

## 增持 维持

### 股票价格

|              |               |
|--------------|---------------|
| 20090211 收盘价 | 31.88 元       |
| 6 个月内目标价     | 36.00 元       |
| 59 周内股价波动    | 15.78-39.98 元 |

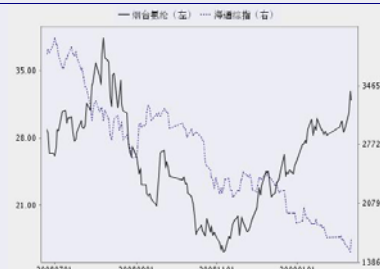
### 主要估值指标

|           | 2007 | 2008E | 2009E |
|-----------|------|-------|-------|
| 市盈率       | 8.52 | 17.67 | 16.64 |
| 市净率       | 2.33 | 2.33  | 2.07  |
| EV/EBITDA | 4.80 | 7.71  | 6.90  |

### 股本结构

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本 (万股)     | 12550.00  |
| 流通 A 股 (万股)  | 3200.00   |
| B 股/H 股 (万股) | 0.00/0.00 |

### 市场表现



资料来源：海通证券研究所

### 相关研究

烟台氨纶：景气波动难掩长期价值

2008.6.13

### 石化与基础化工行业核心分析师

邓 勇

电话：021-23219404

Email: dengyong@htsec.com

### 基础化工行业高级分析师

刘 金

电话：021-23219421

Email: liujin@htsec.com

### 化工小组助理分析师

曹小飞

电话：021-23219267

Email: caoxf@htsec.com

## 烟台氨纶 (002254)

2009 年 2 月 12 日

## 氨纶低迷时，芳纶显身手

公司将重点发展高性能纤维—芳纶纤维。其中，“间位芳纶”产能世界第二，全国第一；“对位芳纶”项目中试已完成，我们预计 2010 年将实现产业化，从而打破美日的长期垄断格局。

### 主要财务数据及预测

|              | 2007   | 2008E  | 2009E | 2010E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|
| 净利润增长率 (%)   | 634.01 | -35.27 | 6.16  | 16.50 |
| 毛利率 (%)      | 38.89  | 28.24  | 29.46 | 29.96 |
| 净资产收益率 (%)   | 37.35  | 13.21  | 12.44 | 12.80 |
| 每股经营性现金流 (元) | 4.11   | 4.78   | 4.60  | 4.90  |
| 每股收益 (元)     | 2.79   | 1.80   | 1.92  | 2.23  |

资料来源：海通证券研究所

- **公司主营业务由氨纶及芳纶两部分组成。**公司是中国首家氨纶生产企业和最大的芳纶生产企业。2008 年上半年，公司氨纶业务收入占比 73%，毛利占比 62%，毛利率为 28%；芳纶业务收入占比 27%，毛利占比 38%，毛利率为 47%；芳纶业务盈利能力强于氨纶业务。
- **氨纶业务结构调整适逢行业低谷。**氨纶产能扩张过快、需求萎缩，造成了氨纶行业本轮周期在 2007 年见顶后，景气度不断下滑，2008 年底整个行业开工率明显不足，行业处于底部运行阶段。2008 年底公司氨纶开工率约为 80%，高于其主要竞争对手，在行业处在领先的水平。公司在氨纶行业处于高景气阶段时，并没有一味地提高氨纶产能，而是注重产品结构的优化，从目前的情况来看，我们认为公司氨纶业务发展战略取得了一定意义上的成功。
- **芳纶业务盈利稳定、亮点突出。**芳纶业务是公司未来几年发展的重心所在，服装用间位芳纶项目 2008 年下半年投产后，公司间位芳纶产能已列世界第二，2009 年该项目产能将完全释放，能有效缓解氨纶行业低迷给公司业绩带来的消极影响；公司对位芳纶中试项目也于 2008 年底投产，产业化项目我们预计 2010 年投产，对位芳纶进口受到一定限制，造成国内芳纶市场存在的一定分割性，国际竞争对手虽然实力雄厚、技术领先，但不会对中国国内市场形成大的冲击，这使得公司对位芳纶顺利实现产业化后，业务拓展空间非常大。
- **公司竞争优势明显。**公司长期以来实行的差异化竞争策略，符合化纤产业发展趋势的业务产品，职工持股的股权结构，国内一流的自主研发能力，长期形成的品牌渠道优势等，都将使公司长期竞争力得到强化。
- **盈利预测与投资建议。**按照公司 12550 万股的总股本，我们预计公司 2008 - 2010 年的每股收益分别为 1.80 元、1.92 元和 2.23 元，给予公司 2009 年 18 - 20 倍市盈率，对应股价 34.56 - 38.40 元，维持“增持”的投资评级。
- **主要风险因素。**氨纶行业持续低迷，间位芳纶市场开拓受阻，对位芳纶产业化不顺利，芳纶产品原材料供应紧张。

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 投资要点.....                         | 4  |
| 1. 烟台氨纶简介.....                    | 5  |
| 2. 氨纶行业底部运行 .....                 | 5  |
| 2.1 氨纶是弹性最好的纤维，原材料将逐步摆脱进口依赖 ..... | 5  |
| 2.2 氨纶产能扩张迅速.....                 | 8  |
| 2.3 氨纶出口下降、下游纺织行业需求低迷 .....       | 9  |
| 2.4 氨纶行业集中度较高、行业进入成熟期 .....       | 10 |
| 2.5 氨纶行业处于景气低谷 .....              | 11 |
| 3. 芳纶行业成长空间巨大 .....               | 12 |
| 3.1 芳纶纤维性能卓越.....                 | 12 |
| 3.2 芳纶纤维前景广阔.....                 | 14 |
| 3.3 国际芳纶生产厂家盈利稳定 .....            | 14 |
| 3.4 芳纶行业美日垄断，在国内处于行业导入期.....      | 15 |
| 3.5 芳纶纤维需求前景广阔 .....              | 16 |
| 4. 烟台氨纶：氨纶低迷时，芳纶显身手 .....         | 16 |
| 4.1 氨纶业务：产品结构调整适逢行业低谷 .....       | 17 |
| 4.2 芳纶业务：盈利稳定、亮点突出 .....          | 18 |
| 4.3 财务指标行业领先.....                 | 19 |
| 4.4 竞争优势 .....                    | 20 |
| 5. 盈利预测与估值 .....                  | 21 |
| 6. 投资风险 .....                     | 22 |
| 财务报表分析和预测 .....                   | 23 |
| 信息披露.....                         | 24 |

## 图目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 1 烟台氨纶主营业务收入构成（2008 年上半年） .....             | 5  |
| 图 2 烟台氨纶主营业务毛利构成（2008 年上半年） .....             | 5  |
| 图 3 国际 PTMEG 消费构成 .....                       | 7  |
| 图 4 中国 PTMEG 消费构成 .....                       | 7  |
| 图 5 中国纯 MDI 消费构成（2007 年） .....                | 7  |
| 图 6 中国纯 MDI 市场份额（2007 年） .....                | 7  |
| 图 7 氨纶行业产业链 .....                             | 8  |
| 图 8 世界及中国历年氨纶产能变化 .....                       | 8  |
| 图 9 2002 年 - 2008 年中国氨纶产量及表观需求量变化 .....       | 9  |
| 图 10 2005 - 2008 年中国氨纶纤维月度出口量及出口额 .....       | 9  |
| 图 11 2005 - 2008 年中国纺织品月度累计产量同比变化 .....       | 9  |
| 图 12 氨纶行业波特五力分析 .....                         | 11 |
| 图 13 2007 年 - 2008 年氨纶价格及与原料价差变化（万元/ 吨） ..... | 11 |
| 图 14 间位芳纶应用领域构成 .....                         | 12 |
| 图 15 对位芳纶应用领域构成 .....                         | 12 |
| 图 16 芳纶行业产业链 .....                            | 14 |
| 图 17 2007 年杜邦安全与防护业务收入结构 .....                | 15 |
| 图 18 2004 - 2008 帝人公司芳纶业务利润与利润率变化 .....       | 15 |
| 图 19 全球间位芳纶产能分布 .....                         | 15 |
| 图 20 全球对位芳纶产能分布 .....                         | 15 |
| 图 21 芳纶行业波特五力分析 .....                         | 16 |
| 图 22 烟台氨纶股份有限公司股权关系 .....                     | 17 |
| 图 23 2008 年不同纤度氨纶的价格变化（纤度：20D<30D<40D） .....  | 17 |
| 图 24 烟台氨纶历年氨纶产能变化 .....                       | 18 |
| 图 25 烟台氨纶氨纶业务历年毛利率变化及毛利占比 .....               | 18 |
| 图 26 烟台氨纶历年芳纶产能变化 .....                       | 19 |
| 图 27 烟台氨纶芳纶业务毛利率变化及毛利占比 .....                 | 19 |

## 表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 1 各国氨纶的商品名 .....                           | 6  |
| 表 2 氨纶的主要用途 .....                            | 6  |
| 表 3 中国 PTMEG 产能 (万吨/年) .....                 | 7  |
| 表 4 中国 MDI 产能 (万吨) .....                     | 7  |
| 表 5 2008 年下半年氨纶下游制造企业开工率变化 (%) .....         | 10 |
| 表 6 2005 年、2007 年中国前五大氨纶生产企业产能情况 (吨/年) ..... | 10 |
| 表 7 主要芳纶的商品名 (品牌) .....                      | 12 |
| 表 8 主要化纤性能比较 .....                           | 13 |
| 表 9 间位芳纶与对位芳纶性能用途比较 .....                    | 13 |
| 表 10 化纤行业上市公司财务指标比较 (2008 年 1-3 季度) .....    | 20 |
| 表 11 主要化纤上市公司估值比较 .....                      | 21 |
| 表 12 主要基础假设 .....                            | 22 |

## 投资要点

烟台氨纶间位芳纶业务新增产能在2009年将完全释放，我们预计对位芳纶有望在2010年成功产业化，氨纶业务通过产品结构优化调整，在行业低迷期间表现出较强竞争力；公司长期以来实行的差异化竞争策略，符合化纤产业发展趋势的主营业务，职工持股的股权结构，国内一流的自主研发能力，长期形成的品牌渠道优势等，都将使公司长期竞争力得到强化。我们预计公司2008-2010年的每股收益分别为1.80元、1.92元和2.23元，给予公司2009年18-20倍市盈率，对应股价34.56-38.40元，6个月目标价36.00元，维持“增持”的投资评级。

## 估值分析

基于主要假设，通过海通证券估值模型测算，公司2008年-2010年EPS（摊薄后）分别为1.80元、1.92元、2.23元，公司2009年2月11日收盘价为31.88元，对应2008年-2010年PE分别为17.67x、16.64x、14.28x，PE在主要化纤公司中属较低水平。考虑到公司芳纶业务的高成长性，我们认为给予公司2009年18-20xPE是合理的，对应合理股价为34.56-38.40元，我们给予36.00元的6个月目标价，维持“增持”评级。

## 支持我们投资建议的几项关键性因素

- 氨纶行业在2009年、2010年将从景气底部逐步复苏，氨纶原材料PTMEG、纯MDI供应充足。
- 公司服装用间位芳纶业务市场开拓顺利，毛利率稳定；对位芳纶产业化项目如期成功投产，公司芳纶业务在国内的领先地位巩固。

## 风险因素

- 纺织服装行业需求能否恢复是氨纶行业走出低迷的关键所在，如果纺织服装行业持续不振将会导致氨纶行业走出低谷将十分困难。
- 服装用间位芳纶是公司的新产品，存在市场开拓的风险。
- 对位芳纶产业化技术难度极大，在国内还没能实现，公司作为该项业务的开拓者，存在一定技术风险。
- 芳纶业务曾因原材料供应出现紧张而导致盈利能力下降，原材料供应状况将会影响公司芳纶业务的运行。

## 1. 烟台氨纶简介

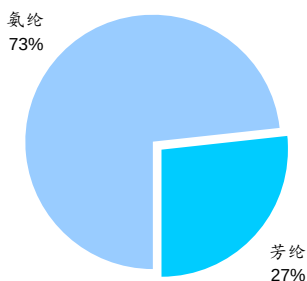
烟台氨纶(002254)是中国首家氨纶纤维生产企业,目前是我国氨纶行业龙头企业和最大的芳纶生产企业。

目前公司拥有氨纶产能 22000 吨/年,间位芳纶(芳纶 1313)产能 4300 吨/年,对位芳纶(芳纶 1414)中试项目有 100 吨/年的生产能力。公司作为我国特种纤维生产基地,未来几年的发展重心集中在做强芳纶业务,对于氨纶业务主要是致力于优化产品结构,加大高品质氨纶产品的研发力度,除此之外公司正密切关注其他高性能纤维发展。

公司于 2008 年 6 月 25 日在深圳股票交易所上市,现总股本为 12550 万股,募投项目“1500 吨/年服装用间位芳纶项目”已于 2008 年 9 月正式投产,非募投项目“对位芳纶长丝及其浆粕中试技术开发项目”于 2008 年 12 月投产,为公司另一募投项目“1000 吨/年对位芳纶产业化工程项目”提供了重要的技术基础,我们预计“对位芳纶产业化”项目将于 2010 年投产,届时公司将拥有芳纶产能 5400 吨/年,其中间位芳纶 4300 吨/年,对位芳纶 1100 吨/年。

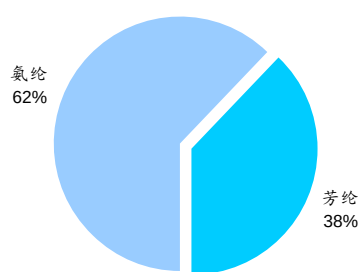
公司 2008 年前三季度实现营业收入 11.21 亿元,净利润 1.74 亿元,比去年同期分别减少 13.36%、33.17%,主要原因是氨纶行业景气下滑使公司氨纶业务盈利能力出现大幅滑坡。2008 年中报显示,公司氨纶业务收入占比 73%,毛利占比 62%,毛利率为 28%;芳纶业务收入占比 27%,毛利占比 38%,毛利率为 47%;芳纶业务盈利能力强于氨纶业务。

图 1 烟台氨纶主营业务收入构成(2008 年上半年)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

图 2 烟台氨纶主营业务毛利构成(2008 年上半年)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

## 2. 氨纶行业底部运行

### 2.1 氨纶是弹性最好的纤维,原材料将逐步摆脱进口依赖

氨纶的学名为“聚氨基甲酸酯纤维”,亦称“聚氨酯弹性纤维”,是指分子链中至少含有 85% (质量比) 聚氨酯链段的合成纤维,在美国称之为“Spandex”,英国为“Elastane”,日本为“ESPA”;“氨纶”是聚氨基甲酸酯纤维在我国的商品名。

氨纶独特的分子结构赋予其超强的拉伸和恢复能力,氨纶纤维可以牵伸到自身长度的 5-8 倍,弹性回复率高达 98%,其弹性优于世界现有的任何一种纤维。

表 1 各国氨纶的商品名

| 国家       | 商品名       | 中译名  |
|----------|-----------|------|
| 中国       | 氨纶        | -    |
| 美国、英国、荷兰 | Lycra     | 莱卡   |
| 日本       | Neolon    | 尼奥纶  |
| 德国       | Dorlastan | 多拉斯坦 |

资料来源：海通证券研究所

### 2.1.1 氨纶主要用于弹性织物

在纺织行业中，通常将氨纶丝（纱）与其它纤维的纱线一起做成包芯纱或加捻后使用，多以氨纶为纱芯，外包棉、毛、涤棉、腈纶、涤纶等非弹性纤维，制成各种包芯纱、包覆纱、合捻纱，供织造弹性织物使用，可制成各种具有弹性的服装及其他织物。

氨纶在织物成品中添加比例约为 3-30%，平均达 6%，极大地影响着成品的性状、舒适度和流行设计，对成品的外观和性能起着巨大的影响。氨纶制成的服装，穿着舒适，能适应身体各部分弯曲的需要，并能减轻服装对身体的束缚感，同时织物还有很好的防皱性，皱折定型能力永久不变。

表 2 氨纶的主要用途

| 氨纶应用领域 | 举例                      |
|--------|-------------------------|
| 体育运动服  | 运动衣、游泳衣、溜冰衣、高尔夫球服       |
| 各类专用服装 | 宇航服、飞行服、工作服             |
| 女性用品   | 妇女紧身衣、健美服、内衣、裤袜、束腰带、高弹袜 |
| 服装用料   | 弹力灯芯绒、弹力劳动布、弹力毛华达呢、毛花呢  |
| 装饰面料织物 | 家具、汽车座椅外裹织物             |
| 医疗辅助器材 | 弹性绷带、皮管、人工器官材料          |

资料来源：海通证券研究所

### 2.1.2 氨纶上游是 PTMEG、纯 MDI，下游是纺织服装行业

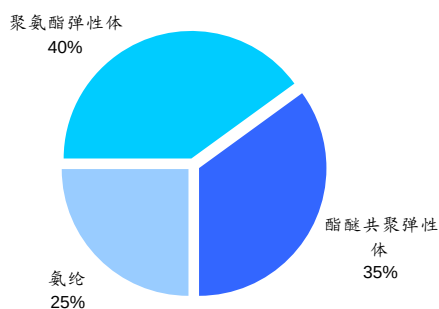
氨纶和其他合成纤维产品一样，其主要原料 PTMEG 和纯 MDI 均是来自于石化产品，国际原油价格波动、PTMEG 与纯 MDI 供需状况等因素，对氨纶行业的成本有很大影响；氨纶下游主要集中在纺织服装领域。

PTMEG 是“聚四亚甲基醚二醇”的简称，又名“聚四氢呋喃”。国际 PTMEG 主要消费领域为聚氨酯弹性体、氨纶、酯醚共聚弹性体，占比分别为 40%、35%、25%；而在我国 PTMEG 主要消费领域集中在氨纶生产中，占比约 95%。

我国 PTMEG 长期依赖进口，尽管 2007 年国内 PTMEG 产能已经达到了 15.5 万吨/年，但是新建装置不稳定，装置开工率只有大约 60-65%，国内氨纶用 PTMEG 现年需求量约 16 万吨，进口依存度依然在 40% 左右。近年来 PTMEG 产能扩张较快，预计到 2010 年我国 PTMEG 产能将达到 30 万吨，其产能扩张的速度快于氨纶产能增加的速度，届时我国 PTMEG 依赖进口的情况将会改变，国内氨纶用 PTMEG 将能得到充分的供给。

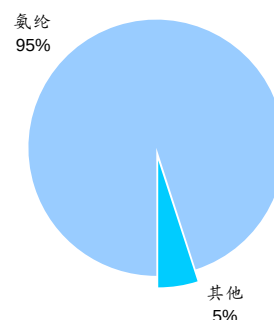


图 3 国际 PTMEG 消费构成



资料来源：CCFEI，海通证券研究所

图 4 中国 PTMEG 消费构成



资料来源：CCFEI，海通证券研究所

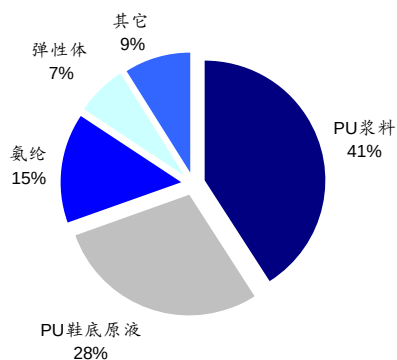
表 3 中国 PTMEG 产能（万吨/年）

|       | 山西三维 | 大连化工 | 中化国际 | 上海巴斯夫 | 前郭炼化 | 杭州青云 | 宁波三菱 | 四川天华 | 总计   |
|-------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 2007  | 1.5  | 4.0  | 2.0  | 6.0   | 2.0  | -    | -    | -    | 15.5 |
| 2010E | 3.0  | 4.0  | 2.0  | 6.0   | 2.0  | 6.0  | 2.5  | 4.6  | 30.1 |

资料来源：CCFEI，海通证券研究所

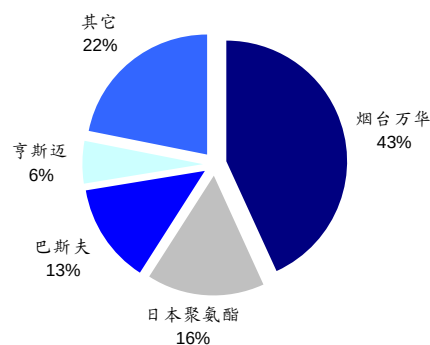
氨纶的另一原料是 MDI，MDI 主要分为纯 MDI 和聚合 MDI 两大类，用于生产氨纶的是纯 MDI，2007 年我国消耗纯 MDI 26.49 万吨，其中有 14.7% 是用于氨纶，烟台万华占有我国纯 MDI 43.18% 的市场份额。

图 5 中国纯 MDI 消费构成（2007 年）



资料来源：Chemsino，海通证券研究所

图 6 中国纯 MDI 市场份额（2007 年）



资料来源：Chemsino，海通证券研究所

经过大规模扩产，我国的 MDI 已经基本实现了自给，国内 MDI 龙头企业烟台万华市场份额领先，2007 年我国 MDI 产能为 61 万吨，根据各公司披露的扩产数据，我们预计 2010 年我国 MDI 产能将达到 134 万吨，产能过快的增长带来过剩的隐忧，但对氨纶行业来说意味着原料供给将持续充足。

表 4 中国 MDI 产能（万吨）

|       | 烟台万华 | 宁波万华 | 上海联恒 | 上海拜尔 | 总计  |
|-------|------|------|------|------|-----|
| 2007  | 13   | 24   | 24   | -    | 61  |
| 2010E | 20   | 60   | 24   | 30   | 134 |

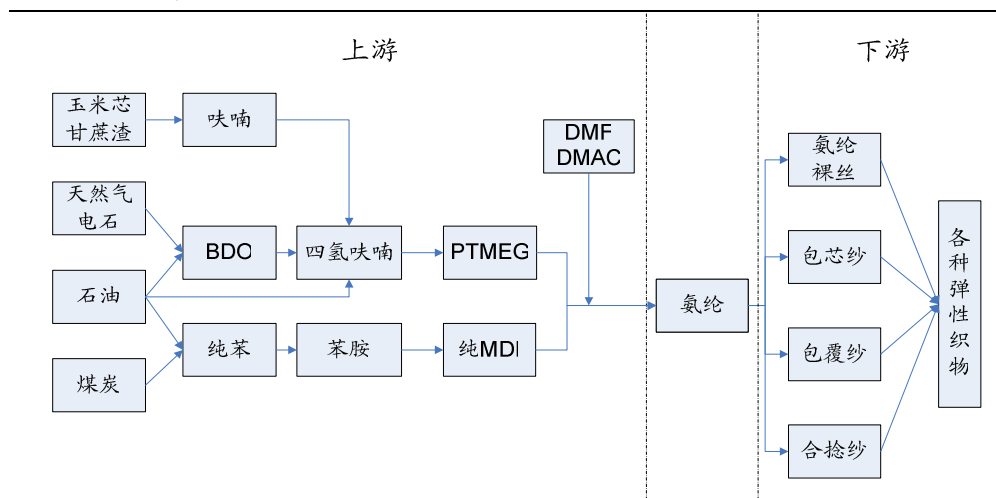
资料来源：Chemsino，海通证券研究所

氨纶的下游应用集中在纺织服装领域，世界范围内约 50% 的服装含有氨纶，氨纶广



泛的应用于针织和机织弹力织物。

图7 氨纶行业产业链

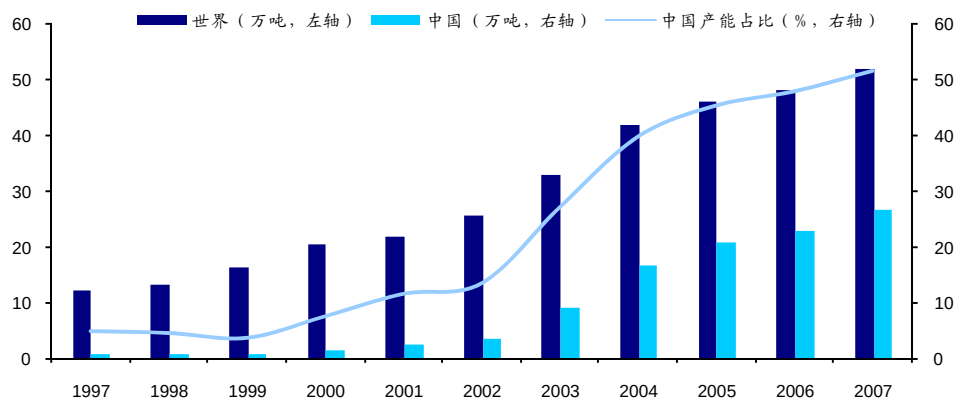


资料来源：海通证券研究所

## 2.2 氨纶产能扩张迅速

烟台氨纶于1989年在全国率先投产300吨/年氨纶生产线,经过十余年的导入期后,我国氨纶产业开始迅速成长,从2000年开始,氨纶产能爆发性增长,到2007年我国氨纶产能达到26.5万吨/年,是1999年产能的44倍,复合增长率达61%。氨纶产业在2006年-2007年的高景气后,产能将进一步扩张,据统计2008年曾有12.7万吨/年的扩产计划,但鉴于氨纶行业景气度迅速降低,新增产能将低于预期。我国氨纶产能高速扩张的大背景是国际氨纶产业产能转移,自1999年以来,我国氨纶产能占世界产能比例稳步提高,2007年底我国的氨纶产能已经占到世界总产能的一半以上。

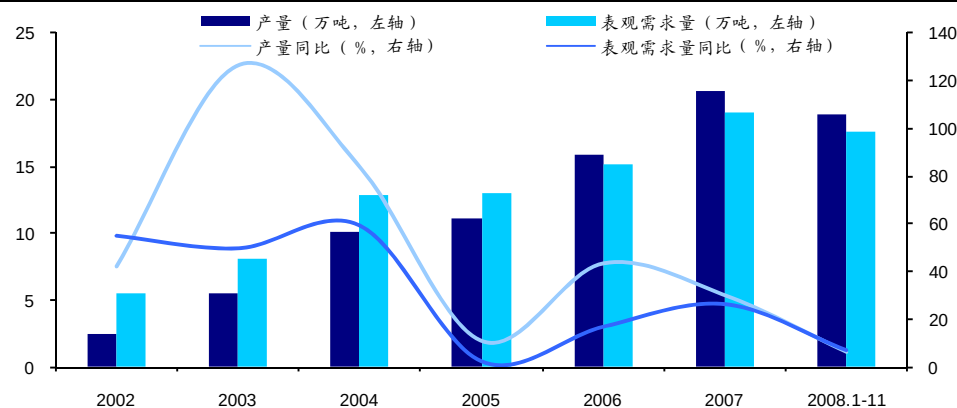
图8 世界及中国历年氨纶产能变化



资料来源：CCFEI, 海通证券研究所

随着我国氨纶产能的扩张,氨纶的产量也逐年增加,2003年氨纶产量同比增长了126%,随后增速放缓,2005年到达10.5%的增速低点,2006年产量增速有所复苏,2008年前11月,我国氨纶实现产量18.8万吨,同比仅增加5.9%,比2005年的增速低点还低5.6个百分点,氨纶生产增长进入新一轮低谷。近年来氨纶产量的增速一直快于表观需求量的增速,但从2007年及2008年前11个月的数据来看,二者已经趋近。

图9 2002年-2008年中国氨纶产量及表观需求量变化



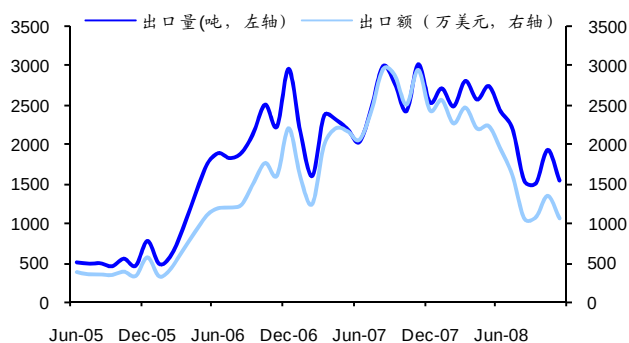
资料来源：CCFEI，海通证券研究所

## 2.3 氨纶出口下降、下游纺织行业需求低迷

氨纶的需求85% - 90%供国内纺织服装行业的应用，其余出口。

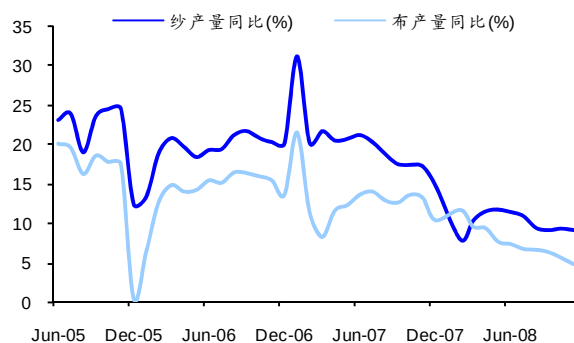
我国在2003年之前氨纶主要还是依赖进口，从2003年开始，随着国内氨纶产能的扩张，我国的氨纶自给率不断提高。2006年韩国、台湾等国家和地区的部分氨纶装置的停车，以及土耳其、巴西、越南等国家对氨纶的整体需求的大幅增长，国际氨纶市场整体供不应求，我国氨纶的出口量飙升，于该年首次实现氨纶的净出口，出口需求成为影响国内氨纶市场的重要因素。2007年2月因春节假期，月出口量大幅下降，之后直到2008年7月，氨纶的月出口量一直在2600吨上下波动，出口额于2007年底先行下滑。2008年8月开始，氨纶的出口出现量价齐跌的现象，11月份当月出口量及出口额创下了两年来的新低，出口的减少给氨纶产能的消化带来压力。

图10 2005-2008年中国氨纶纤维月度出口量及出口额



资料来源：CCFEI，海通证券研究所

图11 2005-2008年中国纺织品月度累计产量同比变化



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

在2005年全球纺织品配额取消之后，我国纺织市场大幅扩容，包括经编机、大圆机、包纱机、喷织机等在内的织机数量大增。我国纱产量增幅在2006年8月以后的一年内都是保持在20%以上，同期布产量增速也在15%左右，因此氨纶的需求也水涨船高，带动了国内氨纶达到了景气高点。2007年下半年开始，我国纺织服装行业因劳动力成本提高、人民币升值、出口退税减少等因素造成出口增速逐渐放缓，再加上2008年9月恶化的全球金融危机的影响，无论是纱产量还是布产量的增速均创下了近年正常月份的新低，预计纺织服装行业的出口2009年将会出现零增长或负增长，氨纶下游的织造企业开工率逐月降低，再创近年新低。

表 5 2008 年下半年氨纶下游制造企业开工率变化 (%)

| 时间      | 圆机 | 包纱 | 棉包 | 经编 | 花边 |
|---------|----|----|----|----|----|
| 2008.8  | 48 | 71 | 52 | 75 | 48 |
| 2008.9  | 45 | 69 | 56 | 71 | 46 |
| 2008.10 | 41 | 65 | 55 | 65 | 38 |
| 2008.11 | 38 | 56 | 50 | 57 | 32 |
| 2008.12 | 39 | 52 | 52 | 55 | 29 |

资料来源：CCFEI、海通证券研究所

## 2.4 氨纶行业集中度较高、行业进入成熟期

氨纶行业在我国化纤行业中各项经济指标优于涤纶、锦纶、粘胶等子行业，产业集中度较高，且随着大型氨纶企业的扩产，产业集中度会进一步提高，2007 年氨纶产能前五位的总和占总产能的 51.5%，而 2005 年这个比例是 48.2%。因此，大型氨纶生产对整个行业的运行有较大影响，考察行业运行发展趋势应关注大型企业的经营行为，2008 年英威达、华峰氨纶、舒卡股份均有产能扩张的计划，其中华峰氨纶 2008 年新增产能 2 万吨/年，总产能已经达 4.2 万吨/年；舒卡股份停建 0.5 万吨/年产能后，在建产能 1.2 万吨/年。

表 6 2005 年、2007 年中国前五大氨纶生产企业产能情况 (吨/年)

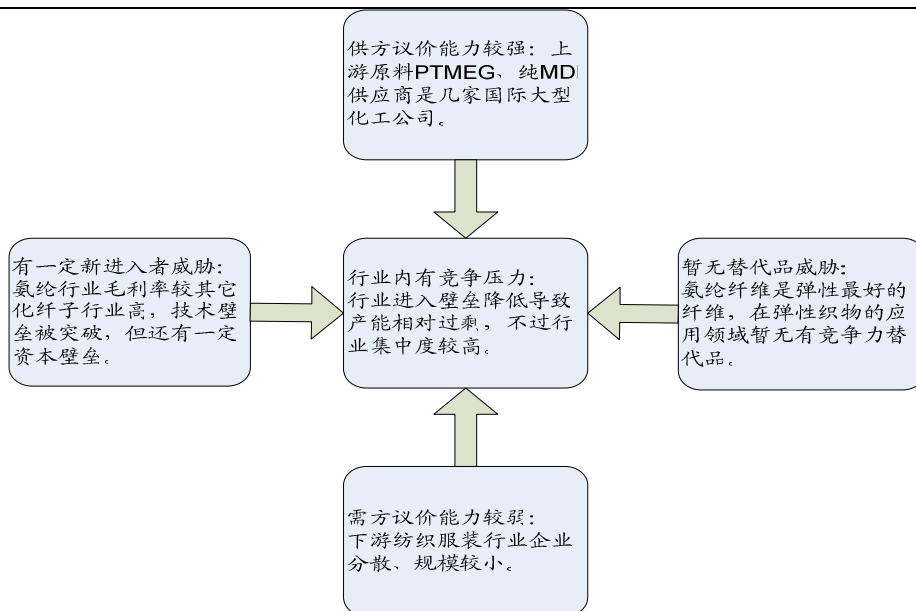
| 企业名称            | 2005 年 | 企业名称 | 2007 年 |
|-----------------|--------|------|--------|
| 晓星氨纶            | 32700  | 晓星氨纶 | 38700  |
| 烟台氨纶            | 20000  | 英威达  | 33000  |
| 英威达             | 18000  | 华峰氨纶 | 22000  |
| 华峰氨纶            | 18000  | 烟台氨纶 | 22000  |
| 杭州舒尔姿           | 11000  | 江苏双良 | 20500  |
| 中国总产能           | 206700 |      | 264600 |
| 前五大产能占总产能比例 (%) | 48.2   |      | 51.5   |

资料来源：CCFEI、海通证券研究所

经过多年的发展，我国氨纶行业技术壁垒降低，原材料供应逐渐充足，产能扩张迅速，目前呈现供过于求的市场态势，整个行业正在从成长期迈入成熟期，氨纶行业的盈利水平将出现一定下滑。

氨纶上游原料 PTMEG、纯 MDI 主要供应商是几家国际大型化工公司，因此氨纶行业供方议价能力较强；氨纶行业下游纺织服装行业企业分散、规模相对较小，因此需方议价能力较弱；氨纶行业进入壁垒降低导致产能相对过剩，不过行业集中度比较高，行业内有一定的竞争压力；氨纶行业毛利率较其它化纤子行业高，技术壁垒已被突破，但还有一定的资本壁垒，因此有一定新进入者的威胁；氨纶纤维是弹性最好的纤维，在弹性织物的应用领域暂时无有竞争力的替代品。

图 12 氨纶行业波特五力分析



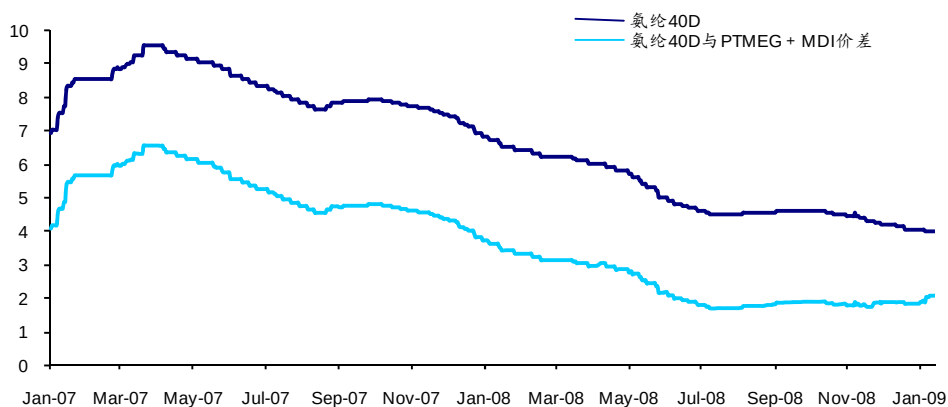
资料来源: 海通证券研究所

## 2.5 氨纶行业处于景气低谷

氨纶行业景气度在 2007 年达到高点后一路下滑, 氨纶 40D 价格在 2007 年 4 月的价格达到 95000 元/吨, 2009 年 1 月价格已经下跌到 40000 元/吨, 跌幅接近 60%, 氨纶价格正处在历史最低点, 氨纶主要原料 PTMEG 价格也在 2008 年末期出现加速下滑的趋势。

氨纶价格从高点坠落的主要原因是供给和需求面的变化, 产能产量快速增加, 而下游纺织服装行业及直接出口的需求出现萎缩, 这就造成了氨纶市场供大于求, 价格急剧下降也就在情理之中; 与此同时, 氨纶的主要原材料 PTMEG 和 MDI 的价格虽有一定程度的下跌, 但是下跌幅度远低于氨纶产品, 这就造成氨纶行业利润水平急剧下滑, 从图 13 中可以发现, 氨纶 40D 与 PTMEG、MDI 复合价格的价差也随氨纶价格的下跌而下跌, 2008 年下半年在 PTMEG、MDI 价格补跌后, 价差稳中有升。

图 13 2007 年-2008 年氨纶价格及与原料价差变化 (万元/吨)



资料来源: CCFEI, 海通证券研究所

注: 价格均为中纤价格指数, PTMEG、MDI 复合价格 PTMEG 价格权重为 80%, MDI 价格权重为 20%。

主要氨纶上市公司 2007 年的氨纶毛利率普遍在 40% 左右, 2008 年中期已经下降

到 30% 以下，鉴于氨纶在 2008 年持续下跌，全年度氨纶毛利率将降到 15% 左右。目前氨纶价格已经普遍降至成本线以下，国内主要厂家陆续执行限产保价的措施，行业开工率在 40-50% 之间，我们预计氨纶价格继续下探的空间已经不大。业内普遍认为氨纶行业景气程度已经见底，行业在底部会持续多长时间，取决于下游需求何时才能复苏，下游织造企业开工率是重要的先行指标。

2008 年下半年以来，面对金融危机国家三次提高纺织服装及化纤的出口退税率至 15%，一定程度上缓解了纺织服装及化纤出口的下滑压力。2009 年 2 月国家出台了纺织行业振兴计划，人民币汇率趋于稳定，这些因素都将改善氨纶行业及其下游的生存环境。

综合上下游各方因素，我们预计 2009 年、2010 年氨纶行业景气度将在底部徘徊后有所提升，行业毛利率将在低位企稳后上升。

### 3. 芳纶行业成长空间巨大

#### 3.1 芳纶纤维性能卓越

芳纶纤维的全称是“芳香族聚酰胺纤维”，特殊的分子结构使得芳纶纤维具有低密度、高强度、耐高温等优良性质，是世界三大高性能纤维之一。根据分子结构的不同主要分为两类，一类是间位芳纶（芳纶 1313），因其阻燃性能出色被称为“防火纤维”，具有代表性的是杜邦的 NOMEX、帝人的 CONEX 及烟台氨纶的 New star（纽士达）；另一类是对位芳纶（芳纶 1414），因其高强度、高模量被称为“防弹纤维”，具有代表性的是杜邦的 KEVLAR 和帝人的 TWARON。

表 7 主要芳纶的商品名（品牌）

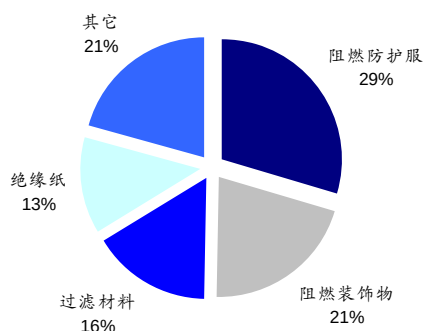
| 商品名           | 品种   | 生产商  |
|---------------|------|------|
| NOMEX         | 间位芳纶 | 杜邦   |
| CONEX         | 间位芳纶 | 帝人   |
| New star（纽士达） | 间位芳纶 | 烟台氨纶 |
| KEVLAR        | 对位芳纶 | 杜邦   |
| TWARON        | 对位芳纶 | 帝人   |

资料来源：海通证券研究所

#### 3.1.1 芳纶纤维的性能及用途

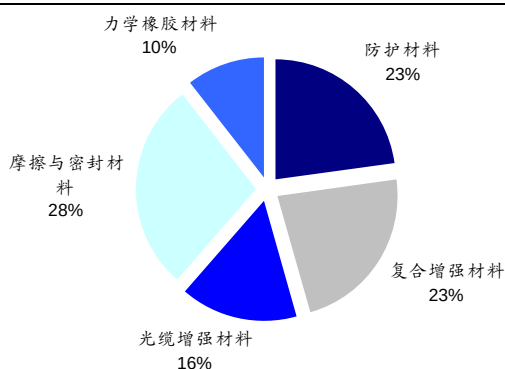
间位芳纶及对位芳纶的分子结构不同，因此性能也各有特点，间位芳纶强度、模量、降解温度方面要逊于对位芳纶，但是其断裂伸长率要强于对位芳纶，因此可纺性较强。

图 14 间位芳纶应用领域构成



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 15 对位芳纶应用领域构成



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

间位芳纶是当今世界上耐高温性能最佳的高科技新材料之一，最早由杜邦公司研制成功，并于 1967 年实现了工业化生产。其优异的耐热性能体现在热分解温度为 400 - 430℃，在火焰中不发生熔滴，在 100 - 200℃之间长期使用不会熔融，在 200℃下连续工作 2 000 小时强度仍能保持原来的 90%。在突遇 900 - 1500℃的高温时，表面会迅速碳化及增厚，形成特有的绝热屏障，保护穿着者逃生。其主要用途集中在特种防护服、高温过滤材料、阻燃装饰物、绝缘纸等，应用涉及工业、民用、军事、航空航天等领域。

对位芳纶最突出的性能是高强度、高模量和出色的耐热性，由杜邦公司研制并于 1971 年实现工业化。其单位质量韧性、模量、拉伸强度不仅高于尼龙、聚酯等化纤，还远高于钢丝。三大高性能纤维中，对位芳纶单位质量的韧性、模量、断裂伸长、拉伸强度等性能逊于高强高模聚乙烯纤维，但是降解温度却远高于高强高模聚乙烯；与碳纤维相比芳纶降解温度要低很多，但是在韧性、断裂伸长、拉伸强度等方面具有优势；因此，对位芳纶具有独特的优势，大多被用作轻质复合增强材料、阻燃防护材料。

表 8 主要化纤性能比较

|                 | 密度<br>(10 <sup>-3</sup> lb/in <sup>3</sup> ) | 降解温度<br>(℃) | 韧性  | 模量   | 断裂伸长 | 拉伸强度 |
|-----------------|----------------------------------------------|-------------|-----|------|------|------|
| 对位芳纶 (KEVLAR29) | 52                                           | 427-482     | 1.0 | 1.0  | 1.0  | 1.0  |
| 高强玻纤            | 90                                           | 850         | 1.1 | 1.4  | 1.2  | 1.9  |
| 无碱玻纤            | 92                                           | 730         | 1.5 | 1.7  | 1.3  | 2.7  |
| 钢丝              | 280                                          | 1500        | 8.0 | 1.9  | 9.7  | 43.9 |
| 尼龙 66           | 42                                           | 254         | 2.4 | 10.3 | 0.2  | 1.9  |
| 聚酯              | 50                                           | 256         | 2.4 | 4.9  | 0.2  | 2.3  |
| 高强高模聚乙烯         | 35                                           | 149         | 0.8 | 0.4  | 0.7  | 0.5  |
| 碳纤维             | 65                                           | 3500        | 1.2 | 0.4  | 3.2  | 1.5  |

资料来源：Dupont，海通证券研究所

注：除密度、温度外，其余指标为对位芳纶相对于其它纤维的倍数。

表 9 间位芳纶与对位芳纶性能用途比较

| 品种   | 特点               | 用途                                      | 共性                   |
|------|------------------|-----------------------------------------|----------------------|
| 间位芳纶 | 优良可纺性<br>杰出的耐辐射性 | 特种防护服、防火装饰品<br>高温过滤材料<br>蜂巢结构材料<br>绝缘材料 | 密度小<br>热稳定性          |
| 对位芳纶 | 高强度<br>高模量       | 增强复合材料<br>骨架材料<br>个体防护材料<br>绝缘材料        | 阻燃性<br>电绝缘性<br>化学稳定性 |

资料来源：海通证券研究所

### 3.1.2 芳纶产品产业链

间位芳纶的主要原料为间苯二甲酰氯和间苯二胺，我国间苯二甲酰氯主要应用于芳纶，约占 98%；间苯二胺主要应用于染料、农药等精细化工领域，芳纶的用量只占总量的 6%，因此，对于间位芳纶行业应该关注间苯二甲酰氯的生产及市场状况，国内芳纶企业所用该产品主要也是由国内厂家供应，杜邦等公司则配有生产装置实现部分自给。

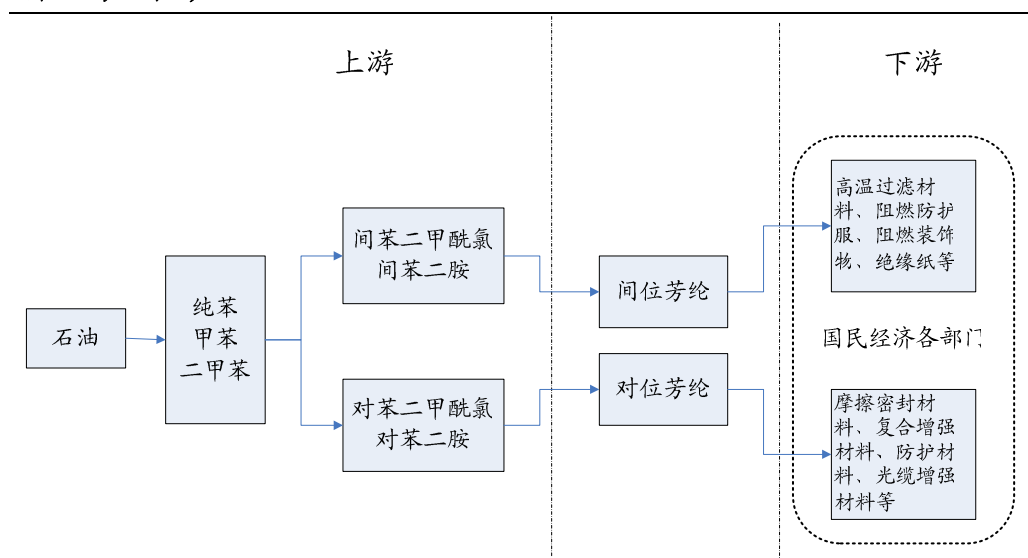
对位芳纶的主要原料为对苯二甲酰氯和对苯二胺，这两种原料我国的生产技术水平与国际比较没有太大差距，目前作为精细化工原料除供我国自身消费，还能实现一部分出口，因此对位芳纶的原料在我国还是能得到比较充分的供应。

芳纶的下游应用广泛，作为产业用纺织品的原料，供民用、工业、国防等各个领域



所用；其中，间位芳纶的主要下游为高温过滤材料、阻燃防护服、芳纶绝缘纸等领域。

图 16 芳纶行业产业链



资料来源：海通证券研究所

### 3.2 芳纶纤维前景广阔

芳纶行业发展的背景是全球范围内产业用纺织品的蓬勃兴起，芳纶等高性能纤维 90% 以上的都是作为产业用纺织品的原料使用的。芳纶纤维密度小、性能佳，但是其生产技术难度极大，世界上只有少数国家掌握，工业化生产长期被美国和日本垄断，多年来作为可用于军事的战略物资，芳纶的进口受到一定限制，芳纶的民用需求也被高昂价格所抑制，因此，国家将芳纶作为高新技术产品重点扶植和发展。

