

湘财证券研究所

行业部

陈国俊 分析师

执业编号: S0500511010012

联系人:

陈刚

Tel: 021-68634518-8221

E-mail: cg3264@xcsc.com

□ **差别化发展的氨纶龙头企业:** 公司是国内首家氨纶生产企业, 氨纶产能、工艺水平、差别化率、研发能力等处于同行领先地位。目前拥有普通氨纶产能 2.3 万吨、医用氨纶 7000 吨; 另外, 7000 吨的舒适氨纶在建, 预计于 2011 年年底建成; 待达产后公司将形成 3.7 万吨氨纶产能, 差别化率达到 38%。公司近期基本处于满负荷运转状态, 而行业维持在 80%左右的开工率。

□ **国内氨纶陆续投产, 行业景气或将下行:** 2011 年, 国内氨纶约有 10 万吨产能达产, 行业产能过剩进一步加剧。从上游来看, MDI、PTMEG 价格去年四季度开始不断上行, 三者价差目前处于不断缩窄态势, 氨纶盈利空间或逐步下滑。从下游来看, 纺织业订单不足导致国内需求疲软, 厂家库存量普遍保持一月以上, 未来厂家减产去库存的可能性较大。根据百川资讯数据搜集, 目前公司氨纶 20D 出厂报价 74000 元/吨, 30D 出厂报价 65000 元/吨, 40D 出厂报价 55000 元/吨, 各品种较年初下降近 10000 元/吨。

□ **芳纶项目助推未来发展:** 芳纶 1313 具有优异的阻燃性, 主要应用于特种防护服和高温过滤材料, 以及绝缘材料、高温输送带等领域。国内芳纶在防护服上处于初级发展阶段, 未来随着防护服标准的逐步提高, 我们预计芳纶在防护服领域需求增速将在 25%以上; 高温滤料方面, 随着国家更加重视环境保护、节能减排、实施各类新的排放标准, 袋式除尘行业 and 高温滤料行业将会保持稳定的发展趋势。公司目前拥有 5000 吨芳纶 1313 产能, 3000 吨的扩将项目预计将于明年年中建成达产。

芳纶 1414 以具有高强度、高弹性模量等特点, 主要应用于防护服、阻燃、防切割手套。一直以来, 国内芳纶 1414 都只能依靠进口, 公司 1000 吨的芳纶 1414 项目是国内首家产业化项目, 达产后将打破国外垄断的局面, 促进国内氨纶技术水平发展。公司中式已经稳定试验两年, 合格率达标, 预计今年年中 1000 吨将能建成达产。

□ **估值和评级:** 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.28 元、1.41 元、1.59 元, 对应动态市盈率分别为 27 倍、25 倍、22 倍。目前公司所处行业处于低谷, 考虑到未来芳纶达产后将明显拉动业绩, 给予“增持”评级。

| 主要财务指标   | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 1491  | 1689  | 2114  | 2345  |
| 归属母公司净利润 | 256   | 334   | 367   | 416   |
| ROE(%)   | 15.0% | 16.3% | 15.2% | 14.7% |
| 每股收益(元)  | 0.98  | 1.28  | 1.41  | 1.59  |
| P/E      | 35.45 | 27.19 | 24.71 | 21.84 |

表. 估值表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 1068        | 1363         | 1930         | 2501         | <b>营业收入</b>     | 1491        | 1689         | 2114         | 2345         |
| 现金             | 527         | 776          | 1174         | 1666         | 营业成本            | 1018        | 1075         | 1416         | 1561         |
| 应收账款           | 46          | 55           | 68           | 75           | 营业税金及附加         | 6           | 7            | 9            | 10           |
| 其他应收款          | 2           | 12           | 12           | 12           | 营业费用            | 43          | 49           | 62           | 69           |
| 预付账款           | 8           | 9            | 12           | 13           | 管理费用            | 104         | 124          | 153          | 169          |
| 存货             | 200         | 193          | 255          | 285          | 财务费用            | -5          | 10           | 10           | 12           |
| 其他流动资产         | 285         | 319          | 408          | 449          | 资产减值损失          | 2           | 3            | 1            | 2            |
| <b>非流动资产</b>   | 1200        | 1196         | 1124         | 1044         | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0           | 0            | 0            | 0            | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 955         | 1112         | 1063         | 982          | <b>营业利润</b>     | 324         | 421          | 462          | 522          |
| 无形资产           | 53          | 53           | 53           | 53           | 营业外收入           | 2           | 5            | 4            | 4            |
| 其他非流动资产        | 193         | 31           | 8            | 9            | 营业外支出           | 1           | 4            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>    | 2268        | 2559         | 3054         | 3544         | <b>利润总额</b>     | 325         | 421          | 464          | 524          |
| <b>流动负债</b>    | 332         | 281          | 374          | 423          | 所得税             | 52          | 63           | 70           | 79           |
| 短期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | 273         | 358          | 395          | 446          |
| 应付账款           | 238         | 199          | 278          | 320          | 少数股东损益          | 17          | 24           | 27           | 30           |
| 其他流动负债         | 94          | 82           | 97           | 103          | <b>归属母公司净利润</b> | 256         | 334          | 367          | 416          |
| <b>非流动负债</b>   | 58          | 42           | 49           | 45           | EBITDA          | 450         | 503          | 553          | 615          |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | EPS (元)         | 0.98        | 1.28         | 1.41         | 1.59         |
| 其他非流动负债        | 58          | 42           | 49           | 45           | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 390         | 323          | 423          | 468          | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益         | 169         | 193          | 220          | 250          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 261         | 261          | 261          | 261          | 营业收入            | 31.6%       | 13.3%        | 25.2%        | 10.9%        |
| 资本公积           | 531         | 531          | 531          | 531          | 营业利润            | 133.7%      | 29.9%        | 9.9%         | 13.0%        |
| 留存收益           | 917         | 1251         | 1618         | 2034         | 归属于母公司净利润       | 134.6%      | 30.4%        | 10.0%        | 13.1%        |
| 归属母公司股东权益      | 1709        | 2043         | 2411         | 2826         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 2268        | 2559         | 3054         | 3544         | 毛利率(%)          | 31.7%       | 36.4%        | 33.0%        | 33.4%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率(%)          | 17.2%       | 19.8%        | 17.4%        | 17.7%        |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE(%)          | 15.0%       | 16.3%        | 15.2%        | 14.7%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROIC(%)         | 20.4%       | 25.2%        | 27.7%        | 32.4%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 170         | 307          | 417          | 503          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 273         | 358          | 395          | 446          | 资产负债率(%)        | 17.2%       | 12.6%        | 13.9%        | 13.2%        |
| 折旧摊销           | 132         | 72           | 80           | 81           | 净负债比率(%)        | 0.00%       | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
| 财务费用           | -5          | 10           | 10           | 12           | 流动比率            | 3.21        | 4.85         | 5.16         | 5.92         |
| 投资损失           | 0           | 0            | 0            | 0            | 速动比率            | 2.61        | 4.17         | 4.47         | 5.24         |
| 营运资金变动         | -236        | -114         | -68          | -34          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 7           | -20          | 0            | -1           | 总资产周转率          | 0.71        | 0.70         | 0.75         | 0.71         |
| <b>投资活动现金流</b> | -152        | -48          | -8           | 0            | 应收账款周转率         | 35          | 33           | 34           | 33           |
| 资本支出           | 158         | 60           | 8            | 0            | 应付账款周转率         | 5.27        | 4.92         | 5.94         | 5.22         |
| 长期投资           | 0           | -12          | 0            | 0            | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他投资现金流        | 7           | 0            | 0            | 0            | 每股收益(最新摊薄)      | 0.98        | 1.28         | 1.41         | 1.59         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -81         | -10          | -10          | -12          | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.65        | 1.17         | 1.60         | 1.93         |
| 短期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 6.55        | 7.83         | 9.23         | 10.83        |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 98          | 0            | 0            | 0            | P/E             | 35.45       | 27.19        | 24.71        | 21.84        |
| 资本公积增加         | -98         | 0            | 0            | 0            | P/B             | 5.31        | 4.44         | 3.77         | 3.21         |
| 其他筹资现金流        | -81         | -10          | -10          | -12          | EV/EBITDA       | 19          | 17           | 16           | 14           |
| <b>现金净增加额</b>  | -63         | 248          | 399          | 492          |                 |             |              |              |              |

资料来源: 湘财证券研究所

**分析师声明:**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**湘财证券投资评级体系**

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

**重要声明**

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。