

2010 年 6 月 1 日

买入（维持）

化纤/化工

太平洋证券研究院

联系人：姚鑫

yaox@tpyzq.com.cn

(8610) 8832 1661

烟台氨纶（002254）氨纶景气尚犹在，芳纶春色倍还人

公司调研

事件描述：

我们实地调研了烟台氨纶（002254），与上市公司董秘、财务总监、证代等公司高层领导就公司氨纶的生产现状、新投产项目运行和盈利情况、芳纶项目进展程度以及公司未来的经营重点和国内氨纶价格未来趋势等问题进行了深入的交流，并且参观了公司厂区氨纶的生产流程。

调研总结：

投资建议 公司合理价值 39.3 元，目前股价已被低估，维持“买入”的投资评级。

公司现有产能及扩张进度情况：普通氨纶产能 2.3 万吨/年；医用氨纶 0.5 万吨/年（其中 0.2 万吨于 2010 年 3 月投产，剩余 0.3 万吨预计 2010 年 10 月投产）；舒适性氨纶 0.7 万吨/年（40D 0.35 万吨/年，20D 0.35 万吨/年，预计 2011 年 6 月投产）；间位芳纶 0.45 万吨/年；对位芳纶 0.1 万吨/年（预计 2011 年二季度投产）。

注重发展差异化氨纶产品，弱化氨纶周期性风险。公司新增医用氨纶和舒适氨纶产能均为高差异化产品，盈利能力均好于普通氨纶，并且国内生产尚属空白，下游需求领域更加细分、稳定，其市场的波动性要弱于普通大宗的氨纶产品。高差异化产品除了提升公司整体盈利之外，更重要的是平滑在氨纶景气下滑时公司业绩的大幅波动。

欧美经济的缓慢复苏，间位芳纶的订单明显增加。受此影响，公司开机率迅速上升，二季度以来公司芳纶生产线处于满产状态，产量较 09 年预期有 40%-50% 的增长，目前毛利率在 30%-35% 之间，预计 10 年贡献公司 EPS0.40 元。公司目前生产线经过技改，有望继续扩产至 5000 吨/年。

对位芳纶项目进展顺利，2011 年初有望投产。以国内市场为主，市场定位为“先民用，后军用”。民用主要用在一些飞机刹车片，光缆密封材料，防护材料，切割手套等等。如果能够正常生产的话，将会打破国际巨头杜邦、帝人在我国的垄断地位，对于我国高性能纤维领域发展方面具有里程碑式的意义。国际芳纶市场价格在 20 万左右，远高于公司目前氨纶系列产品的价格，公司 1000 吨产能的投放，即使售价低于国际市场价格，也会引起收入和利润的爆发性增长。如果 1000 吨芳纶生产线正常运行，公司还有进一步的扩产计划，生产线还预留 4000 吨的扩产空间。

预计 2010-2012 年公司每股收益为 1.57 元、1.97 元和 2.10 元。其中氨纶部分贡献 EPS 为 0.99 元、1.11 元、1.16 元；间位芳纶贡献 EPS 为 0.40 元、0.46 元、0.47 元；对位芳纶贡献 EPS 为 0 元、0.15 元、0.38 元。

风险提示：项目未能如期达产并改变扩产计划风险；欧美经济恶化对间位芳纶需求下降风险；氨纶行业价格大幅下降风险。

公司概况

烟台氨纶股份有限公司创建于 1987 年 10 月，是我国首家氨纶生产企业。经过二十多年的发展，公司氨纶产能从成立时的 300 吨/年发展至现在的 2.5 万吨/年，产品结构从单一的普通氨纶逐步开发出医用氨纶、舒适氨纶以及芳纶系列产品。

公司现有及规划的产能情况：普通氨纶产能 2.3 万吨/年；医用氨纶 0.5 万吨/年（其中 0.2 万吨于 2010 年 3 月投产，剩余 0.3 万吨预计 2010 年 10 月投产）；舒适性氨纶 0.7 万吨/年（预计 2011 年 6 月投产）；芳纶 1313 0.45 万吨/年；芳纶 1414 0.1 万吨/年（预计 2011 年二季度投产）。

目前公司收入构成全部来自于氨纶和芳纶产品，最新数据显示氨纶占公司总收入 75.32%，芳纶占公司总收入 23.22%。毛利构成中氨纶占到总毛利的 60.39%，芳纶占到 36.48%。公司主营产品短期内不会发生大的变化。

图 1：公司主营产品收入

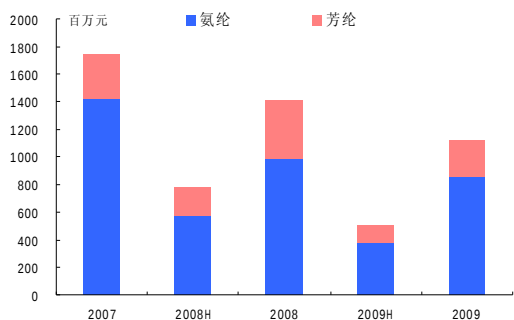
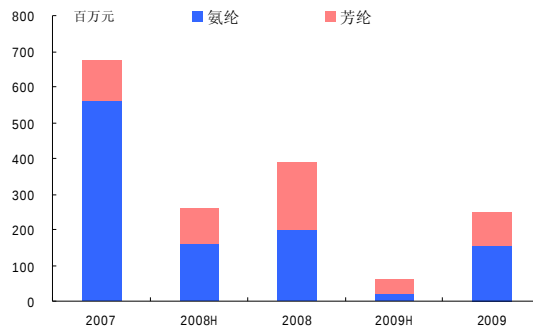


图 2：公司主营产品毛利



资料来源：公司公告、太平洋证券

图 3：公司产品收入构成

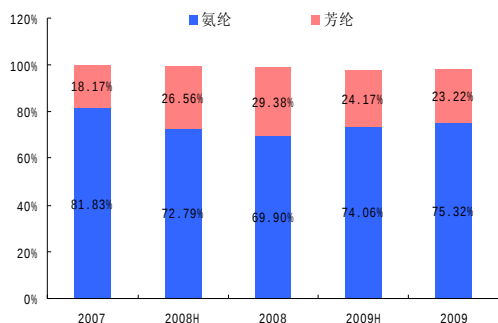
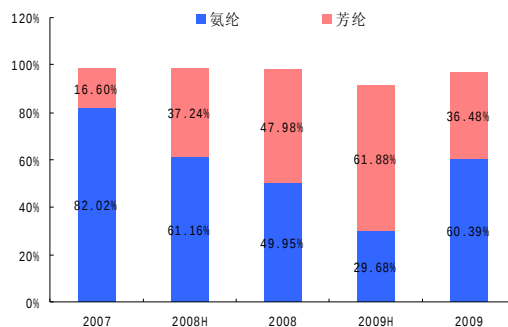


图 4：公司产品毛利构成



资料来源：公司公告、太平洋证券

氨纶业务

图 5：公司纽士达®氨纶品种



资料来源：公司网站、太平洋证券

公司氨纶品种齐全，从 16.7--1244.4dtex，形成消光、有光、可染、耐氯四大系列几十个品种，为简便，我们根据旦数不同将公司普通氨纶产品分成细旦、40D 和粗旦三大类，三大类产品产量均占 1/3。目前氨纶生产线开工保持良好，公司处于满产状态。

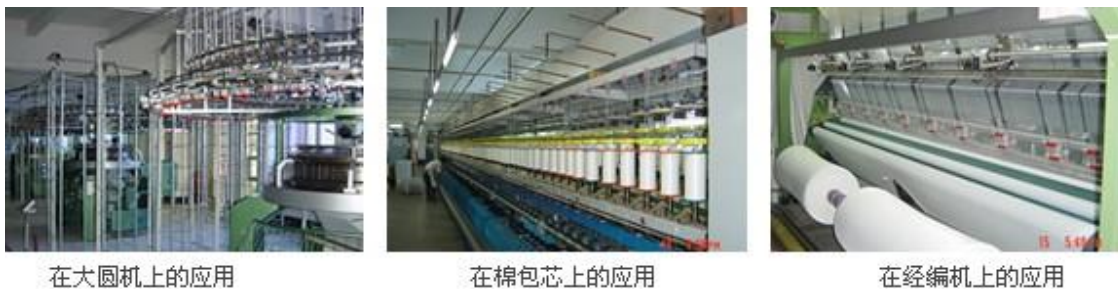
从市场价格来看，细旦以 20D 作为代表的话，价格通常比 40D 产品高 20000 元左右，而粗旦价格比 40D 产品高 1000-2000 元，三种产品虽然绝对价格不同，但是波动相关度高，因此在考虑未来氨纶价格变动时，通常只考虑 40D 产品的价格走势。毛利率方面，我们粗略核算，20D 比 40D 高 7-10 个百分点，粗旦产品毛利比 40D 高 4-6 个百分点。

