

打造 2011 汉麻产业的第一佳话

增持首次评级

目标价格：20 元

投资要点：

- 汉麻产业列入十二五规划，扬起政策东风
- 全力打造汉麻产业基地，上游原材料供应充沛
- 民用、军用下游市场需求一片旺盛
- 汉麻纤维对于核辐射等也具有较高的防护能力

报告摘要：

- **汉麻产业列入十二五规划，扬起政策东风。**2011 年初，汉麻产业被列入十二五规划，各地政府积极鼓励汉麻产业的发展，大力促进汉麻产业的规模化进程。
- **全力打造汉麻产业基地，上游原材料供应量充沛。**安徽积极上马打造百万亩汉麻科技产业园，云南、安徽两大汉麻产业基地原材料供应充沛，2011 年两基地规划供应年产量 8 万吨的汉麻纤维。
- **民用、军用下游市场需求一片旺盛。**军品市场积极合作，订单数量大大提升，保守估计军用纺纱量有 2000 吨合作订单；民品市场雅戈尔、探路者、李宁、孚日家纺等订单激增，保守估计民用纺纱量有 1500 吨需求量。
- **给予公司“增持”评级。**公司 2011 年汉麻项目不仅有望一扫亏损局面，还将给公司带来强劲盈利支撑。给予公司汉麻项目 50 倍的市盈率，2011 年保守估计 EPS 为 0.39 元/股，目标价 20 元。

机械（军工）小组

分析师

荀剑（S1180511010009）

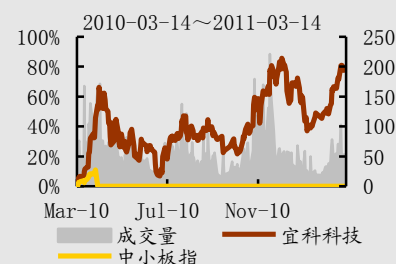
联系人

杜朴

电话：010-88085973

Email：xunjian@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券 * 年报点评 * 中航重机：深化整合，面向全球迎接挑战 * 600765 * 机械行业 * 荀剑、杜朴》，2011.3
- 2 《中航重机(600765) 宏源证券 * 公司深度报告 * 中航重机：深化整合业绩逐步释放 * 600765 * 机械行业 * 荀剑、杜朴》，2011.1
- 3 《宏源证券 * 公司研究报告 * 中航重机：整合细化，落实到位，前景可期 * 600765 * 机械行业 * 荀剑、杜朴》，2010.10
- 4 《宏源证券 * 中报点评报告 * 中航重机：业绩略低预期，全年业绩可待 * 600765 * 机械行业 * 荀剑》，2010.8

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	268.48	339.78	747.52	971.78
增长率	-7.62%	26.56%	120.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	7.78	10.27	79.09	104.26
增长率	-55.06%	32.02%	669.80%	31.83%
EPS	0.038	0.051	0.391	0.516

目录

一、	汉麻简介.....	4
二、	全力产业基地，充沛供应原材料.....	5
三、	公司的汉麻发展空间.....	6
	（一）产品线继续延伸.....	6
	（二）部队订单项目的再扩展.....	7
	（三）民用汉麻市场的再覆盖.....	7
四、	盈利预测.....	8

插图

图 1: 中国汉麻种植面积及汉麻纤维产量.....	4
图 2: 汉麻与其他纺织品的性能参数对比.....	4
图 3: 公司汉麻项目生产流程图.....	5
图 4: 汉麻秆芯的综合开发利用.....	6
图 5: 汉麻籽的综合开发利用.....	6
图 6: 汉麻的民用市场广阔.....	7
图 7: 2020 年全国汉麻种植区域规划图.....	8

