



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖
研究报告

2010 年 12 月 17 日

化工

研究部

高峰

分析师, SAC 执业证书编号: s0930209090222

gaozheng@cicc.com.cn

关滨

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

推荐

烟台氨纶 (002254.CH)

向纤维新材料转型的行业龙头

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,133	1,527	2,214	2,526	3,127
(+/-)	-20%	35%	45%	14%	24%
毛利	251	472	653	849	1,141
(+/-)	-36%	88%	38%	30%	34%
净利润	109	251	326	455	636
每股盈利 (元)	0.67	0.96	1.25	1.74	2.44
(+/-)	-54%	44%	30%	40%	40%
市盈率	53.5	37.2	28.7	20.5	14.7
市净率	3.8	5.5	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA	20.2	19.2	15.2	11.4	8.5
净资产收益率	7.0%	14.8%	17.2%	21.0%	24.9%
ROCE	6.3%	13.5%	15.8%	19.3%	22.9%
现金分红收益率	2.4%	1.4%	1.1%	1.4%	1.9%
每股经营现金流 (元)	1.44	1.29	1.47	2.35	2.91
股价/经营现金	24.78	27.85	24.41	15.25	12.29

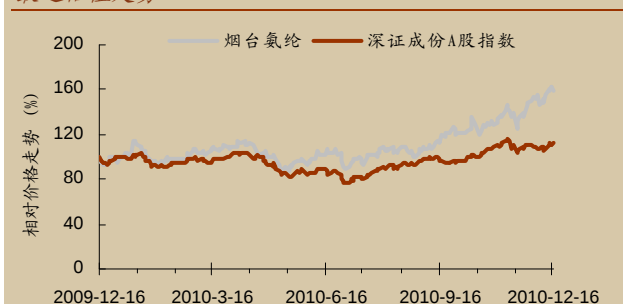
股票信息

A股	
当前股价	人民币 35.8
股票代码	002254.SZ
日成交量 (百万股)	2.7
52周最高价/最低价	人民币 37.65/18.78
发行股数 (百万股)	261.00
其中: 流通股 (百万股)	159.00
总市值 (百万元)	9,345.00
主要股东 (持股比例)	烟台氨纶集团有限公司 (38.65%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[002254.SZ]	+7.80	+19.73	+41.73	+60.22
[深证成份A股指数]	+5.18	+5.10	+16.41	+11.79

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

投资亮点:

公司是中国首家具备芳纶 1414 产业化技术的企业, 正在由大宗纤维品企业快速向纤维新材料企业转型。公司主要业务由氨纶和芳纶构成, 未来芳纶业务盈利贡献占比将逐年提高, 预计将由 2010 年的 30% 提升至 2013 年的 50%。公司毛利率和 ROE 水平可能因转型而显著上升, 分别由 2010 年的 31% 和 15% 提升至 2013 年的 37% 和 25%, 未来三年净利润复合增长率可望达 36%。

全球来看, 未来 3 年芳纶 1414 产能扩张放缓年增速仅为 2%, 但需求依然保持 9% 左右的强劲增速, 供需缺口不断扩大。国内需求增速将强于全球水平达到 15%, 而公司是首家国产厂商, 1000 吨产能有望于 2011 年 5 月投产。由于国内需求增长较快, 新增产量不会替代进口, 而将主要满足内需的增长, 产品可望长期享受 40% 的毛利率。

今年以来, 国际市场对公司的传统芳纶产品 1313 需求迅速回升, 全球开工率提升至 90%。随着国内高温过滤材料和防护服需求的强劲增长, 预计未来三年国内需求将保持 30% 的增速, 中国可能从目前的净出口国转为净进口国。公司现有 5000 吨/年的产能开工率已提升至满负荷, 未来产能仍可能进一步扩张。

目前市场担心, 2011 年公司另一主要产品氨纶, 由于明年国内产能扩建快于需求增长, 盈利可能大幅回落。我们认为, 新增产能的释放将是一个逐步的过程, 价格可能同比小幅下降 5% 左右, 预计 2011 年均价将维持在 54,000 元/吨。考虑到 2012 年产能扩张放缓, 氨纶价格仍可能重拾升势。

估值与建议:

我们预计公司未来三年净利润复合增长率 36%, 2010 年~2012 年业绩分别为 0.96、1.25、1.74 元, 对应动态市盈率 37x、29x、21x, 显著低于化工新材料公司平均估值 72x、49x、30x, 首次覆盖给予“推荐”评级。

催化剂:

- 1、十二五新材料相关政策出台
- 2、公司 1000 吨芳纶 1414 产能达产
- 3、公司对芳纶 1313 和 1414 业务提出新的扩产计划

风险:

- 1、芳纶 1414 产能投产进度低于预期
- 2、2011 年 4 季度氨纶新增产能集中投产
- 3、市场估值中枢下行带来的系统性风险

目录

投资亮点	3
公司介绍	5
产品简介	6
氨纶：2011 年小幅下调，2012 年重拾升势	12
财务预测及估值	13

图表目录

图表 1：烟台氨纶主要产品销售量、销售收入、销售毛利预测	3
图表 2：公司业绩主要假设	3
图表 3：全球芳纶 1414 供需缺口巨大（左图）；国内芳纶 1414 供需缺口巨大（右图）	4
图表 4：全球芳纶 1313 全球供需保持紧平衡（左图）；2013 年中国可能将变为芳纶 1313 净进口国（右图）	4
图表 5：烟台氨纶产能扩张计划预测	5
图表 6：公司股权结构图	5
图表 7：公司氨纶销售结构（左图）；公司芳纶销售结构（中图）；公司历年氨纶和芳纶毛利率对比（右图）	5
图表 8：芳纶 1414 全球主要产能分布（左图）；全球芳纶 1414 产能扩张将逐步放缓（右图）	6
图表 9：全球芳纶 1414 将逐步供不应求（左图）；全球芳纶 1414 下游需求分布（右图）	6
图表 10：中国芳纶 1414 产品下游需求分布（左图）；中国芳纶 1414 供需缺口巨大（中图）；中国芳纶 1414 成本构成预测（右图）	7
图表 11：芳纶 1414 的主要应用领域及特性	7
图表 12：中国光缆产量将快速增加（左图）；中国子午线轮胎外胎产量将稳步提高（右图）	8
图表 13：芳纶 1414 在轮胎中的应用情况（左图）；芳纶 1414 帘子布与其他帘子布相比性能优越（右图）	8
图表 14：芳纶 1414 应用于航天、国防等领域	8
图表 15：芳纶 1313 全球供需保持紧平衡（左图）；全球主要生产商产能分布（右图）	9
图表 16：国际国内芳纶 1313 的下游需求分布	9
图表 17：芳纶 1313 广泛应用于防护服领域	10
图表 18：中国高温滤料产品原料结构（左图）；中国高温滤料市场规模增长快速（右图）	10
图表 19：国内对芳纶纸的需求量逐年上升	11
图表 20：国内氨纶产能需求对比（左图）；2011 年国内氨纶产能扩张情况（中图）；氨纶价格历史走势（右图）	12
图表 21：氨纶成本构成（左图）；氨纶近期价差走势（右图）	12
图表 22：国内同类公司估值表	13
图表 23：氨纶敏感性分析（左图），盈利预测主要假设指标（右图）	13
图表 24：烟台氨纶历史和预测的主要财务和经营数据	14