关于未来氨纶价格的走势——

从当前氨纶下游需求分布来看，园机占 30%，经编占 15%，机织（包芯纱和包覆纱）占 30%左右，其他占 25%。目前园机和经编市场少量库存，园机开工率弹性较大，开工率在 30-70%之间，主要看下游纺织品的出口情况；经编开工率比较稳定，在 60%左右。

短期内，氨纶需求大幅爆发的可能性不大。不过氨纶在弹性纤维领域具有不可替代的作用，由于其富有弹性，不易变形，其织物具有良好的横向能力和纵向弹力，广泛应用于游泳衣、运动衣、内衣、西装、袜类等产业，并且随着休闲运动消费成为时尚，氨纶面料将会越来越兴起。现在氨纶面料大部分出口，国内市场消费每年稳步增长，总体而言，氨纶的需求增长比较稳定，预计增速每年在 8%左右。09 年表观消费量在 25 万吨左右（40D 口径），预计 10-12 年消费量分别达到 27 万吨、29.2 万吨、31.5 万吨。

图 6：氨纶的直接下游应用



资料来源：公司网站、太平洋证券

生产方面，随着 07-08 年氨纶价格发生暴跌，新建产能步伐明显放慢。但 2009 年以来氨纶产业整体赢利水平回升，尤其是进入 2010 年后企业丰厚利润，产能随之快速扩张。从目前了解的情况，华峰、华海、泰光、晓星、烟台、邦联、雅迪、四海、蓝孔雀、力隆等企业预定扩产、新建项目已陆续开工或进入动工前的准备阶段。从 10 年以来的开工情况来看，各大厂商均保持满产开工，近期薛永兴氨纶年产 6000 吨的 4 期停产项目将投料试车，华海集团 5 期 4000 吨新建氨纶项目预计 5 月末可投料出丝。重点关注产能投放较大的华海集团，09 年产能是 1.6 万吨（1-5 期），其投资 6 亿元的第 6 期差别化氨纶纤维生产项目 3 月 5 日开工，预计最快 10 月份就可投产。华海氨纶新项目占地 30 多亩，产能设计为 2.25 万吨，目前 90% 设备已订购。同时，华海氨纶与供货商合作研发设备，改进生产工艺以保证设备和工艺达到国内领先水平。华海早期氨纶生产线设备已老化，也将同步改造，产能可增加 0.65 万吨。这样一来，2011 年华海氨纶产能将达 4.5 万吨。从华海集团个案看出：预计在 10 年底，对于 09 年底或 10 年初开工建设的一些项目就可以投产，但是年底接近农历过年，传统淡季，所以这批新建项目对市场整体供货量的影响目前尚不会显现，至少要到 11 年二季度。

短期看，随着中国纺织行业“六、七、八”3 个月这一常规生产淡季的到来，氨纶价格会受到季节性影响。在纺织市场行情持续攀升，氨纶企业利润率不断好转的支撑下，国内众多氨纶厂家将原计划一年一度的检修安排延期。在近期氨纶行情出现下滑迹象的时候，不排除一些厂商采取阶段性检修措施应对库存的攀升及市场需求的低迷。

推断整个氨纶行业拐点关键就是新增项目实际投产时间，当然有可能会比预期的快。截至 09 年氨纶全国总产能 34.9 万吨。2010 年产能扩张 0.3-0.5 万吨，11 年约为 4 万吨（考虑了华海等大的产能投放）。按一年建设期计算，考虑部分生产线改扩建，2010 年产能可为 35 万吨，2011 年产能可为 38 万吨，2012 年产能可为 42 万吨。通过分析我国历年的氨纶产量产能比数据发现，最高的时候出现在 07 年氨纶价格达到历史最高峰 8 万 2 的时候，当时行业生产基本上达到满产状态，产量产能比为 77%，我们采用这一假设，推断 10-12 年我国氨纶实际产量为 27 万吨、29.2 万吨、32.3 万吨。因此供求来看，当前仍处于紧平衡阶段，新的产能投放后在 12 年产量才大于需求量。