据帝人公司预测世界对位芳纶需求将以年均 9% 的速度增长，间位芳纶也将以相当的速度成长，而作为经济迅速发展的中国，芳纶的需求还处在快速拓展期，其需求增速将远超世界平均水平，有预测认为增速将达 30%。如果国内芳纶的产能能迅速形成，特别是对位芳纶的产业化能够成功，下游需求将出现爆发性增长。

国内间位芳纶已实现产业化，打破了美日在这一领域的垄断，烟台氨纶已经拥有 4300 吨/年的生产能力，成为世界第二大间位芳纶生产商，另外，广东彩艳也拥有 1000 吨/年的生产能力；对位芳纶的产业化国内还没有实现，目前，烟台氨纶、上海艾麦达等公司已经实现了中试，产业化项目正在建设当中。

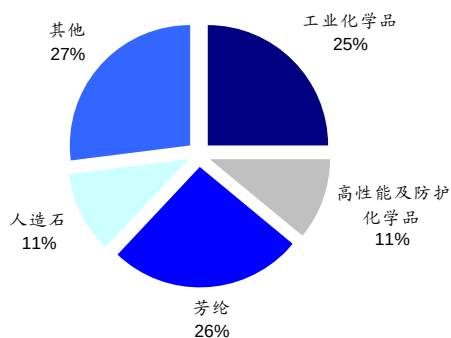
### 3.3 国际芳纶生产厂家盈利稳定

芳纶最早的生产厂家是杜邦，目前拥有约 6 万吨/年的产能，其中间位芳纶 2.5 万吨/年，对位芳纶 3.3 万吨/年，2007 年芳纶产品占公司安全与防护业务收入的 26%，一直是公司强劲的利润增长点。公司计划投资 5 亿美元，计划在 2010 年将其对位芳纶产能再扩张 25%，届时其垄断地位将进一步巩固。

世界第二大芳纶厂家帝人公司的芳纶产能约 2.6 万吨/年，主要集中在对位芳纶，公司芳纶业务的经营利润近五年以 16.5% 的复合增长率增加，近几年，公司经营利润率稳步增长，保持在 25-30% 之间，截至 2008 年 3 月的财年，公司芳纶业务实现经营利润 260 亿日元。

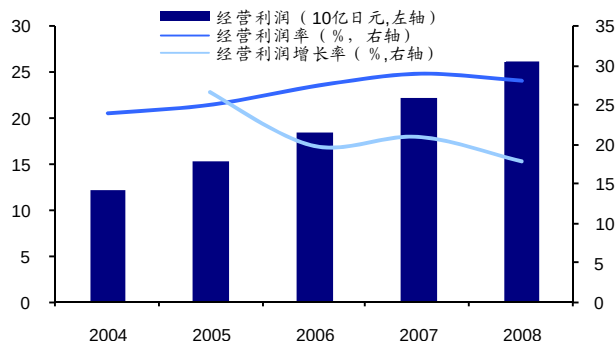


图 17 2007 年杜邦安全与防护业务收入结构



资料来源: Dupont, 海通证券研究所

图 18 2004 - 2008 帝人公司芳纶业务利润与利润率变化



资料来源: Teijin, 海通证券研究所

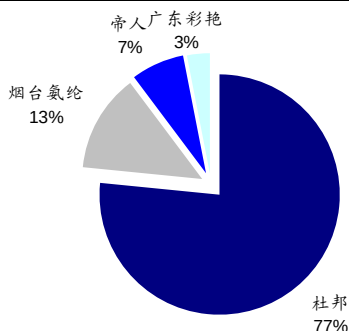
### 3.4 芳纶行业美日垄断，在国内处于行业导入期

芳纶高性能纤维的属性，决定了芳纶行业产量相对传统化纤较小，但其产品附加值极高，行业发展靠的是技术驱动，而芳纶的生产技术又掌握在少数企业手里。芳纶纤维诞生 40 多年来，出于对垄断利润的期望及国家安全考虑，芳纶的生产技术一直对外封锁，要掌握芳纶的生产技术唯一的道路就是自主研发，这样芳纶行业就存在一个极高的进入壁垒，因此，至今世界芳纶纤维的生产还是被杜邦和帝人所垄断。

间位芳纶产能杜邦约占世界总产能的 77%，远远领先产能列第二的烟台氨纶 13% 的占比，杜邦基本处在垄断地位；对位芳纶杜邦占世界 55% 的产能，而帝人则占 41%，形成两大寡头。

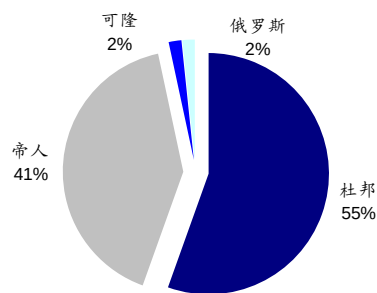
国际芳纶产业经过几十年的发展，目前已处于成长期；在中国，间位芳纶于 2004 年才开始产业化，对位芳纶还没有实现产业化，因此，对于我国来说，芳纶产业还是处在导入期，产品价格较高，厂家的毛利处在较高水平，在这一时期产品研发投入及下游需求的培养尤为重要。

图 19 全球间位芳纶产能分布



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

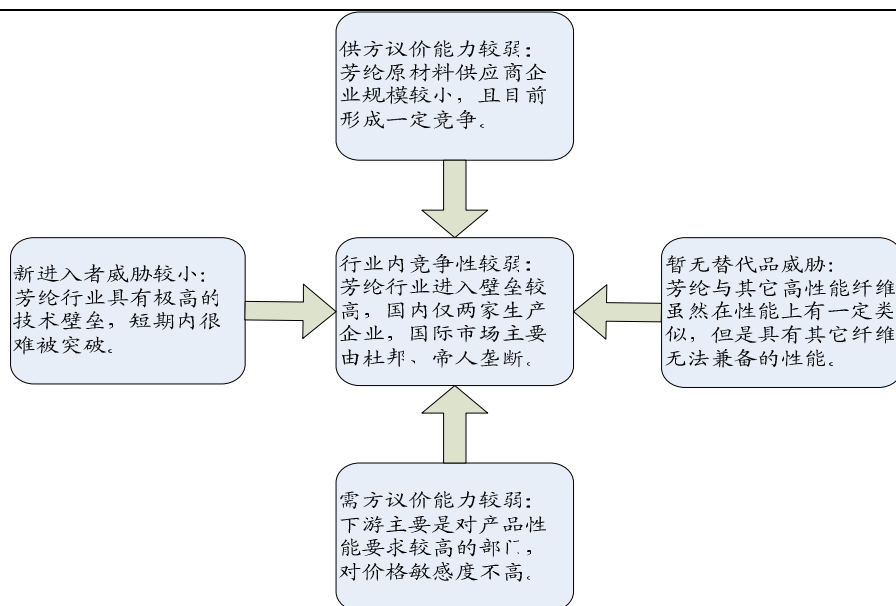
图 20 全球对位芳纶产能分布



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

国内芳纶上游原料的供应商目前已经形成一定竞争，且企业规模不大，因此芳纶行业供方议价能力较弱；芳纶行业下游一般分散在对产品性能要求较高的部门，对价格敏感度不高，因此，芳纶行业需方议价能力较弱；我国芳纶行业主要就烟台氨纶及广东彩艳两家企业，国内市场竞争性不强，国际市场主要由杜邦、帝人垄断；芳纶行业技术壁垒极高，短期内无法被迅速突破，因此新进入者威胁较小；芳纶与其它高性能纤维虽然在性能上有一定类似，但是其具有其它纤维无法兼备的性能，因此没有竞争力的替代品。

图 21 芳纶行业波特五力分析



资料来源: 海通证券研究所

### 3.5 芳纶纤维需求前景广阔

基于上文对芳纶产品应用及芳纶行业发展状况的分析, 我们认为, 芳纶作为新兴的高性能纤维材料, 需求前景极为广阔; 芳纶产品的供给被杜邦、帝人两大公司所垄断, 因其可用于军事, 国内进口受到一定限制, 国内自主发展芳纶产业意义重大。目前, 该行业在中国处于导入期, 仅间位芳纶有两家形成产业化, 对位芳纶还没有实现产业化。虽然从技术水平及销售收入看, 中国的芳纶产业还无法与美日相提并论, 但是, 芳纶作为重要的战略物资, 其市场存在一定的分割性, 这是中国的芳纶产业发展的一个重要基础, 该行业的先行者有望成为未来国内市场的主导力量。我们认为, 芳纶产品虽然在目前有一半左右是出口, 但国内市场才是将来需求的主流, 当然这需要我国的芳纶生产技术不断进步、芳纶下游需求得到充分激活。

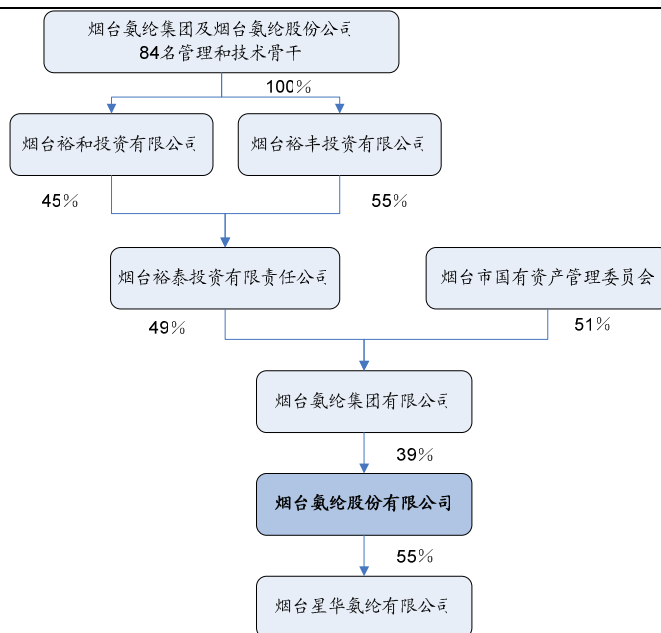
## 4. 烟台氨纶: 氨纶低迷时, 芳纶显身手

烟台氨纶控股股东为烟台氨纶集团有限公司, 占公司总股本 38.65%, 烟台氨纶集团股东为烟台市国资委和烟台裕泰投资公司, 分别持有其 51%和 49%的股权, 烟台裕泰投资公司事实上是由烟台氨纶股份公司及集团的管理和技术骨干设立, 公司形成国资最终控制、职工持股的股权结构。

公司作为高新技术企业, 骨干管理及技术人才是公司能够持续发展的重要力量, 公司通过职工持股公司, 使得骨干管理及技术人才的利益与公司的发展形成一致, 能够有效的激励核心管理及技术人才, 控制关键人员流失的风险, 对公司长期持续的发展提供了重要的制度性保障。

烟台氨纶的主营业务是氨纶和芳纶, 前者是服装用的高档纤维, 后者则是新兴的高性能纤维, 公司在这两项业务中具备先发优势, 行业竞争力强。经过氨纶业务产品结构调整, 公司在氨纶行业处于低迷时, 依然表现出业内领先的竞争力; 芳纶业务则是公司未来若干年发展的重心所在。2008 年建成的服装用间位芳纶项目产能将在 2009 年完全释放, 我们预计对位芳纶产业化有望在 2010 年实现。

图 22 烟台氨纶股份有限公司股权关系



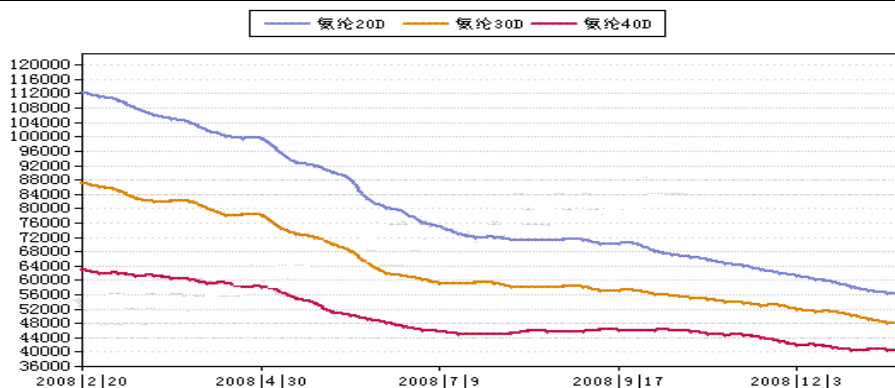
资料来源：公司公告，海通证券研究所

#### 4.1 氨纶业务：产品结构调整适逢行业低谷

烟台氨纶于 1989 年开始生产氨纶纤维，是我国第一家氨纶生产企业，当时就填补了我国氨纶生产的空白。公司氨纶产能由最初的 300 吨产能，发展到现在的 2.2 万吨。公司氨纶业务长期在行业处于龙头低位，2005 年公司氨纶产能还是列国内非外资企业首位，规模和技术优势使公司毛利率一直处于行业前列，公司由于经营战略将芳纶业务作为发展的重点，对于氨纶暂无扩产计划，重在优化氨纶产品结构，目前公司氨纶产能在国内位居第五位。

公司将发挥在氨纶纤维领域的技术优势，重点开发低牵伸、耐高温、易染、耐氯等差别化氨纶纤维品种，近年来氨纶业务的投资重点主要集中在高品质差别化氨纶项目上，投资约 3.6 亿元的本体、超细旦、高速、异型氨纶技改工程及高品质细旦氨纶工程，在 2007 年都已经投入运行，细旦氨纶比例的增加优化了产品结构。纤度较小的细旦氨纶产品的价格要高于一般氨纶产品的价格，具有较高附加值，细旦氨纶比例较高，一定程度上能缓解产品价格下滑带来的压力，对于整个氨纶业务的盈利能力有一定积极作用的。

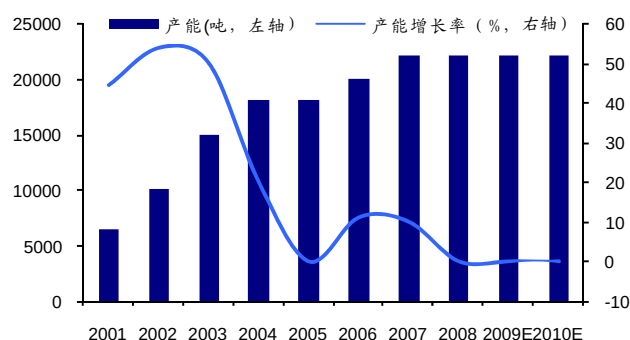
图 23 2008 年不同纤度氨纶的价格变化（纤度：20D<30D<40D）



资料来源：CCFEI，海通证券研究所

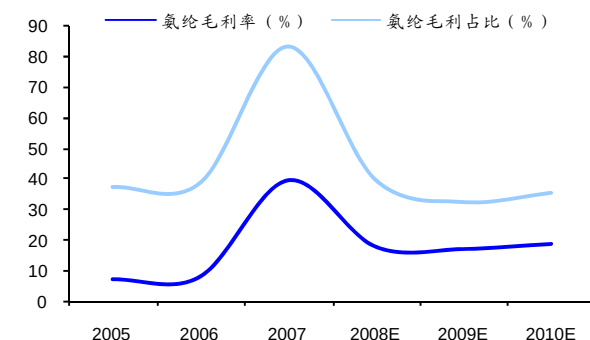
氨纶行业本轮周期在 2007 年见顶后,其景气度不断下滑,目前氨纶价格跌势趋缓,整个行业处在底部运行阶段,2008 年底整个行业开工率明显不足,大约是 40-50%。烟台氨纶于 2008 年 8 月底因电力供应紧张关闭了部分氨纶产能,电力供应紧张情况缓解后,因氨纶下游需求低迷,只有部分产能得到恢复,截至 2008 年底公司氨纶开工率约为 80%。我们认为这一开工水平,高于其主要竞争对手,在行业处在领先的水平。公司在氨纶行业处于高景气阶段时,并没有一味的提高氨纶产能,而是注重产品结构的优化。从目前氨纶行业景气底部期间开工率水平来看,我们认为公司氨纶业务发展战略取得了一定意义上的成功。

图 24 烟台氨纶历年氨纶产能变化



资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

图 25 烟台氨纶氨纶业务历年毛利率变化及毛利占比



资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

公司氨纶业务的盈利状况与氨纶行业景气水平密切关联,2007 年 4 月以来氨纶产品价格从高点跌落,中间没有出现像样的反弹,产品价格下跌幅度远大于主要原材料的下跌幅度,这就造成氨纶价格与主要原材料价差也不断缩小;受原材料价格补跌影响,氨纶价格与主要原材料价差已在 2008 年 7 月触底,2008 年下半年该价差还有一定的回升。我们认为氨纶价格虽然还未出现止跌反弹的情况,但氨纶产品与主要原材料价差已经先行稳定,氨纶行业毛利率应该在 2008 年 7 月达到底部后,2008 年下半年保持微升的态势;在国际金融危机影响下,很难说目前氨纶行业景气度已进入由低谷开始回暖的阶段,原材料价格的下跌虽然缓解了成本压力,但下游纺织服装行业对氨纶的需求才是关键变量,织造行业开工率是重要指标。

我们在前文中认为 2009 年、2010 年氨纶行业景气度将在底部徘徊后有所提升,因此,我们判断公司氨纶业务盈利水平将在 2008 年下半年降至近几年的最低点,但在氨纶同行业中,公司该业务盈利能力还将处在领先的位置。

## 4.2 芳纶业务:盈利稳定、亮点突出

烟台氨纶于 2004 年 5 月实现间位芳纶的产业化,是我国仅有的两家间位芳纶生产厂家之一,目前拥有间位芳纶产能 4300 吨/年,列全国第一,世界第二。公司于 2008 年 12 月建成投产 100 吨/年对位芳纶中试项目,1000 吨/年对位芳纶产业化工程项目正在进行当中,我们预计 2010 年建成。

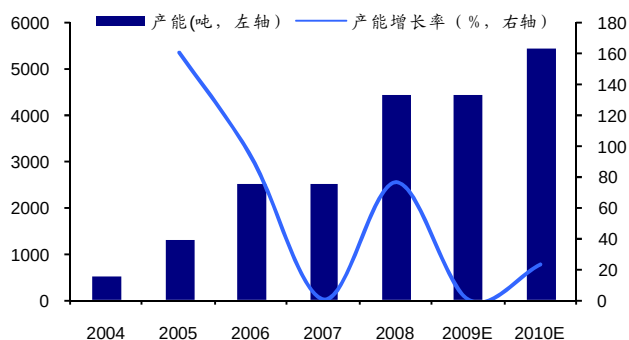
公司间位芳纶业务于 2004 年建成 500 吨产能后扩张迅速,2004 年-2008 年间复合增长率达 53.8%,2008 年 4300 吨/年的产能成为世界第二间位芳纶供应商,仅次于杜邦;在国内,产能大幅领先于其竞争对手。几年来公司芳纶业务毛利率较高,且较为稳定,2007 年原料厂家安全事故引起原料价格大涨,使公司毛利有所降低,其余年份,公司芳纶毛利均在 45%左右,2008 年中期更达到了 47.1%。芳纶业务毛利占比与公司氨纶业务景气情况成反向变化,2005 年、2006 年因公司氨纶业务盈利不佳,芳纶毛利占比均超过 60%,而氨纶业务高度景气的 2007 年,芳纶业务毛利占比只有 16.8

%, 2008 年中期, 氨纶业务的低迷使芳纶毛利占比又恢复到 37.9% 的较高水平。

公司间位芳纶在起步初期, 其应用领域主要集中在高温过滤领域, 约占 70%, 这一应用领域对芳纶的技术要求相对较低, 附加值也相对较低, 而杜邦所产间位芳纶主要应用于防护服及绝缘材料, 这样尽量避免了与杜邦的正面竞争。经过几年的发展, 公司间位芳纶在技术水平上有了很大进步, 向附加值更高的服装用间位芳纶领域发展就成了自然之举。2008 年 9 月, 公司募投项目 1500 吨/年服装用间位芳纶项目建成投产, 极大增强了公司在服装用间位芳纶领域的竞争力, 该项目产能将在 2009 年完全释放, 这将是公司 2009 年的一大亮点。在国际市场公司将与杜邦形成一定竞争, 但鉴于国内阻燃防护服等特种防护服需要的间位芳纶缺口巨大, 另外, 公司的母公司烟台氨纶集团间位芳纶纸已经形成产业化规模, 形成对公司间位芳纶纤维的稳定需求。因此, 公司的间位芳纶业务盈利状况不应悲观, 我们预计公司该业务在 2009 年、2010 年仍将能保持 45% 左右的毛利率。在氨纶业务处于低迷的阶段, 间位芳纶业务的稳定盈利将为公司业绩提供重要支撑。

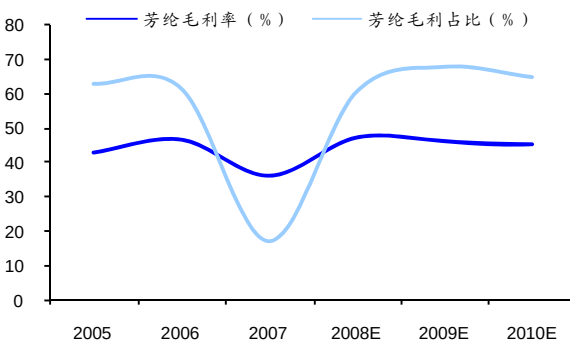
2008 年 12 月公司 100 吨/年对位芳纶中试项目建成投产, 为公司募投项目 1000 吨/年对位芳纶产业化项目提供了技术准备, 中试的成功意味着产业化成功概率会相当高, 我们预计, 该项目将于 2010 年建成投产。对位芳纶的性能比间位芳纶更为优异, 不仅在民用领域有广泛应用, 在军事、航空航天等领域的应用空间也非常广阔, 具备战略物资的属性, 其进口是受到限制的。如果公司能成功实现对位芳纶的产业化, 其需求是不需要担心的, 仅国内消费量就是非常惊人的。据统计, 国内对位芳纶年进口量约 3000 吨, 这仅占全世界 6 万吨产能 5%, 国内对位芳纶需求是远远没得到满足的。对位芳纶市场存在的一定分割性, 杜邦、帝人等公司虽然实力雄厚、技术领先, 在中国国内市场不会形成特别强的竞争, 这使得公司对位芳纶顺利实现产业化后, 业务拓展空间非常大。

图 26 烟台氨纶历年芳纶产能变化



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 27 烟台氨纶芳纶业务毛利率变化及毛利占比



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

### 4.3 财务指标行业领先

从 2008 年三季报来看, 烟台氨纶在化纤行业上市公司中各项财务指标均处于领先地位, 一方面, 这与氨纶子行业盈利水平在化纤行业中相对较高有关, 2008 年氨纶行业虽然处在下行过程中, 但是氨纶行业上市公司的财务指标还是优于其它的化纤子行业; 另一方面, 芳纶业务的盈利能力强且没有明显的周期性, 并没有受到化纤行业整体景气度下滑的影响。

公司 2008 年 1-3 季度实现销售毛利率 29.95%, 远远高于化纤行业 9.70% 的平均水平, 即使跟氨纶子行业 23.02% 的平均水平比较也是胜出一筹; 芳纶业务的稳定盈利缓解了氨纶业务盈利下降的影响, 公司营业利润下降幅度也是三家氨纶上市公司中最小的; 公司 2008 年 6 月的成功上市, 改善了资本结构, 资金相对充足。