投资亮点

公司是国内首家具备芳纶 1414 产业化技术的企业，公司未来重心将向新材料芳纶业务快速转移，氨纶业务则着重拓展差异化高毛利的医用氨纶和舒适氨纶等领域。

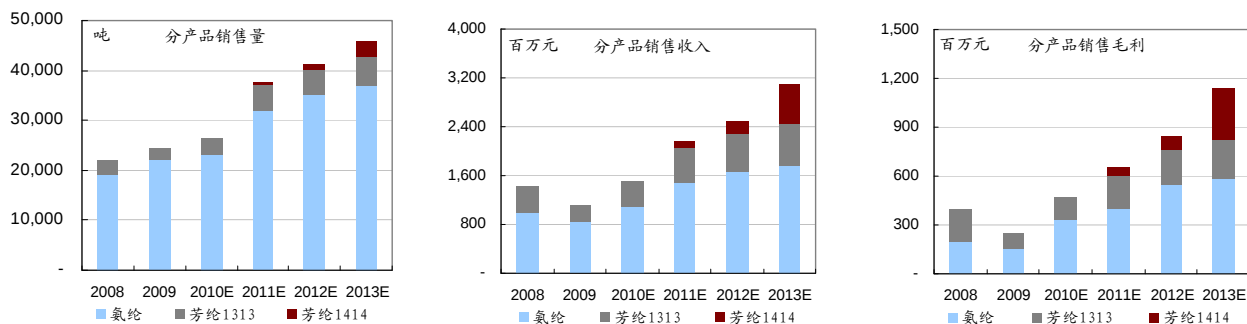
公司是中国首家具备芳纶 1414 产业化技术的企业，正在由大宗纤维品企业快速向纤维新材料企业转型。公司主要业务由氨纶、芳纶 1313 和芳纶 1414 构成，未来芳纶 1313 和芳纶 1414 业务盈利贡献占比将逐年提高，预计将由 2010 年的 30% 提升至 2013 年的 50%。公司毛利率和 ROE 水平可能因转型而显著上升，分别由 2010 年的 31% 和 15% 提升至 2013 年的 37% 和 25%，未来三年净利润复合增长率可望达 36%。

全球来看，未来 3 年芳纶 1414 产能扩张放缓年增速仅为 2%，但需求依然保持 9% 左右的强劲增速，供需缺口不断扩大。国内需求增速将强于全球水平达到 15%，而公司是首家国产厂商，1000 吨产能有望于 2011 年 5 月投产。由于国内需求增长较快，新增产量不会替代进口，而将主要满足内需的增长，产品可望长期享受 40% 的毛利率。

今年以来，国际市场对芳纶 1313 需求迅速回升，全球开工率提升至 90%。随着国内高温过滤材料和防护服需求的强劲增长，预计未来三年国内需求将提高 30%，中国可能从目前的净出口国转为净进口国。公司现有 5000 吨/年的产能开工率已提升至满负荷，未来产能仍可能进一步扩张。

目前市场担心，2011 年公司氨纶盈利可能大幅回落，主要是由于明年国内产能扩建快于需求增涨。我们认为，新增产能的释放将是一个逐步的过程，价格可能同比小幅下降 5% 左右，预计 2011 年均价将维持在 54,000 元/吨。考虑到 2012 年产能扩张放缓，氨纶价格仍可能重拾升势。

图表 1：烟台氨纶主要产品销售量、销售收入、销售毛利预测



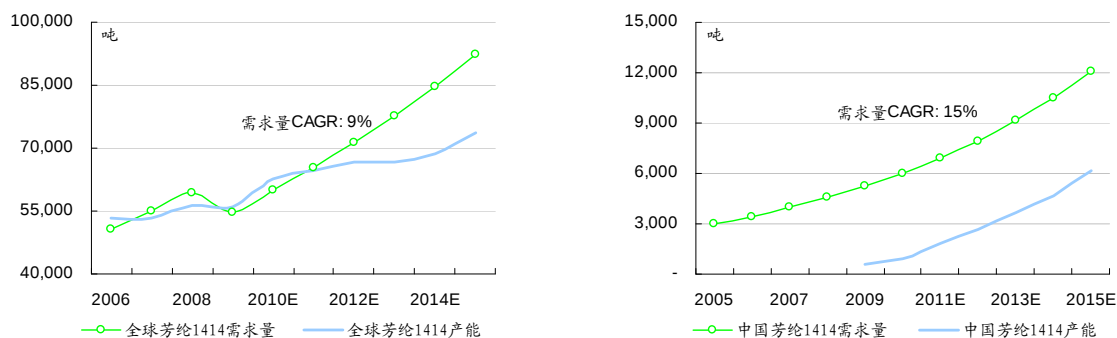
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：公司业绩主要假设

主要假设	2010E	2011E
销售量(吨)		
氨纶	23,000	32,000
芳纶1313	3,500	5,000
芳纶1414	-	600
销售单位含税价(元/吨)		
氨纶	56,000	54,000
芳纶1313	135,000	135,000
芳纶1414	250,000	250,000
毛利率		
氨纶	30%	27%
芳纶1313	35%	35%
芳纶1414	40%	40%

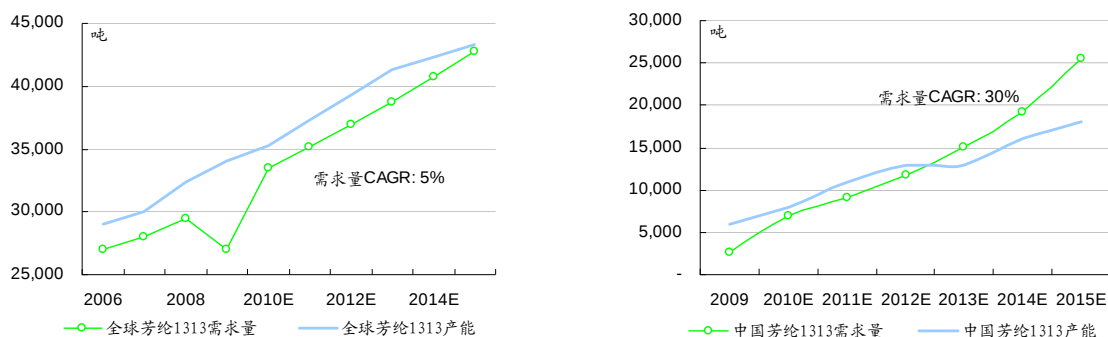
资料来源：中纤网、公司数据、中金公司研究部

图表 3：全球芳纶 1414 供需缺口巨大（左图）；国内芳纶 1414 供需缺口巨大（右图）



资料来源：化学纤维工业协会、公司资料、中金公司研究部

图表 4：全球芳纶 1313 全球供需保持紧平衡（左图）；2013 年中国可能将变为芳纶 1313 净进口国（右图）



资料来源：Teijin Limited、SRI、化学纤维工业协会、公司数据、中金公司研究部

公司介绍

烟台氨纶（002254.SZ）是中国首家氨纶生产企业，公司在国内率先成套引进日本东洋纺干法氨纶技术，生产线 1989 年 10 月建成投产。经过 20 余年的发展，公司氨纶业务快速成长，产能迅速增长，生产工艺水平、产品差别化率以及研发能力均在同行业处于领先地位。

今年以来，氨纶行业景气度迅速回升，产品价格涨幅明显，公司氨纶业务盈利能力也得到提升。在行业景气向上的过程中，公司开始恢复产能的扩张，通过“年产 5000 吨医用氨纶”和“年产 7000 吨舒适氨纶”等两个项目，公司氨纶权益产能将在 2009 年 2 万吨/年的基础上，增长至 2011 年的 3.5 万吨/年的水平，增幅近 75%。

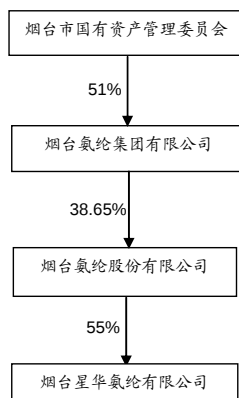
公司从 1999 年起开始涉足芳纶领域的研究和开发，先后取得小试、中试成功，后经过几次扩建及 IPO 募集资金项目建成后，目前公司芳纶 1313 生产能力已达到 5000 吨/年。而另一芳纶项目——芳纶 1414 中试项目情况良好，1000 吨/年产业化项目有望在 2011 年上半年投产。

图表 5：烟台氨纶产能扩张计划预测

产能(千吨)	2009	2010E	2011E	2012E
氨纶(折合40D)	22.0	27.0	37.5	42.5
氨纶(折合40D)- 权益产能	20.0	24.5	35.0	40.0
芳纶1313	4.3	5.0	5.0	6.0
芳纶1414	0.0	0.1	1.0	1.0

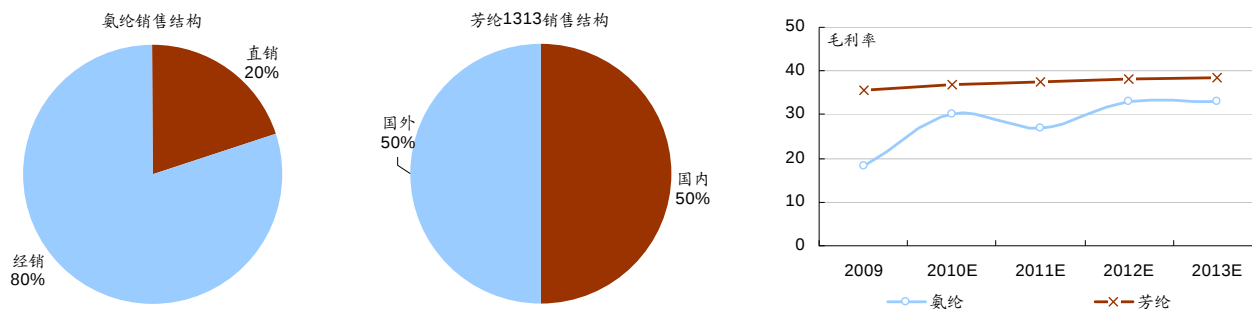
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 6：公司股权结构图



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 7：公司氨纶销售结构（左图）；公司芳纶销售结构（中图）；公司历年氨纶和芳纶毛利率对比（右图）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

产品简介

芳纶 1414：全球产能扩张放缓，而需求增长依然强劲

芳纶 1414，也称“对位芳纶”，具有高强度、高弹性模量和耐热等特点，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。

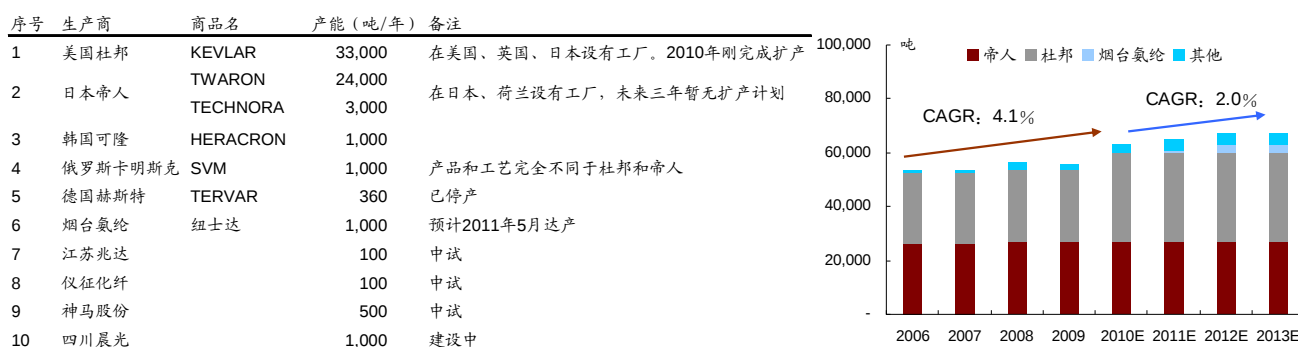
烟台氨纶中试 100 吨已经顺利完成，公司生产装置从聚合到纺丝再到精制均处于全国领先水平。预计 2011 年 5 月公司的芳纶 1414 产能有望扩产至 1000 吨。烟台氨纶是国内首家成功将芳纶 1414 产业化的生产企业。