图 7：氨纶行业名义产能利用率情况

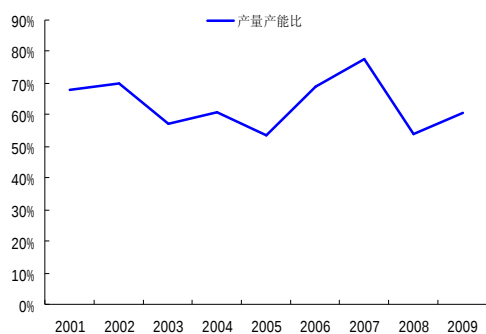
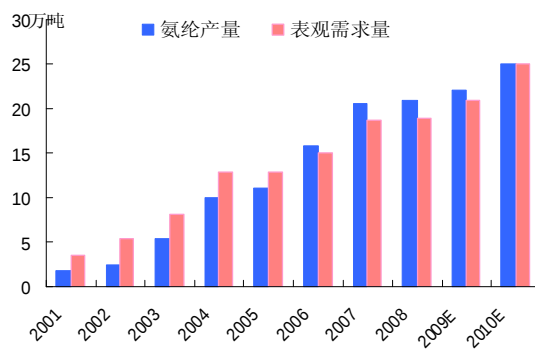


图 8：我国氨纶产需情况

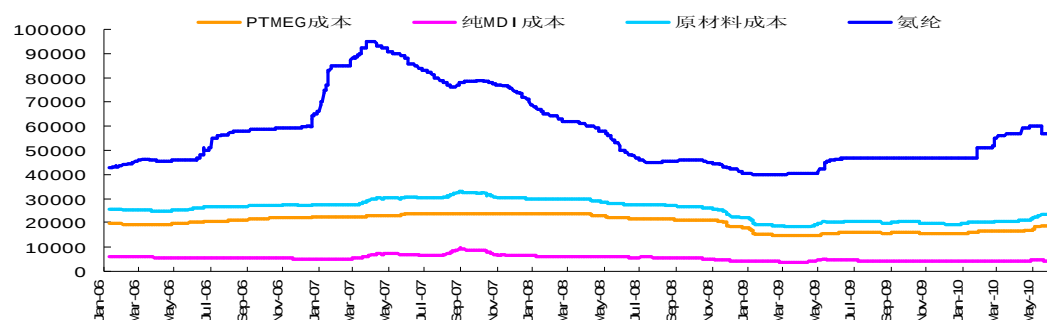


资料来源：公司公告、太平洋证券

很多人关注到了近期氨纶主要原料 PTMEG 和 MDI 价格的上涨。MDI 价格的上涨主要由于传统旺季整体需求有所回升，未来 NPU、三井化学、上海 BASF、包括万华宁波装置等将陆续开始检修，对产品价格有一定支撑作用，但面临苯胺价格的走低，MDI 大幅上涨概率不大。MDI 上涨 1000 块钱对氨纶成本影响不到 200 元，对毛利的影响不到千分之五；PTMEG 价格上涨主要依赖于下游需求的带动，由于 BDO 进口货源的不足，未来两个月很难看到供给缓解，因此短期产品价格还有走高的可能，中期看。国内新增产能逐步投产，产能存在过剩压力，不太可能抛开油价走独立行情。二季度 PTMEG 上海地区市场价上涨 14.3%，相应对氨纶毛利影响 4%-5%。由于原材料由采购到生产存在

时间差，因此行业盈利受成本影响要到3季度才体现，即使成本有所上涨，较08、09年氨纶盈利空间还是比较不错的，行业开工不会受到影响。

图9：氨纶价差走势



资料来源：公司公告、太平洋证券

图9的历史数据表明，成本的波动并不能决定氨纶行业景气周期，盈利区间的增减更多受制于供需关系，及需求量的增幅与氨纶产能增幅的博弈。结合前面对于供需的分析，认为行业内产能的快速投放将是下一次拐点的促发因素，尤其要重点关注华海氨纶新增产能投放情况。短期内氨纶价格仍以盘整为主。

公司氨纶新增产能——

医用氨纶

公司医用氨纶项目采取原有生产线技改和新建生产线相结合的方式进行。技改部分：公司将已有一条生产线改造成医用氨纶生产线，并于2010年3月底形成1500-2000吨/年的医用氨纶产能；新建部分：公司新建的3000-3500吨/年医用氨纶生产线目前建设顺利进行，预计2010年10月投产。考虑到新的生产线还有调试期，因此我们保守估计新建生产线10年不贡献产量，技改的生产线贡献半年产量。价格上医用氨纶要比普通氨纶高1500-2000元/吨，成本和普通相差无几，因此毛利率要高于普通氨纶2到4个点。

表1 医用氨纶主要用途

医疗防护用品纺织品	创可贴、弹性绷带、手术帽、手术衣、防护服、隔离衣、口罩、消毒布等
卫生护理保健用纺织品	纸尿裤、运动护腕、卫生巾、护膝等

资料来源：公司公告

舒适性氨纶

公司新建舒适性氨纶产能7000吨/年的产能，其中20D规格的3.5万吨，40D规格的3.5万吨。公司目前做了一些建设前期的工作，建设期为一年，预计2011年6月份建成投产。舒适氨纶是一种具有优秀的柔软伸缩及恢复力平衡的

氨纶弹性纤维。该产品拉伸应力低、伸展性好，低弹性损失及弹性恢复损失小，可制成紧缩适度、穿着舒适的服装产品。国外舒适氨纶的类似产品主要有美国杜邦的 LYCRA SOFT，日本旭化成 ROICA HS 和韩国晓星 Creora SS。我国目前在这一领域还处于空白。

我们可以参考一下杜邦的 LYCRA SOFT 的应用，它是一种透明的共聚酯基型弹性纤维，可以改善护腰、瘦身型裤袜和内衣的穿着舒适性。它不仅具有莱卡所有的特色，而且具有更吸引人的舒适感，十分适合用在连裤袜的腰带、妇女内衣、男士内裤、医用袜品、紧身衣、袜口和泳装等。目前国际上舒适性氨纶 20D 的价格在 15-16 万元/吨，40D 的价格也在 10 万元/吨以上。

根据公司舒适性氨纶投资的可行性报告，预计项目完成后正常年可实现销售收入 37450 万元，实现利润总额 8322 万元。按照 7000 吨产能计算，舒适氨纶的税后均价在 63000 元左右，比普通氨纶价格高出 10000 元左右。公司通过不断扩大差异化氨纶的生产规模，提升整体氨纶产品的盈利能力。

芳纶业务

间位芳纶

间位芳纶在我国又称作芳纶 1313，即聚间苯二甲酰间苯二胺，属芳香族聚酰胺纤维，是高附加值、军民两用的特种纤维，也是当今世界有机耐高温纤维中发展最快的品种。烟台氨纶是中国最早从事高新技术纤维生产的企业，拥有国家级企业技术中心和国内唯一的芳纶纤维工程技术研究中心。公司从 1999 年开始进行间位芳纶的研究，先后取得了小试和中试的成功。2004 年 5 月，烟台氨纶采用自有技术建设的年产 500 吨间位芳纶产业化项目竣工，一次投料开车成功，开始了我国间位芳纶的大批量生产。此后，公司不断优化工艺、提高质量、并在常规本白短纤的基础上，开发出服装用原液染色纤维、本白可染纤维、长丝、高分散性超短纤维、芳纶特种纸等系列化产品。烟台氨纶的间位芳纶年生产能力目前已经扩大到 4600 吨，仅次于美国杜邦公司，成为全球第二大间位芳纶生产和供应商。

图 10：纽士达®间位芳纶本白短切纤维

图 11：纽士达®间位芳纶 1313 纱线



资料来源：公司网站、太平洋证券

图 12：纽士达®间位的规格及主要终端用途

纤维类型			规格	产品说明	主要终端用途
短纤维	本白短纤维	N600	1.0, 1.5, 2.0, 3.0D; 38、51、76、85mm, 或4, 6, 8, mm	具有明亮光泽的本白短纤维, 结晶度、强度较高, 染色性能 较差	过滤材料、缝纫线、 防护服用针织物、 毡子、造纸等
		N601	1.5, 2.0, 3.0D; 38、51、76、85mm	光泽明亮的本白短纤维	过滤材料, 绝缘材料
		N602	1.5, 2.0, 3.0D; 38、51、76、85mm	具有明亮光泽的本白短纤维, 结晶度较低, 可染	防护服, 阻燃装饰品等
	纺前着色短纤	S101	1.5, 2.0, 3.0D; 38、51、76、85mm	具有多种颜色的短纤维, 结晶度较高, 可纺性好	防护服
		S102	1.5, 2.0, 3.0D; 38、51、76、85mm	具有多种颜色的短纤维, 色牢度好	阻燃装饰品等
纱线	白纱	N6011	多种规格	--	过滤材料, 绝缘材料等
	色线	S1011	多种规格	--	防护服等

资料来源: 公司网站、太平洋证券

2009 年, 公司间位芳纶业务受国际金融危机影响较大, 出口订单明显减少, 公司 IPO 项目 1500 吨/年服装用间位芳纶生产线从 2009 年初至 9 月一直处于停产状态, 10 月初该生产线恢复生产, 同时公司对原有的部分设备进行维修和技改, 技改后公司间位芳纶产能由 4300 吨/年提升至 4500 吨/年。

进入 2010 年, 伴随着欧美经济的缓慢复苏, 来自国外芳纶的订单明显增加, 受此影响, 公司开机率迅速上升, 二季度以来公司芳纶生产线处于满产状态, 产量较 09 年预期有 40%-50% 的增长, 目前毛利率在 30%-35% 之间, 预计 10 年贡献公司 EPS0.40 元。公司目前生产线经过技改, 有望继续扩产至 5000 吨/年。

对位芳纶

对位芳纶全称聚对苯二甲酰对苯二胺纤维 (我国简称芳纶-II 或芳纶 1414), 具有高强高模、耐高温和阻燃等优异性能, 同时还有相对密度小、耐疲劳、耐剪切和尺寸稳定性好等优点, 在个体防护、航空航天、电子信息等领域得到广泛应用。烟台氨纶在 2008 年取得对位芳纶中试成功, 建成连续运转百吨级中试生产线。对位芳纶中试技术于 2008 年度 12 月通过山东省科技厅组织的专家鉴定, 达到国际先进水平。

图 13: 纽士达®对位芳纶产品



资料来源: 公司网站、太平洋证券

对位芳纶的供需情况——

目前，国际市场上如美国、英国、日本、德国、俄罗斯与韩国等地都在生产芳纶系列产品。芳纶经过长期的应用开发，已经从少量应用于军工和航天领域的特殊材料，发展成为在工业和民用领域有着广泛应用的高端材料。需求方面，近几年全球对位芳纶需求量每年大约为 5.5 万~5.7 万吨，消费量年均增长率约为 10%~12%，预计 2010 年全球对位芳纶需求量大约为 7.8 万~9.0 万吨左右。目前，全球对位芳纶仍然处在供应紧缺的状态之下，主要原因是绝大部分对位芳纶生产量仍然控制在杜邦和帝人两家公司手中，其他公司生产能力有限，加之“9.11 事件”以来的反恐战争对防弹级芳纶的需求快速增长，加剧了对位芳纶的供应短缺。为此，杜邦和帝人公司多次进行扩产（杜邦产能 3.3 万吨，帝人产能 2.7 万吨），其他公司也在积极开发。预计 2009 年~2010 年世界对位芳纶年产量约为 7.6 万吨左右。

我国对位芳纶纤维一直处于小试和中试阶段，尚未实现大规模产业化。加之芳纶的投资成本高，技术难度大，长期以来相关国家对我国实行了严格的垄断，我国至今未真正实现对位芳纶的大规模工业化生产。近年来，芳纶产业市场容量不断扩大，需求量与日俱增，据统计，我国每年直接和间接进口芳纶及相关制品总额达到了近 10 亿元人民币，进口量 3000 吨左右，国内年需求量也达到了 5000 吨~5500 吨，市场潜力极大。鉴于此，实现对位芳纶的大规模国产化将具有重要的经济和战略意义。

