

受益产量高速增长 华鼎锦纶有望成为行业领航者

研究结论

- 公司为我国差别化锦纶长丝龙头企业，目前具备 4.2 万吨锦纶长丝产能。公司主要产品分为前纺生产的预取向丝（POY）、高取向丝（HOY）、全牵伸丝（FDY）和后纺加工的弹力丝（DTY），差别化率接近 60%，处于行业领先水平。

我们分析公司有以下三个看点：

- 锦纶行业竞争较为有序，成本转嫁能力强：锦纶由于高轻柔性和耐磨性，主要用于高档休闲服饰领域。受益于消费能力的提升，过去五年我国锦纶长丝需求复合增长率达到了 27.3%，而年供给复合增长仅为 13.2%。因此行业开工率一直维持在较高水平，竞争较为有序，成本转嫁能力强。而公司立足于差异化锦纶长丝，具备更强的议价能力。因此我们预测未来几年公司的毛利率水平将稳定在过去四年平均的 15% 左右。
- 原料己内酰胺的扩产，将为锦纶行业打开成长空间：目前锦纶原料己内酰胺供给严重不足，自给率仅为 40%，因此吨毛利接近万元，可以说锦纶行业 80% 以上的利润都集中于上游。但该局面未来有望得到改善，目前中石化与恒逸石化合资的 20 万吨产能年底即将达产。并且我们预期未来还会有更多的民企进入这一行业，这将彻底扭转供不应求的局面，未来其高价也有望得到松动。这会显著降低锦纶行业的成本，提高其毛利水平，并且也将改善锦纶与涤纶过高的价差，有助于其应用领域的推广。
- 产能快速扩张带来的业绩高速增长：公司现有长丝产能为 4.2 万吨，6 月底募投项目 4 万吨长丝产能将全部达产。并且公司超募资金达到了 5 个亿，我们预测这将主要用于做大主业。如果以目前万吨产能的投资规模，公司未来产能还将再增长 5 万吨，我们预测 13 年，公司产能将有望达到 13 万吨，相比现在增长 300% 以上，这也将带动业绩高速增长。

盈利预测：

- 依照我们对公司未来几年产量和毛利率的假设，我们预测 2011—2013 年公司的每股收益分别为 0.62 元、0.79 元和 1.45 元。考虑到公司未来几年产量快速增长带来的业绩提升，给予 2011 年 25 倍市盈率，对应目标价 15.5 元，首次给予公司买入评级。

风险因素：

1. 原材料己内酰胺价格大幅上涨所带来的成本增加；
2. 化纤行业景气下滑



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

联系人

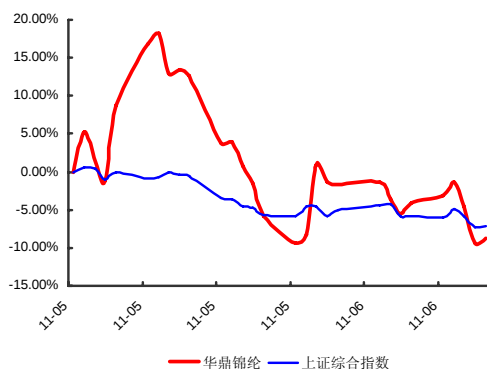
赵辰
8621-63325888×5101
Zhaochen1@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2011年6月17日)	12.18 元
目标价格	15.50 元
总股本/A 股(百万股)	320/ 320
A 股市值(亿元)	40
国家/地区	中国
行业	化工行业
报告发布日期	2011年6月19日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1059	1874	2595	4439
同比(%)	31%	77%	38%	71%
归属母公司净利润	124	199	254	464
同比(%)	55%	60%	28%	83%
毛利率(%)	20.0%	15.7%	14.7%	15.8%
ROE(%)	25.1%	7.8%	9.3%	14.5%
每股收益(元)	0.39	0.62	0.79	1.45
P/E(倍)	82.71	51.56	40.33	22.06
P/B(倍)	20.78	4.03	3.75	3.21
EV/EBITDA(倍)	45	33	25	14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

1. 公司简介.....	3
2. 看点一：锦纶行业竞争较为有序，成本转嫁能力强.....	5
2.1 民用锦纶长丝需求增速很快	5
2.2 锦纶行业竞争较为有序，未来有望维持高景气.....	6
2.3 公司立足于差异化，成本转嫁能力更强	7
3. 看点二：己内酰胺的放开，为锦纶打开成长空间	8
3.1 提高锦纶行业的整体利润水平.....	9
3.2 降低锦纶的价格，进而提升锦纶在化纤中的竞争力	10
4. 看点三：公司未来产能扩张带动业绩高速增长	10
4.1 年产 4 万吨差别化锦纶长丝项目分析.....	11
4.2 年产 2 万吨差别化 DTY 锦纶长丝项目分析.....	11
5. 盈利预测与估值	12

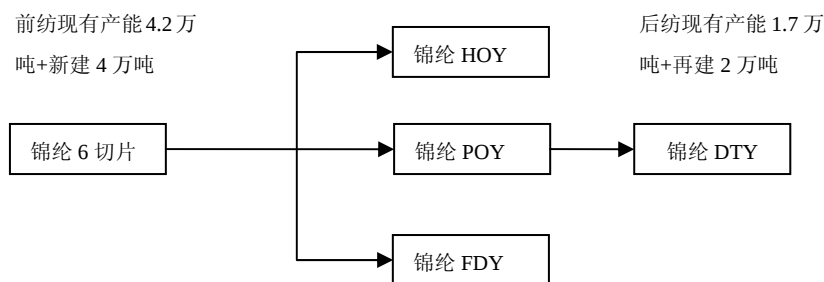
图表目录

表格 1 2001-2010 年锦纶行业产量及消费变化（万吨）	5
表格 2 2005-2009 年民用锦纶长丝产量及消费量变化（万吨）	6
表格 3 2005—2010 年合成纤维各品种产量变化（万吨）	6
表格 4 2005—2010 年己内酰胺产量及消费量（万吨）	6
表格 5 2007—2010 年化纤行业及锦纶行业盈利能力比较	7
表格 6 四种差异化锦纶长丝的产品特点	8
表格 7 2008—2010 年华鼎锦纶与行业毛利率比较	8
表格 8 己内酰胺生产企业产能统计（万吨）	8
表格 9 募投项目投资及经济效益分析（万元）	11
表格 10 4 万吨差异化长丝项目分析（元/吨）	11
表格 11 4 万吨差异化长丝项目分析（元/吨）	11
表格 12 盈利预计基础假设（元/吨）	12
图表 1 华鼎锦纶产能示意图	4
图表 3 2003—2013 年我国休闲装零售额增长统计及预测（亿元）	5
图表 4 2007—2010 年锦纶长丝与己内酰胺价格变化（元/吨）	7
图表 5 1996-2007 年 PTA 产量统计（万吨）	9
图表 6 2002 到 2007 我国涤纶纤维产品及占全球产量的比例（万吨）	9
图表 7 2002—2008 年我国涤纶切片与 PTA 价差（元/吨）	10

1. 公司简介

公司是我国差别化民用锦纶长丝的主要供应商之一，主要产品按工艺可分为前纺生产的预取向丝（POY）、高取向丝（HOY）、全牵伸丝（FDY）和后纺加工的弹力丝（DTY），差别化率接近 60%，处于行业领先水平。公司目前具备 4.2 万吨民用锦纶长丝的产能，今年 6 月底募投的 4 万吨差异化丝项目有望达产，届时公司总产能将达到 8.2 万吨，稳居国内前三位。

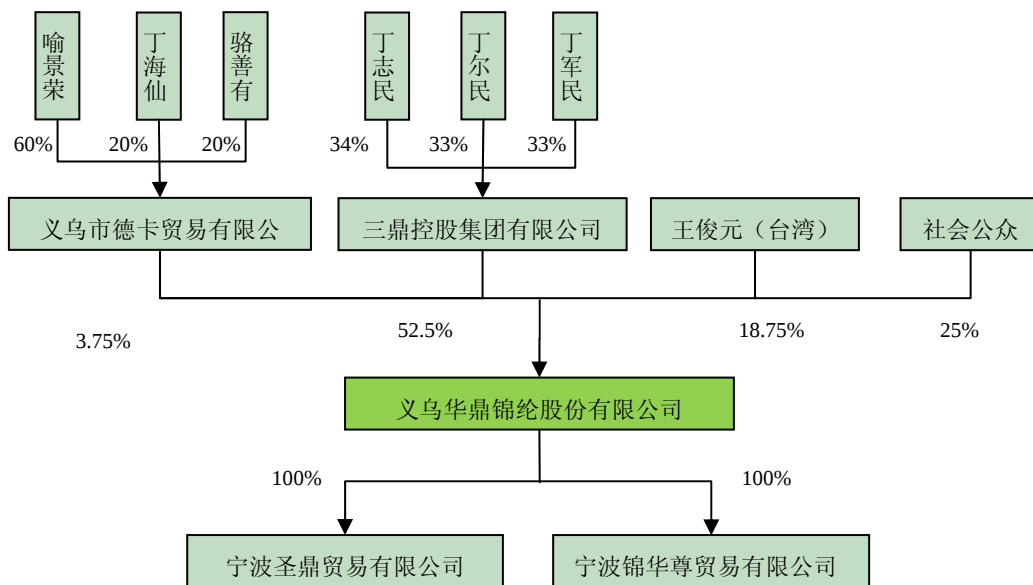
图表 1 华鼎锦纶产能示意图



资料来源：东方证券整理

本次发行后总股本为 32000 万股。三鼎集团持有公司 16800 万股股份，占公司总股本的 52.5%，是公司的控股股东。三鼎集团的股权结构为丁志民、丁尔民、丁军民分别持有 34%，33%，33% 的股权，丁氏家族为公司实际控制人。

图表 2 公司发行后股权结构示意图



资料来源：东方证券整理

我们分析认为，公司未来有以下三大看点：1. 锦纶行业竞争较为有序，成本转嫁能力强；2. 己内酰胺的放开，为锦纶行业打开成长空间；3. 公司未来产能扩张将带动业绩高速增长。

2. 看点一：锦纶行业竞争较为有序，成本转嫁能力强

锦纶又名尼龙，是仅次于涤纶的大宗合成纤维品种。受益于下游旺盛的需求，2001—2010 年我国锦纶总产量从 40 万吨提高至 161.8 万吨，年复合增长率达到了 14.7%。锦纶按用途可以分为民用丝和工业用丝，其中公司主营的民用锦纶长丝用量最大，基本占到锦纶总产量的 70%左右。

表格 1 2001-2010 年锦纶行业产量及消费变化（万吨）

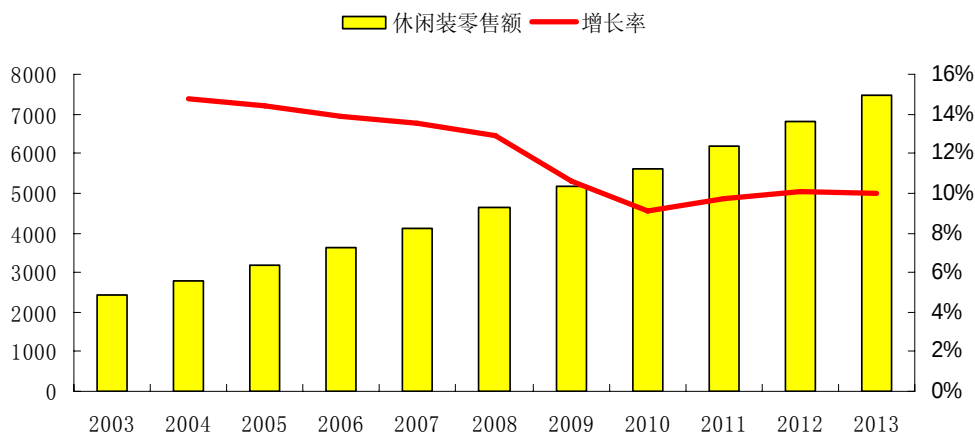
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
产量	40.0	48.0	57.0	65.0	76.0	90.0	95.0	100.0	137.3	161.8
需求量	58.0	65.0	76.0	85.0	95.0	105.0	108.0	110.0	147.3	172
增长率	N.A	12.1%	16.9%	11.8%	11.8%	10.5%	2.9%	1.9%	33.9%	16.6%

资料来源：中国统计年鉴

2.1 民用锦纶长丝需求增速很快

锦纶长丝具有强度高、耐磨性好、轻质、柔软、吸水性强、染色性好等特点，在运动休闲服饰、束形衣等民用纺织品高端领域有着广泛的应用。受益于人们消费能力的提升，过去几年我国服装行业对高端锦纶长丝的需求保持了旺盛的增长。2003—2010 年我国休闲服饰行业销售额保持了 12.7% 的年增长率。带动了 2005—2009 年，我国民用锦纶长丝产量从 38 万吨增长至 99.8 万吨，年复合增长率达到了 27.3%，是化纤各子产品中增速最快的品种。依照 Euro Monitor 的预测，未来几年我国休闲服饰的增长率还将维持在 10%以上，由此我们预测未来几年民用锦纶长丝的需求还将维持 15%以上的增长率。

图表 3 2003—2013 年我国休闲装零售额增长统计及预测（亿元）



资料来源：Euro Monitor 统计

表格 2 2005-2009 年民用锦纶长丝产量及消费量变化（万吨）

年份	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
产能	65.7	79.6	96	97.5	108
产量	38	51.2	63.8	72	99.8
增速	N.A	35%	25%	13%	39%
进口量	17.9	18.2	13.6	10.7	17.5
出口量	2.3	3	4.4	2.6	4.5
表观需求量	53.6	66.4	73	80.1	112.8
增速	N.A	24%	10%	10%	41%

资料来源：公司招股书

表格 3 2005—2010 年合成纤维各品种产量变化（万吨）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
锦纶纤维	40.7	47.5	56.5	66.8	71.7	85.2	95.1	101.6	137.3	161.8
占比	5.4%	5.2%	5.3%	5.1%	4.9%	4.7%	4.5%	4.6%	5.6%	5.8%
涤纶纤维	632.5	772.2	913.4	1138.1	1270.2	1604.6	1917.7	2004.6	2204.4	2513.4
占比	83.4%	84.4%	85.4%	86.7%	86.4%	88.4%	89.8%	90.3%	89.6%	89.5%
化纤合计	758.6	914.6	1068.9	1312.2	1470.6	1816.0	2136.3	2219.0	2461.6	2808.0

资料来源：中国统计年鉴

2.2 锦纶行业竞争较为有序，未来有望维持高景气

锦纶行业相比涤纶行业，最大的特点就是上游原料己内酰胺供给严重不足，过去五年自给率都在 40% 以下。可以说己内酰胺的供给不足，成为了制约我国锦纶行业发展的最大瓶颈。有困于此，我国锦纶产业的产能扩张一直都较为缓慢。过去五年产能复合增长率为 13.2%，显著低于产量 25.5% 的增长率。由此行业竞争较为有序，盈利的波动性也相对较小。展望未来，从我们了解的情况看，由于锦纶行业单位投资额大，每万吨投资都在亿元以上，所以未来行业的产能扩张还只是集中在几个大厂，增速将较为有限，因此未来行业开工率仍有望维持在较高水平，行业的盈利能力也保持在 10 年的水平上。

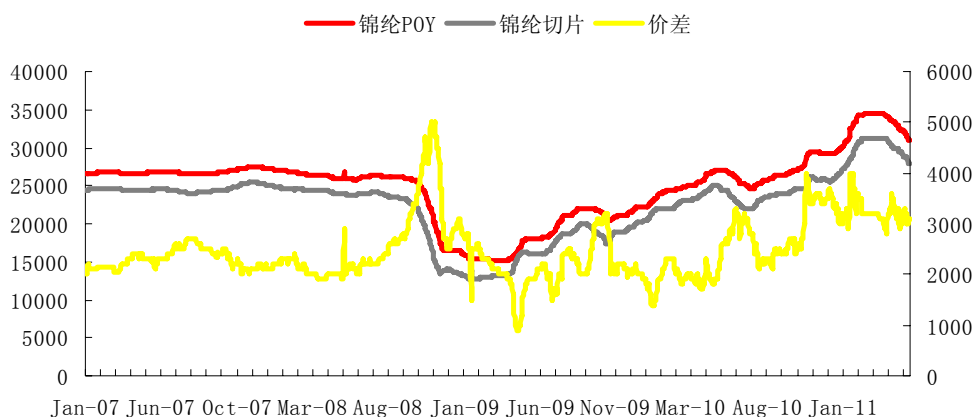
表格 4 2005—2010 年己内酰胺产量及消费量（万吨）

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010
产量	21.14	29.05	30.18	28.97	33.06	49
进口量	49.31	44.46	47.25	45.01	60.13	63.14
出口量	0.2	0.03	0.03	0.2	0.16	0.586
需求量	70.25	73.48	77.4	73.78	93.03	111.55
进口依存度	70.19%	60.51%	61.05%	61.01%	64.64%	56.60%

资料来源：中国化纤网

并且与涤纶目前依靠出口来消化国内过剩产能不同，锦纶行业目前还没有完成进口替代的过程。现在国内产量与需求量之间还存在着 10 万吨左右的缺口，需要通过进口来解决。因此整体上，锦纶行业的供给压力较小，行业竞争较为有序，成本转嫁能力较强。过去几年，国内民用锦纶长丝的价格与原材料价格基本保持同向波动，能将原材料的价格波动有效传递到下游行业。从过去几年来看，锦纶行业的毛利率要显著高于化纤行业的整体水平，除 08 年金融危机的特殊情况外，其利润率差基本保持在 3% 的水平上。由此我们预测未来锦纶行业还将保持 09、10 年 8% 左右的盈利水平。

图表 4 2007—2010 年锦纶长丝与切片价差变化（元/吨）



资料来源：中国化纤网

表格 5 2007—2010 年化纤行业及锦纶行业盈利能力比较

	2007	2008	2009	2010
化纤行业	3.80%	0.93%	3.30%	5.80%
锦纶行业	7.17%	2.85%	6.38%	8.96%
差异率	3.37%	1.92%	3.08%	3.16%

资料来源：东方证券整理

2.3 公司立足于差异化，成本转嫁能力更强

目前，国内民用锦纶长丝产品结构不合理，中低档产品比例过高，而高端的差异化丝则明显不足。随着人们消费能力的提升，对于差别化锦纶纤维，如着色纤维、高收缩纤维、高吸湿、高吸水纤维、抗静电和导电纤维及阻燃纤维等需求不断提升。未来差别化锦纶长丝面临着广阔的发展机遇。

依托于高水平的技术研发，公司生产的民用锦纶长丝差别化率接近 60%，在行业内处于领先地位。其产品包含 POY、HOY、FDY、DTY 四大类、近百个规格型号，可生产的旦数范围达 8.8dtex-444dtex。具体包括超粗旦、超低旦、多孔细旦、中空、扁平、超亮、吸湿排汗、抗菌除臭、全消光等锦纶长丝产品。其产品综合性能已超越韩国、台湾等同类产品，基本实现了进口替代。

表格 6 四种差异化锦纶长丝的产品特点

主要产品		主要用途
前纺	锦纶 POY	具有较大的断裂伸长率，一般需做进一步的加工处理，通常作为后纺加工的原料丝
	锦纶 HOY	主要用于唐装面料，时尚网眼女装，长筒丝袜等
	锦纶 FDY	主要用于运动服、西服、衬衫、泳衣、文胸等服饰，以及床上用品、装饰用品等
后纺	锦纶 DTY	具有较高的蓬松性和弹性，主要用于无缝内衣、蕾丝花边、袜子等贴身织物

资料来源：公司招股说明书

受益于差异化比例高，公司相对行业有更强的成本转嫁能力，过去几年的毛利率显著好于行业平均水平，其平均差异率在 8% 左右。基于我们前文对未来几年我国锦纶行业毛利率为 8% 的假设，我们预计未来公司的毛利率将维持在 16% 左右。

表格 7 2008—2010 年华鼎锦纶与行业毛利率比较

	2007	2008	2009	2010
锦纶行业	7.17%	2.85%	6.38%	8.96%
华鼎锦纶	14.3%	6.81%	17.35%	20.24%
差异率	7.19%	3.96%	10.97%	11.28%

资料来源：中国化纤网

3. 看点二：己内酰胺的放开，为锦纶打开成长空间

如前文所述，我国锦纶行业最大的特点就是上游原料己内酰胺产能为中石化高度垄断，供给严重不足，60% 以上都依赖进口，这极大的制约了行业的发展。但我们认为己内酰胺对民企开放会是一个大的趋势。据宁波在线披露，中国石化与浙江恒逸集团合资将在宁波临港建设 20 万吨/年己内酰胺项目，预计 2012 年初达产。该项目达产后将成为我国最大的单套己内酰胺设备，占到我国目前总产能的 40% 左右，会在很大程度上缓解己内酰胺供需紧张的局面。未来如果该项目运作顺利的话，不排除会扩大产能，甚至中石化向更多的民营企业开放这一市场。

表格 8 己内酰胺生产企业产能统计（万吨）

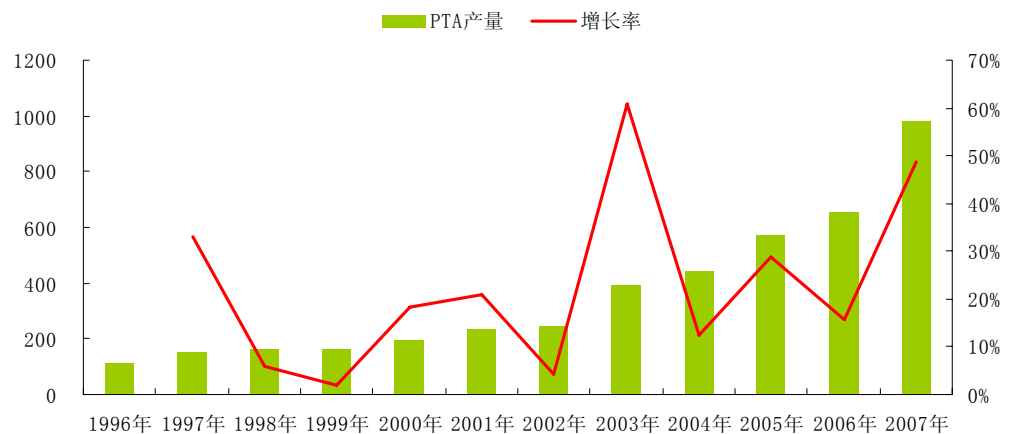
序号	公司名称	生产能力	生产工艺
1	南京帝斯曼东方化工有限公司	20	苯法
2	中国石化巴陵石油化工有限公司	18	苯法
3	中国石化石家庄化纤有限公司	16	一套 6.5 万吨/年为甲苯法，2009 年新建装置为苯法
4	浙江巨化集团公司	2	苯法
	合计	56	

资料来源：招股说明书

我们认为目前己内酰胺行业与 02 年左右 PTA 行业非常相似。当时我国 PTA 行业也基本为中石化旗下产能所垄断，进口依存度高达 60%，行业维持着高额的垄断利润。但随后几年诸如：恒逸石化、荣盛石化等民营企业纷纷进入 PTA 这一领域，产能急速扩张。在 2002-07 年这五年间，PTA

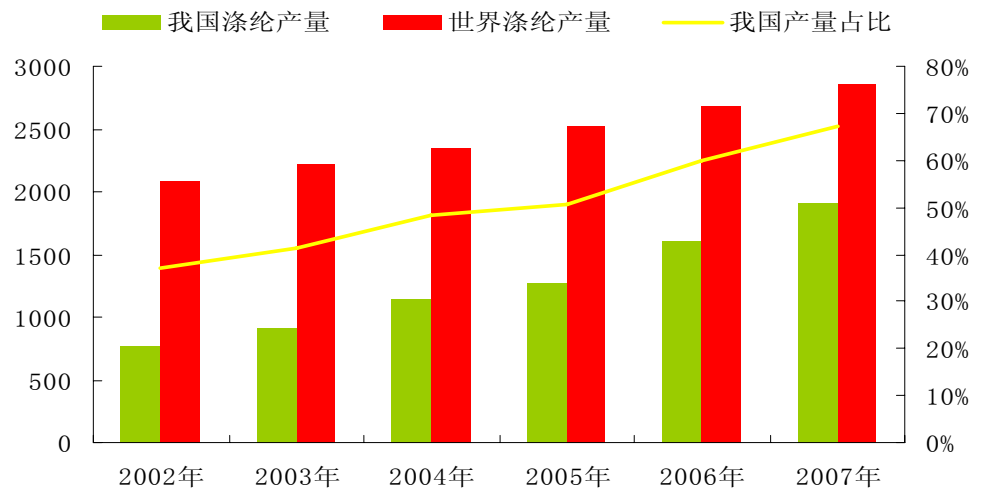
产能从 333 万吨扩张到 1097 万吨，年复合增长率达到 27%。受此拉动，涤纶行业也迎来了一个大发展的契机，产量从 632.5 万吨扩张至 1917.7 万吨，年复合增长率达到了 20%，占化纤总产量的比重从 83%提高至 90%，上升了近 7 个百分点，占世界的比重更是从 37%上升至 67%。涤纶切片与 PTA 的价差也有了显著改善，行业也迎来一个黄金发展时期。而与之相似，锦纶行业也有望从以下两个方面受益于己内酰胺的放开。

图表 5 1996-2007 年 PTA 产量统计（万吨）



资料来源：公司招股说明书

图表 6 2002 到 2007 我国涤纶纤维产品及占全球产量的比例（万吨）



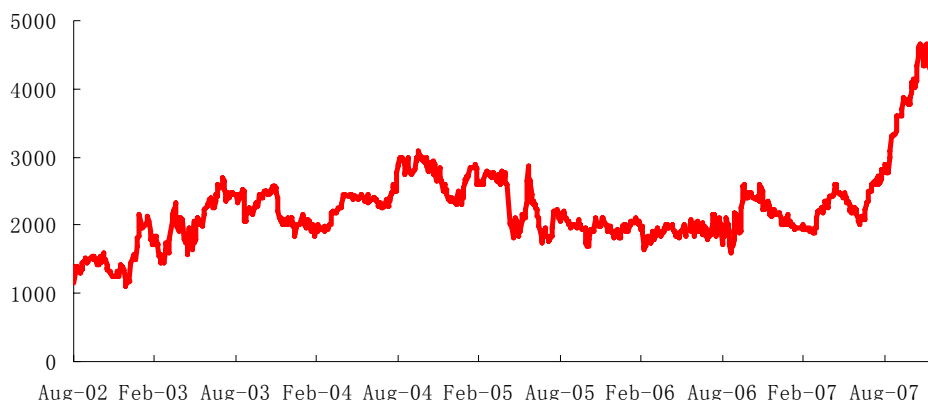
资料来源：中国统计数据库

3.1 提高锦纶行业的整体利润水平

目前锦纶行业利润基本上都集中在上游，以目前锦纶 30000 元/吨的价格，10000 元/吨的总利润，仅上游己内酰胺利润就有 8000 元/吨，占到了总利润的 80%。这也与 2002 年左右的涤纶行业类似，

当时 PTA 占到总利润的比例也达到了 70% 左右。但随着后来 PTA 的扩产，下游的议价能力明显增强，聚酯切片与 PTA 的价差从 02 年的 1000 元/吨左右，迅速提高至 05 年的 3000 元/吨，涤纶行业的盈利有了显著好转。因此我们预测未来随着己内酰胺的扩产，锦纶行业在整个产业链的议价能力也有望得到提升，改变现在完全为上游“打工”的命运。

图表 7 2002—2008 年我国涤纶切片与 PTA 价差（元/吨）



资料来源：中国化纤网

3.2 降低锦纶的价格，进而提升锦纶在化纤中的竞争力

目前锦纶的定价策略一般为成本加成，即在己内酰胺的价格上加上一个合理的毛利，两者价格的联动性很高。而困扰锦纶行业扩大在化纤中应用比例最大的一个问题就是价格太高，目前锦纶和涤纶的价差在 15000 元/吨左右，这极大的限制了锦纶的推广应用。如果未来己内酰胺的净利率能从现在的 30% 降至 15% 这一比较合理的水平，则锦纶和涤纶的价差就有望恢复到 10000 元/吨左右的水平，这将极大的改善锦纶行业的性价比，锦纶行业有望迎来一个爆发性增长。

从锦纶市场空间看，目前其产量仅占到整个化纤行业的 5% 左右，远低于涤纶接近 90% 的市场份额；从世界范围看，我国产量也仅占世界产量的 30%，也远低于涤纶 70% 的占比；并且我国锦纶的进口依存度为 15% 左右，与涤纶净出口的局面也形成鲜明对比。我们预测未来如果解决了己内酰胺垄断造成的成本高企问题，我国锦纶行业将有望像涤纶一样具备全球竞争力（目前受困于切片 4-96.5% 的反倾销税和己内酰胺的 7% 的关税，我国厂商在成本与国外同行相比居于劣势）。其占世界产量的比重将有望恢复到与我国纺织大国地位相当的 50% 以上的份额，这也意味着锦纶行业未来还有产量翻倍的成长空间

4. 看点三：公司未来产能扩张带动业绩高速成长

公司上市前产能为 4.2 万吨，6 月底募集项目 4 万吨差异化长丝即将达产，则今年下半年公司的前纺产能就有望达到 8 万吨以上，稳居行业前三名。2012 年底公司募投的另一个项目，后纺加弹丝 2 万吨产能将达产，后纺也将从 1.7 万吨提升至 3.7 万吨，也有一个翻倍的增长（后纺产品为前纺 POY 丝的深加工产品，价格一般比 POY 丝高几千元左右）。并且本次上市后，公司超募资金达到

了 5 个亿，我们预测公司还会围绕做大做强主业使用这部分超募资金。从目前锦纶长丝的投资规模看，5 亿的投资有望再新增 5 万吨产能，如果以 1 年半的行业平均建设周期衡量，2013 年公司满产的产能将达到 15 万吨左右，届时公司将实现成为国内最大锦纶生产企业的伟大战略构想。并且展望未来，公司在充分夯实下游的基础上，还有望向上游锦纶切片和己内酰胺行业发展，使产业链更加完整，具备更强的抗风险能力。

表格 9 募投项目投资及经济效益分析（万元）

项目名称	固定资产投资	总投资	拟用募集资金	预计收入	预计利润
4 万吨差别化锦纶长丝项目	54,000	60,000	20,000	117500	9,472
2 万吨差别化 DTY 长丝项目	30,000	31,300	31,300	79900	7,097
合计	84,000	91,300	51,300	-	-

资料来源：公司招股说明书

4.1 年产 4 万吨差别化锦纶长丝项目分析

本项目的建设内容包括：新增厂房建筑面积 230,360 平方米，引进世界先进水平的卷绕机、螺杆式空压机等进口设备与国产纺丝设备和技术嫁接，建成达到世界先进技术水平 8 条差别化锦纶长丝生产线，形成年产 4 万吨差别化锦纶长丝的前纺生产规模。项目达产以后，将增加 4 万吨差别化 POY、HOY 和 FDY 锦纶长丝，增加销售收入约为 11.7 亿元，增加净利润约为 0.95 亿元。

表格 10 4 万吨差异化长丝项目分析（元/吨）

产品方案	属性	产量（吨）	预计均价
11-111dtex/34~96f	细旦、超细旦全消光、半消光、大有光锦纶长丝	15,000	29,000
22-78dtex/7~68f	吸湿排汗、抗菌除臭功能性锦纶长丝	5,000	35,000
22-111dtex/12~96f	超亮锦纶长丝	10,000	28,500
111-444dtex/36~192f	超粗旦锦纶长丝	10,000	28,000

资料来源：公司招股说明书

4.2 年产 2 万吨差别化 DTY 锦纶长丝项目分析

本项目的建设内容包括：新增厂房建筑面积 33,000 平方米，引进国际先进的加弹机，形成年产 2 万吨差别化 DTY 锦纶长丝的后纺生产规模。完全达产后将增加销售收入约为 8 亿元，增加净利润约为 0.7 亿元。

表格 11 4 万吨差异化长丝项目分析（元/吨）

产品方案	属性	产量（吨）	预计均价
11-78dtex/34~96f	细旦、超细旦全消光、半消光、大有光锦纶 DTY	10,000	42,000
22-78dtex/7~68f	抗菌除臭、吸湿速干功能性锦纶 DTY	2,000	49,000
22-78dtex/12~96f	超亮锦纶 DTY	3,000	37,000
111-444dtex/36~192f	超粗旦锦纶 DTY	5,000	34,000

资料来源：公司招股说明书

5. 盈利预测与估值

依照我们前文对公司未来几年产量和毛利率的假设，我们预测 2011-2013 年公司的每股收益分别为 0.62 元、0.79 元和 1.4 元。考虑到公司未来几年产量快速增长带来的业绩提升，我们给予 2011 年 25 倍市盈率，略高于行业平均 22 倍市盈率，对应目标价 15.5 元，首次给予公司买入评级。

表格 12 盈利预计基础假设

	2009 (A)	2010 (A)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)
产能(万吨)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
销售量(万吨)	1.9	1.6	2.0	2.0	2.0
价格(元/吨)	18980	25830	28500	30000	31500
普通丝 收入(万元)	36162	41151	55860	58800	61740
单吨成本(元/吨)	16415	21529	25199	26578	27250
成本(万元)	31275	34299	49390	52093	53410
利润(万元)	4887	6852	6470	6707	8330
产能(万吨)	2.2	2.4	4.4	6.5	12.0
销售量(万吨)	2.2	2.3	4.3	6.4	11.8
价格(元/吨)	20380	27310	30500	31500	32500
差异化丝 收入(万元)	44279	64166	131516	200655	382200
单吨成本	16415	21529	25199	26578	27250
成本(万元)	35665	50584	108658	169303	320461
利润(万元)	8614	13582	22858	31352	61739
收入(万元)	80441	105317	187376	259455	443940
合计 成本(万元)	66940	84884	158048	221396	373871
利润(万元)	13501	20433	29328	38059	70069
毛利率	17%	19%	16%	15%	16%

资料来源：东方证券预测

表格 13 可比公司 2011 年市盈率（盈利预测取自 Wind）

证券代码	证券简称	收盘价	2011 年 EPS	P/E
000420.SZ	吉林化纤	6.7	0.3	22.7
000584.SZ	友利控股	8.4	0.6	13.8
000677.SZ	山东海龙	4.6	0.1	32.6
000755.SZ	山西三维	11.4	0.5	21.7
000936.SZ	华西村	7.2	0.4	16.9
000949.SZ	新乡化纤	7.5	0.3	26.6
002015.SZ	霞客环保	9.1	1.3	6.9
002064.SZ	华峰氨纶	9.0	0.4	24.4
002172.SZ	澳洋科技	7.0	0.3	23.0
002206.SZ	海利得	12.5	0.6	20.3

002246.SZ	北化股份	15.6	0.2	74.2
002254.SZ	烟台氨纶	17.3	0.8	21.6
002427.SZ	尤夫股份	15.6	0.9	18.3
600063.SH	皖维高新	11.1	0.7	16.9
600527.SH	江南高纤	9.5	0.5	20.7
600725.SH	云维股份	9.4	0.4	23.0
600889.SH	南京化纤	10.0	0.9	11.7
601113.SH	华鼎锦纶	12.2	0.5	22.2
601233.SH	桐昆股份	24.4	2.0	12.1
				22.6

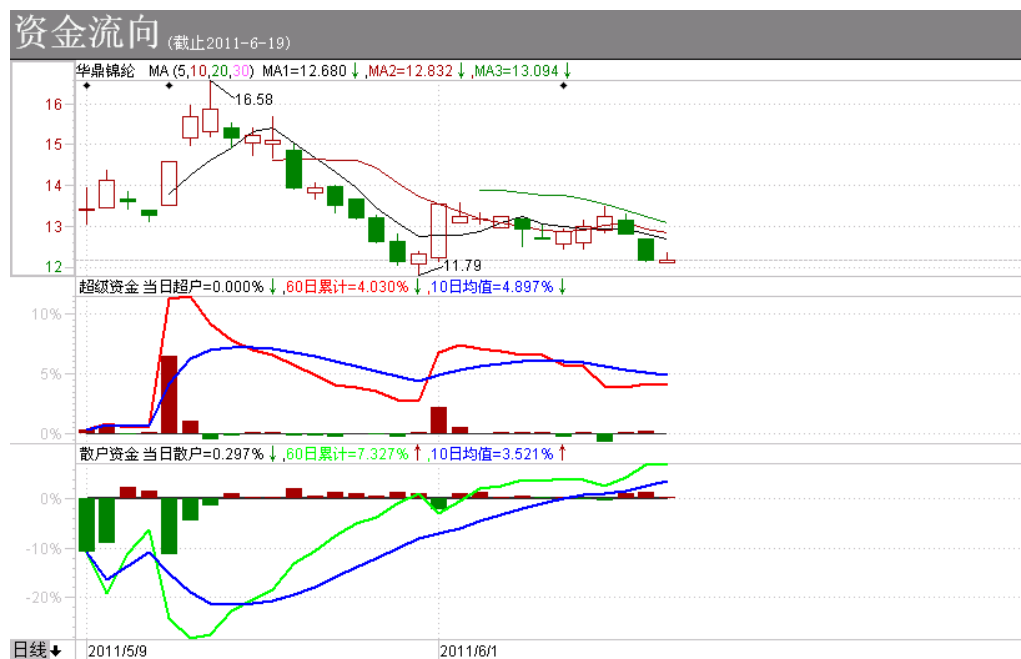
资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

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
流动资产	732	2082	2011	2983	营业收入	1059	1874	2595	4439
现金	189	1144	801	939	营业成本	847	1580	2214	3739
应收账款	141	281	389	666	营业税金及附加	0	1	1	2
其它应收款	25	0	0	0	营业费用	5	8	21	22
预付账款	8	16	22	37	管理费用	34	56	86	147
存货	275	474	664	1122	财务费用	32	1	-23	-17
其他	93	167	135	219	资产减值损失	6	3	5	5
非流动资产	788	1042	1561	1595	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	396	791	1329	1555	营业利润	133	224	291	542
无形资产	11	12	12	13	营业外收入	16	10	8	5
其他	381	239	220	27	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1520	3124	3571	4578	利润总额	148	234	299	546
流动负债	978	538	746	1238	所得税	24	35	45	82
短期借款	553	0	0	0	净利润	124	199	254	464
应付账款	335	474	664	1122	少数股东损益	0	0	0	0
其他	91	64	81	116	归属于母公司净利润	124	199	254	464
非流动负债	49	48	98	148	EBITDA	196	270	350	642
长期借款	48	48	98	148	EPS (元)	0.39	0.62	0.79	1.45
其他	2	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1027	586	843	1386	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	240	320	320	320	营业收入	31.1%	77.0%	38.5%	71.1%
资本公积	27	1794	1794	1794	营业利润	58.7%	67.9%	29.9%	86.0%
留存收益	226	424	614	1078	归属于母公司净利润	55.3%	60.4%	27.8%	82.8%
归属母公司股东权益合计	493	2538	2728	3192	获利能力				
负债和股东权益	1520	3124	3571	4578	毛利率	20.0%	15.7%	14.7%	15.8%
现金流量表					净利率		11.7%	10.6%	9.8%
单位:百万元					ROE	25.1%	7.8%	9.3%	14.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	17.4%	15.3%	13.0%	21.5%
经营活动现金流	165	-11	243	217	偿债能力				
净利润	124	199	254	464	资产负债率	67.6%	18.7%	23.6%	30.3%
折旧摊销	30	44	82	117	净负债比率				
财务费用	32	1	-23	-17	流动比率	0.75	3.87	2.70	2.41
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.47	2.99	1.81	1.50
营运资金变动	-21	-258	-70	-347	营运能力				
其它	-1	3	0	0	总资产周转率	0.79	0.81	0.78	1.09
投资活动现金流	-291	-301	-601	-152	应收账款周转率	8	9	8	8
资本支出	291	300	600	150	应付账款周转率	3.49	3.91	3.89	4.19
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-1	-1	-2	每股收益	0.39	0.62	0.79	1.45
筹资活动现金流	145	1266	15	73	每股经营现金流	0.52	-0.03	0.76	0.68
短期借款	16	-553	0	0	每股净资产	1.54	7.93	8.53	9.98
长期借款	28	0	50	50	估值比率				
普通股增加	0	80	0	0	P/E	31.79	19.82	15.50	8.48
资本公积增加	0	1767	0	0	P/B	7.99	1.55	1.44	1.23
其他	101	-28	-35	23	EV/EBITDA	19	14	10	6
现金净增加额	18	955	-343	139					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或公司发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或公司的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn