

南京化纤（600889）

2017-1-5

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 首次

粘胶短纤东风起，转型升级迎机遇

报告要点

■ 公司专注粘胶纤维，定增加码主业

公司主要从事粘胶纤维和自来水的生产与经营。公司前身为 1964 年建成投产的南京化学纤维厂，目前拥有年产 14.8 万吨粘胶短纤、2 万吨粘胶长丝权益产能，综合实力居于同行前列。公司 2016 年底发布定增预案，拟募集不超过 15 亿元，大股东认购不低于 2 亿元，比例不低于 34%，募资用于年产 16 万吨差别化粘胶短纤维项目，进一步巩固行业地位。

■ 粘胶短纤景气度上行，公司业绩弹性最大

需求端，消费升级拉动粘胶短纤内需增长，“十二五”期间国内表现消费量增速达 12.1%，高于同期纱产量增速；人民币贬值促进进出口放量，2016 年 1-11 月出口同比增长 44.2%，预计 2017 年继续增长。

供给端，2011 年后粘胶短纤经历四年低迷，产能增速明显放缓，2016 年国内粘胶短纤产能约 390 万吨，2017 年行业基本无新增产能。2015 年新的《环保法》出台致使行业管控趋严，倒逼小企业退出，行业集中度将逐渐提升。

替代品，棉花与粘胶短纤存在轻微替代关系，价格有部分联动性。棉花产不足需，供求关系改善，价格触底反弹，为粘胶短纤价格上行提供一定支撑。

价格层面，2015 年下半年行业迎来转机，2016 年价格一路震荡上行，最高超过 1.7 万元/吨，目前保持在 1.65 万元/吨上方，我们判断粘胶短纤 2017 年继续景气。粘胶短纤价格每上涨 1000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.31 元。

■ 公司瞄准新兴产业进行战略转型

公司 2015 年报提出，“通过定向增发等方式，快速开拓新产业，到 2020 年实现新产业产值占比达 50%”。公司定增预案提出，非公开发行完成后，公司将在进一步做大做强粘胶纤维主业的基础上，积极在新材料等领域拓展新的业务，通过并购重组、资产注入等方式促进公司业务的进一步转型升级，提高公司盈利能力。预计公司将加大转型升级力度，后续布局值得期待。

■ 投资建议：首次给予“买入”评级

粘胶短纤持续高景气，公司弹性最大；定增加码粘胶短纤主业，巩固龙头地位；在国企改革大背景下，致力于发展第二主业，向新兴产业转型。市值小，弹性大。预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.33 元、0.90 元、0.99 元，首次给予“买入”评级。

风险提示：

1. 粘胶短纤景气度不及预期；
2. 定增项目推进不及预期；
3. 环保风险。

当前股价：13.52 元

分析师 马太

☎ (8621) 68751310

✉ matai@cjsc.com

执业证书编号：S0490516100002

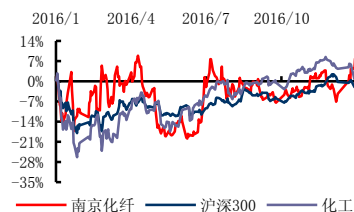
联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

公司基本数据	2017.01.05
总股本（万股）	30707
流通 A 股/B 股（万股）	30707/0
资产负债率	31.74%
每股净资产（元）	4.70
市盈率（当前）	9.07
市净率（当前）	2.88
12 个月内最高/最低价	14.22/9.90

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

目录

公司概况：专注粘胶纤维，谋划战略转型.....	4
粘胶短纤龙头，定增强化主业.....	4
股权结构：国资持股，助力转型.....	5
财务分析：享受粘胶景气.....	6
粘胶短纤高景气，公司趁势而起.....	7
粘胶短纤受益消费升级，需求稳步增长.....	7
环保趋严，供给端增长趋缓.....	8
原料溶解浆依赖进口，价格温和上涨.....	11
粘胶短纤高景气，价差扩大，下游价格传导顺利.....	13
棉花触底反弹，为粘胶短纤提供价格支撑.....	14
公司深耕粘胶短纤，业绩弹性大.....	15
发展看点：转型升级迎机遇.....	17
投资建议：首次给予“买入”评级.....	18

图表目录

图 1：公司主营业务变迁.....	5
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司剥离房地产业务，营收规模下滑.....	6
图 4：公司盈利变动情况.....	6
图 5：公司各业务营业收入情况.....	6
图 6：公司各业务毛利率.....	6
图 7：纺织工业产业链.....	7
图 8：国内粘胶短纤表观消费量比重持续提升.....	8
图 9：粘胶短纤成长速度高于行业平均水平.....	8
图 10：人民币相对美元汇率走势.....	8
图 11：中国粘胶短纤出口快速增加.....	8
图 12：国内粘胶短纤产能扩张放缓，开工率提高.....	9
图 13：国内粘胶短纤行业库存位于低水平.....	9
图 14：全球粘胶短纤产能分布（2015 年）.....	10
图 15：全球粘胶短纤生产商市场份额（2014 年）.....	10
图 16：全球溶解浆产能分布.....	12
图 17：中国溶解浆进口情况.....	12
图 18：2013 年我国溶解浆进口来源.....	12
图 19：2015 年我国溶解浆进口来源.....	12
图 20：溶解浆价格温和上涨.....	13

图 21：粘胶短纤价格反弹，价差扩大	14
图 22：人棉纱价差维持高位	14
图 23：粘胶短纤与棉花价格有一定相关性	15
图 24：全球棉花产量和消费量	15
图 25：中国棉花产量和消费量	15
表 1：公司主营产品介绍	4
表 2：粘胶短纤与棉花、涤纶短纤性能对比	7
表 3：国内主要的粘胶短纤生产商	11
表 4：近两年溶解浆新增产能情况	13
表 5：A 股上市公司粘胶短纤涨价弹性	16

公司概况：专注粘胶纤维，谋划战略转型

粘胶短纤龙头，定增强化主业

公司是粘胶纤维行业领先企业。公司于 1996 年在上海证券交易所上市，目前主要业务是从事粘胶纤维和自来水的生产与经营。公司前身系于 1964 年建成投产的南京化学纤维厂，公司现有粘胶短纤 10 万吨/年、粘胶长丝 2 万吨/年的生产能力；同时还与奥地利兰精集团合资设立了兰精(南京)纤维有限公司，公司持有 30% 股权，兰精(南京)拥有的粘胶短纤产能为 16 万吨/年。公司积累了五十多年的粘胶纤维生产经验，企业综合实力居于同行前列。公司自来水厂位于南京市栖霞区燕子矶，拥有 15 万吨/日供水能力。公司全资子公司南京法伯耳纺织有限公司还建有一座自备水厂，生产的自来水除自用外，还为兰精(南京)公司提供自来水服务，平均日供水量约为 2.5 万吨。

定增扩产，巩固行业地位。公司 2016 年 12 月 27 日发布定增预案，拟定增募集不超过 15 亿元，大股东新工集团拟以不低于 2 亿元现金参与认购本次发行的股份，并确保本次发行后新工集团合计持有公司股份比例不低于 34.00%。募集资金用于年产 16 万吨差别化粘胶短纤维项目。公司拟建设两条年产 8 万吨纤维素纤维生产线，项目建设期为 2 年，主要产品为市场前景良好的高白度纤维素纤维、高强度纤维素纤维、抗菌竹纤维等差别化纤维。项目达产后，公司粘胶短纤权益产能将超过 30 万吨/年，有利于公司提高市场占有率、巩固行业地位。

表 1：公司主营产品介绍

产品	介绍	权益产能	扩产计划
粘胶短纤	粘胶短纤又被为人造棉，是一种天然纤维素再生纤维，吸湿性、染色性、悬垂性都优于棉花，同时其拥有工艺环保、舒适透气等合成纤维无法比拟的天然棉纤维属性。	14.8 万吨/年	2016 年底发布定增预案，拟建设年产 16 万吨差别化粘胶短纤维项目，项目建设期 2 年。
粘胶长丝	粘胶长丝是粘胶纤维的一种，又叫粘纤，也叫人造丝、冰丝；以天然纤维素为原料，经碱化、老化、黄化等工序制成可溶性纤维素黄酸酯，再溶于稀碱液制成粘胶，经湿法纺丝而制成；具有光滑凉爽、透气、抗静电、染色绚丽等特性。	2 万吨/年	
自来水	主要通过水厂的取水泵站汲取江河湖泊及地下水、地表水，经过沉淀、消毒、过滤等工艺流程的处理，最后通过配水泵站输送到各个用户。	17.5 万吨/日	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司致力于发展第二主业，战略转型值得期待。公司为抵御粘胶纤维的周期性波动，促进多元化发展，一直致力于开拓粘胶纤维之外的第二主业。公司 2008 年设立金羚地产，进军房地产，并于 2011 年开始贡献业绩，到 2013 年房地产板块营收已接近公司总营收的 50%，贡献净利润 1.22 亿元。2015 年，为落实“国有企业原则上不再参与商品房开发”要求，公司出售了持有的金羚地产 70% 股权，退出房地产业务，重新专注粘胶纤维生产经营。公司 2015 年年报提出，“通过定向增发等方式，快速开拓新产业，到 2020 年实现新产业产值占比达 50%”，未来公司将在新产业发力，转型前景值得期待。

图 1：公司主营业务变迁

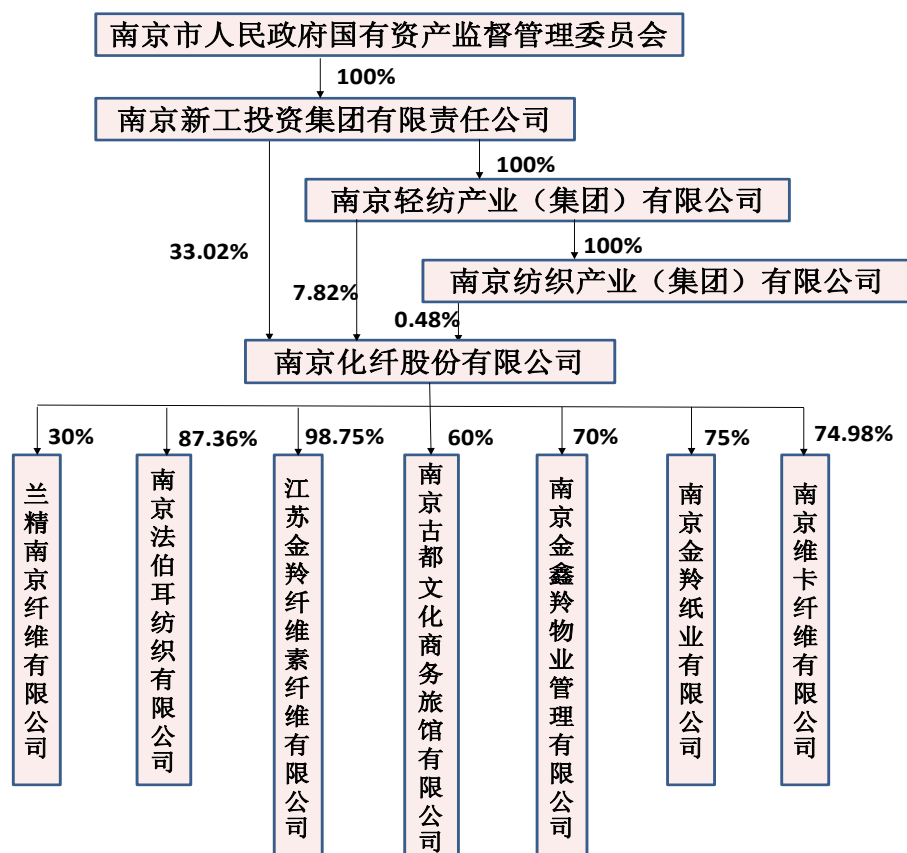


资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构：国资持股，助力转型

实际控制人实力雄厚，助力公司转型。公司实际控制人为南京市国资委，控股股东为南京新工投资集团有限责任公司。新工集团是南京市属大型国有企业集团，集团资产近 600 亿元，旗下有 4 家上市平台，控股南京化纤、南京医药、金陵药业，参股华东科技。新工集团大力推进先进制造业和战略性新兴产业发展，负责重大和重要的产业发展项目融资并进行先导性投资，公司将在集团整体布局的基础上往新兴产业转型。

图 2：公司股权结构

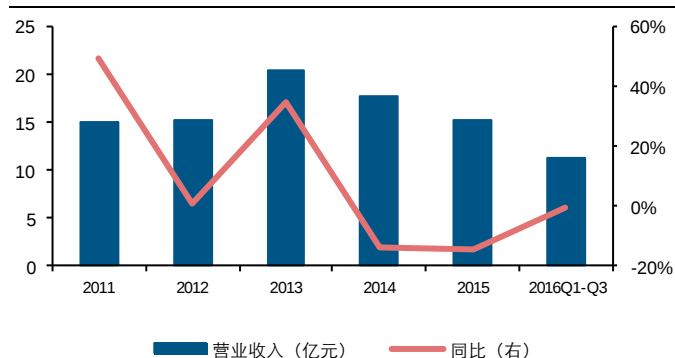


资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务分析：享受粘胶景气

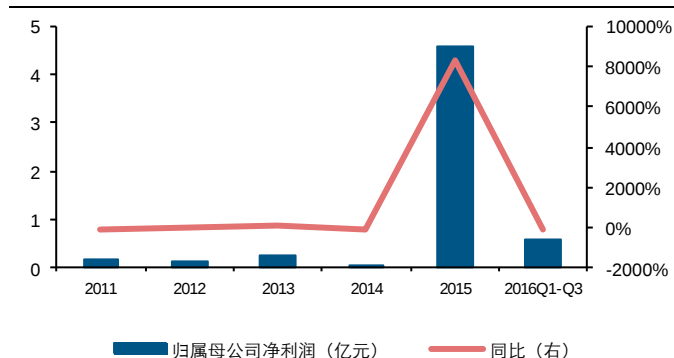
剥离房地产业务带来利润波动。2011年至2013年公司营业收入由15.01亿元增长至20.52亿元，归属于母公司的净利润由1,500万元增至2,500万元，主要原因是公司房地产业务进入收获期。2014年公司营收和利润均出现下滑，主要原因是房地产板块销售收入下降和参股子公司兰精（南京）当期经营亏损。2015年公司以7.72亿元出售房地产业务，致使当期营业收入降至15.18亿元，获得的长期股权投资收益使当期归属于母公司净利润飙升至4.58亿元。

图 3：公司剥离房地产业务，营收规模下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所

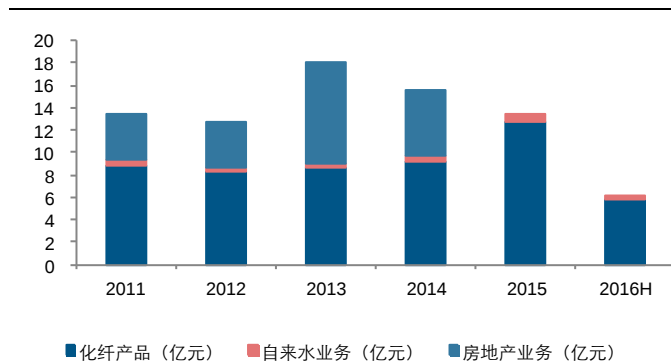
图 4：公司盈利变动情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

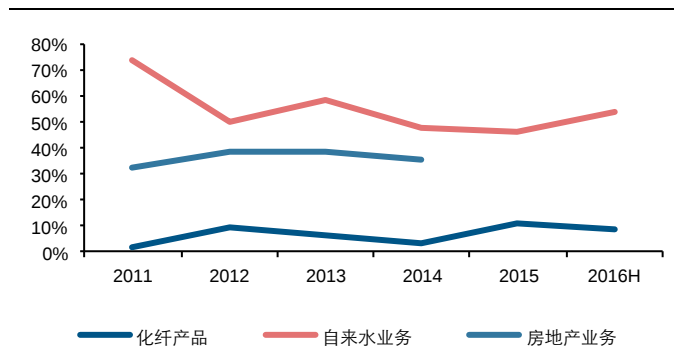
粘胶短纤迎来景气周期，公司业绩弹性大。2011年后粘胶短纤经历四年低迷，致使2011年-2014年公司粘胶短纤业务始终处于亏损状态。2015年粘胶短纤行业恢复景气，粘胶短纤业务开始为公司贡献业绩。2016年前三季度粘胶短纤贡献利润近4,000万元，同期归属于母公司净利润仅5,700万元。随着粘胶短纤景气周期的持续，还将为公司带来丰厚利润。公司市值较小，粘胶短纤业务带来的业绩弹性大。

图 5：公司各业务营业收入情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司各业务毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

粘胶短纤高景气，公司趁势而起

粘胶短纤受益消费升级，需求稳步增长

粘胶短纤性能优良。粘胶短纤又被称为人造棉，是一种天然纤维素再生纤维，吸湿性、染色性、悬垂性都优于棉花，同时其拥有工艺环保、舒适透气等合成纤维无法比拟的天然棉纤维属性。

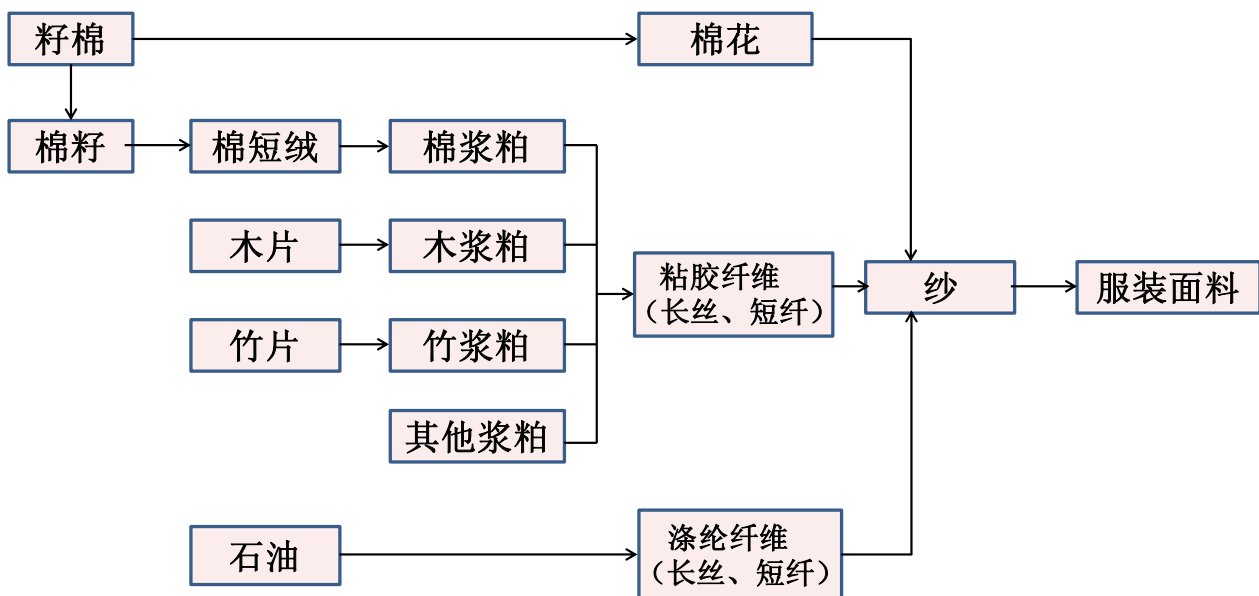
表 2：粘胶短纤与棉花、涤纶短纤性能对比

产品名称	粘胶短纤	棉花	涤纶短纤
吸湿性	非常好 (12%-14%)	较好 (4%-8.5%)	非常差 (0.4%-0.5%)
透气性	非常好	非常好	较差
悬垂性	好 (比重大1.5-1.52)	较差，洗后容易起皱变形	好
	非常好，可使用直接、还原、碱性、色酚、媒染、硫化，反应性及颜料等染料染色	较好，可使用直接、还原、碱性、硫化、活性、偶氮、媒染等染料染色	一般，可使用分散、色酚、还原、可溶性等染料染色
舒适性	与棉花最为接近，亲肤	非常好	一般
强度	较强	一般	非常强，是棉花的2倍

资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

粘胶短纤作为重要的纺织工业原材料，处于产业链中游位置。粘胶纤维原材料主要为棉浆粕和溶解浆等，主要用来纺纱织布以生产成衣。生产过程中用到有毒的二硫化碳，工艺特性决定了产品生产过程中难以避免的环保压力，下游的产品结构则决定了需求具有较为平稳的属性。

图 7：纺织工业产业链

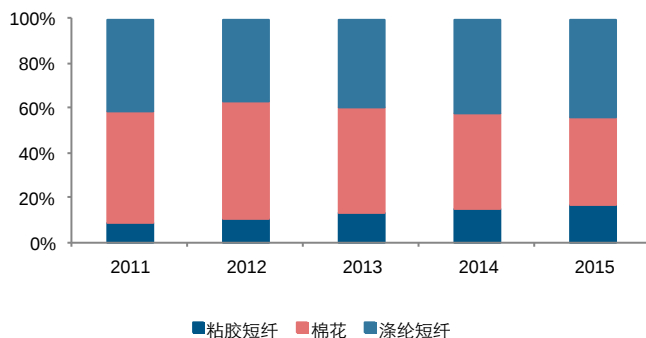


资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

消费升级拉动内需增长，粘胶短纤增速高于纺纱行业。我国纺织行业在金融危机之后陷入低谷，而后逐步恢复，国内纱产量仍保持每年 5% 以上的增长。与此同时，粘胶短纤基于在吸湿性、透气性、舒适度、强度等方面的优势，在中高端面料中的使用占比不断

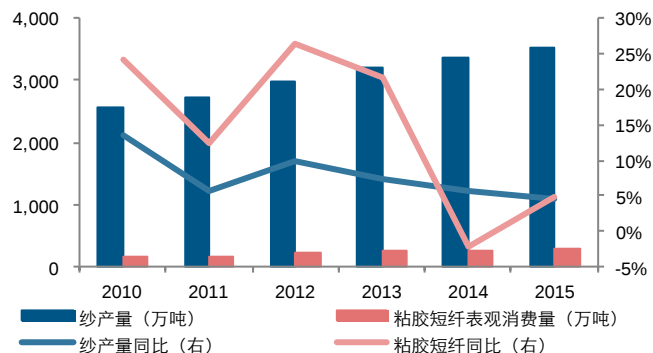
提升，随着消费升级不断展开，粘胶短纤作为纱原料的使用比例逐步增加，粘胶短纤表观消费量占棉花、涤纶短纤、粘胶短纤总表观消费量的比例从 2011 年的 9% 提升至 2015 年的 17%。国内粘胶短纤表观消费量从 2010 年的 159 万吨增长至 2015 年的 282 万吨，年复合成长率达 12.1%，同时期纱产量年复合增速为 6.6%，粘胶短纤成长速度高于行业平均水平。

图 8：国内粘胶短纤表观消费量比重持续提升



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

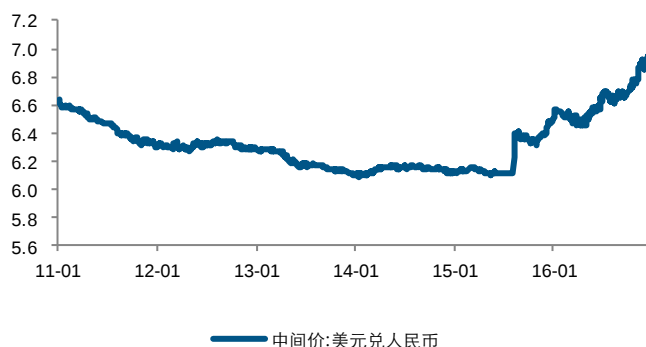
图 9：粘胶短纤成长速度高于行业平均水平



资料来源：Wind，卓创资讯，长江证券研究所

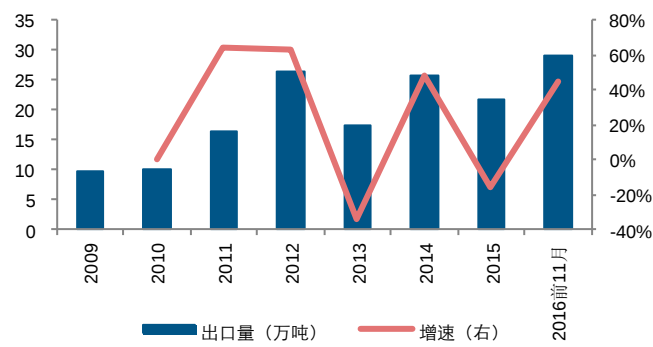
人民币贬值，粘胶短纤出口放量。2015 年以来人民币进入贬值通道，有利于我国纺织行业在全球竞争力的提升，增加相关产品的出口，粘胶短纤出口随之放量。2016 年 1-11 月粘胶短纤出口同比增速高达 44.2%，预计 2017 年还将继续保持增长。

图 10：人民币相对美元汇率走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：中国粘胶短纤出口快速增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

环保趋严，供给端增长趋缓

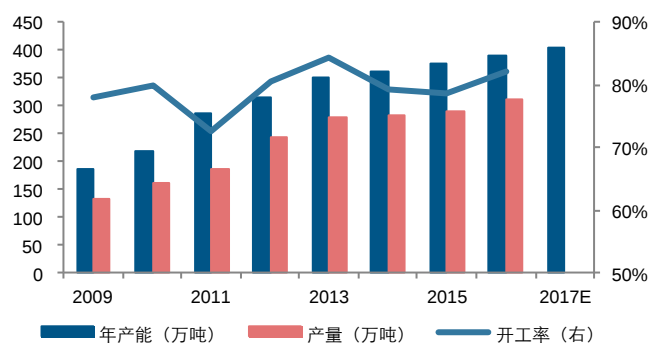
2008 年后粘胶短纤迎来牛市，企业大幅扩产。2008 年金融危机后，政府推出四万亿刺激计划，并于 2009 年调高纺织品出口退税率，而按照加入 WTO 时的协定欧美也在当年解除了中国的纺织品的配额限制，促进了纺织产业的底部复苏，加上棉花在 2010 年 9 月迎来一波暴涨，推动粘胶短纤价格从 2009 年初的 12,000 元/吨上涨至 2010 年 11 月的 30,800 元/吨。粘胶短纤企业在此期间获利丰厚，纷纷扩大产能，2011 年、2012 年、2013 年国内粘胶短纤新增产能分别为 52 万吨、26 万吨、38 万吨，2013 年粘胶短纤年产能达到 352 万吨，其中 2011 年产能增速更是高达 30.9%。

2011 年后粘胶短纤历经四年低迷，产能增速于 2014 年开始明显放缓。2011 年后粘胶短纤价格从高位下跌，到 2015 年 2 月下跌至 11,000 元/吨，粘胶短纤企业普遍亏损。2014 年后粘胶短纤行业新产能扩张明显放缓，2014 年和 2015 年新增产能分别只有 10 万吨和 13.5 万吨，产能增速仅为 2.8%和 3.9%，2015 年粘胶短纤年产能 375.5 万吨。

2015 年最严《环保法》出台，抑制新增产能。自 2015 年新《环保法》出台以来，国家对高污染的粘胶行业管控趋严，新建项目审批难度增大，小产能企业环保成本极高而面临淘汰风险，一些年产能不足 2 万吨的项目将会被责令整改或者直接关停。预计 2016 年和 2017 年分别新增产能 16 万吨和 12 万吨，产能增速分别为 4.3%和 3.1%。

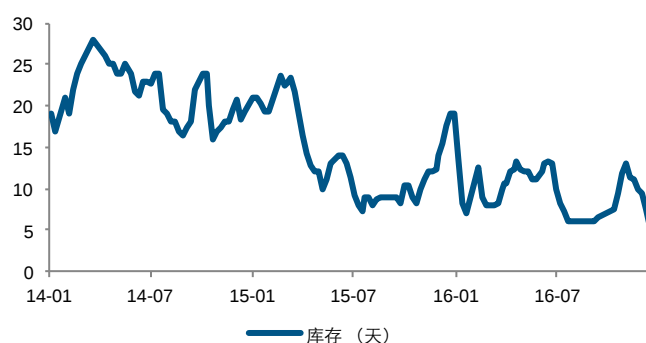
国内开工率提升，库存处于低水平。在产能增速低于需求增速的背景下，行业开工率有所提升，虽然环保标准提高压低了小企业的开工率，但龙头公司基本满负荷生产。2015 年国内粘胶短纤产量为 290 万吨，开工率为 78.7%；预计 2016 年产量为 313 万吨，对应行业开工率为 82.2%。2015-2016 年受益于粘胶短纤国内需求提升和出口增加，行业库存普遍较低，目前库存不足 5 天。预计 2017 年依然如此。

图 12：国内粘胶短纤产能扩张放缓，开工率提高



资料来源：中纤网，长江证券研究所

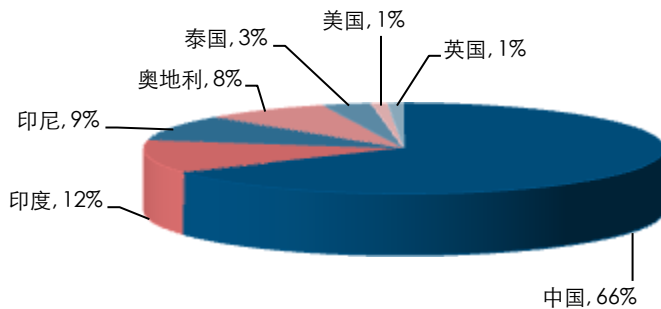
图 13：国内粘胶短纤行业库存位于低水平



资料来源：百川资讯，长江证券研究所

中国是全球粘胶短纤最大的生产国和消费国。自上世纪 90 年代开始粘胶短纤产能的增长主要集中在亚洲地区，欧美等发达国家侧重于通过技术升级研发新产品、提高差别化率和增加附加效益。中国加入 WTO 后，纺织出口需求暴增，粘胶短纤行业飞速发展。据统计，2015 年我国粘胶短纤产能在全球占比已达到 66%。除中国以外，印度、印尼、奥地利也是粘胶短纤的重要生产地。我国作为服装纺织生产大国，是全球最大的粘胶短纤消费国。据中国产业信息网数据，2014 年全球粘胶短纤市场规模在 460 万吨左右，同期国内粘胶短纤表观消费量为 269 万吨，国内市场占比在全球占比为 58%左右。

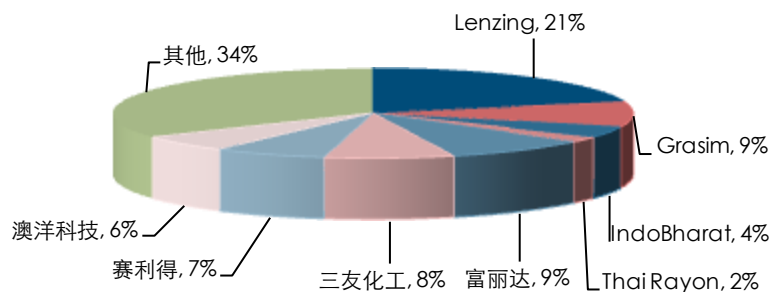
图 14：全球粘胶短纤产能分布（2015 年）



资料来源：天拓咨询，长江证券研究所

国外两巨头并立。从全球来看，奥地利兰精（Lenzing）和印度博拉（Birla，旗下包括 Grasim、IndoBharat、Thai Rayon）两大企业粘胶短纤规模最大。据中国产业信息网数据，2014 年奥地利兰精和印度博拉的粘胶短纤年产能分别为 77 万吨和 79 万吨，二者产能合计占全球总产能的 30% 以上。

图 15：全球粘胶短纤生产商市场份额（2014 年）



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

国内三巨头成型，行业集中度提升。中泰化学 2014 年收购富丽达 32 万吨产能（通过技改扩大到 40 万吨），赛利得 2015 年收购江西龙达 12 万吨产能，目前国内粘胶短纤行业基本形成了三友化工、赛利得、中泰化学三大巨头。从集中度来看，国内共有 24 家粘胶短纤生产商，其中前 12 家企业产能占比达 86%。随着单线生产规模大型化（三友化工定增项目单线年产能将达 12 万吨），3 万吨/年以下装置难以具有经济性，加上环保标准提升，二者合力将倒逼小企业退出。

表 3：国内主要的粘胶短纤生产商

企业	所在地区	年产能（万吨）	备注
三友化工	河北唐山	50	2018年投产20万吨
赛得利化纤	江西	48	2017年投产12万吨
中泰化学	新疆	40	
山东海龙	山东、新疆	28.5	
澳洋集团	江苏、新疆	28	
山东雅美	山东	28	
江苏翔盛	江苏	26	
萧山富丽达	浙江	18	
宜宾丝丽雅	四川	18	
安徽舒美特	安徽	18	
山东高密银鹰	山东	18	
南京兰精	江苏	17	
合计		337.5	

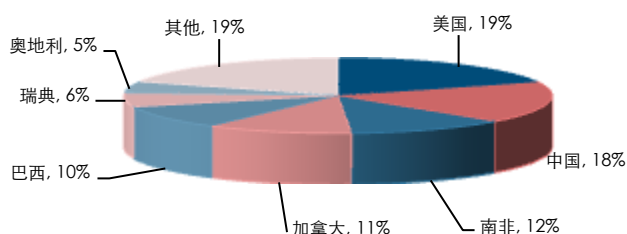
资料来源：中纤网，长江证券研究所

原料溶解浆依赖进口，价格温和上涨

溶解浆是粘胶短纤的主要生产原料。粘胶短纤的原料包括棉浆粕和溶解浆两种，棉浆粕的原材料是棉花，以棉花生产棉浆粕的产出率比较低，价格比较高，难以满足生产需求。目前国内外都主要以溶解浆作为粘胶短纤的生产原料。溶解浆由自然界含有纤维素的植物经化学加工纯化而得，纤维素含量高，纤维素分子质量分布均匀，反应性能良好。溶解浆的主要原材料是木材，一些特选的针叶木中所含的纤维素较多，溶解浆的得率相对较高，所以目前世界各地的溶解浆生产多以针叶木为原料。

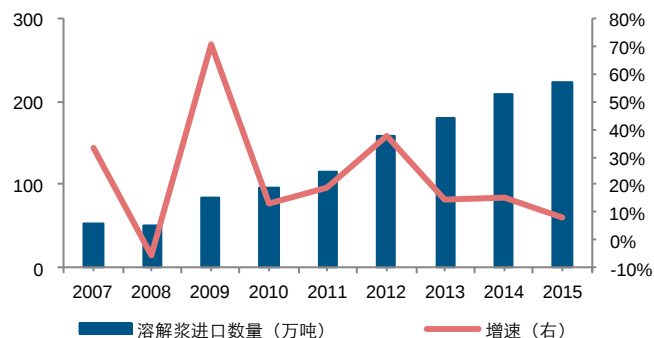
我国溶解浆进口依赖度高。全球溶解浆产区主要集中在林业资源丰富的地区，美国、中国、南非、加拿大和巴西合计占有全球溶解浆总产能的 70%左右。中国人均森林面积远低于世界平均水平，木片价格高，溶解浆厂家普遍亏损，行业开工率不高；国内溶解浆原料以桉木为主，桉木属于阔叶木，与针叶木相比质量存在差距。我国溶解浆在产量和质量上无法覆盖国内粘胶短纤的生产需求，进口溶解浆比例不断提升。我国 2015 年进口溶解浆 224.7 万吨，同期国内粘胶短纤产量为 290 万吨，目前溶解浆大约 80%用于粘胶短纤生产，按照溶解浆 1.1 的单耗计算，2015 年进口溶解浆占国内粘胶短纤原料比例达到 56%左右。

图 16: 全球溶解浆产能分布



资料来源: 中纤网, 长江证券研究所

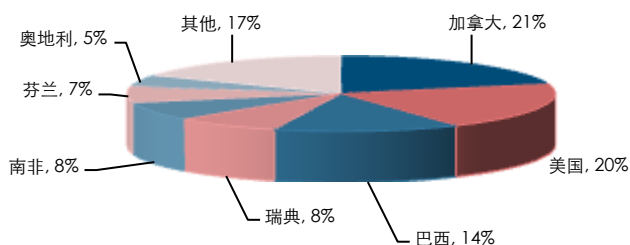
图 17: 中国溶解浆进口情况



资料来源: Wind, 卓创资讯, 中纤网, 长江证券研究所

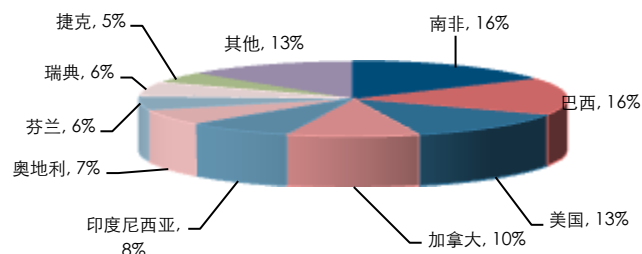
反倾销影响溶解浆进口结构, 进口来源分散。2013 年 2 月 6 日, 商务部对原产美国、加拿大、巴西的进口浆粕开展反倾销调查; 2014 年 4 月 4 日, 商务部裁定原产美国、加拿大、巴西的进口浆粕存在倾销行为, 征收 6.8%-33.5% 的反倾销税, 从 2014 年 4 月 6 日开始实施, 实施期限为 5 年。实施反倾销后, 我国从加拿大、美国、巴西三国进口的溶解浆占总进口比例从 2013 年的 55% 降低至 2015 年的 39%, 进口来源进一步分散。

图 18: 2013 年我国溶解浆进口来源



资料来源: 中纤网, 长江证券研究所

图 19: 2015 年我国溶解浆进口来源



资料来源: 中纤网, 长江证券研究所

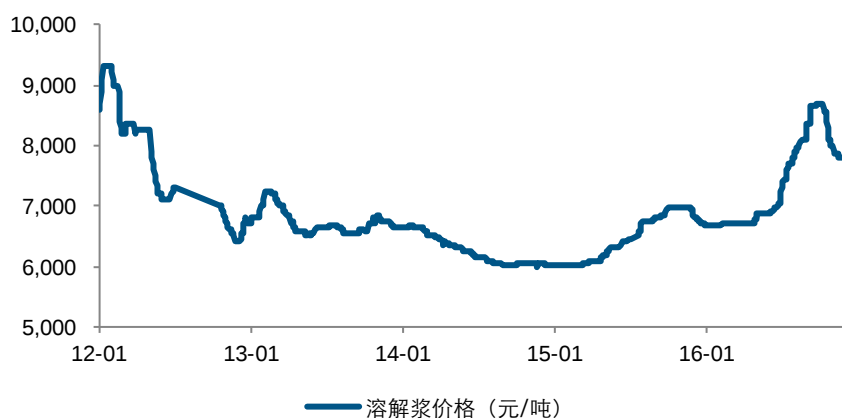
溶解浆供给充足, 价格温和上涨。2014 年全球浆粕产能基本在 800 余万吨, 实际产量为 640-680 万吨, 装置利用率在 80% 左右, 开工率仍有提升空间; 近年来仍有部分溶解浆新增产能, 供给较为充足。此外, 溶解浆与纸浆生产装置大部分可以通用, 转产方便, 而全球纸浆产量近 2 亿吨, 远高于溶解浆产能, 在供给端抑制溶解浆长期涨价空间。受今年粘胶短纤价格上涨带动, 溶解浆价格得到提升, 2016 年初价格维持在 7,000 元/吨左右, 经历一波上涨后最高触及 8,700 元/吨, 目前回落至 8000 元/吨左右, 综合来看溶解浆价格上涨较为温和。

表 4：近两年溶解浆新增产能情况

时间	公司	地点	新增产能（万吨）
2015年	JARI	巴西	24
	安徽雪龙	中国安徽	6
	TEMBEC	加拿大	1.5
	Svetlogorsk	白俄罗斯	9
2016年	青山纸业	中国福建	30
	Birla Lao Puly	老挝	20
	太阳纸业	中国山东	35

资料来源：CNKI，长江证券研究所

图 20：溶解浆价格温和上涨



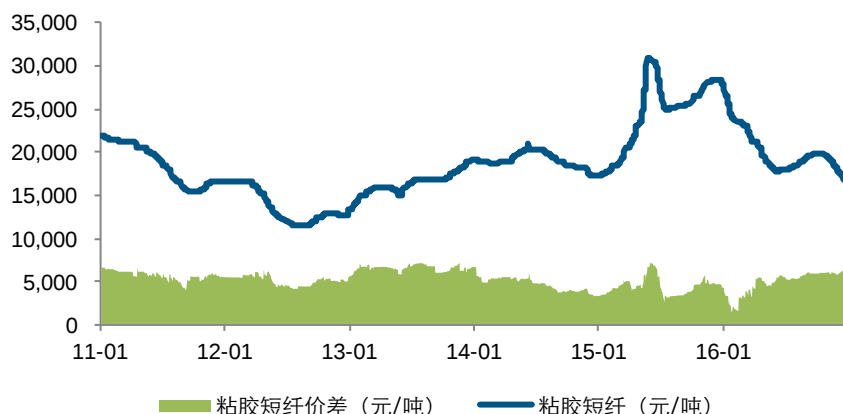
资料来源：Wind，长江证券研究所

粘胶短纤高景气，价差扩大，下游价格传导顺利

粘胶短纤价格触底反弹，进入景气周期。粘胶短纤从 2011 年后经历了四年筑底期，在 2015 年初价格跌至 11,000 元/吨。随着供给收缩和环保趋严，2015 年下半年行业迎来转机，粘胶短纤价格在 2015 年 11 月攀升至 14,500 元/吨。2015 年底粘胶短纤价格短暂下挫后，行情于 2016 年重新启动，一季度从 12,000 元/吨上升至接近 14,000 元/吨，经过二季度的盘整后，7 月开始粘胶短纤价格从不足 14,000 元/吨增长至 9 月高于 17,000 元/吨，在触及高点后暂时回撤，目前价格保持在 16,500 元/吨上方。环保趋严导致供给增长趋缓，消费升级、人民币贬值带动需求稳步增长，我们判断粘胶短纤行情将会持续，将在 2017 年景气继续向好。

价差增加，盈利空间扩大。溶解浆价格呈温和上涨趋势，价格变化幅度不大，粘胶短纤价格上行对价差扩大起到主要作用。随粘胶短纤价格的攀升，价差从 2016 年 1 月的 4,000 元/吨最高达到 2016 年 9 月的接近 7,500 元/吨，经过短暂回落后目前又回升到 7,000 元/吨以上。随着粘胶短纤景气周期继续维持，粘胶短纤价格有望再次攀升，提升粘胶短纤企业盈利能力。

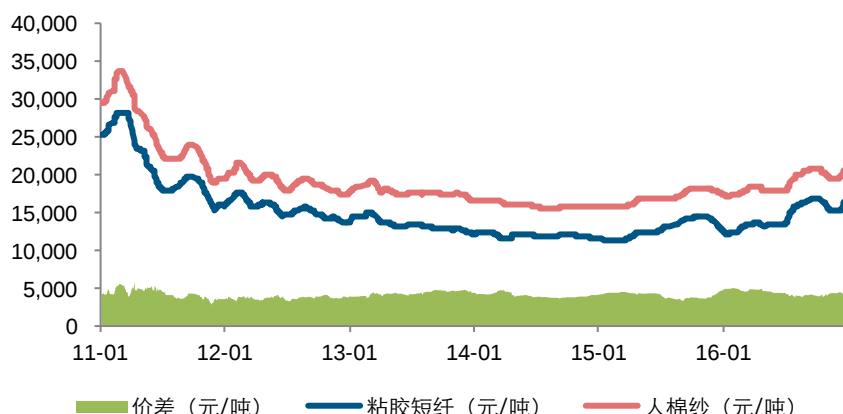
图 21：粘胶短纤价格反弹，价差扩大



资料来源：中纤网，长江证券研究所

人棉纱价差维持高位，价格传导顺利。人棉纱是粘胶短纤的重要下游，随着粘胶短纤价格上涨，人棉纱也顺利提价，价差维持在 4,000 元/吨以上的高位，保证了人棉纱企业的盈利空间。粘胶短纤提价过程中，价格向下游传导顺利。

图 22：人棉纱价差维持高位

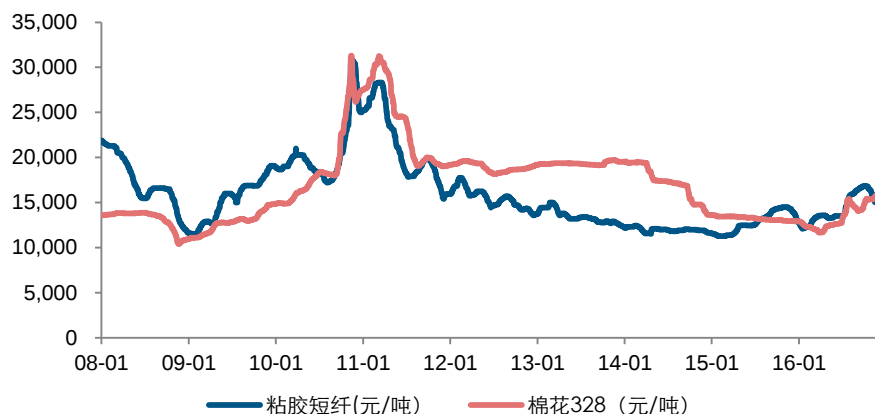


资料来源：中纤网，Wind，长江证券研究所

棉花触底反弹，为粘胶短纤提供价格支撑

粘胶短纤和棉花存在轻微替代关系，价格存在小幅联动性。粘胶短纤和棉花都是优质的纺织原料，从较长的时间尺度看，二者的价格变动趋势有一定共性。2011 年以前粘胶短纤价格长期高于棉花，2011 年后由于政府开始施行临时收储政策，以高于世界市场均价的价格大量收储，使得棉花价格长期脱离市场化价格，也一直高于粘胶纤维价格，同时积累了棉花的天量库存。2014 年国家取消临时收储政策，棉花价格随之经历了长期的下跌和盘整，逐渐回归市场化价格，2015 年起与粘胶纤维价格较为接近，在 2016 年初跌到了 12,000 元/吨的低位。

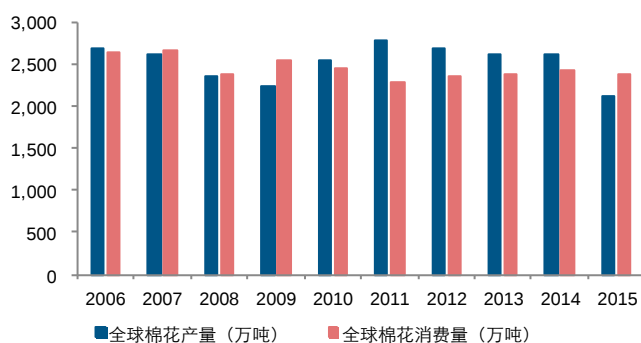
图 23: 粘胶短纤与棉花价格有一定相关性



资料来源: Wind, 中纤网, 长江证券研究所

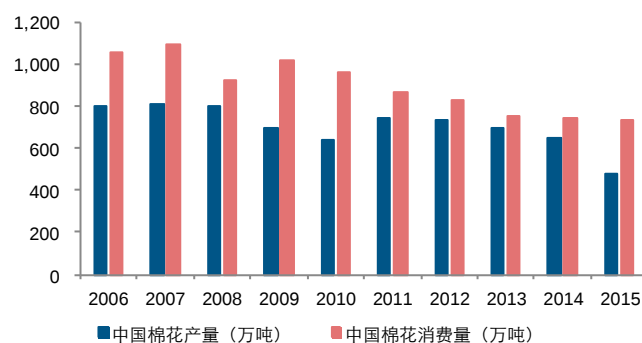
棉花产量下降, 消费企稳, 供求关系改善。2010 年起, 全球棉花产量高于消费量, 呈现供过于求的局面。2011 年以后, 随着棉花价格下跌, 全球棉花产量开始下降, 到 2015 年产量已下滑至 2,110 万吨。与此同时, 需求端虽然没有明显增长, 但基本维持在 2,400 万吨左右, 供需关系已经在 2015 年逆转。国内纺织产业规模庞大, 棉花需求量一直高于国内产量, 需要进口棉花作为补充。近几年国内棉花产量也大幅下滑, 从 2011 年的 740 万吨下降至 2015 年的 475 万吨, 同期需求端下降并不明显, 供求关系持续改善。

图 24: 全球棉花产量和消费量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 中国棉花产量和消费量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

棉花价格触底反弹, 打开粘胶短纤上行空间。临时收储政策结束后, 棉花价格经历了较长时间的下跌, 已经处于较低位置。2016 年国储棉抛储的时间迟于预期, 抛储量不足以满足需求, 加上国际棉花供需关系改善带动价格上涨, 国内棉花价格开始触底反弹, 从 2016 年初 12,000 元/吨的低位上升至 15,000 元/吨以上的水平。棉花价格的上升为粘胶短纤提供了有力的价格支撑, 有利于粘胶短纤价格的进一步上行。

公司深耕粘胶短纤, 业绩弹性大

技术改造提升粘胶短纤产能。公司 2016 年完成短纤生产系统“8 改 10”技术改造项目, 将现有 2 条年产 4 万吨的粘胶短纤生产线, 通过技术改造扩产到单线 5 万吨, 达到 10 万吨的年产能。技术改造的重点是公用工程改造, 粘胶短纤权益产能达到 14.8 万吨/年。

定增扩产，年产能将突破 30 万吨。公司 2016 年 12 月 27 日发布定增预案，拟以 11.38 元/股的价格非公开发行不超过 131,810,193 股，募集 15 亿元用于年产 16 万吨差别化粘胶短纤维项目。公司拟建设两条年产 8 万吨纤维素纤维生产线，项目建设期为 2 年，达产后公司粘胶短纤权益产能将超过 30 万吨/年，有利于公司提高市场占有率、巩固行业地位。

产品结构升级，市场前景良好。随着社会经济的发展，常规粘胶短纤已经难以满足变化的市场需求，而功能化、产业化等差别化粘胶短纤的市场需求增长较快。本项目主要产品为市场前景良好的高白度纤维素纤维、高强度纤维素纤维、抗菌竹纤维等差别化纤维，其特点如下：

- **高白度纤维素纤维。**高白度纤维素纤维是指产品白度高于 85% 的再生纤维素纤维，常规方法生产出的普通纤维素纤维一般白度在 65% 左右。高白度纤维一般用于无纺布生产。
- **高强度纤维素纤维。**普通纤维素纤维强度较低，低强度纤维织物牢固度差、寿命短。高强度纤维素纤维在普通纤维的基础上，通过减缓反应速度、延长反应时间等措施，提高纤维成品的断裂强度。使用高强度纤维生产织物，可明显改善穿着性能，延长使用寿命，提高产品档次。
- **抗菌竹纤维。**抗菌竹纤维是一种新型生态环保再生纤维素纤维，其原料采用竹浆粕，具有纤维强度较高、弹性较好、吸湿放湿及染色性优良的特点。竹纤维具有抗菌、抑菌、防臭等功能，是一种新兴的、性能优良的再生纤维素纤维。

大股东认购彰显信心。公司大股东新工集团拟以不低于 2 亿元现金参与本次非公开发行股票，并确保本次发行后新工集团合计持有公司股份比例不低于 34.00%。大股东认购彰显了对这一项目的信心，有利于项目顺利推进。

粘胶短纤涨价，公司受益。粘胶短纤价格每吨涨 1000 元，公司 EPS 将增厚 0.31 元，公司是行业内弹性最大标的。

表 5：A 股上市公司粘胶短纤涨价弹性

公司	股本（亿股）	权益产能（万吨/年）	EPS 弹性
南京化纤	3.1	14.8	0.31
澳洋科技	7.3	21.6	0.22
三友化工	18.5	50.0	0.17
中泰化学	21.5	40.0	0.14
新乡化纤	12.6	11.0	0.06
吉林化纤	19.7	2.0	0.01

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：EPS 弹性为粘胶短纤涨价 1,000 元/吨，相应公司 EPS 增厚值

发展看点：转型升级迎机遇

公司不断尝试多元化发展。公司上市以来一直将粘胶纤维作为主业，为抵御粘胶纤维的周期性波动，公司近年来考虑转型，先后涉足房地产和现代服务业。目前房地产业务已经剥离。

2012 年开始尝试切入现代服务业。鉴于地产行业长期受限于政府宏观调控，董事会审时度势，利用现有资源优势，于 2012 年先后设立了南京古都非遗文化商旅有限公司、南京杏花村文化发展有限公司等两家控股子公司，分别开展商务旅馆连锁经营业务和国际酒类文化博览园业务，希望借此往现代服务业转型。之后，因为南京国资委下属集团调整，**公司定位为工业制造类公司，往现代服务业转型的尝试也因此停滞**，目前仅保留了酒店业务。

国企改革持续推进，公司将战略转型。江苏省国资委发布的《江苏省国有企业“十二五”发展纲要》强调要推动国有控股上市公司通过增资配股、公开增发、定向增发以及资产重组的方式，优化股权结构、资产结构、业务结构，在“十三五”期间国企改革将进一步深化。公司 2015 年年报提出：“立足主业，实现战略转型，加大资本运作力度，**通过定向增发等方式，快速开拓新产业，到 2020 年实现新产业产值占比达 50%**”。公司在定增预案中也提出：“未来，在实施本次非公开发行股票募集资金投资项目的基础上，公司将根据自身发展需要，积极寻找各种机遇，适时进入新的业务领域，寻求新的利润增长点，提升公司可持续经营能力。”

转型方向重点考虑新材料等新兴产业。基于南京国资委对公司工业制造类企业的定位，公司重点考虑在新材料领域进行转型，发展第二主业。公司非公开发行完成后，公司将在进一步做大做强粘胶纤维主业的基础上，积极在新材料等领域拓展新的业务，通过并购重组、资产注入等方式促进公司业务的进一步转型升级，提高公司盈利能力。

投资建议：首次给予“买入”评级

粘胶短纤持续高景气，公司弹性最大；定增加码粘胶短纤主业，巩固龙头地位；在国企改革大背景下，公升致力于发展第二主业，向新兴产业转型。市值小，弹性大。预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.33 元、0.90 元、0.99 元，首次给予“买入”评级。

风险提示：

粘胶短纤景气不及预期，定增项目推进不及预期，环保风险。

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1518	1696	2126	2285
增长率(%)	-14%	12%	25%	7%
归属母公司所有者净利润（百万元）	457.5	101.7	276.7	302.9
增长率(%)	8272%	-78%	172%	9%
每股收益(元)	1.490	0.331	0.901	0.986
净资产收益率(%)	32.8%	6.9%	16.1%	15.3%
每股经营现金流（元）	0.22			

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1518	1696	2126	2285	货币资金	81	229	520	881
营业成本	1313	1436	1600	1715	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	206	260	525	570	应收账款	63	70	88	95
%营业收入	13.5%	15.3%	24.7%	25.0%	存货	222	243	271	290
营业税金及附加	8	9	12	13	预付账款	9	10	11	12
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	127	133	168	181
销售费用	16	18	23	25	流动资产合计	646	845	1260	1675
%营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	可供出售金融资产	4	4	4	4
管理费用	127	131	167	179	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	8.3%	7.7%	7.8%	7.8%	长期股权投资	158	173	212	252
财务费用	10	0	-6	-10	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.7%	0.0%	-0.3%	-0.5%	固定资产合计	1340	1208	1071	922
资产减值损失	19	0	0	0	无形资产	31	27	25	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	501	15	40	40	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	526	115	369	404	其他非流动资产	-8	-8	-8	-8
%营业收入	34.6%	6.8%	17.4%	17.7%	资产总计	2171	2250	2563	2867
营业外收支	-8	0	0	0	短期贷款	50	0	0	0
利润总额	518	115	369	404	应付款项	246	269	299	320
%营业收入	34.1%	6.8%	17.4%	17.7%	预收账款	9	10	13	14
所得税费用	60	13	92	101	应付职工薪酬	9	9	10	11
净利润	458	102	277	303	应交税费	6	2	10	11
归属于母公司所有者的净利润	457.5	101.7	276.7	302.9	其他流动负债	256	278	314	336
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	576	569	647	693
EPS（元/股）	1.49	0.33	0.90	0.99	长期借款	0	1	1	1
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2015A	2016E	2017E	2018E	递延所得税负债	2	0	0	0
经营活动现金流净额	67	246	358	419	其他非流动负债	186	186	186	186
取得投资收益	2	0	0	0	负债合计	764	756	834	880
长期股权投资	761	0	0	0	归属于母公司	1397	1483	1718	1976
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	10	10	11	11
固定资产投资	-19	-34	-32	-23	股东权益	1407	1494	1729	1987
其他	-74	0	0	0	负债及股东权益	2171	2250	2563	2867
投资活动现金流净额	669	-34	-32	-23	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
股权融资	6	0	0	0	EPS	1.490	0.331	0.901	0.986
银行贷款增加（减少）	-713	-49	0	0	BVPS	4.55	4.83	5.60	6.43
筹资成本	30	-16	-36	-35	PE	9.07	40.84	15.00	13.71
其他	-59	0	0	0	PEG	-0.71	-3.18	-1.17	-1.07
筹资活动现金流净额	-737	-65	-36	-35	PB	2.97	2.80	2.42	2.10
现金净流量	-1	148	290	361	EV/EBITDA	6.26	13.80	6.78	5.76
					ROE	32.8%	6.9%	16.1%	15.3%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。