对位芳纶应用领域需要继续开发，未来前景十分广阔——

芳纶的下游市场开发和应用仅仅限于对材料性能要求较高的少数领域，在消费结构方面，据资料显示，国外约有 7%~8% 的芳纶纤维用于防弹衣、头盔等军工领域；航空航天材料、体育用材料所占比例约为 40%；轮胎骨架材料、传送带材料等领域约占 20%；高强绳索约占 13%。作为增强材料，芳纶纤维在部分领域发挥了不可替代的作用，近年来子午线轮胎的快速发展，更是推动了芳纶纤维应用的普及。据介绍，用芳纶纤维代替钢丝生产的轮胎，其重量可减少 30%，滚动阻力大幅度下降且轮胎的耐刺扎性能得以大幅度提高。目前，米其林、固特异、倍耐力等世界轮胎巨头生产的轮胎，其骨架材料已有相当一部分采用了芳纶纤维。在我国，芳纶纤维的最主要用途是光纤补强材料，其次为防弹材料领域，其用量约占 5%。因此，作为一类高性能材料，对位芳纶的优异性能在不同的领域被开发应用。实际上，对位芳纶不但可以单独用作各种结构材料和功能材料，而且还可与其它材料复合应用。对位芳纶的大部分应用在包括先进复合材料、轮胎、机械橡胶制品、土木建材、涂覆织物以及其它各种工业和民用制品领域。

公司令人期待的对位芳纶项目进展——

公司目前已经建成国内首条百吨级可连续运转的中试线，生产的高强高模对位芳纶纤维已在个体防护、汽车轮胎、摩擦密封等领域开始试用。

我们比较关心的对于芳纶产业化工程，09 年项目投资进度低于预期主要由于（1）项目实施地点变更。对位芳纶产业化工程原计划建在公司位于峨眉山东部的西部工业园区，由于该地域蒸汽难以满足对位芳纶产业化的技术要求，公司将该项目的实施地点变更为公司位于黑龙江路的东部厂区。地点变更后需要重新履行环评手续，开工日期延后；（2）某些进口设备的交货期较长，原计划的设备预付款未支付。

预计 1000 吨对位芳纶项目将于 2011 年初投产。以国内市场为主，市场定位为“先民用，后军用”。民用主要用在一些飞机刹车片，光缆密封材料，防护材料，切割手套等等。如果能够正常生产的话，将会打破国际巨头杜邦、帝人在我国的垄断地位，对于我国高性能纤维领域发展方面具有里程碑式的意义。国际芳纶市场价格在 20 万左右，远高于公司目前氨纶系列产品的价格，公司 1000 吨产能的投放，即使售价低于国际市场价格，也会引起收入和利润的爆发性增长。

如果 1000 吨芳纶生产线正常运行，公司还有进一步的扩产计划，生产线还预留 4000 吨的扩产空间。

公司盈利预测

几个关键的假设前提:

- 1、我们考虑到氨纶新增产能的投放影响,对于氨纶 40D 均价的走势,10 年、11 年保持平稳,12 年价格下调 8%;
- 2、医用氨纶产能 5000 吨/年,10-12 年分别贡献产能的 32%、70%、80%;
- 3、舒适性氨纶按期 2011 年 6 月投产,10 年不贡献,11-12 年分别贡献产能 40%、70%;
- 4、间位芳纶 10 年达产率 70%;
- 5、对位芳纶 11 年顺利投产,对位芳纶市场价低于国际价格 20000 元/吨,11、12 年芳纶产量为 600 吨、1000 吨。

可以看出我们的假设条件较为保守,预计 2010-2012 年公司每股收益为 1.57 元、1.97 元和 2.10 元。其中氨纶部分贡献 EPS 为 0.99 元、1.11 元、1.16 元;间位芳纶贡献 EPS 为 0.40 元、0.46 元、0.47 元;对位芳纶贡献 EPS 为 0 元、0.15 元、0.38 元。

公司新投产的医用氨纶和舒适性氨纶属于差别化氨纶产品,国内生产尚属空白,盈利能力强于普通氨纶,11 年陆续投产后收入将会占到氨纶产品总收入 20%以上,在氨纶基础产品处于景气周期中,两大高毛利差别化产品提升公司氨纶整体盈利水平的基础上,我们 10 年给予 20 倍 PE 是相对保守的。间位芳纶在我国应用还处于起步阶段,其在高温过滤、防护服、绝缘纸等方面应用前景广阔,并且具有技术壁垒,毛利始终保持 30%-35%左右。我们 10 年给予 30 倍 PE。对位芳纶世界供应紧缺,我国尚无产业化,公司 1000 吨顺利生产后,将会进一步扩产,生产线还预留 4000 吨的扩产空间,一旦扩产将是倍速增长,考虑到芳纶世界供需形式和公司产能规划,结合目前上证和深证较年初均已调整接近 30%之后化工新材料板块依然在 60 倍市盈率的基础上,我们 11 年给予 50 倍 PE。

综上所述,公司合理价值 39.3 元,目前股价已被低估,维持“买入”的投资评级。

表 2 公司盈利预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1758.19	1417.89	1133.02	1632.28	2002.17	2222.86
增长率(%)	1074.43	1019.43	877.01	1142.01	1393.72	1573.27
归属母公司股东净利润	8.36	6.11	5.37	7.51	9.21	10.23
增长率(%)	55.32	35.52	37.18	48.97	60.07	66.69
每股收益(EPS)	97.31	111.40	85.55	113.94	139.76	155.17
每股股利(DPS)	21.17	8.15	-3.99	-9.91	-13.86	-22.11
销售毛利率	3.60	23.54	-5.45	0.00	0.00	0.00
销售净利率	0.00	0.00	1.19	0.00	0.00	0.00
净资产收益率(ROE)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投入资本回报率(ROIC)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(P/E)	498.00	213.74	138.55	329.77	413.27	439.62
股息率(分红/股价)	-2.87	3.41	3.68	2.00	2.00	2.00
	495.13	217.14	142.22	331.77	415.27	441.62
报表预测	98.81	27.14	22.30	49.76	62.29	66.24
利润表	396.33	190.00	119.92	282.00	352.98	375.38
营业收入	46.46	8.10	10.77	25.33	31.71	33.72

减：营业成本	349.87	181.90	109.15	256.67	321.27	341.66
营业税金及附加	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业费用	17.34	461.95	559.99	611.27	976.49	1384.25
管理费用	288.30	272.01	295.93	423.00	458.73	520.64
财务费用	163.96	166.58	130.92	256.48	216.31	317.39
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	10.67	10.17	13.07	11.65	10.22	8.80
其他经营损益	915.73	947.04	859.34	907.38	910.93	784.48
营业利润	39.84	39.26	45.53	40.46	35.39	30.32
加：其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1435.83	1897.01	1904.79	2250.24	2608.08	3045.87
减：所得税	128.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	209.74	181.03	178.97	270.75	275.61	338.02
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	23.27	31.91	28.33	0.00	0.00	0.00
资产负债表	361.00	212.94	207.30	270.75	275.61	338.02
货币资金	93.50	125.50	163.15	163.15	163.15	163.15
应收和预付款项	124.38	643.41	629.26	629.26	629.26	629.26
存货	718.85	775.25	758.90	1015.57	1336.84	1678.50
其他流动资产	936.72	1544.16	1551.30	1807.98	2129.25	2470.91
长期股权投资	138.11	139.91	146.18	171.51	203.22	236.94
投资性房地产	1074.83	1684.07	1697.49	1979.49	2332.47	2707.84
固定资产和在建工程	1435.83	1897.01	1904.79	2250.24	2608.08	3045.87
无形资产和开发支出	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他非流动资产	391.30	264.28	239.05	307.23	565.66	479.50
资产总计	-63.64	-160.16	-29.37	-240.80	-218.30	-98.30
短期借款	-311.39	296.07	-99.92	-15.15	17.86	26.56
应付和预收款项	16.30	399.25	109.69	51.28	365.22	407.76
长期借款	1758.19	1417.89	1133.02	1632.28	2002.17	2222.86
其他负债	1074.43	1019.43	877.01	1142.01	1393.72	1573.27
负债合计	8.36	6.11	5.37	7.51	9.21	10.23
股本	55.32	35.52	37.18	48.97	60.07	66.69
资本公积	97.31	111.40	85.55	113.94	139.76	155.17
留存收益	21.17	8.15	-3.99	-9.91	-13.86	-22.11
归属母公司股东权益	3.60	23.54	-5.45	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.00	0.00	1.19	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表	498.00	213.74	138.55	329.77	413.27	439.62
经营性现金净流量	-2.87	3.41	3.68	2.00	2.00	2.00
投资性现金净流量	495.13	217.14	142.22	331.77	415.27	441.62
筹资性现金净流量	98.81	27.14	22.30	49.76	62.29	66.24

现金流量净额	396.33	190.00	119.92	282.00	352.98	375.38
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：太平洋研究

风险提示

对位芳纶项目仍在存在产业化问题，项目未能如期达产并改变扩产计划风险；

欧美经济恶化对间位芳纶需求下降风险；

医用氨纶和舒适性氨纶项目进展受阻风险；

氨纶行业价格大幅下降风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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；

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818
传真： (8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。