目前全球主要的芳纶 1414 生产企业有四家，美国杜邦（DuPont）公司和日本帝人（Teijin）公司在该领域具有绝对的优势地位，其产能分别占全球产能的 52% 和 42%，另外韩国可隆（KOLON）和俄罗斯的卡明斯克化纤股份公司有少量生产。从 2000 年到现在，随着需求的增长，芳纶 1414 主要生产企业杜邦和帝人的产能也逐步扩张，目前全球产能合计在 6.3 万吨左右，过去几年产能的复合增长率为 4.1%，未来几年全球芳纶 1414 的产能扩张有所放缓，预计产能增长率在 2.0% 左右。

目前芳纶 1414 全球的年消费量在 6 万吨左右，从全球来看，芳纶 1414 供求基本平衡。未来全球对芳纶 1414 的需求增速将保持在 9% 左右，供不应求将逐步凸显。

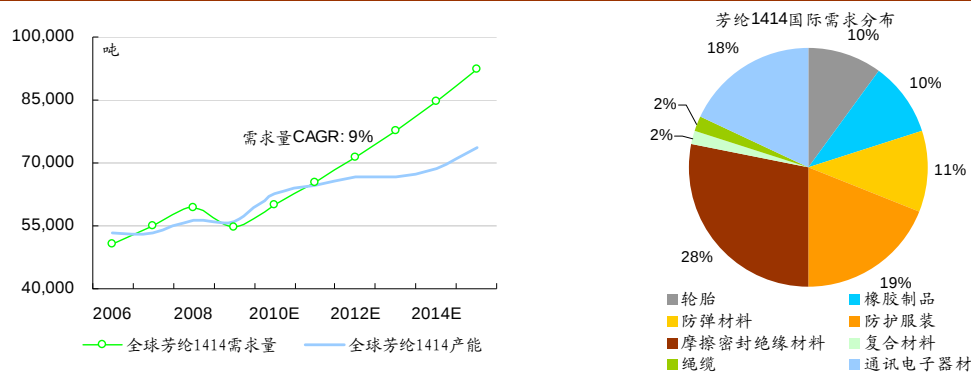
目前芳纶 1414 国内的需求增长快速，2005 年需求约 3000 吨，2010 年增长至约 6000 吨，年复合增长率约 15%。2009 年芳纶 1414 的进口量约 5000 吨。我们保守预计未来国内对于芳纶 1414 的需求仍将保持 15% 的增速，而相比国内芳纶 1414 的扩产计划，至 2013 年国内将仍然存在每年 5000 吨左右的进口需求。