表 10 化纤行业上市公司财务指标比较 (2008 年 1-3 季度)

| 化纤子行业 | 代码     | 简称      | 销售毛利率 (%) | 营业利润同比增长率 (%) | 应收账款周转率 (次) | 存货周转率 (次) | 流动比率 (倍) | 速动比率 (倍) | 产权比率 (%) |
|-------|--------|---------|-----------|---------------|-------------|-----------|----------|----------|----------|
| -     | -      | 化纤行业均值  | 9.70      | -133.96       | 19.43       | 3.76      | 1.47     | 0.96     | 1.01     |
| -     | -      | 化纤行业中值  | 9.74      | -64.42        | 14.48       | 3.03      | 1.14     | 0.67     | 0.92     |
| -     | -      | 氨纶子行业均值 | 23.02     | -55.51        | 11.13       | 2.75      | 2.50     | 1.76     | 0.46     |
| -     | -      | 氨纶子行业中值 | 22.76     | -55.65        | 13.62       | 2.24      | 1.92     | 1.02     | 0.38     |
| 氨纶    | 002254 | 烟台氨纶    | 29.95     | -41.77        | 13.62       | 4.61      | 4.33     | 3.51     | 0.15     |
| 氨纶    | 002064 | 华峰氨纶    | 22.76     | -69.10        | 5.65        | 2.24      | 1.92     | 1.02     | 0.38     |
| 其它化纤  | 002246 | 北化股份    | 19.66     | -25.92        | 4.10        | 2.12      | 3.36     | 2.46     | 0.33     |
| 涤纶    | 002206 | 海利得     | 17.62     | 14.46         | 9.45        | 7.50      | 2.78     | 2.31     | 0.22     |
| 氨纶    | 000584 | 舒卡股份    | 16.34     | -55.65        | 14.11       | 1.40      | 1.26     | 0.75     | 0.86     |
| 维纶    | 000755 | 山西三维    | 15.83     | -71.02        | 40.07       | 4.96      | 0.63     | 0.39     | 1.01     |
| 粘胶    | 000677 | 山东海龙    | 15.51     | -59.73        | 14.25       | 2.84      | 0.86     | 0.49     | 2.71     |
| 涤纶    | 600527 | 江南高纤    | 14.14     | 4.47          | 23.02       | 3.49      | 1.85     | 1.20     | 0.48     |
| 维纶    | 600063 | 皖维高新    | 13.64     | 84.50         | 10.87       | 7.96      | 0.80     | 0.63     | 0.98     |
| 涤纶    | 600667 | 太极实业    | 12.69     | -36.99        | 4.72        | 4.23      | 1.40     | 1.05     | 0.60     |
| 其它化纤  | 002015 | 霞客环保    | 11.47     | 0.92          | 15.27       | 2.25      | 0.89     | 0.38     | 2.46     |
| 其它化纤  | 600061 | 中纺投资    | 8.01      | -21.71        | 14.71       | 3.33      | 1.68     | 0.90     | 0.63     |
| 涤纶    | 000936 | 华西村     | 7.76      | 6.03          | 16.32       | 4.30      | 1.06     | 0.77     | 1.50     |
| 粘胶    | 600889 | 南京化纤    | 7.37      | -93.05        | 12.85       | 1.58      | 0.30     | 0.14     | 1.81     |
| 粘胶    | 000687 | 保定天鹅    | 5.12      | -184.75       | 23.13       | 1.78      | 1.36     | 0.53     | 0.39     |
| 锦纶    | 000782 | 美达股份    | 4.37      | -150.58       | 27.73       | 5.11      | 0.89     | 0.46     | 1.43     |
| 粘胶    | 002172 | 澳洋科技    | 2.03      | -147.92       | 18.88       | 2.15      | 1.01     | 0.58     | 1.48     |
| 涤纶    | 600871 | S 仪化    | 1.60      | -752.70       | 55.20       | 9.41      | 2.46     | 1.72     | 0.24     |
| 涤纶    | 000976 | 春晖股份    | -0.01     | -635.99       | 52.79       | 3.06      | 0.89     | 0.38     | 1.10     |
| 粘胶    | 000949 | 新乡化纤    | -0.76     | -166.34       | 13.28       | 2.99      | 0.60     | 0.34     | 1.57     |
| 粘胶    | 000420 | 吉林化纤    | -2.35     | -219.99       | 26.97       | 3.00      | 0.74     | 0.31     | 1.27     |
| 粘胶    | 000615 | 湖北金环    | -9.29     | -324.34       | 10.39       | 2.40      | 1.21     | 0.70     | 0.59     |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4.4 竞争优势

通过对行业及公司基本情况的分析,我们认为烟台氨纶具有以下竞争优势:

第一,从发展历程来看,公司长期都是实行差异化竞争策略。公司是中国氨纶纤维的开创者、芳纶纤维产业的领跑者,公司在战略上一直区别于其它公司,从高档化纤到高性能纤维的发展,走的都是区别于普通化纤的差异化道路,在业界都是处于领先地位,这样竞争策略有效提升了公司的长期价值。

第二,公司主要业务符合化纤行业发展趋势。中国的化纤行业正处于由“数量型”向“技术效益型”转变,“化纤工业十一五发展指导意见”指出,化纤行业必须依靠技术进步,自主创新,抓住高新技术纤维、差别化纤维等新增长点,实现产业升级。公司的芳纶产品正是高新技术纤维的重要种类,公司芳纶业务发展水平也代表了中国芳纶行业发展的水平;对于具有传统优势的氨纶业务,公司在更是“差别化”上下功夫。国家最近通过的“纺织业振兴规划”中,强调了“促进产业用纺织品的应用”、“推进高新技术纤维产业化”、“培育具有国际影响力的自主知名品牌”,这些规划为公司的进一步发展提供了良好的政策环境。



第三,国内一流的自主研发能力。公司作为国内特种纤维的领跑者,拥有强大的自主研发能力,具备丰富的新型纤维产业化成功经验,研发投入 2007 年已达主营收入的 5.5%。80 年代率先实现氨纶纤维产业化、2004 年间位芳纶的成功产业化、2008 年底对位芳纶中试项目成功投产,我们认为公司雄厚的研发实力能保证氨纶、间位芳纶产业化的成功有望在对位芳纶产业化项目中得到延续。

第四,职工持股。公司发展是以技术为主要驱动力的,实行职工持股计划,能够有效的激励核心管理及技术人才,控制关键人员流失的风险,对公司长期持续的发展提供制度性保障。

第五,品牌及渠道优势。公司的“纽士达”的品牌在整个行业具有较高的知名度和美誉度,2008 年下半年,在氨纶行业开工率普遍不足的 50%的情况下,公司还能保持 80%的开工率,品牌及渠道的优势起到了重要作用。

## 5. 盈利预测与估值

- 我们预计氨纶行业 2009 年、2010 年将处于触底后的复苏阶段,公司 2008 年 - 2010 年氨纶均价(不含税)分别为:49500 元/吨、42000 元/吨、45000 元/吨; PTMEG2008 年 - 2010 年采购均价(不含税)分别为:24730 元/吨、20103 元/吨、21778 元/吨; 纯 MDI2008 年 - 2010 年采购均价(不含税)分别为:20039 元/吨、14923 元/吨、16581 元/吨。
- 我们认为芳纶行业寡头格局在未来 3 - 5 年还将持续,预计 2008 年 - 2010 年公司间位芳纶均价(不含税)分别为 155000 元/吨、140000 元/吨、140000 元/吨; 间位芳纶毛利率分别为 47%、46%、45%。
- 我们预计 1000 吨/年对位芳纶项目将在 2010 年末建成投产。
- 公司近期被认定为高新技术企业,有效期 3 年,因此,2008 年 - 2010 年所得税率假定为 15%。

基于主要假设,通过海通证券估值模型测算,公司 2008 年 - 2010 年 EPS(摊薄后)分别为 1.80 元、1.92 元、2.23 元,公司 2009 年 2 月 11 日收盘价为 31.88 元,对应 2008 年 - 2010 年 PE 分别为 17.67x、16.64x、14.28x,PE 在主要化纤公司中属较低水平。考虑到公司芳纶业务的高成长性,我们认为给予公司 2009 年 18 - 20xPE 是合理的,对应合理股价为 34.56 - 38.40 元,我们给予 36 元的 6 个月目标价,维持“增持”评级。

表 11 主要化纤上市公司估值比较

| 代码     | 简称   | 2009.2.11<br>收盘价(元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|--------|------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |                     | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E | 2009E | 2010E |
| 002254 | 烟台氨纶 | 31.88               | 1.80  | 1.92  | 2.23  | 17.67 | 16.64 | 14.28 |
| 000677 | 山东海龙 | 4.45                | 0.12  | 0.10  | 0.10  | 37.94 | 44.50 | 44.50 |
| 002064 | 华峰氨纶 | 8.58                | 0.49  | 0.32  | 0.32  | 17.51 | 26.81 | 26.81 |
| 002206 | 海利得  | 16.27               | 0.75  | 0.94  | 1.11  | 21.69 | 17.31 | 14.66 |
| 600527 | 江南高纤 | 5.25                | 0.24  | 0.31  | 0.39  | 21.88 | 16.94 | 13.46 |

资料来源:海通证券研究所

表 12 主要基础假设

|        |                    | 2005   | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|--------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 氨纶业务   |                    |        |        |        |        |        |        |
| 收入     | 产能(吨)              | 18000  | 20000  | 22000  | 22000  | 22000  | 22000  |
|        | 产量(吨)              | 13607  | 17116  | 20184  | 18000  | 18260  | 19500  |
|        | 产能利用率(%)           | 76     | 86     | 92     | 82     | 83     | 89     |
|        | 销量(吨)              | 14030  | 18478  | 18918  | 18000  | 18260  | 19360  |
|        | 产销率(%)             | 103    | 108    | 94     | 100    | 100    | 100    |
|        | 氨纶均价(元/吨, 不含税)     | 45564  | 46661  | 75453  | 49500  | 42000  | 45000  |
| 成本     | PTMEG 均价(元/吨, 不含税) | 25197  | 22932  | 26350  | 24730  | 20103  | 21778  |
|        | 纯 MDI 均价(元/吨, 不含税) | 23479  | 18940  | 20803  | 20039  | 14923  | 16581  |
| 毛利率(%) |                    | 6.77   | 7.67   | 39.29  | 17.47  | 16.71  | 18.41  |
| 间位芳纶业务 |                    |        |        |        |        |        |        |
| 收入     | 产能(吨)              | 1300   | 2500   | 2500   | 4300   | 4300   | 4300   |
|        | 产量(吨)              | 1311   | 1942   | 2314   | 3316   | 4085   | 4300   |
|        | 产能利用率(%)           | 101    | 78     | 93     | 77     | 95     | 100    |
|        | 销量(吨)              | 1290   | 1741   | 2413   | 3250   | 4003   | 4300   |
|        | 产销率(%)             | 98     | 90     | 104    | 98     | 98     | 100    |
|        | 芳纶均价(元/吨, 不含税)     | 132186 | 129770 | 131357 | 155000 | 140000 | 140000 |
| 毛利率(%) |                    | 42.60  | 46.39  | 35.81  | 47.00  | 46.00  | 45.00  |
| 对位芳纶业务 |                    |        |        |        |        |        |        |
| 收入     | 产能(吨)              | -      | -      | -      | 100    | 100    | 1100   |
|        | 产量(吨)              | -      | -      | -      | -      | 80     | 200    |
|        | 销量(吨)              | -      | -      | -      | -      | 80     | 200    |
|        | 产销率(%)             | -      | -      | -      | -      | 100    | 100    |
|        | 芳纶均价(元/吨, 不含税)     | -      | -      | -      | -      | 239316 | 239316 |
|        | 毛利率(%)             |        |        |        |        | 50.00  | 50.00  |

资料来源: 海通证券研究所

## 6. 投资风险

- 纺织服装行业需求能否恢复是氨纶行业走出低迷的关键所在, 如果纺织服装行业持续不振将会导致氨纶行业走出低谷将十分困难。
- 服装用间位芳纶是公司的新产品, 存在市场开拓的风险。
- 对位芳纶产业化技术难度极大, 在国内还没能实现, 公司作为该项业务的开拓者, 存在一定技术风险。
- 芳纶业务曾因原材料供应出现紧张而导致盈利能力下降, 原材料供应状况将会影响公司芳纶业务的运行。