表格

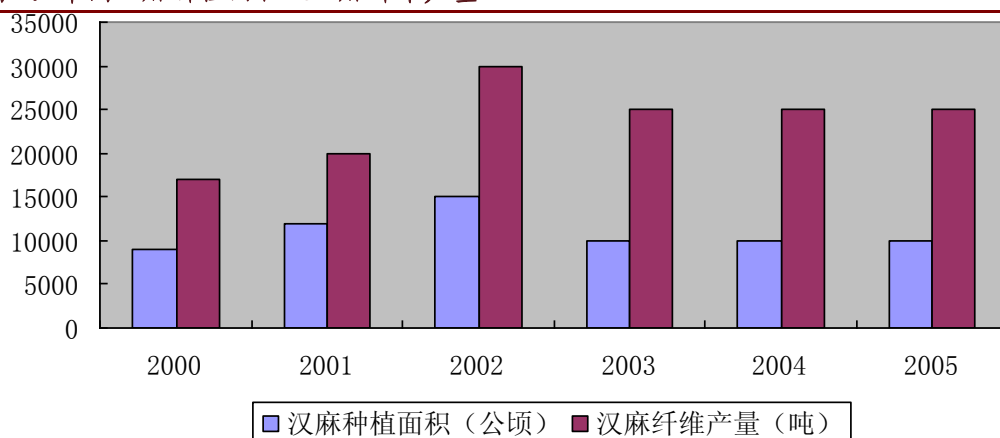
表 1: 安徽六安市汉麻百万亩种植基地规划.....	5
表 2: 汉麻在军需装备上的潜在的应用.....	7
表 3: 财务和估值数据摘要.....	9
表 4: 利润表.....	9

一、汉麻简介

汉麻早在 8000 年前起源于中国，是世界上最早应用的纺织纤维之一。但长期由于加工技术的跟不上，受粗硬、刺痒、褶皱等缺点的限制，很长时期内都被棉织品代替。目前，中国与加拿大、德国三国凭借着领先的汉麻纤维开发利用技术，占据着国际市场。

我国汉麻目前产地遍布全国，但分布零散、种植成规模的甚少。现主要产区分布在安徽省六安市、山东省泰安市、山西省阳城县和河南省固始县等地。2008 年全球汉麻年产量 3.4 万吨，中国汉麻年产量 0.44 万吨，而汉麻纤维年产量约 26000 吨，约占世界的 38%，是全球最大的汉麻纤维生产国。

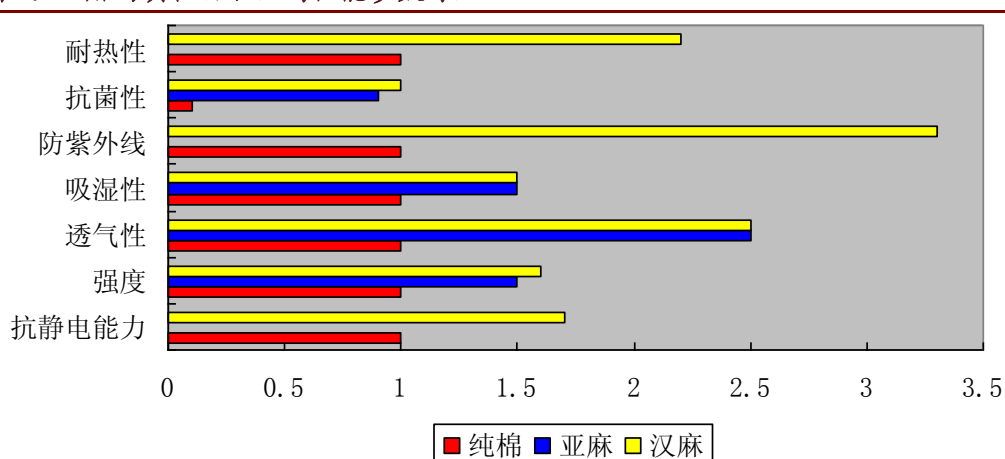
图 1：中国汉麻种植面积及汉麻纤维产量



资料来源：汉麻网、宏源证券

汉麻被称为“人类第二层肌肤”，是天然的绿色低碳纤维，更是典型的功能型、环保型珍贵纺织纤维。汉麻纤维除了具有麻纤维的普遍性能外，在防辐射、防紫外线和抗菌性能等方面要明显优于其他麻类纤维：汉麻纤维排湿性是纯棉的 3 倍，汉麻面料可在 1 小时内将附着的细菌消灭。汉麻织物可屏蔽 95% 以上的紫外线，在 370℃ 高温下不改色，在 1000℃ 时不燃烧，具有极佳耐热、耐晒性能。汉麻纤维具有良好的穿着、使用性能，是一种优良的纺织原料，被公认为“天然纤维之王”。

图 2：汉麻与其他纺织品的性能参数对比



资料来源：宏源证券

二、全力产业基地，充沛供应原材料

汉麻产量高，特别适合于轮作间作，北方种植周期大约是一年一熟，南方是一年两熟，而云南可达到一年三熟。汉麻麻皮纤维产量可达 100 公斤/亩以上，比棉花高 50%。

2007 年 4 月，公司在总后的技术支持下，与雅戈尔共同投资在云南组建汉麻控股公司，现已达到年产汉麻纤维 5000 吨的生产能力，汉麻项目开始走上产业化道路。

2010 年 5 月，总后又与安徽省六安市签订“100 万亩汉麻科技产业园”合作协议。2010 年 10 月正式开工建设，100 万亩的汉麻种植基地也随之启动。按照规划，将年产汉麻纤维 7.5 万吨。

表 1：安徽六安市汉麻百万亩种植基地规划

	年产量（万吨）	年产值（亿元）
汉麻纤维加工厂	7.5	30
汉麻秆芯浆粕厂	30	90
汉麻秆芯超细粉体加工厂	2	7
汉麻秆芯木质陶瓷厂	1	10
汉麻秆芯复合材料厂	1	0.3
汉麻秆芯活性炭厂	1	0.8
汉麻籽加工厂	1.7	5
汉麻生物燃料加工厂	5	0.15
汉麻叶活性物质制药厂	--	10

资料来源：宏源证券

目前就云南与安徽两个种植基地的计划汉麻纤维年产量为 8 万吨。

据产业发展计划，到 2020 年我国汉麻种植面积将达到 1000 万亩，每年可为国家提供 100 万吨汉麻麻皮纤维、500 万吨木浆、20 万吨高档食用油，增收 1000 亿元。未来 10 年内汉麻纤维的年产量将达到 100 万吨，复合增速高达 28.7%。

图 3：公司汉麻项目生产流程图



资料来源：宏源证券

三、公司的汉麻发展空间

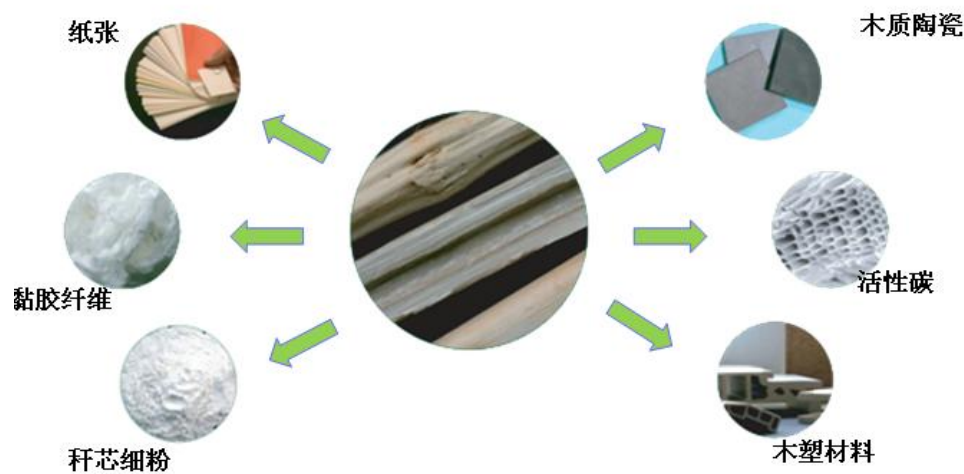
（一）产品线继续延伸

公司生产纱线使用的只是从麻皮中提取的麻皮纤维，而汉麻的其他组织部位如麻秆、麻叶、麻芯均还未被开发利用，但目前总后已有相关技术取得攻关。总后与汉麻控股的合作协议为 20 年，如果未来实现了部队订单，公司有望加大与总后其他的技术合作、设备投入。汉麻纤维对于核辐射等也具有较高的防护能力。

如秆芯作为汉麻的主要组织部位，具有良好的吸湿导湿性、抗菌性、吸附性、抗紫外线性能及反应性能等。但长期以来，约占汉麻产量 70-80% 的汉麻秆芯通常被当作废料处理。而现在经过技术的研发，汉麻秆芯可加工成黏胶纤维、超细粉体、活性炭、麻纤维增强复合材料、木质陶瓷等多种产成品。

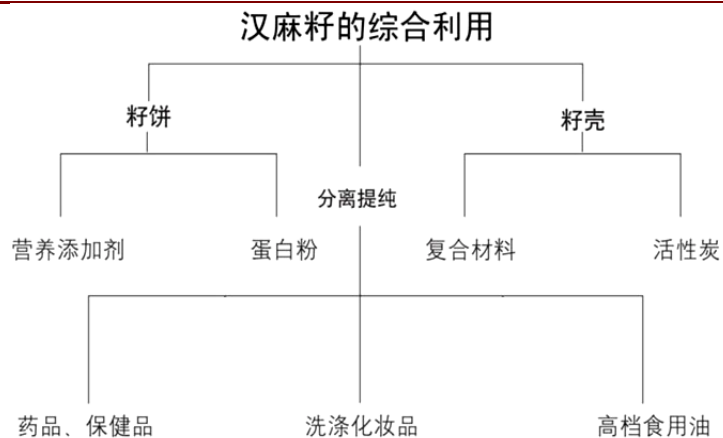
汉麻籽也可通过分离提纯等方法，最终加工为药品、保健品、化妆品、高档食用油等。

图 4：汉麻秆芯的综合开发利用



资料来源：宏源证券

图 5：汉麻籽的综合开发利用



资料来源：宏源证券

（二）部队订单项目的再扩展

另外，目前公司主要的下游客户是部队，但公司取得的部队订单仅仅是袜子产品的原料，而公司还可向部队提供更多的产品系列，例如内衣、短裤、雨衣、体能训练衣，以及其他一些防弹军品等诸多种类，未来与部队的订单内容有相当大的合作空间。

表 2：汉麻在军需装备上的潜在的应用

已装备品种	夏袜；高腰作训鞋，作训鞋；07 作训大衣；07 雨衣；军官皮鞋汉麻中底板；作训鞋橡胶发泡中底；大檐帽帽口革
拟装备品种	冬袜；新型作训鞋；汉麻夏长短袖衬衣；夏季迷彩作战服；汉麻针织短裤；汉麻针织体能训练服
在研制品种	汉麻毛巾；汉麻/棉、毛巾被；汉麻纤维混纺床单与被罩；海军专用舰艇汉麻产品

资料来源：宏源证券

（三）民用汉麻市场的再覆盖

下游的民用汉麻市场，除去目前的服装行业，未来公司还可以涉足建筑业、汽车业、运输业、日用消费品等多个行业。民用汉麻市场广阔。

图 6：汉麻的民用市场广阔



建筑业（结构件、屋顶）



汽车业（内外饰）



运输业（集装货托板架）



日用消费品（家电外壳、玩具等）

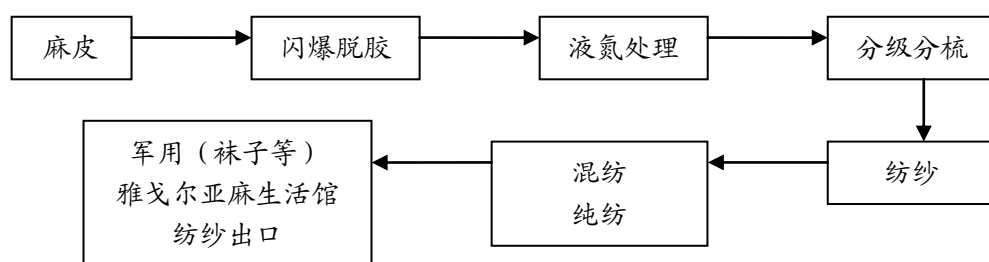
资料来源：宏源证券

公司 2011 年汉麻项目不仅有望一扫亏损的局面，今年还有望给公司带来强劲的盈利支撑。公司的定位是打造全国唯一的汉麻纤维制造商，凭借着十二五的政策东风，与总后多年的技术合作，上游原材料供应的充沛，下游需求的一片旺盛，公司有望打造 2011 年汉麻产业的第一个佳话。

四、盈利预测

公司的汉麻项目主要是从麻皮中提取汉麻纤维再加工为纺纱。汉麻纤维的加工技术关键难点在保证汉麻纤维细度的前提下应尽量去除木质素,但仍需保留少部分木质素作为纤维间的粘结点,以保证束纤维的长度。这也是汉麻突破并实现产业化的最大难题和技术的关键。从 2005 年起经过多年研发,公司控股的汉麻控股公司与总后合作解决了水池沤麻的环境污染、闪爆脱胶等一系列技术难题,每吨精干麻的梳成率达到 50%。而传统沤麻脱胶工艺的制成率大致为 30% 左右,公司汉麻项目的盈利能力较其他公司提升很多,技术的至高点成就了公司汉麻项目的核心竞争力。公司的定位就是打造中国唯一的汉麻纤维制造商。

图 7: 2020 年全国汉麻种植区域规划图



资料来源:公司公告,宏源证券

之前公司的汉麻项目一直处于亏损状态,海外市场打不开,军品市场合作项目单一,且年更换率较低,订单不充裕。但是 2011 年随着汉麻产业被列入“十二五规划”,政策东风的扬起,各地政府开始积极鼓励汉麻产业的发展,各自规划了一系列的发展政策。从上游来看,安徽、云南两大汉麻产业基地的原材料供应充足,2011 年两基地的规划提供共计 8 万吨的汉麻纤维,汉麻纤维的年产量完全可以满足公司的原材料需求。随着汉麻的加工技术突破、优异的性能逐渐被公众认可,公司的下游也开始呈现了强盛的态势。从下游来看,不考虑海外出口,公司的军品市场开始大大提升了订单数量,今年的军品订单充沛,下游需求一片旺盛,据我们的消息测算军品市场的保守估计订单为 2000 吨;公司的民品市场,雅戈尔、探路者、李宁、孚日家纺都是公司的下游客户,民品市场的保守估计订单为 1500 吨。

对公司的汉麻项目进行 2011 年盈利预测:

假设条件如下:

- 1、保守估计,军用纺纱量今年将有 2000 吨订单;民用纺纱量今年将约有 1500 吨订单。
- 2、市场上纯纱、混纱的价位不等,纺纱量的平均定位为 15 万元/吨。
- 3、考虑到成本费、管理费等多项支出,假设毛利率 30%。
- 4、军品 2012 年的增长率到 50%,订单 3000 吨,民品增长量达到 2500 吨。

公司 2011 年汉麻项目不仅有望一扫亏损局面,还将给公司带来强劲盈利支撑。给予公司汉麻项目 50 倍的市盈率,2011 年保守估计 EPS 为 0.39 元/股,目标价 20 元。

表 3: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	268.48	339.78	747.52	971.78
增长率(%)	-7.62%	26.56%	120.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	7.78	10.27	79.09	104.26
增长率(%)	-55.06%	32.02%	669.80%	31.83%
每股收益(EPS)	0.038	0.051	0.391	0.516
每股股利(DPS)	0.067	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.065	0.185	-0.558	1.526
销售毛利率	17.17%	16.25%	30.00%	30.00%
销售净利率	2.75%	5.30%	15.79%	16.01%
净资产收益率(ROE)	2.34%	3.00%	18.76%	19.82%
投入资本回报率(ROIC)	0.62%	2.96%	24.08%	21.18%
市盈率(P/E)	393.74	298.24	38.74	29.39
市净率(P/B)	9.22	8.94	7.27	5.83
股息率(分红/股价)	0.004	0.000	0.000	0.000

表 4: 利润表

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	268.48	339.78	747.52	971.78
减: 营业成本	222.39	284.57	523.27	680.25
营业税金及附加	1.00	1.27	2.79	3.63
销售费用	2.42	3.06	6.73	8.75
管理费用	35.31	44.68	74.75	97.18
财务费用	0.17	-0.19	1.11	-1.09
资产减值损失	2.07	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	-0.18	11.76	0.00	0.00
营业利润	4.93	18.15	138.87	183.07
加: 其他经营损益	5.83	3.05	0.00	0.00
利润总额	10.76	21.20	138.87	183.07
减: 所得税费用	3.37	3.18	20.83	27.46
净利润	7.39	18.02	118.04	155.61
减: 少数股东损益	-0.39	7.75	38.95	51.35
归属母公司所有者的净利润	7.78	10.27	79.09	104.26
全面摊薄每股收益	0.038	0.051	0.391	0.516

数据来源: Wind、宏源证券研究所

分析师简介:

荀剑: 宏源证券研究所机械行业研究员, 清华大学机械工程学硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。从事证券工作行业 3 年。

主要研究覆盖公司: 成发科技、中航重机、航空动力、贵航股份、中国卫星、航天科技等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。