图表 8：芳纶 1414 全球主要产能分布（左图）；全球芳纶 1414 产能扩张将逐步放缓（右图）



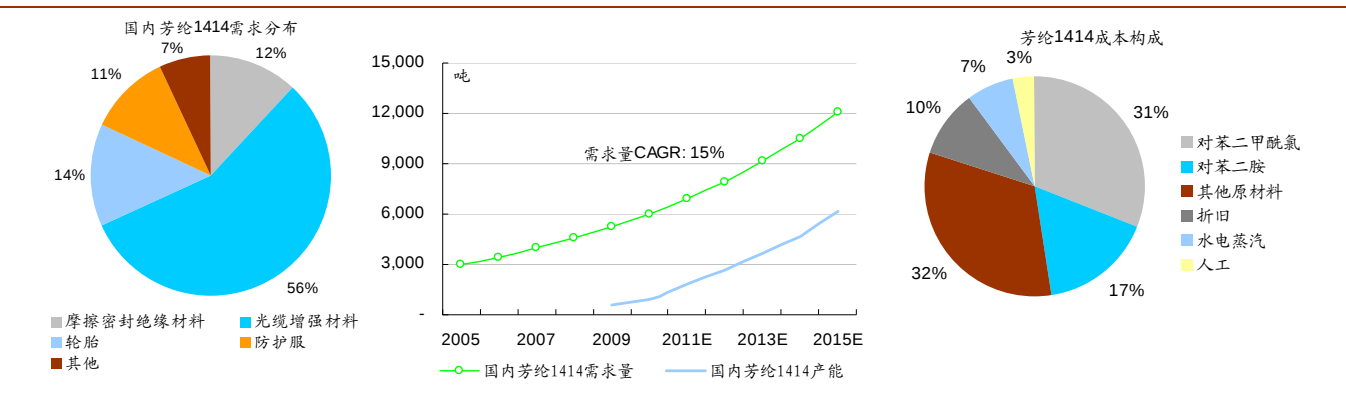
资料来源：化学纤维工业协会、公司资料、中金公司研究部

图表 9：全球芳纶 1414 将逐步供不应求（左图）；全球芳纶 1414 下游需求分布（右图）



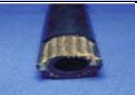
资料来源：Teijin Limited、SRI、中金公司研究部

图表 10：中国芳纶 1414 产品下游需求分布（左图）；中国芳纶 1414 供需缺口巨大（中图）；中国芳纶 1414 成本构成预测（右图）



资料来源：化学纤维工业协会、中金公司研究部

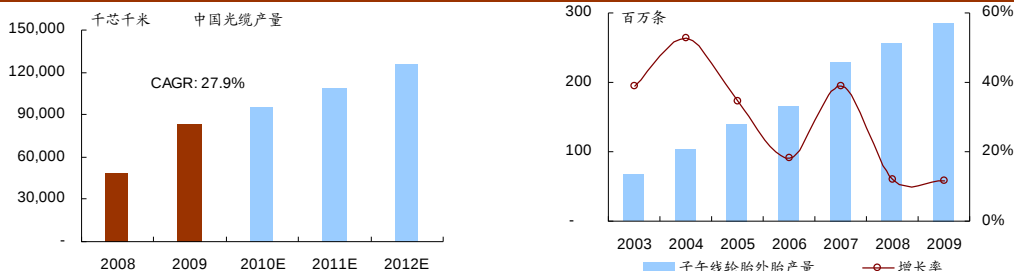
图表 11：芳纶 1414 的主要应用领域及特性

用途分类	最终用途举例	应用特性	应用举例
轮胎	飞机轮胎，赛车轮胎，高速轿车轮胎，货车和工程车轮胎，摩托车轮胎，自行车轮胎	重量轻，强度高，模量高，尺寸稳定，收缩率低，耐刺破	
橡胶制品	输送带，传动带，汽车用软管，液压系统软管，海洋勘探用软管，油气管道，胶辊，涂覆织物，空气弹簧	强力高，模量高，尺寸稳定，耐热好，耐化学品	
防弹材料	防弹衣，头盔，防弹护甲，交通工具保护，战略设施保护	强度高，能量耗散性好，质量轻，舒适性好	
防护服	消防服，防火毯，耐热工作服，阻燃织物，防切割手套，耐切割座椅面料	耐热性，阻燃性，耐切割性	
摩擦密封绝缘材料	刹车衬带，离合器衬片，密封圈，盘根，垫圈，触变剂，工业用纸，绝缘材料	纤维原纤化，耐热性，耐化学腐蚀，阻燃性，机械性能好	
复合材料	航天航空结构件增强，造船，高速列车厢内隔板，压力容器，集装箱结构，运动及休闲器具，塑料添加剂，土木工程，混凝土加固	质量轻，强度高，模量高，耐冲击，耐磨耗	
绳缆	管道电缆增强，通用电缆增强，机械结构用绳缆，船用绳缆	强度高，尺寸稳定性好，耐腐蚀，耐热，介电性好	
通讯电子器材	光缆增强材料，机载星载舰载雷达罩，透波结构材料，轻型天线，特种印刷线路板，电子电器运动结构件，控制操纵用电缆	强度高，模量高，尺寸稳定性好，透波性好，绝缘性好	

资料来源：公司资料、中金公司研究部

芳纶 1414 主要用于光缆增强材料。用作于光缆增强材料以取代高强涤纶，芳纶 1414 可用来加固光缆纤维使其具有多级化满足客户的不同需求，芳纶具有高强度和高模量属性，是保护光缆的最佳方法，例如近年来，随着中国电力部门通信系统的发展，利用芳纶 1414 丝作为加强构件的 ADSS 光缆开始得到广泛应用。ADSS 光缆即全介质自承式架空光缆，由于该光缆不含金属元件，具有很好的抗雷击、抗电磁干扰性能，特别适合于电力系统进行专用网通信。此外，ADSS 光缆以其强度高、重量轻、截面小、便于架设施工等特点，也常常被应用于需要跨越江河、峡谷等复杂地形区域的线路架设。随着未来电力、通信等行业对光缆的性能要求越来越高，芳纶 1414 在光缆增强领域的市场十分广阔。

图表 12：中国光缆产量将快速增加（左图）；中国子午线轮胎外胎产量将稳步提高（右图）



资料来源：CEIC、华通人、中金公司研究部

芳纶 1414 也广泛应用于子午线轮胎。用于子午线轮胎与目前常用的骨架材料钢丝、聚酯和锦纶帘线等相比，芳纶 1414 帘线具有强度高、变形小、热收缩低、耐热和蠕变性小等优点，将芳纶 1414 用于轿车子午轮胎带束层，可降低轮胎滚动阻力 5%-7%；用于载重轮胎胎体，质量可减少 2.4-5.2kg，胎面寿命延长 12%-14%，节油提高 1.25%。芳纶 1414 已在汽车轮胎领域得到广泛关注，全球主要轮胎厂商已经纷纷推出使用芳纶 1414 的新型轮胎。虽然芳纶 1414 价格较高，但是高档轿车用轮胎消化芳纶成本并不成问题，如一条高档的米其林轮胎价格为 4000 元左右，若以使用芳纶 200g 计算芳纶成本在 50 元左右，占比并不大。另外未来使用芳纶 1414 到航空轮胎实现轮胎轻量化将是新的应用发展方向，根据中国橡胶工业协会预计，中国民航机、军用机以及多用途机的航空轮胎年需求量共约 20 万条，若以子午化率 1/3，且平均每条耗用 10kg 芳纶计算，航空轮胎的芳纶 1414 年耗用量就将超过 660 吨。

图表 13：芳纶 1414 在轮胎中的应用情况（左图）；芳纶 1414 帘子布与其他帘子布相比性能优越（右图）

轮胎	市场价格	芳纶含量	芳纶成本	芳纶成本/销售价格
进口 高档米其林轮胎	4000 元/条	200g/条	50 元	1.25%
进口 航空子午胎	30000 元/条	10kg/条	2500 元	8.30%

编号	产品	载荷	断裂	1%载荷
		最大值/N	拉伸应变/%	拉伸应变/N
1	Kevlar	525.2	4.5	96
2	Kevlar+N66	556.6	11.8	22.5
3	Kevlar+聚酯	313.3	11.8	24.4
4	HMLS 聚酯	218.9	17.6	21.4
5	N6	217.5	21.7	10.8

资料来源：中国橡胶工业协会、中金公司研究部

芳纶 1414 的在复合材料中与节约燃料消耗意义重大。航空器方面，减少自身的质量对于节约燃料消耗非常重要，因而密度很小的芳纶树脂增强复合材料可以用作宇航、火箭和飞机的结构材料，用来减轻自重，增加有效负荷，节省大量动力燃料。芳纶复合材料还可广泛用于轻型卡车和轿车的传动轴、车身底盘、保险杠、座椅骨架、车门、面板、水箱等。芳纶 1414 在航天和国防领域还有很广泛的应用。主要可以用于直升飞机部件、降落伞材、坦克和装甲的芳纶布幅和钢板、步兵战车及供应战车的防弹材料、水陆两栖装甲、海底声纳装置、军舰防弹指挥舱，火箭和导弹的发动机壳体等。

图表 14：芳纶 1414 应用于航天、国防等领域



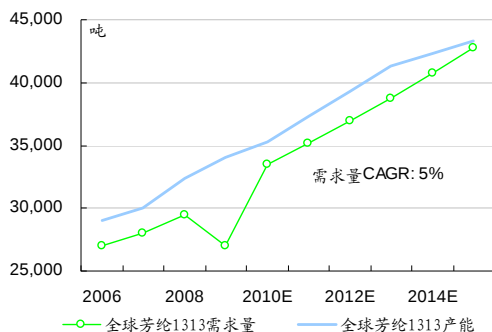
资料来源：公司资料、中金公司研究部

芳纶 1313：国内需求快速增长，国际需求显著恢复

芳纶 1313，也称“间位芳纶”，其广泛应用于特种防护服和高温过滤材料，以及绝缘材料、高温传送带等领域。芳纶 1313 的生产企业全球主要有 6 家，其中中国有 3 家。美国杜邦（DuPont）是全球最大的芳纶 1313 生产企业，产能占 2.5 万吨。国内目前主要的生产企业是烟台氨纶，今年初产能约为 4600 吨/年，年末已经提升至 5000 吨/年，是全球第二大芳纶 1313 生产商。另外苏州圣欧和广东彩艳也具备了一定规模的产能。全球来看，芳纶 1313 总产能目前已达到 3.5 万吨左右，而需求约 3.4 万吨，我们预计未来 3 年国际芳纶 1313 的需求将保持 5% 左右的增速，而产能增速可能约为 4%，全球总体上处于紧平衡状态。

国内芳纶 1313 需求将保持 30% 的高增速，2013 年中国可能从目前的净出口国转为净进口国。目前中国芳纶仍有 40% 左右用于出口。2009 年受全球金融危机的影响国内芳纶 1313 生产企业开工率降低至 5 成左右，但今年上半年随着国内市场的快速增长，下游需求的持续增加，国内芳纶 1313 生产企业开工率已经回升至 9 成，预计 2010 年国内的芳纶 1313 需求量将回升至约 7000 吨，未来 3 年随着下游领域防护服、高温滤料行业的快速增长，芳纶 1313 的需求将迎来 30% 左右的快速增长，至 2013 年芳纶 1313 国内可能会出现 2000 吨左右的供给缺口。

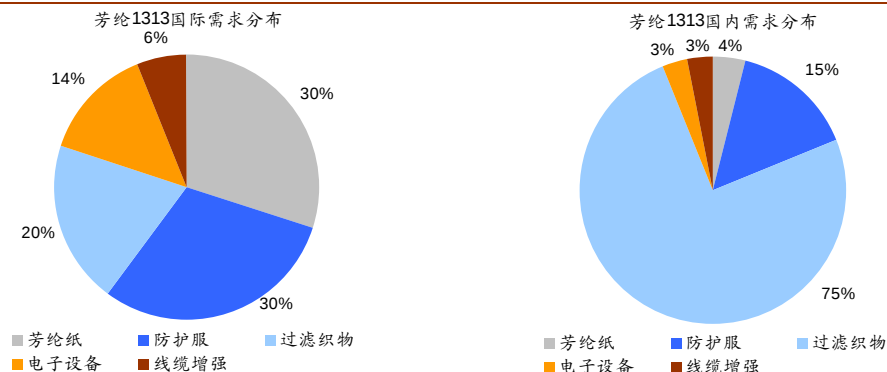
图表 15：芳纶 1313 全球供需保持紧平衡（左图）；全球主要生产商产能分布（右图）



序号	生产商	商品名	产能 (吨/年)	备注
1	杜邦	Nomex	25,000	
2	烟台氨纶	纽士达	5,000	
3	帝人	Conex	2,350	
4	苏州圣欧	-	2,000	二期工程产能达到 7000 吨，预计 2011 年底左右达产
5	广东彩艳	-	1,000	
	合计		35,350	

资料来源：Teijin Limited、SRI、化学纤维工业协会、公司数据、中金公司研究部

图表 16：国际国内芳纶 1313 的下游需求分布



资料来源：公司资料，中金公司研究部

国内政策将推动防护服需求强劲增长。由于芳纶 1313 具有良好的阻燃性，防护服成为其另一主要应用领域，已广泛应用于森林警察部队、城市消防队的消防服上，而根据国内最新对煤矿救援的相关政策，防护服的设计标准将逐步推广至煤矿救援队的消防服，成为芳纶 1313 新的应用领域。

作为防护服装的生产和消费大国，目前中国防护服年需求 800 万套，若每套防护服所需芳纶用量在 0.9kg/套，则防护服对芳纶 1313 的年需求量最高可达到 7200 吨。而据我们估计，目前芳纶 1313 在防护服领域的使用量尚不足 1000 吨，未来随着防护服标准的日益提高，**芳纶 1313 在防护服领域的需求增速将能保持在 25% 以上**。随着国内芳纶 1313 生产工艺的日益成熟，目前国产芳纶 1313 纤维如烟台氨纶的“纽士达”服装用芳纶 1313 纤维的性能已经能够和进口芳纶媲美，未来凭借其更高的性价比的优势逐步取代进口芳纶 1313 在防护服装领域的应用是必然的趋势。

图表 17：芳纶 1313 广泛应用于防护服领域

纤维原料成分	克重 (g/m ²)	用途
30%间位芳纶、5%对位芳纶、65%阻燃粘胶	150 (衬衣)、250、320	消防、部队、工业、警察、救护
35%间位芳纶、65%阻燃粘胶	125 (里料)、150 (衬衣)、215 (衬衣)、300、320	消防、部队、工业、警察、救护、冶金
50%间位芳纶、50%阻燃粘胶	260、300	消防、工业防护
95%间位芳纶、5%对位芳纶	165 ~ 265	消防、部队、工业防护、警察、液体化学品防护
93%间位芳纶、5%对位芳纶、2%抗静电纤维	150 ~ 265	消防、部队、工业、警察、救护 (抗静电、电弧)、防液体化学品
88%间位芳纶、10%对位芳纶、2%抗静电纤维	260	消防、抗静电性能
60%间位芳纶、40%对位芳纶	220	消防、抗静电性能
75%间位芳纶、23%对位芳纶、2%抗静电纤维	195、220	消防、抗静电性能
40%PBI、60%对位芳纶	200、220	消防
38%Basofil、36%对位芳纶、25%Panox	300	工业、极热保护、镀铝防护

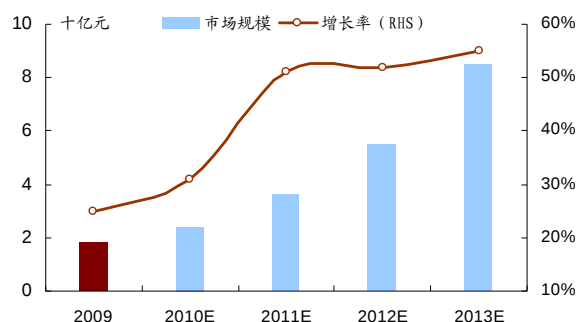
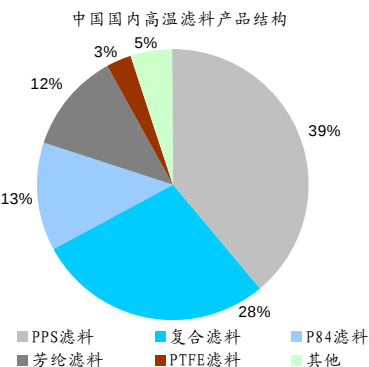


资料来源：中国个体防护装备、公司资料、中金公司研究部

下游高温滤料市场将高速增长。目前国内芳纶 1313 产品最主要的下游消费领域为高温过滤材料。芳纶 1313 可以应用于电力、钢铁、水泥、垃圾焚烧等行业所使用的袋式除尘器配用的合成纤维过滤材料。随着国家更加重视环境保护、节能减排，实施了烟尘、粉尘的新排放标准，将使袋式除尘行业 and 高温滤料在上述几个行业中呈现快速发展趋势，**预计高温滤料的市场规模未来几年将保持 45% 以上的增速**。

芳纶 1313 具有无可比拟的长期耐高温性、优异的耐腐蚀性和尺寸稳定性，使其已广泛应用于化工厂、火电厂、碳黑厂、水泥厂、石灰厂、炼焦厂等工厂的高温烟道和热空气过滤。

图表 18：中国高温滤料产品原料结构（左图）；中国高温滤料市场规模增长快速（右图）

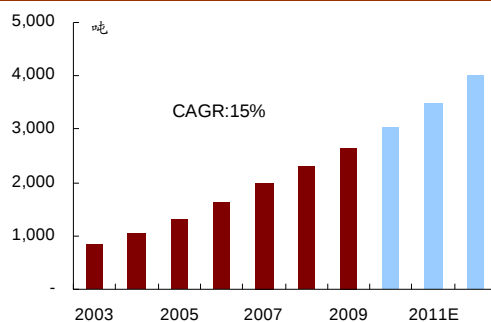


资料来源：中国环保产业协会袋式除尘委员会、中金公司研究部

芳纶 1313 在芳纶纸上的应用值得期待。芳纶纸具有高强高模、低形变、耐高温、耐腐蚀等一系列优良性能，是适用于多种领域的高科技产业用纸。芳纶纸主要在电气领域如变压器中用于绝缘，绝缘材料是决定电力设备的技术装备水平、保障电力设备安全运行的重要基础材料。而在绝缘材料家族中，绝缘性优于芳纶纸的虽然有很多，但在耐热性方面能与芳纶纸相匹敌的却极少，芳纶纸在高等级耐热绝缘领域具有不可替代的重要地位。另外在高性能轻质航空材料中使用的间位芳纶纸蜂窝，具有大幅降低噪声污染的功效。

随着中国电机产品升级换代、自主知识产权的大飞机批量化生产以及高速铁路的快速发展，中国间位芳纶纸需求量的增长速度预计约 15%，到 2012 年将达 4000 吨，成为全球最大的间位芳纶纸市场。

图表 19：国内对芳纶纸的需求量逐年上升

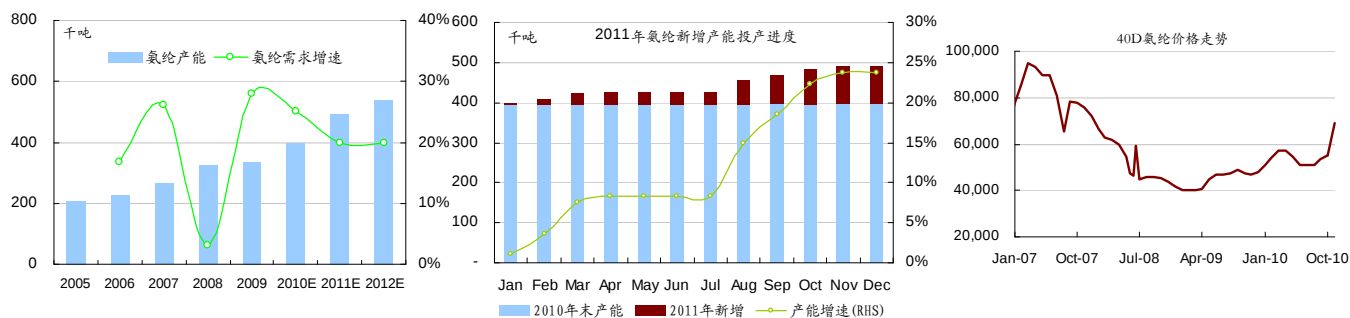


资料来源：公司数据、中金公司研究部

氨纶：2011 年小幅下调，2012 年重拾升势

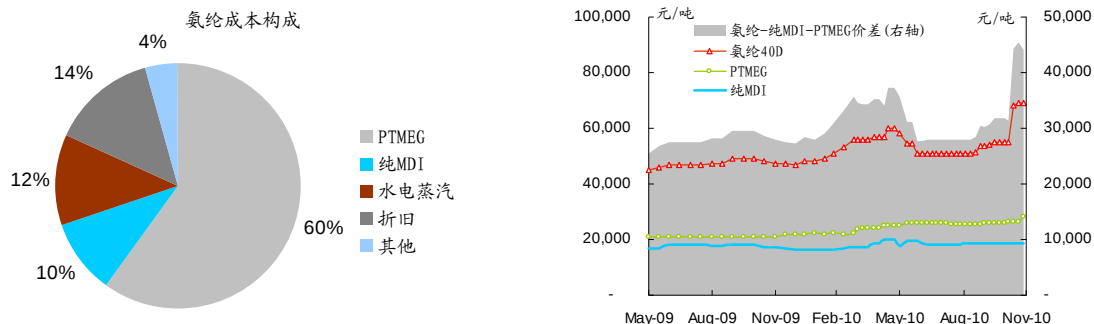
目前市场对 2011 年氨纶盈利大幅回落过分担心，2011 年国内产能扩产增速 24% 左右，而氨纶平均年需求增速 18% 左右，新增产能的释放将是一个逐步的过程，价格可能同比小幅下降 5% 左右，预计 2011 年均价将维持在 54,000 元/吨。考虑到 2012 年产能扩张明显放缓，年产能增长率仅为 9%，2012 年氨纶价格仍可能重拾升势。