## 财务报表分析和预测

| 价值评估 (倍)  | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| P/E       | 8.52 | 17.67 | 16.64 | 14.28 |
| P/B       | 2.33 | 2.33  | 2.07  | 1.83  |
| P/S       | 1.70 | 2.84  | 2.95  | 2.60  |
| EV/EBITDA | 4.66 | 7.72  | 6.92  | 5.58  |

| 偿债能力指标  | 2007  | 2008E | 2009E  | 2010E  |
|---------|-------|-------|--------|--------|
| 负债权益比率  | 0.41  | 0.16  | 0.15   | 0.15   |
| 借款/股东权益 | 0.14  | 0.01  | 0.01   | 0.01   |
| 已获利息倍数  | 24.52 | 72.78 | -42.78 | -38.34 |
| 流动比率    | 1.25  | 3.50  | 4.01   | 4.35   |
| 速动比率    | 0.87  | 2.96  | 3.52   | 3.86   |
| 现金比率    | 0.21  | 2.29  | 2.90   | 3.25   |

| 盈利能力指标    | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率       | 38.89 | 28.24 | 29.46 | 29.96 |
| 息税摊销折旧利润率 | 37.05 | 30.69 | 33.12 | 33.30 |
| 净利润率      | 19.90 | 16.08 | 17.70 | 18.18 |
| 净资产收益率    | 37.35 | 13.21 | 12.44 | 12.80 |
| 资产回报率     | 23.10 | 10.46 | 9.98  | 10.30 |
| 投资回报率     | 28.61 | 12.04 | 11.38 | 11.77 |

| 经营效率指标 (%) | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 应收帐款周转率    | 22.35 | 20.36 | 18.74 | 32.21 |
| 存货周转率      | 6.60  | 6.42  | 5.88  | 2.59  |
| 总资产周转率     | 0.96  | 0.62  | 0.53  | 0.50  |
| 固定资产周转率    | 1.77  | 1.30  | 1.22  | 1.49  |

| 盈利增长 (%)   | 2007   | 2008E  | 2009E | 2010E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入增长率    | 60.36  | -19.89 | -3.55 | 13.40 |
| 营业利润增长率    | 521.36 | -43.40 | 6.10  | 16.34 |
| EBIT 增长率   | 415.86 | -44.95 | 2.25  | 16.04 |
| EBITDA 增长率 | 198.89 | -33.65 | 4.12  | 14.01 |
| 净利润增长率     | 634.01 | -35.27 | 6.16  | 16.50 |

| 利润表 (万元)  | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 175819 | 140849 | 135849 | 154052 |
| 营业成本      | 107443 | 101073 | 95828  | 107898 |
| 销售费用      | 5532   | 2817   | 2717   | 3081   |
| 管理费用      | 9731   | 7747   | 7472   | 8473   |
| 财务费用      | 2117   | 393    | -683   | -884   |
| 投资收益      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润      | 49800  | 28186  | 29904  | 34791  |
| EBIT      | 51917  | 28578  | 29221  | 33907  |
| 折旧摊销      | 13227  | 14642  | 15778  | 17399  |
| EBITDA    | 65144  | 43221  | 44999  | 51305  |
| 利润总额      | 49513  | 27899  | 29617  | 34505  |
| 所得税       | 9881   | 4185   | 4443   | 5176   |
| 少数股东损益    | 4646   | 1067   | 1133   | 1320   |
| 归属母公司的净利润 | 34987  | 22647  | 24042  | 28009  |
| 每股收益      | 2.79   | 1.80   | 1.92   | 2.23   |

| 资产负债表 (万元) | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物   | 9087   | 68232  | 90708  | 115635 |
| 应收款项       | 28830  | 20025  | 19298  | 21876  |
| 存货         | 16396  | 16172  | 15332  | 17264  |
| 流动资产       | 54313  | 104429 | 125338 | 154774 |
| 固定资产       | 91573  | 106562 | 110062 | 111978 |
| 总资产        | 151427 | 216453 | 240784 | 272059 |
| 应付帐款       | 16722  | 15161  | 14374  | 16185  |
| 长期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 总负债        | 43944  | 30153  | 31574  | 35924  |
| 少数股东权益     | 13811  | 14878  | 16011  | 17331  |
| 股东权益       | 107483 | 186300 | 209210 | 236135 |
| 付息负债       | 14800  | 1800   | 2000   | 1800   |
| 每股净资产      | 10.02  | 13.66  | 15.39  | 17.43  |

| 现金流量表 (万元) | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润        | 39633  | 23714  | 25175  | 29329  |
| 折旧摊销       | 13227  | 14642  | 15778  | 17399  |
| 营运资金变动     | 17805  | -10117 | -2980  | 899    |
| 经营活动现金流    | 38471  | 44713  | 43000  | 45854  |
| 固定资产投资     | 10381  | 27146  | 19200  | 19237  |
| 无形资产投资     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资本支出       | 6140   | 27146  | 19200  | 19237  |
| 投资活动现金流    | -6364  | -27146 | -19200 | -19237 |
| 公司自由现金流    | 30838  | 21905  | 24396  | 26083  |
| 股权自由现金流    | 12744  | 8571   | 25177  | 26635  |
| 债务变化       | -13400 | -13000 | 200    | -200   |
| 股票发行       | 0      | 55103  | 0      | 0      |
| 融资活动现金流    | -31139 | 41579  | -1324  | -1691  |
| 现金净流量      | 970    | 59145  | 22476  | 24927  |
| 每股经营性现金流   | 4.11   | 4.78   | 4.60   | 4.90   |

注：股价为2月11日收盘价

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 信息披露

### 投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

| 上市公司投资建议分布(2009年2月12日) |        |               |
|------------------------|--------|---------------|
|                        | 公司数(家) | 与海通投行有业务关系(%) |
| 买入                     | 84     | 7             |
| 增持                     | 92     | 14            |
| 中性                     | 41     | 12            |
| 减持                     | 0      | 0             |
| 卖出                     | 0      | 0             |
| 总数                     | 217    | 11            |

### 分析师负责的股票研究范围

邓勇:石化与基础化工行业

重点研究上市公司:中国石化、中国石油、盐湖钾肥、六国化工、云天化、华鲁恒升、柳化股份

刘金:基础化工行业

重点研究上市公司:广东榕泰、三爱富、新安股份、蓝星新材、金发科技、风神股份、烟台万华

曹小飞:化纤行业

重点研究上市公司:烟台氨纶、华峰氨纶、海利得、江南高纤、山东海龙

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 公司评级

**买入:**我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

**增持:**我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

**中性:**我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

**减持:**我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

**卖出:**我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持:**我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

**中性:**我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

**减持:**我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明  
所长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德  
副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

路颖  
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

陈露  
所长助理 宏观经济首席分析师  
(021) 23219435  
chenl@htsec.com

陈美凤  
计算机及通信行业首席分析师  
(021) 23219409  
chenmf@htsec.com

江孔亮  
建筑工程行业首席分析师  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

丁频  
农业及食品饮料行业首席分析师  
(021) 23219405  
dingpin@htsec.com

叶志刚  
机械行业首席分析师  
(021) 23219399  
yezg@htsec.com

詹文辉  
电力设备行业首席分析师  
(021) 23219412  
zhanwh@htsec.com

韩振国  
煤炭行业核心分析师  
(021) 23219400  
zghan@htsec.com

邓勇  
石化及基础化工行业核心分析师  
(021) 23219404  
dengyong@htsec.com

龙华  
机械行业核心分析师  
(021) 23219411  
longh@htsec.com

钮宇鸣  
港口及水运行业核心分析师  
(021) 23219420  
ymniu@htsec.com

邱春城  
电子元器件行业核心分析师  
(021) 23219413  
qiucc@htsec.com

邱志承  
金融行业核心分析师  
(021) 23219396  
qiuzc@htsec.com

刘金  
基础化工行业高级分析师  
(021) 23219421  
liujin@htsec.com

谢盐  
证券信托行业高级分析师  
(021) 23219436  
xiey@htsec.com

马婴  
航空及机场行业高级分析师  
(021) 23219408  
maying@htsec.com

王友红  
化学制药及生物制药行业高级分析师  
(021) 23219407  
wangyh@htsec.com

李冠宇  
计算机行业分析师  
(021) 23219414  
ligy@htsec.com

杨红杰  
有色金属行业分析师  
(021) 23219406  
yanghj@htsec.com

刘彦奇  
钢铁行业分析师  
(021) 23219391  
liuyq@htsec.com

汪盛  
批发和零售贸易行业分析师  
(021) 23219390  
wangs@htsec.com

叶琳菲  
传媒行业分析师  
(021) 23219397  
yelf@htsec.com

周睿  
医药行业分析师  
(021) 23219416  
zhour@htsec.com

范坤祥  
金融行业分析师  
(021) 23219382  
fankx@htsec.com

潘洪文  
保险行业分析师  
(021) 23219389  
panhw@htsec.com

帅虎  
房地产行业分析师  
(021) 23219401  
shuaih@htsec.com

赵晨曦  
汽车行业分析师  
(021) 23219473  
zhaocx@htsec.com

王茹远  
互联网行业分析师  
(021) 23219474  
wangry@htsec.com

曹小飞  
化工小组助理分析师  
(021) 23219267  
caoxf@htsec.com

陈子仪  
TMT小组助理分析师  
(021) 23219244  
chenzy@htsec.com

郭世凯  
消费小组助理分析师  
(021) 23219269  
guosk@htsec.com

李畅  
机械小组助理分析师  
(021) 23219268  
lich@htsec.com

潘鹤  
消费小组助理分析师  
(021) 23219423  
panh@htsec.com

蒲世林  
建筑建材及建筑工程小组助理分析师  
(021) 23219054  
pusl@htsec.com

钱列飞  
交通运输小组助理分析师  
(021) 23219104  
qianlf@htsec.com

舒灏  
机械小组助理分析师  
(021) 23219171  
shuh@htsec.com

张浩  
电力及电力设备小组助理分析师  
(021) 23219383  
zhangh@htsec.com

李明亮  
宏观经济核心分析师  
(021) 23219434  
lml@htsec.com

汪辉  
宏观经济高级分析师  
(021) 23219432  
wanghui@htsec.com

陈嵘嵘  
宏观经济高级分析师  
(021) 23219433  
zrchen@htsec.com

陈勇  
宏观经济高级分析师  
(021) 23219438  
chenyong@htsec.com

刘铁军  
产业经济高级分析师  
(021) 23219394  
liutj@htsec.com

于建国  
宏观经济高级分析师  
(021) 23219431  
yujg@htsec.com

陈久红  
策略核心分析师  
(021) 23219393  
chenjiuhong@htsec.com

单磊  
策略高级分析师  
(021) 23219428  
shanl@htsec.com

吴一萍  
策略高级分析师  
(021) 23219387  
wuyiping@htsec.com

张冬云  
策略高级分析师  
(021) 23219442  
zhangdy@htsec.com

黄泽丰  
策略分析师  
(021) 23219440  
huangzf@htsec.com

娄静  
基金首席分析师  
(021) 23219450  
loujing@htsec.com

胡倩  
估值首席分析师  
(021) 23219472  
huqian@htsec.com

姜金香  
固定收益高级分析师  
(021) 23219445  
jiangjx@htsec.com

雍志强  
期货高级分析师  
(021) 23219424  
zqyong@htsec.com

单开佳  
基金高级分析师  
(021) 23219448  
shankj@htsec.com

周健  
衍生产品分析师  
(021) 23219444  
zhouj@htsec.com

吴先兴  
定量分析师  
(021) 23219449  
wuxx@htsec.com

丁鲁明  
固定收益及衍生产品助理分析师  
(021) 23219068  
dinglm@htsec.com

张峰  
数量助理分析师  
(021) 23219370  
zhangfeng@htsec.com

贺振华  
机构客户部经理 核心销售经理  
(021) 23219381  
hzh@htsec.com

潘春晖  
核心销售经理  
(021) 23219374  
panch@htsec.com

高溱  
高级销售经理  
(021) 23219386  
gaoqin@htsec.com

孙俊  
高级销售经理  
(021) 23219454  
sunj@htsec.com

胡雪梅  
销售经理  
(021) 23219385  
huxm@htsec.com

季唯佳  
销售经理  
(021) 23219384  
jiwj@htsec.com

黄毓  
销售经理  
(021) 23219410  
huangyu@htsec.com

毛艺龙  
销售经理  
(021) 23219373  
maoyl@htsec.com

申林英  
销售经理  
(021) 23219415  
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
电话: (021) 23219381  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com