

化学纤维/氨纶

2009 年 12 月 19 日



行业研究

行业专题

投资评级：短期-推荐，长期-A

氨纶行业：需求拉动，供需将逐渐偏紧，10 年价格上涨的可能性较大

核心观点

世界和中国氨纶产业历史、生产工艺、地区分布、产能、主要企业等，详见我们的正文部分。

1、09 年我国氨纶市场分析

从 09 年 3 月开始，随着下游纺织服装内销的快速恢复和增长，我国氨纶产量快速回升。但是，由于 07、08 年产能大幅扩张，加上金融危机影响、外需减少，09 年氨纶行业整体上供大于求。因此，尽管下游纺织服装行业需求快速恢复和增长，但其仅仅提高了氨纶行业的生产开工率，相比需求，行业供给仍然非常充足，所以，除了 5 月份全行业因成本推动提价 3000-5000 元/吨之外，09 年氨纶价格并未随下游需求好转而持续上行。

2、10 年我国氨纶市场预测

随着下游纺织服装行业内销持续增长、外需逐步回暖，10 年我国氨纶需求将继续增长。另一方面，我们通过推算发现，行业实际产能仅为名义产能的 78%，并未产能过剩。目前行业综合开工率已达 92%，而 10 年新增产能又非常有限，在需求的拉动下，原本均衡的供需关系将逐渐偏紧，10 年氨纶价格上涨的可能性较大。

我们预计，10 年 40D 氨纶价格可能由目前的 4.8 万元/吨，上涨至 5.2 万元/吨，甚至更高。从时点上看，10 年氨纶价格上涨可能出现在二季度，因为 3 月份后纺织服装行业开始进入生产旺季。

3、投资建议

由于上游原材料 PTMEG 和 MDI 价格上涨空间有限，因此，氨纶上市公司 10 年业绩增长明确，而且，随着氨纶价格上涨可能超预期，业绩增长弹性很大。

我们看好烟台氨纶（002254）和华峰氨纶（002064）的未来业绩增长，其中，同时拥有氨纶和芳纶业务的烟台氨纶，其业绩增长弹性更大。

证券代码	证券简称	投资评级
002254	烟台氨纶	推荐 A
002064	华峰氨纶	推荐 A

研究员：伍颖

电话：010—84183343

E-mail: wuying@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

1、氨纶行业概况	4
氨纶生产工艺	5
2、世界氨纶产业	5
2.1 世界氨纶产业概况	5
2.2 世界氨纶生产地区	6
2.3 世界氨纶生产企业	6
3、中国氨纶产业	7
3.1 我国氨纶供需	7
3.2 我国氨纶生产地区	7
3.3 我国氨纶生产企业	8
4、2009 年我国氨纶市场分析	8
4.1 近几年我国氨纶历史供需	8
4.2 2009 年我国氨纶市场	9
供大于求，2009 年氨纶价格并未随下游需求好转而持续上行	11
5、2010 年我国氨纶市场预测	11
5.1 下游纺织服装行业持续增长，10 年氨纶需求将继续增长	11
我国氨纶需求长期发展动力——应用领域不断扩大	12
5.2 2010 年行业新增产能非常有限	12
5.3 目前供需均衡，并未产能过剩	13
5.4 需求拉动，2010 年氨纶价格上涨的可能性较大	14
6、我国氨纶原料市场-原材料价格上涨空间有限	14
6.1 我国 PTMEG 市场	14
6.2 我国 MDI 市场	15
7、氨纶上市公司 2010 年业绩增长确定，弹性很大	16
7.1 烟台氨纶（002254）	16
7.2 华峰氨纶（002064）	17
8、风险因素	18

图标目录

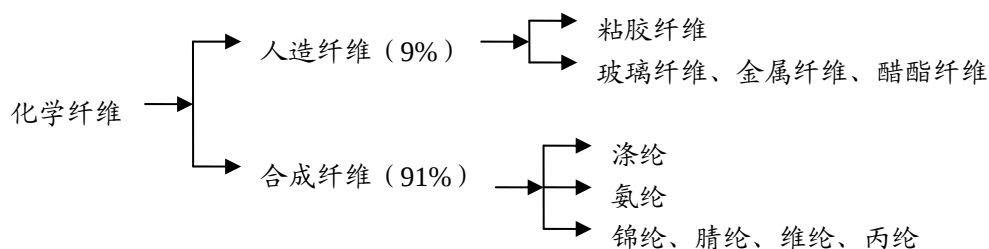
图 1 化学纤维主要分类品种	4
图 2 化学纤维主要分类（09 年 1-11 月）	4
图 3 合成纤维主要分类（09 年 1-11 月）	4
图 4 氨纶产业链	5
图 5 国际氨纶产能地区分布（2008 年）	6
图 6 我国氨纶产业地区分布（2008 年）	7
图 7 近几年我国氨纶需求	9
图 8 近几年我国氨纶供需	9
图 9 2009 年我国氨纶单月产量情况	10
图 10 我国纺织服装行业单月内销情况	10
图 11 我国布、纱、服装产量单月同比增速情况	11
图 12 氨纶 40D 华东价格走势（元/吨）	11
图 13 纺织纱线、织物及制品，服装及衣着附件出口金额单月同比变化情况	12
图 14 氨纶行业产能扩张情况	13
图 15 长三角地区 PTMEG、MDI 价格走势（元/吨）	16
表 1 世界主要氨纶生产商	6
表 2 我国氨纶产品的生产消费及进出口情况	7
表 3 我国主要氨纶生产企业	8
表 4 2009、2010 年氨纶行业新建产能	13
表 5 氨纶行业实际产能推算	14
表 6 PTMEG 企业产能统计	15
表 7 MDI 企业产能统计	15
表 8 氨纶企业产能与股本、市值的对比	16
表 9 烟台氨纶 10 年 EPS 敏感性分析（假设停产的芳纶 1313 生产线仍未开工）	17
表 10 烟台氨纶 10 年 EPS 敏感性分析（假设复产的芳纶 1313 生产线开工率 50%）	17
表 11 华峰氨纶 2010 年 EPS 敏感性分析	17

1、氨纶行业概况

氨纶学名聚氨酯弹性纤维，添加到其它纤维中可以提高纺织品弹性和柔软度，被称为纺织品的“工业味精”，在面料中含量一般在 3%左右。

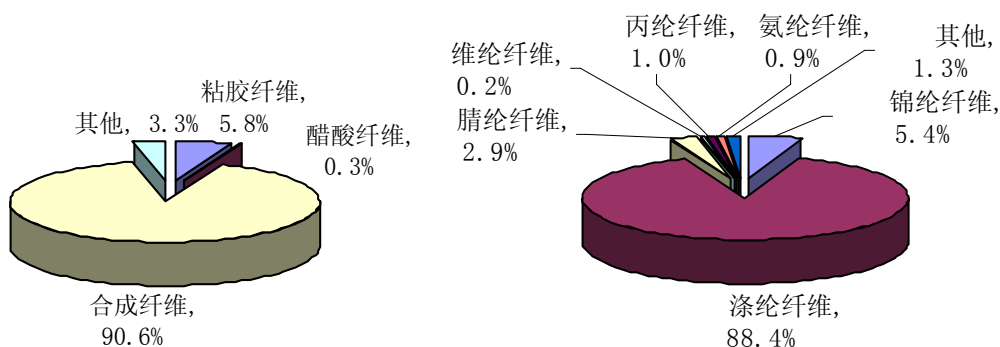
氨纶是近年来快速发展的高弹性合成纤维，它属于化学纤维中一种。化学纤维主要包括人造纤维（纤维素纤维）（占比 9%）和合成纤维（占比 91%）。人造纤维是指由纤维浆粕（由棉短绒、木材、竹等加工而成）进行机械加工得到的纤维。合成纤维是指以石油、天然气、煤炭为原料，通过化学合成得到单体、聚合后纺丝加工得到的纤维，主要包括涤纶（占比 88.4%）、氨纶（占比 0.9%）等。

图 1 化学纤维主要分类品种



资料来源：国都证券研究所

图 2 化学纤维主要分类（09 年 1-11 月） 图 3 合成纤维主要分类（09 年 1-11 月）



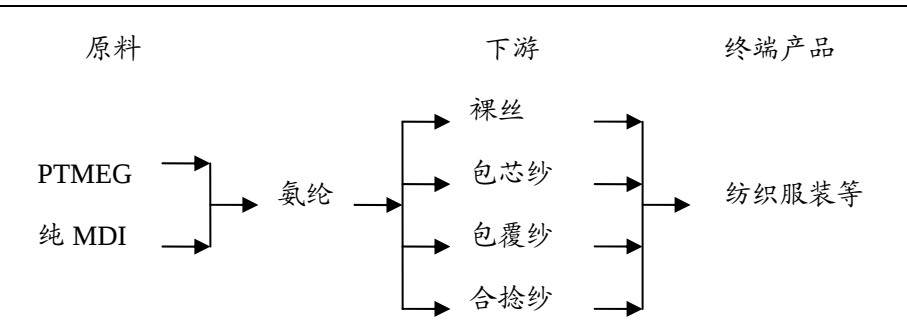
资料来源：石化协会、国都证券研究所

氨纶主要商标名称有 Lycra（英威达）、Dorlastan（德国拜耳公司）、ESPA（日本东洋公司）、Opelon（日本东丽-杜邦公司）等。由于英威达的“莱卡”（Lycra）品牌的产品具有极高的知名度，所以人们往往泛称氨纶为“莱卡”。氨纶强度高、比重轻，具有优良的高弹性和弹性回复率。

氨纶一般不单独使用，而是多数用于以氨纶为芯纱的包芯纱，称为弹力包芯纱，这种纱的主要特点是：一是可获得良好的手感与外观，以天然纤维组成的外

纤维吸湿性好；二是只用 1-10%的氨纶长丝就可生产出优质的弹力纱；三是弹性百分率控制范围从 10%到 20%，能根据产品的用途，选择不同的弹性值。也有用氨纶裸体丝与其它纤维合并加捻而成的加捻丝，主要用于各种经编、纬编织物，机织物和弹性布等。近年来，人们对衣着舒适性的追求使得弹力成为衣料的主要功能之一。弹力强的衣料可以随着人体的活动自如地伸缩，消除或减少对身体的张力，不产生紧绷感而使人感觉舒适。富有弹性的面料，主要用于内衣、紧身衣裤、踩脚裤、韵律服、运动衣、连裤袜、芭蕾舞服、体操服、游泳服等，并进一步向休闲服和外衣领域扩展。

图 4 氨纶产业链



资料来源：国都证券研究所

氨纶生产工艺

按照纺丝方法分，氨纶生产工艺有四种：溶液干法、溶液湿法、熔融挤出法和化学反应法。从全球氨纶制造工艺来看，目前最成熟、产品质量最好的是干法纺丝，其占据了主导地位，并将在未来相当长时间内成为投资主流。杜邦、拜耳、东洋纺、日清纺、旭化成、晓星等氨纶企业是干法技术发展的主要推动者。由于工艺流程复杂、投资费用大、纺速较低、生产成本高等原因，湿法纺丝产能比重较小，正在逐步退出氨纶生产舞台。化学反应纺丝法目前仅 Rabici 在生产，今后要发展可能性也不大。熔融法具有投资成本低、生产过程无污染等特点，发展前景良好。

2、世界氨纶产业

2.1 世界氨纶产业概况

氨纶的研究最早始于德国，1937 年德国拜耳公司首次开发出氨纶并申请了专利。1959 年美国杜邦首先实现了干法纺氨纶的工业化生产，并命名为 Lycra(莱卡)。20 世纪 60 年代日本旭化成、东洋纺等公司也先后开发出了氨纶生产技术。80 年代后，由于氨纶包覆纱和包芯纱技术的开发，氨纶的应用领域不断扩大，

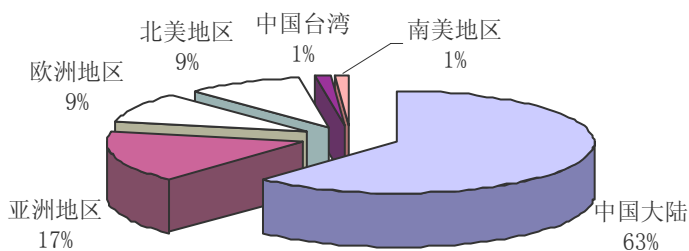
市场需求不断增加，生产能力有了较大的发展。进入 90 年代，随着世界经济形势的好转，同时也由于后道用途的拓展（如氨纶包芯技术的发展），氨纶弹力织物开始了新一轮的生产高潮，氨纶用量增加很快。

近年来，全球掀起一股新的氨纶投资高潮。如美国英威达公司除在美国本土扩大产能外，还在我国、巴西、阿根廷、加拿大、墨西哥、荷兰、北爱尔兰、日本、新加坡等国家和地区新建氨纶装置。2008 年全球氨纶总产能达到 51.48 万吨/年。

2.2 世界氨纶生产地区

本世纪之前，美国是世界上氨纶产量最大的国家，主要厂商有 DuPont 公司、Globe 公司及 Miles 公司。中国近几年发展非常迅速，东洋纺、日清纺、杜邦、晓星、东国等技术都已在中国大陆开花结果，产能越居世界第一位。

图 5 国际氨纶产能地区分布（2008 年）



资料来源：国都证券研究所

2.3 世界氨纶生产企业

世界氨纶主要生产商有美国英威达公司，德国拜耳公司，韩国晓星公司，日本东丽、旭化成及东洋纺织公司等。英威达是全球最大的氨纶企业，目前产能共 10 万吨。韩国晓星是全球第二大氨纶生产商，产能共 9.2 万吨。

表 1 世界主要氨纶生产商

生产商	产能（万吨/年）
英威达	10
韩国晓星	9.2
华峰氨纶	4.2
旭化成	3.65
友利控股	2.93
烟台氨纶	2.2

资料来源：国都证券研究所

3、中国氨纶产业

1989 年，烟台氨纶建成第一个氨纶生产装置，90 年代一批氨纶企业也先后投产，2001 年后企业全面进入，产能迅猛增加。近年来，我国再次掀起一股新的氨纶投资高潮，到 2008 年，全球氨纶总产能达到 51.48 万吨/年，而我国氨纶总产能 31.21 万吨/年，占全球总产能的 63%，成为全球最大的氨纶生产和消费国。

3.1 我国氨纶供需

近年来国内消费能力的快速增长，推动着我国氨纶产业快速发展。从 2001 年至 2008 年，我国氨纶产能由 2.51 万吨增长至 31.21 万吨，产量由 1.7 万吨增长至 20.9 万吨，表观消费量由 3.5 万吨增长至 18.88 万吨。

2006 年我国对进口氨纶实施反倾销政策，导致国外品牌的氨纶产品出口到中国的成本大幅增加，我国氨纶进口数量随之大幅下降。随着国内产能的快速扩张，从 2006 年开始我国氨纶出口量快速提升。

表 2 我国氨纶产品的生产消费及进出口情况

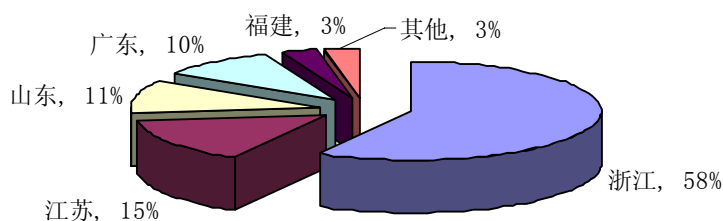
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
产能（万吨）	2.51	3.44	9.52	16.46	20.67	22.89	26.46	31.21
产量（万吨）	1.7	2.41	5.45	10	11.05	15.8	20.5	20.9
进口量（万吨）	1.84	3.06	3.02	3.33	2.44	1.26	1.32	1.24
出口量（万吨）	0.04	0.06	0.39	0.49	0.62	2.04	2.87	2.64
表观需求量（万吨）	3.5	5.41	8.08	12.84	12.87	15.02	18.95	18.88

资料来源：国都证券研究所

3.2 我国氨纶生产地区

我国氨纶产业主要分布在浙江、江苏、山东和广东，其中以浙江为主。浙江省作为氨纶产业集群地，2008 年其氨纶产量占全国的 58%。

图 6 我国氨纶产业地区分布（2008 年）



资料来源：国都证券研究所

3.3 我国氨纶生产企业

2008 年我国氨纶总产能 31.21 万吨/年，最大生产企业为华峰氨纶，产能 4.2 万吨/年。

目前，我国主要的氨纶生产企业都采用溶液干法纺丝技术，大部分在建和待建的项目都计划采用溶液干法纺丝技术。另外，占比很小的熔纺氨纶企业开工情况不好，产量很低。

我国主要氨纶生产企业如下表所示。

表 3 我国主要氨纶生产企业

企业	商标	产能（万吨/年）
浙江华峰氨纶股份有限公司	千禧	4.2
晓星氨纶集团有限公司	多富龙	3.87
四川友利控股股份有限公司	舒卡/友利	2.93
英威达氨纶有限公司	伊莱斯邦	2.7
烟台氨纶股份有限公司	纽士达	2.2
杭州邦联氨纶有限公司	邦联	2.0
浙江益邦氨纶有限公司	益邦	1.85
浙江薛永兴氨纶有限公司	雪斐	1.6
浙江华海机械集团有限公司	华海	1.4
泰光氨纶（常熟）有限公司		1.5

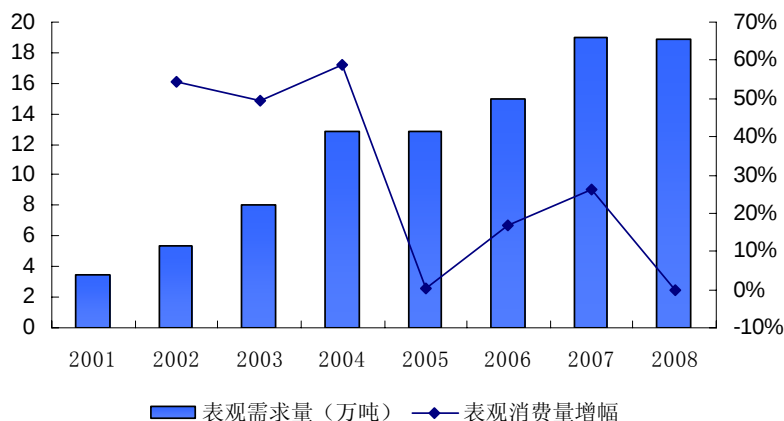
资料来源：国都证券研究所

4、2009 年我国氨纶市场分析

4.1 近几年我国氨纶历史供需

2001-2004 年，我国氨纶需求高速增长，年平均增速在 50%以上。2005 年以后，需求增速开始放缓，氨纶行业从超常增长阶段进入了稳定增长阶段。

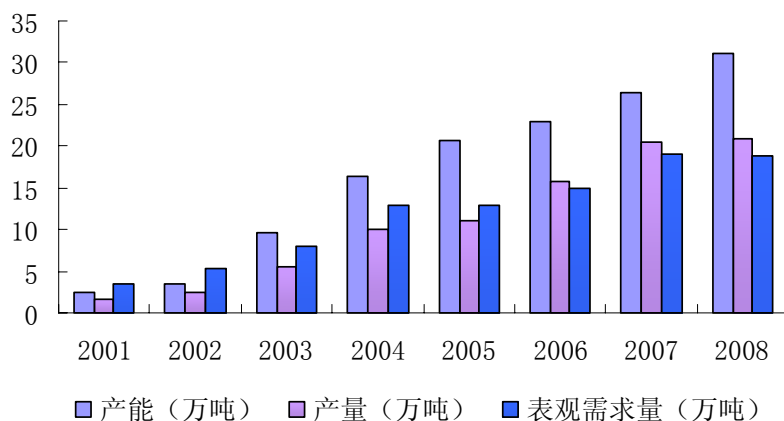
图 7 近几年我国氨纶需求



资料来源：国都证券研究所

2003 年以前，我国氨纶快速增长的需求推动行业迅速扩张，但市场总体仍呈现供不应求的局面。2003 年以后，随着国内企业不断扩能，供需缺口逐步趋于缓和，目前，国内氨纶总产能已超过市场需求。

图 8 近几年我国氨纶供需

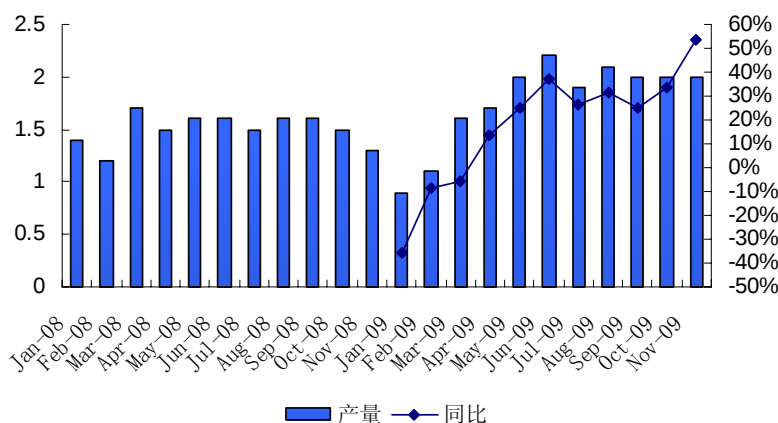


资料来源：国都证券研究所

4.2 2009 年我国氨纶市场

从 2009 年 3 月开始，随着下游纺织服装内销的快速恢复和增长，我国氨纶产量快速回升，至 5 月，单月产量已达 2 万吨的较高水平。

图 9 2009 年我国氨纶单月产量情况

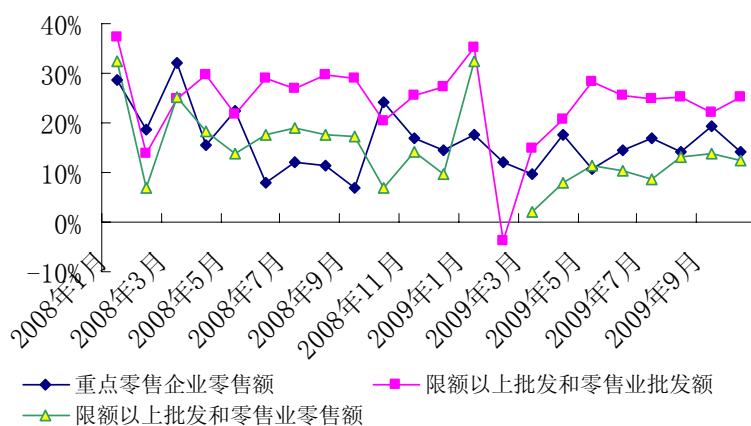


资料来源：石化协会，国都证券研究所

2009 年 1-10 月，我国限额以上批发和零售业批发额、零售额，以及重点零售企业零售额同比快速回升，我国纺织服装行业内销迅速恢复和增长。

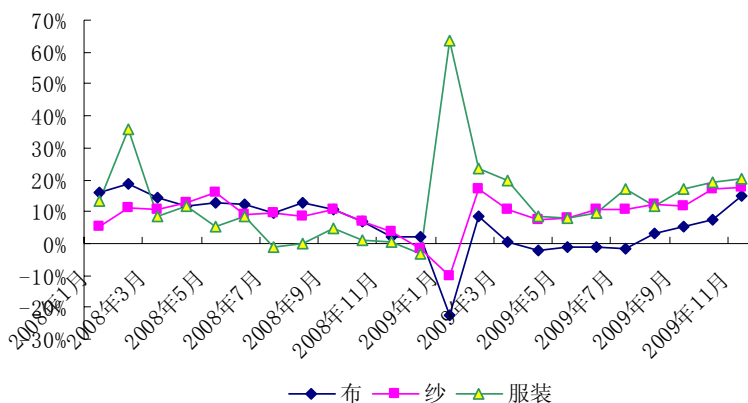
纺织服装行业内销旺盛，布、纱、服装产量快速增长，进而带动上游的氨纶产量快速回升。2009 年 5 月份以来，氨纶单月产量同比增速都在 25% 以上。累计来看，2009 年 1-11 月，我国氨纶产量累计为 19.5 万吨，同比增长 18.2%。

图 10 我国纺织服装行业单月内销情况



资料来源：wind，国都证券研究所

图 11 我国布、纱、服装产量单月同比增速情况

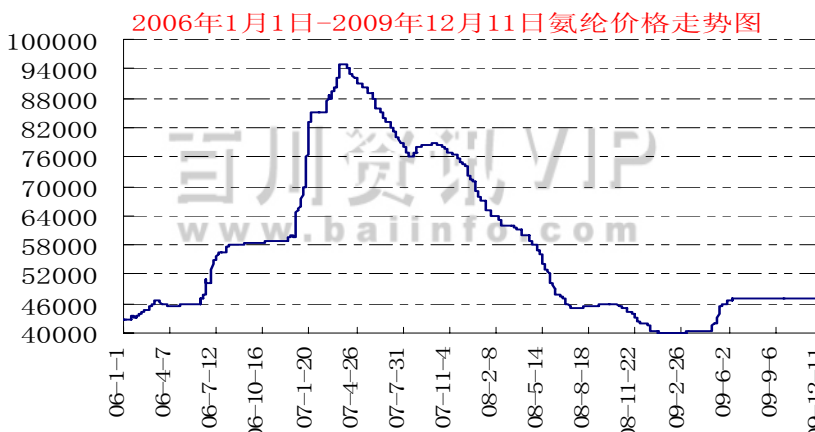


资料来源: wind, 国都证券研究所

供大于求，2009 年氨纶价格并未随下游需求好转而持续上行

由于 2007、2008 年产能大幅扩张，加上金融危机影响、外需减少，2009 年氨纶行业整体上供大于求。因此，尽管下游纺织服装行业需求快速恢复和增长，但其仅仅提高了氨纶行业的生产开工率，相比需求，行业供给仍然非常充足，所以，除了 5 月份全行业因成本推动提价 3000-5000 元/吨之外，2009 年氨纶价格并未随下游需求好转而持续上行。

图 12 氨纶 40D 华东价格走势（元/吨）



资料来源: 百川资讯

5、2010 年我国氨纶市场预测

5.1 下游纺织服装行业持续增长，10 年氨纶需求将继续增长

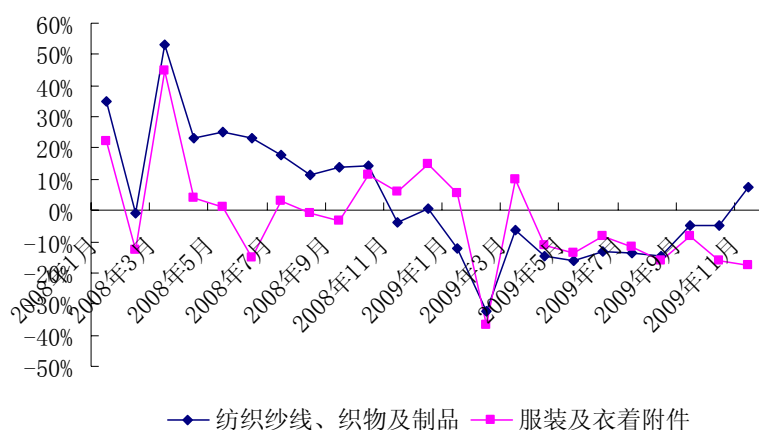
作为氨纶的下游行业，纺织服装行业的发展情况决定着氨纶行业的需求走势。

内销方面，如图 10、11 所示，我国纺织服装行业仍将持续增长，这将带动我国氨纶需求继续提升。

外需方面，虽然反复的出口数据表明全球经济回暖的基础尚不牢固，贸易保护主义也有抬头迹象，纺织服装出口在短期内要得到根本改善可能性较小，但我们判断，国外经济逐步复苏的大趋势已经确定，这将带动纺织服装外需回暖，我国氨纶需求将随之增长。

09 年 1-11 月，纺织纱线、织物及制品出口金额 538 亿美元，同比下降 11.20%；服装及衣着附件 965 亿美元，同比下降 11.60%。

图 13 纺织纱线、织物及制品，服装及衣着附件出口金额单月同比变化情况



资料来源：wind，国都证券研究所

我国氨纶需求长期发展动力——应用领域不断扩大

氨纶传统的应用领域主要有针织品、内衣、织袜、泳装、体操服、运动装、儿童服装等，这部分领域的氨纶用量仍将继续扩大。

近年来，随着纺织科技日新月异的进步，氨纶及其制品生产的新工艺、新技术也不断涌现，氨纶应用出现了许多新兴的应用领域，如经编布、纬编布、休闲装、弹力牛仔、弹力时装面料、高档成衣、裤装等。随着生产技术和工艺的进步、价格的下降，应用领域不断扩大，我国氨纶需求具有长期发展空间。

5.2 2010 年行业新增产能非常有限

由于 2007、2008 年产能快速扩张、价格大幅下跌，2009 年氨纶行业新增产能较少，仅有连云港杜钟-英威达 0.7 万吨、浙江华海 0.2 万吨、友利控股 1.2 万吨。2009 年合计新增产能约 2.1 万吨，总产能约 33.31 万吨，同比仅增加 6.7%。

2010 年，已知的扩产项目有烟台氨纶 0.3 万吨、浙江开普特 1.0 万吨、泰光

氨纶（常熟）1.0 万吨、蓝孔雀 0.45 万吨、佛山英威达 1.25 万吨，合计 4 万吨。但除烟台氨纶外，这些项目建成时间预计最快在 2010 年底，因此，2010 年实际新增产能仅 0.3 万吨。

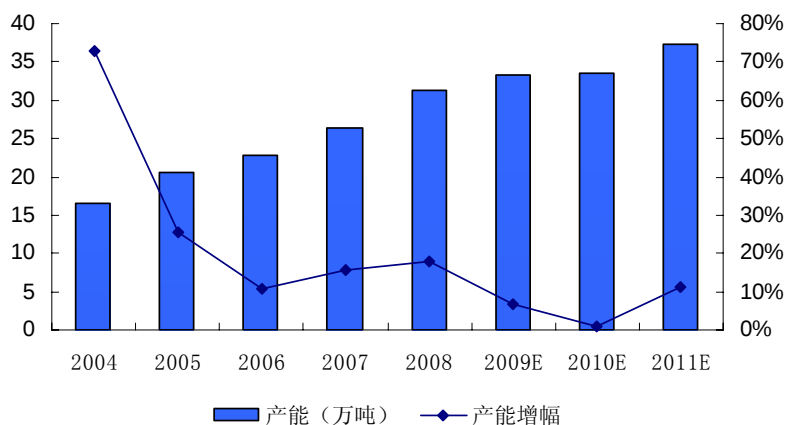
由于氨纶行业是一个高度资本密集性行业，投资额大（4 万元/吨）、投资期相对较长（1.5 年），即使 2010 年氨纶行业大幅好转，新一轮的新建产能也只能在 2012 年后才能建成投产。因此，2010 年氨纶行业新增产能非常有限、2011 年新增产能也较少。

表 4 2009、2010 年氨纶行业新建产能

企业名称	新增产能 (万吨/年)	投产时间	备注
连云港杜钟-英威达	0.7	09 年 09 月投产	
浙江华海	0.2	09 年 09 月投产	
友利控股	1.2	09 年 9 月建成	共三条线, 其中一条已试生产
烟台氨纶	0.3	10 年 11 月投产	原有 0.2 万吨老生产线, 技术改造成 0.5 万吨的医用氨纶
浙江开普特	1.0	预计最快 10 年底建成	
泰光氨纶（常熟）	1.0	预计最快 10 年底建成	
蓝孔雀	0.45	预计最快 10 年底建成	
佛山英威达	1.25	可能分期建设, 10 年底难以完成	总体规划 1.25 万吨, 具体实施计划尚存在不确定性

资料来源：国都证券研究所

图 14 氨纶行业产能扩张情况



资料来源：国都证券研究所

5.3 目前供需均衡，并未产能过剩

2009 年，我国氨纶总产能预计约 33.31 万吨，总产量预计约 21.5 万吨，看

起来似乎供给远远大于需求。但是，该总产能是以 40D 口径统计计算，由于 20D、30D 等细旦品种高估了产能，氨纶实际产能应该低于名义产能。

我们通过以下推算，估计行业的实际产能。

根据调研，我们判断 11 月份行业综合开工率在 92% 左右，由实际产量 2 万吨推算，氨纶行业实际产能约 26 万吨，仅为名义产能的 78%。

目前已达 92% 的高开工率表明，氨纶行业供需均衡，并未产能过剩。

表 5 氨纶行业实际产能推算

2009 年 11 月氨纶产量	2 万吨
大企业开工率（华峰氨纶、烟台氨纶、友利控股）	100%
小企业开工率	80-90%
综合开工率（估算）	92%
由 11 月产量折算的行业实际产能	26 万吨
名义产能	33.31 万吨
实际产能/名义产能	78%

资料来源：国都证券研究所

5.4 需求拉动，2010 年氨纶价格上涨的可能性较大

如前所述，随着下游纺织服装行业内销持续增长、外需逐步回暖，2010 年我国氨纶需求将继续增长。另一方面，目前行业综合开工率已达 92%，而 2010 年新增产能又非常有限，在需求的拉动下，原本均衡的供需关系将逐渐偏紧，2010 年氨纶价格上涨的可能性较大。

目前氨纶 40D 市场价为 48000 元/吨，我们预计，2010 年其可能上涨至 52000 元/吨，甚至更高。但是，我们并不认可未来氨纶价格将会大幅上涨，这是因为下游纺织服装行业的内销和外需超预期大幅增长的可能性不大，基本面支撑氨纶价格大幅上涨的力度不够。

从时点上看，2010 年氨纶价格上涨可能出现在二季度，因为 3 月份后纺织服装行业开始进入生产旺季。

6、我国氨纶原料市场-原材料价格上涨空间有限

氨纶上游原材料主要是 PTMEG 和 MDI。从物耗上来看，每吨氨纶需消耗 PTMEG0.77 吨、纯 MDI0.18 吨，两者合计占氨纶生产成本近 60%。

6.1 我国 PTMEG 市场

经过近几年中外企业的新建和扩建，目前我国 PTMEG 产能已达 23 万吨/年，

而且仍在继续增长，未来两年内将达到 30.6 万吨/年。我国 PTMEG 产业 90% 的产品用于氨纶生产。按目前氨纶行业 26 万吨/年的实际产能计算，氨纶行业仅需 PTMEG 20 万吨/年。由于氨纶产能扩张较慢，未来国内 PTMEG 将供大于求，加上其上游 BDO 行业也已过剩，所以其未来价格走势更多的跟随上游原油成本的变化，上涨空间不大。

表 6 PTMEG 企业产能统计

企业	当前产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	备注
巴斯夫	6		
山西三维	1.5	3	2010 年投产
大连化工	4		
中化国际	2		
吉林前郭炼化	2		
韩国晓星	3		
宁波三菱	2.5		
青云集团	2		
四川天华		4.6	
总计	23	30.6	

资料来源：国都证券研究所

6.2 我国 MDI 市场

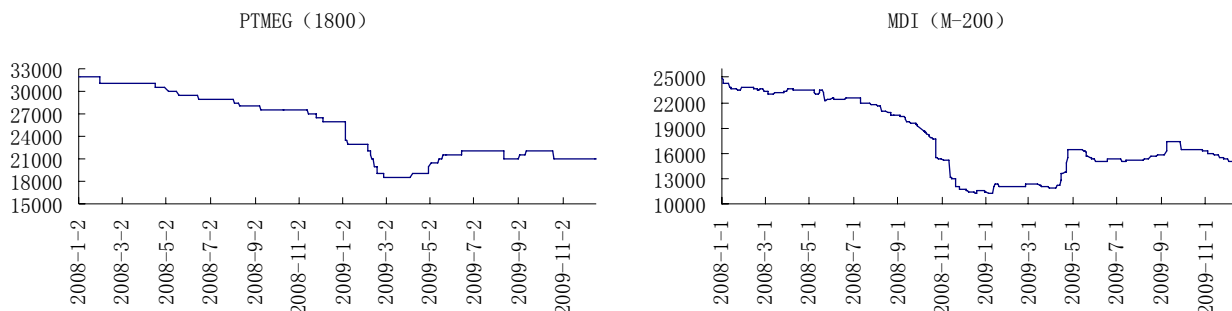
近几年 MDI 产能迅速扩张，目前产能已达 114 万吨/年。MDI 最大的潜在应用领域是建筑外墙保温材料，但由于国家强制标准迟迟没有出台，相关的 MDI 需求释放可能要等到 2-3 年之后。目前国内 MDI 已供大于求，由于其上游苯胺行业也已过剩，所以未来 MDI 价格走势将更多的跟随上游原油成本的变化，上涨空间不大。

表 7 MDI 企业产能统计

企业	当前产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	备注
烟台万华	20		
宁波万华	30	30	2010 年投产
上海漕泾	24		
上海拜耳	35		
NPU 瑞安	5		
重庆巴斯夫		40	2013 年投产
合计	114	184	

资料来源：国都证券研究所

图 15 长三角地区 PTMEG、MDI 价格走势（元/吨）



资料来源：国都证券研究所

7、氨纶上市公司 2010 年业绩增长确定，弹性很大

综上所述，我们判断，受需求拉动，2010 年氨纶价格上涨的可能性较大，而上游原材料价格上涨空间有限，因此，氨纶上市公司 2010 年业绩增长明确，而且，随着氨纶价格上涨可能超预期，业绩增长弹性很大。

我们看好烟台氨纶（002254）和华峰氨纶（002064）的未来业绩增长，其中，同时拥有氨纶和芳纶业务的烟台氨纶，其业绩增长弹性更大。

表 8 氨纶企业产能与股本、市值的对比

		名义产能 万吨/年	实际产能 万吨/年	总股本 百万股	总市值 百万元	实际产能/总股本 吨/百万股	实际产能/总市值 吨/百万元
002254	烟台氨纶	2.2	2	163.15	5497	12.26	0.36
002064	华峰氨纶	4.2	3.3	369.2	6454	8.87	0.51
000584	友利控股	2.93	2.1	408.88	4130	5.14	0.51

注：名义产能以 40D 口径计算，实际产能根据细旦、权益占比、生产线改造等折算。

资料来源：国都证券研究所

7.1 烟台氨纶（002254）

烟台氨纶是全国首家氨纶生产企业，也是目前国内氨纶行业龙头企业和最大的芳纶制造企业。

公司现有氨纶产能约 2.2 万吨/年，其中一条生产线（0.2 万吨/年）正在技术改造，将升级成 0.5 万吨/年的医用氨纶（售价高出普通品种 10%）产能，预计 2010 年 11 月投产。目前公司氨纶生产满负荷，库存半个月左右，产品销售良好，综合售价 50000 元/吨（40D 市场价 48000 元/吨），毛利率高于 20%。

公司是世界第二大芳纶 1313 生产企业，总产能 4300 吨/年。该产品出口比例较大，超过一半，但受金融危机冲击，出口量下滑，目前出口比例不到 1/3。

09 年 1 月份，公司 1500 吨/年服装用间位芳纶装置暂时停产。公司另外的 2800 吨/年产能开工正常，09 年初以来开工率在 80-90%。公司募集资金投向的 1000 吨/年芳纶 1414 项目最快将于 2010 年底建成。

如果 2010 年 1500 吨/年芳纶 1313 生产线仍未开工，氨纶 40D 市场价 52000 元/吨，我们预计 2010 年 EPS 为 1.18 元/吨，对应 2010 年动态市盈率为 28.4 倍。

如果 2010 年 1500 吨/年芳纶 1313 生产线复产，开工率为 50%，氨纶 40D 市场价 52000 元/吨，我们预计 2010 年 EPS 为 1.31 元/吨，对应 2010 年动态市盈率为 25.7 倍。

表 9 烟台氨纶 10 年 EPS 敏感性分析（假设停产的芳纶 1313 生产线仍未开工）

40D 氨纶市场价格								
（含税、元/吨）	46000	48000	50000	52000	54000	56000	58000	60000
2010EPS	0.71	0.87	1.03	1.18	1.34	1.50	1.65	1.81
2010PE	47.1	38.7	32.8	28.4	25.1	22.5	20.4	18.6

资料来源：国都证券研究所

表 10 烟台氨纶 10 年 EPS 敏感性分析（假设复产的芳纶 1313 生产线开工率 50%）

40D 氨纶市场价格								
（含税、元/吨）	46000	48000	50000	52000	54000	56000	58000	60000
2010EPS	0.84	1.00	1.16	1.31	1.47	1.63	1.78	1.94
2010PE	40.0	33.7	29.1	25.7	22.9	20.7	18.9	17.4

资料来源：国都证券研究所

7.2 华峰氨纶（002064）

公司是目前国内最大的氨纶生产企业，产能 4.2 万吨/年。其中，差别化品种大约有 1 万吨。由于 20D、30D 等细旦品种以 40D 口径计算，公司实际产量约为 3.3 万吨/年。

目前公司氨纶生产满负荷，库存大约 1 个月，产品销售良好，综合售价 49500 元/吨（目前 40D 市场价 48000 元/吨），毛利率高于 20%。

如果 2010 年氨纶 40D 市场价 52000 元/吨，我们预计 2010 年 EPS 为 0.76 元/吨，对应 2010 年动态市盈率为 22.9 倍。

表 11 华峰氨纶 2010 年 EPS 敏感性分析

40D 氨纶市场价格								
（含税、元/吨）	46000	48000	50000	52000	54000	56000	58000	60000
2010EPS	0.41	0.53	0.64	0.76	0.88	1.00	1.12	1.23
2010PE	42.8	33.2	27.1	22.9	19.9	17.5	15.7	14.2

资料来源：国都证券研究所

8、风险因素

如果纺织服装行业外需仍未恢复，且内销增长有限，2010 年氨纶价格上涨不存在基本面支撑，上涨空间有限，进而影响我们对于氨纶上市公司未来业绩的增长预期。

国都证券投资评级
表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员 不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。