图表 20：国内氨纶产能需求对比（左图）；2011 年国内氨纶产能扩张情况（中图）；氨纶价格历史走势（右图）



资料来源：中纤网、中金公司研究部

图表 21：氨纶成本构成（左图）；氨纶近期价差走势（右图）



资料来源：中纤网、隆众、中金公司研究部

财务预测及估值

未来三年，公司将由大宗纤维品企业快速向纤维新材料企业转型。未来芳纶业务盈利贡献占比将逐年提高，预计将由 2010 年的 30% 提升至 2013 年的 50%。公司毛利率和 ROE 水平可能因转型而显著上升，分别由 2010 年的 31% 和 15% 提升至 2013 年的 37% 和 25%，未来三年净利润复合增长率可望达 36%。公司是中国首家具备芳纶 1414 产业化技术的企业。

新材料行业相关公司在成长性和盈利增长确定性方面均明显优于大宗化学品公司，应该享受比普通周期性化学品更加高的估值溢价。目前 A 股相关化工新材料公司 2010 年~2012 年的平均估值水平分别为 72x、49x、30x，而烟台氨纶 2010 年~2012 年分别为 37x、29x、21x，存在明显的估值优势。

图表 22：国内同类公司估值表

公司	Bloomberg code	货币	收盘价 10-12-16	近1年股价		总市值 百万元	股价波动 (%)			市盈率			EV/EBITDA			市净率 09A	收益(09A)	
				最高	最低		1周	1月	1年	10E	11E	12E	10E	11E	12E		ROE (%)	Div (%)
烟台氨纶(*)	002254 CH Equity	RMB	35.80	37.65	18.78	9,345	7.8	19.7	56.7	37.2	28.7	20.5	19.7	15.5	11.8	3.8	7%	1%
普利特	002324 CH Equity	RMB	46.22	48.58	22.50	6,240	4.5	31.3	n.a.	51.2	32.4	22.7	49.2	36.3	29.8	6.3	13%	1%
深圳惠程	002168 CH Equity	RMB	38.10	41.69	12.00	11,447	0.5	41.1	187.2	128.6	98.2	42.1	95.4	76.3	49.6	14.2	14%	0%
金发科技	600143 CH Equity	RMB	16.03	17.91	7.40	22,386	5.8	0.2	44.0	40.1	29.4	22.2	24.3	19.8	16.0	6.9	9%	1%
博云新材	002297 CH Equity	RMB	22.63	28.53	12.00	4,843	2.0	-2.4	53.1	142.4	83.7	60.8	71.2	45.3	32.3	4.5	6%	0%
回天胶业	300041 CH Equity	RMB	69.92	73.50	36.00	4,615	5.5	2.1	n.a.	57.5	41.7	31.7	51.8	37.8	25.8	5.8	9%	1%
鼎龙股份	300054 CH Equity	RMB	72.02	80.48	30.55	4,321	3.3	7.0	n.a.	90.0	43.3	21.5	98.2	39.6	18.5	22.4	27%	1%
新开源	300109 CH Equity	RMB	68.50	88.80	30.00	2,466	5.9	-1.0	n.a.	94.8	76.6	46.5	80.9	55.5	32.2	29.8	29%	0%
旭光资源	0067 HK Equity	HKD	2.81	3.38	1.68	5,500	-3.8	-3.8	-1.7	7.6	6.8	5.8	4.0	3.7	3.2	3.1	33%	0%
平均值										72.2	49.0	30.4	55.0	36.6	24.3	10.7	16%	0%
中间值										57.5	41.7	22.7	51.8	37.8	25.8	6.3	13%	1%

资料来源：公司资料，Wind，中金公司研究部，注释：*为中金公司预测，其余来自市场预测平均值

2011 年氨纶价格敏感性测试

氨纶销售均价的上涨或下跌均会对公司氨纶销售毛利率产生影响，并影响公司的每股收益。我们对 2011 年氨纶均价保守假设为 54000 元/吨（较 2010 年下滑 5%），并对其波动进行了敏感性分析。

图表 23：氨纶敏感性分析（左图），盈利预测主要假设指标（右图）

2011年氨纶敏感性分析				主要假设		
氨纶销售均价	氨纶销售毛利率	EPS	EPS变动		2010E	2011E
50000	22%	0.99	-0.26	销售量(吨)		
51000	23%	1.04	-0.21	氨纶	23,000	32,000
52000	25%	1.14	-0.11	芳纶1313	3,500	5,000
53000	26%	1.19	-0.06	芳纶1414	-	600
54000	27%	1.25	-	销售单位含税价(元/吨)		
55000	29%	1.35	0.1	氨纶	56,000	54,000
56000	30%	1.41	0.16	芳纶1313	135,000	135,000
57000	31%	1.48	0.23	芳纶1414	250,000	250,000
58000	32%	1.54	0.29	毛利率		
59000	34%	1.66	0.41	氨纶	30%	27%
60000	35%	1.72	0.47	芳纶1313	35%	35%
				芳纶1414	40%	40%

资料来源：公司资料，Wind，中金公司研究部

图表 24：烟台氨纶历史和预测的主要财务和经营数据

损益表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入净额	1,133	1,527	2,214	2,526	3,127
主营业务利润	251	472	653	849	1,141
营业费用	37	50	73	83	103
管理费用	86	122	177	202	250
财务费用	-4	-5	-3	-4	-6
营业利润	139	310	406	568	793
所得税	22	50	65	91	127
净利润	109	251	326	455	636
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	236	336	383	613	760
投资活动现金流净额	-29	-395	-335	-335	-335
融资活动现金流净额	-100	-158	-100	-130	-182
货币资金增加额	106	-218	-53	147	243
资产负债表（百万元）					
流动资产	1,017	948	1,154	1,419	1,888
固定资产	858	1,079	1,213	1,319	1,394
流动负债	216	220	349	423	556
长期负债	28	-	-	-	-
股东权益	1,551	1,702	1,898	2,171	2,552
总资产	1,942	2,077	2,417	2,786	3,330
财务指标					
主营业务利润率	22.1%	30.9%	29.5%	33.6%	36.5%
息税前利润率	11.3%	19.6%	18.2%	22.3%	25.2%
净利润率	9.6%	16.4%	14.7%	18.0%	20.3%
净资产收益率	7.0%	14.8%	17.2%	21.0%	24.9%
总资产收益率	5.6%	12.1%	13.5%	16.3%	19.1%
总资产负债率	12.6%	10.6%	14.4%	15.2%	16.7%
净资产负债率	15.8%	12.9%	18.4%	19.5%	21.8%
流动比率	4.70	4.30	3.31	3.35	3.40
速动比率	4.10	3.50	2.57	2.66	2.75
应收帐款周转期	94	94	94	94	94
存货周转期	42	42	42	42	42
分红比例	119.1%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED