

原材料 - 化纤

业绩增长低于预期，仍待复苏

—华鼎锦纶（601113）2012 年中报点评

2012 年 8 月 14 日

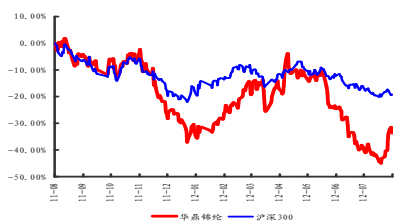
评级： 中性(维持)

市场数据	2012 年 8 月 13 日
当前价格(元)	4.68
52 周价格区间(元)	3.76-14.07
总市值(百万)	2995.20
流通市值(百万)	1422.72
总股本(百万股)	640.00
流通股(百万股)	304.00
日均成交额(百万)	36.34
近一月换手(%)	30.67%
公司网址	http://www.hdnylon.com

预测指标	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,742.36	1,901.11	2,099.56
净利润(百万元)	138.70	54.50	75.33
每股收益(稀释-元)	0.22	0.09	0.12
净利润增长率%	12.03%	-60.70%	38.21%
市盈率	21.59	54.95	39.76

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
华鼎锦纶%	10.90	-22.28	-29.97
沪深300%	-3.33	-8.09	-20.77

顾静

执业证书号 S1030510120007

(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **业绩增长低于预期。**2012 年上半年，公司实现主营业务收入 887.94 百万元，同比增长 22.59%；实现归属于母公司股东的净利润 27.85 百万元，同比下降 72.69%，每股收益为 0.04 元。
- **业绩受累于毛利率下滑。**业绩下降主要受国内外经济形势影响，产品销售价格同比下降 14.43%，而单位成本基本与去年同期持平，挤压毛利空间，毛利率为 11.07%，同比下滑约 12 个百分点；从单季度来看，公司 2 季度毛利率为 10.45%，同比下降 9.5 个百分点，环比略下降 1.3 个百分点，没有延续 1 季度毛利率环比提升趋势，复苏具有不确定性。
- **项目储备丰富，期待行业景气回升。**公司“年产 4 万吨差别化锦纶长丝项目”已于 2012 年 4 月份顺利达产；“年产 2 万吨差别化 DTY 锦纶长丝项目”预计于 2013 年底投产；“年产 5 万吨差别化锦纶长丝项目”，预计将于 2014 年释放产能。我们认为，由于欧债危机继续胶着，预计短期内纺织行业仍将延续疲弱态势，下游行业景气度能否回升是项目盈利的关键。
- **完善产业链，增强竞争力。**公司股东大会审议已通过，收购杭鼎锦纶股权，将构建从锦纶切片到锦纶长丝的完整产业链。目前，杭鼎锦纶正在建设“年产 80,000 吨锦纶（聚酰胺）切片项目”，项目建设期为 2 年，预计于 2013 年第二季度建成投产。
- **盈利预测及投资评级。**根据我们的预测，2012-2013 年公司每股收益分别为 0.09/0.12 元，对应 8 月 13 日收盘价的市盈率分别为 54.95/39.76 倍，考虑目前下游需求复苏及行业景气度情况有待观察，维持公司“中性”评级。
- **风险提示。**项目投产进度低于预期；宏观经济环境变化；原材料价格波动；限售股解禁压力。

业绩增长低于预期，毛利率环比下滑

业绩受累毛利率下降，低于预期。2012年上半年，公司实现主营业务收入887.94百万元，同比增长22.59%；实现归属于母公司股东的净利润27.85百万元，同比下降72.69%，每股收益为0.04元。业绩下降主要受国内外经济形势影响，产品销售价格同比下降14.43%，而单位成本基本与去年同期持平，挤压毛利空间，毛利率为11.07%，同比下滑约12个百分点。

毛利率环比下滑，复苏不确定。从单季度来看，公司2季度收入同比增长16.24%，毛利率为10.45%，同比下降9.5个百分点，环比略下降1.3个百分点，没有延续1季度毛利率环比提升趋势，复苏仍不确定。

期间费用率提升，资产减值减少。2012年上半年，公司销售费用同比增长178.92%，主要是主要系承担销售环节的送货运费，管理费用同比增长43.10%，主要主要系研发开发经费投入增加及职工薪酬增加。资产减值为-6.36百万元，主要系存货跌价准备计提减少所致。

Figure 1 公司2012年中期利润表指标 单位：百万元

财务指标	2011. 1H	2012. 1H	同比
一、营业总收入	724.29	887.94	22.59%
二、营业总成本	607.77	859.70	41.45%
营业成本	556.78	789.60	41.82%
毛利率	23.13%	11.07%	-12.05%
营业税金及附加	0.06	2.27	3518.84%
销售费用	4.65	12.98	178.92%
管理费用	28.40	40.63	43.10%
财务费用	16.60	20.57	23.91%
期间费用率	6.86%	8.36%	1.50%
资产减值损失	1.28	-6.36	-598.82%
三、投资净收益	0.00	0.00	
四、营业利润	116.51	28.24	-75.77%
加：营业外收入	5.29	7.04	33.05%
减：营业外支出	1.11	2.20	97.40%
营业外净收支	4.17	4.84	15.87%
五、利润总额	120.69	33.07	-72.60%
减：所得税	18.73	5.23	-72.10%
六、净利润	101.95	27.85	-72.69%
减：少数股东损益	0.00	0.00	
归属于母公司所有者的净利润	101.95	27.85	-72.69%
总股本(万股)	32000	64000	100.00%
七、每股收益：			
稀释每股收益(元)	0.38	0.04	-89.47%

资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司利润表季度指标 单位: 百万元

财务指标	2011.1Q	2011.2Q	2011.3Q	2011.4Q	2012.1Q	2012.2Q
一、营业总收入	324.80	399.48	520.73	497.35	423.58	464.35
营业收入	324.80	399.48	520.73	497.35	423.58	464.35
同比	/	/	89.19%	64.38%	30.41%	16.24%
二、营业总成本	264.84	342.93	460.77	517.88	406.29	453.41
营业成本	237.01	319.77	433.50	464.65	373.77	415.83
毛利率	27.03%	19.95%	16.75%	6.58%	11.76%	10.45%
营业税金及附加	0.03	0.03	0.65	0.50	0.16	2.11
销售费用	0.80	3.86	1.70	5.50	7.17	5.82
管理费用	15.96	12.44	19.72	33.63	15.81	24.83
财务费用	11.06	5.54	3.55	5.99	9.38	11.19
资产减值损失	-0.02	1.29	1.65	7.61	0.00	-6.36
三、营业利润	59.96	56.55	59.96	-20.53	17.30	10.94
加: 营业外收入	0.00	5.29	3.48	2.61	5.03	2.01
减: 营业外支出	0.42	0.69	1.16	-0.59	1.06	1.14
营业外净收支	-0.42	4.60	2.32	3.20	3.97	0.87
四、利润总额	59.54	61.15	62.27	-17.32	21.26	11.81
减: 所得税	9.07	9.66	11.43	-3.22	3.65	1.57
五、净利润	50.47	51.48	50.85	-14.10	17.61	10.24
同比	/	/	90.29%	-128.68%	-65.11%	-80.12%
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	50.47	51.48	50.85	-14.10	17.61	10.24
六、每股收益:						
总股本(百万股)	0.00	320.00	320.00	320.00	320.00	640.00
每股收益:	/	0.16	0.16	-0.04	0.06	0.02

资料来源: wind、世纪证券研究所

项目储备丰富，期待行业景气回升

公司专注于高端差别化锦纶长丝领域，项目储备丰富。公司“年产4万吨差别化锦纶长丝项目”已于2012年4月份顺利达产，公司预计每年将增加销售收入约1170百万元；“年产2万吨差别化DTY锦纶长丝项目”预计于2013年底投产，根据公司预计年新增销售收入7.99亿元，税后利润为7097万元；“年产5万吨差别化锦纶长丝项目”预计将于2014年释放产能。我们认为，由于欧债危机继续胶着，预计短期内纺织行业仍将延续疲弱态势，我们认为，由于欧债危机继续胶着，预计短期内纺织行业仍将延续疲弱态势，下游行业景气度能否回升是项目盈利的关键。

完善产业链，增强竞争力

2012年7月12日公司第一次临时股东大会审议通过,受让三鼎集团所持杭鼎锦纶20%的股权和香港永顺所持杭鼎锦纶80%的股权,交易标的的转让价格为人民币8,987.35万元。目前,杭鼎锦纶正在建设"年产80,000吨锦纶(聚酰胺)切片项目",主要产品为功能性半消光锦纶6切片、功能性大有光、全消光和特种用途锦纶6切片,项目总投资为2,600万美元,建设期为2年,预计于2013年第二季度建成投产。本次股权收购完成后,公司将构建从锦纶切片到锦纶长丝的完整产业链,实现对锦纶6产业平台的整合,有助于公司进一步巩固行业地位,做大做强主业,增强市场竞争优势,提升产品盈利能力与核心竞争力。

盈利预测及投资评级

关键假设条件:

- 1) 已经达产的4万吨差别化锦纶长丝项目2012-2013年产能利用率将提升至80-90%;
- 2) 产品价格:考虑行业景气度还有待恢复,结合2012年中期产品均价,假设2012-2013年产品均价同比变化幅度为-14%、5%。
- 3) 暂不考虑收购杭鼎锦纶后对公司产品成本的影响。

根据我们的预测,2012-2013年公司每股收益分别为0.09/0.12元,对应8月13日收盘价的市盈率分别为54.95/39.76倍,考虑目前下游需求复苏及行业景气度情况有待观察,维持公司“中性”评级。

Figure 3 公司盈利预测利润表 单位:百万元

项目	2011	2012E	2013E
一、营业总收入	1,742.36	1,901.11	2,099.56
同比	64.58%	9.11%	10.44%
二、营业总成本	1,586.42	1,842.69	2,006.31
营业成本	1,454.93	1,683.00	1,832.05
毛利率	16.50%	11.47%	12.74%
营业税金及附加	1.22	4.75	5.25
销售费用	11.86	25.66	28.34
管理费用	81.74	85.55	92.38
财务费用	26.14	43.73	48.29
期间费用合计	119.75	154.94	169.01
期间费用率	6.87%	8.15%	8.05%
资产减值损失	10.53	-5.70	4.62
投资净收益	0.00	0.00	0.00

三、营业利润	155.94	64.12	88.62
营业外净收支	9.70	0.00	0.00
四、利润总额	165.64	64.12	88.62
减：所得税	26.94	9.62	13.29
五、净利润	138.70	54.50	75.33
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	138.70	54.50	75.33
同比	12.03%	-60.70%	38.21%
总股本(百万股)	320.00	640.00	640.00
六、每股收益：	0.47	0.09	0.12

资料来源：wind、世纪证券研究所

风险提示

- 1) 项目投产进度低于预期;
- 2) 宏观经济环境变化;
- 3) 原材料价格波动;
- 4) 限售股解禁压力。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.

