
少数股东 权益	99	142	186	214
股本	183	372	372	372
资本公积	154	377	377	377
留存收益	211	334	597	892
归属母公司股东权益	547	1084	1347	1641
负债和股东权益	1085	1985	2986	4255

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	116	164	177	304
净利润	74	176	334	381
折旧摊销	62	60	91	158
财务费用	13	14	30	67
投资损失	-0	-1	0	0
营运资金变动	-37	-57	-278	-301
其他经营现金流	4	-27	0	0
投资活动现金流	-214	-229	-480	-980
资本支出	151	230	480	980
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-63	1	0	0
筹资活动现金流	-5	681	503	676
短期借款	45	191	260	200
长期借款	-10	100	300	600
普通股增加	30	189	0	0
资本公积增加	-30	224	0	0
其他筹资现金流	-40	-23	-57	-125
现金净增加额	-103	617	200	0

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1280	1664	3405	5175
营业成本	1108	1332	2762	4332
营业税金及附加	2	2	5	8
营业费用	36	42	85	129
管理费用	43	60	123	186
财务费用	13	14	30	67
资产减值损失	4	1	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0
营业利润	75	215	400	453
营业外收入	4	2	0	0
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	78	215	400	453
所得税	4	39	66	72
净利润	74	176	334	381
少数股东损益	16	43	44	28
归属母公司净利润	58	133	289	353
EBITDA	150	289	521	677
EPS (元)	0.32	0.36	0.78	0.95

主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入 (%)	-8.8%	30.1%	104.6%	52.0%
营业利润 (%)	127.3%	187.8%	86.2%	13.2%
归属母公司股东权益 (%)	107.4%	129.6%	118.2%	21.8%
获利能力				
毛利率 (%)	13.4%	20.0%	18.9%	16.3%
净利率 (%)	4.5%	8.0%	8.5%	6.8%
ROE(%)	10.6%	12.2%	21.5%	21.5%
ROIC(%)	10.8%	18.6%	21.4%	15.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.5%	38.2%	48.7%	56.4%
净负债比率 (%)	71.1%	79.5%	80.0%	81.8%
流动比率	1.08	1.80	1.71	1.60
速动比率	0.68	1.44	1.24	1.05
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.1	1.4	1.4
应收账款周转率	25.0	29.8	33.6	30.2
应付账款周转率	13.8	22.6	27.0	24.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.36	0.78	0.95
每股经营现金流	0.31	0.44	0.48	0.82
每股净资产	1.47	2.91	3.62	4.41
估值比率				
P/E	87.3	38.0	17.4	14.3
P/B	9.2	4.7	3.7	3.1
EV/EBITDA	35.0	18.2	10.1	7.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257