



未有评级

601113.CH

价格:人民币 4.29

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8)	(8)	(18)	(35)
相对新华富时 A50 指数	(7)	(6)	(8)	(23)

发行股数(百万)	640
流通股(%)	47.5
流通股市值(人民币 百万)	1,304
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
三鼎控股集团有限公司	52.50

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究
以2012年9月13日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjje.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

华鼎锦纶

我国己内酰胺快速扩张,原料瓶颈逐渐褪去

锦纶行业属于化纤行业的一部分,相比较涤纶、粘胶来说,锦纶价格相对稳定。过去10年我国己内酰胺折合量进口依赖度维持在60%以上,随着我国己内酰胺快速扩张,我国己内酰胺产能从2011年的59万吨将扩张到2015年的221.5万吨,我国己内酰胺进口依赖度将大大缓解。近几年我国锦纶切片发展迅速,今年将新增43万吨至235万吨,锦纶切片产能快速扩张将更加有效保障锦纶丝原材料的供应。华鼎锦纶是我国专业从事高品质、差别化民用锦纶长丝研发、生产和销售的国家火炬计划重点高新技术企业,具备年产8.2万吨民用锦纶长丝的生产能力,主要生产具备高织造稳定性与染色均匀性的POY、HOY、FDY和DTY四大类民用锦纶长丝产品,建议关注。

主要发现

- 全球己内酰胺装置一直保持着较高开工率,除了2009年开工率略低于80%之外,2006年以来全球开工率均维持80%以上。2008-2009年受金融危机影响产量下降,2011年产量逐步恢复到428万吨,开工率恢复到87.35%。我国己内酰胺产能近几年扩张迅速,产能从2004年的28.5万吨/年提高到2011年的59万吨/年,行业开工率维持在80%左右。2011年我国己内酰胺产量53.5万吨,开工率上升到90.68%。
- 我国未来几年己内酰胺产能扩张速度加快,2011年我国己内酰胺产能为59万吨,2012年将达到121.5万吨,2013年达到161.5万吨,2015年达到221.5万吨,这还不包括天辰耀隆新材料、兰花科创、阳煤集团合计60万吨产能。
- 2004年我国己内酰胺表观消费折合量为87.8万吨,2011年达到165.1万吨,7年来我国己内酰胺表观消费量复合增速达到9.5%。进口依赖度从2004年的74.1%下降到2011年67.5%,目前我国依然维持很高的进口依赖度。我们假设未来5年我国己内酰胺表观消费量需求增速为10%,2015年我国己内酰胺表观消费折合量将达到241.8万吨。随着我国新建己内酰胺逐渐投产,我国己内酰胺进口依赖度将从60%以上逐渐下降到40%以下,仍然保持较高的进口依赖度。但从进口依赖度可以明显看出,未来几年进口依赖度将呈现明显的下降趋势,这对于国内切片、锦纶企业构成一定利好。
- 2008年以来我国尼龙6切片产能从123万吨扩张到2011年的192万吨,2008年以来开工率一直稳定在60%左右,开工率并不高。随着己内酰胺逐渐投产,我国尼龙6切片产量有望大幅增加,2012年底我国尼龙6切片产能将达到235万吨。

主要风险

- 产品价格波动超预期风险;己内酰胺价格大幅波动风险。

投资摘要

年结日:12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,059	1,742	1,660	1,735	2,102
变动(%)	31	65	(5)	5	21
净利润(人民币 百万)	124	139	71	95	130
全面摊薄每股收益(人民币)	0.516	0.433	0.111	0.149	0.203
变动(%)	55.3	12.0	(48.8)	34.4	35.9
全面摊薄市盈率(倍)	8.3	9.9	38.7	28.8	21.2
市场预期每股收益(人民币)			0.223	0.267	0.322
每股现金流量(人民币)	0.69	(1.26)	0.11	0.25	0.07
价格/每股现金流量(倍)	6.2	(3.4)	39.6	17.0	65.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	4.2	6.9	5.7	4.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.075	0.100	0.100
股息率(%)	0.0	0.0	1.7	2.3	2.3

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371

公司概况

公司是我国专业从事高品质、差别化民用锦纶长丝研发、生产和销售的国家火炬计划重点高新技术企业，具备年产 8.2 万吨民用锦纶长丝的生产能力，主要生产具备高织造稳定性与染色均匀性的 POY、HOY、FDY 和 DTY 四大类民用锦纶长丝产品，产品范围覆盖 8.8dtex-444dtex 所有规格。公司自主研发了一系列超亮、超低旦、超粗旦、消光、多孔细旦、中空、扁平、吸湿排汗、抗菌除臭等 30 多个品种的差别化、功能性民用锦纶长丝，产品差别化率接近 60%，在同行业企业中处于领先地位。

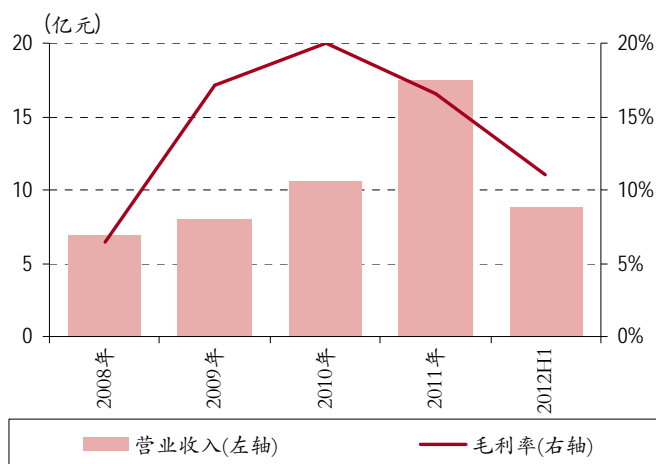
2011 年 5 月 9 日公司登陆上海证券交易所，目前总股本为 6.4 亿股，流通股占比为 47.5%。公司第一大股东是三鼎控股集团有限公司，持股比例为 52.5%，另外，王俊元（台湾）持有公司 18.75% 的股权。除此之外，没有持股比例超过 10% 的股东。

公司历年经营情况分析：经历两年多景气周期之后转向平淡

公司产品锦纶丝属于化纤行业，原油价格波动会影响公司成本，下游纺织服装需求影响利润，是一个典型的周期性公司。2011 年以来，随着整个化纤周期下行，锦纶行业业绩也不可避免的下滑。

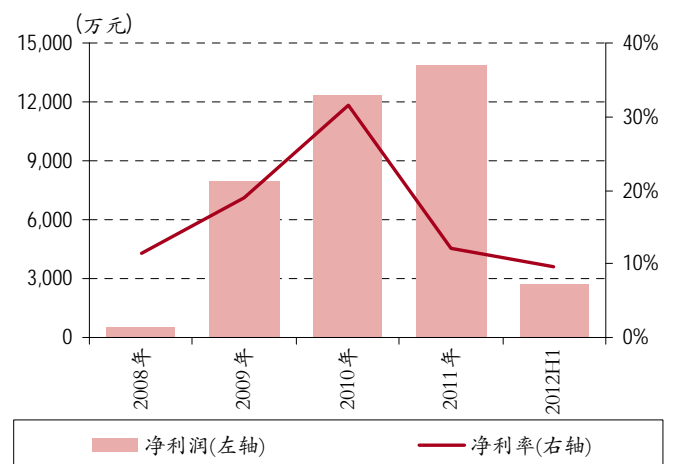
2012 年上半年主营业务毛利率仅为 10.92%，同比 23.45% 下降了 12.53 个百分点。引起毛利率大幅下降的主要原因是：受到国内外经济形势的影响，锦纶产品的市场价格自 2011 年 4 季度开始大幅下跌，公司上半年的销售价格同比下降 14.43%，而原料切片的价格却随着石油价格的波动在 2、3 月份一度上扬，劳动力成本和电力价格不断提高，使上半年单位成本基本与去年同期持平，产品价格的下跌使公司产品的毛利空间受到严重挤压。

图表 1. 2008 年以来公司收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 2. 2008 年以来公司净利润、净利率情况

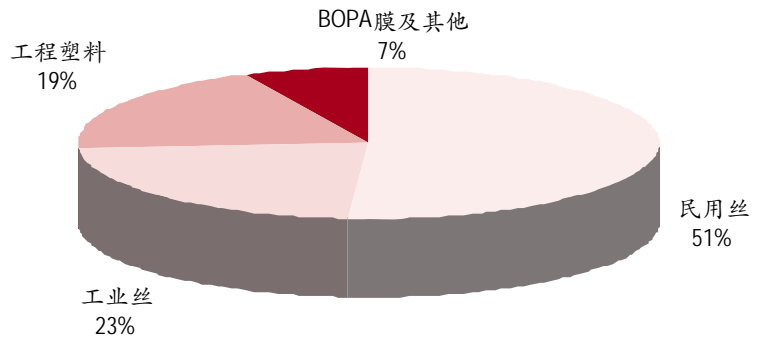


资料来源：公司资料及中银国际研究

过去几年全球己内酰胺供应紧张，我国己内酰胺产能快速扩张

己内酰胺(CPL)是一种重要的有机化工原料，主要用于生产尼龙6民用丝、尼龙6工业丝、尼龙6工程塑料等。其中尼龙6民用丝需求占比为51%、工业丝占比为23%、工程塑料占比为19%、BOPA膜及其他占比为7%。尼龙6民用丝、工业丝下游可制成纺织品、工业丝和地毯用丝，尼龙6工程塑料主要用作汽车、船舶、电子电器、工业机械和日用消费品的构件和组件等，己内酰胺用途十分广泛。

图表3.我国己内酰胺下游需求情况

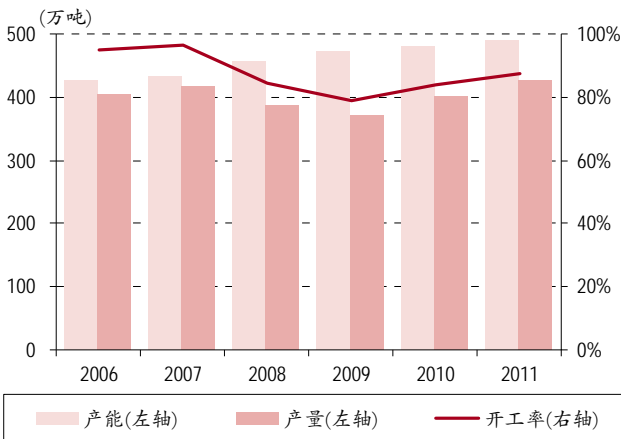


资料来源：中银国际研究

全球己内酰胺装置一直保持着较高开工率，除了2009年开工率略低于80%之外，2006年以来全球开工率均维持80%以上。2008-2009年，受金融危机影响产量下降，2011年产量逐步恢复到428万吨，开工率恢复到87.35%。

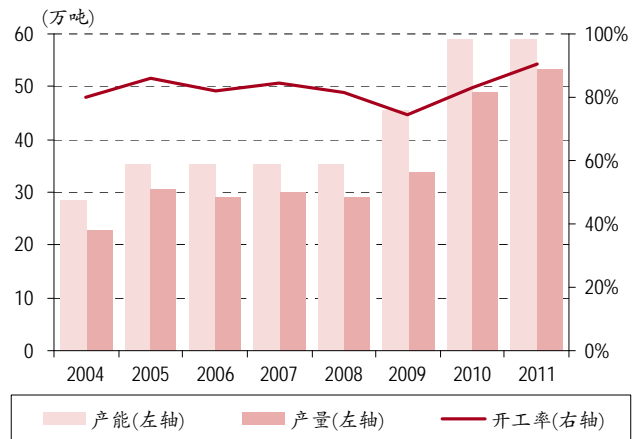
我国己内酰胺产能近几年扩张迅速，产能从2004年的28.5万吨/年提高到2011年的59万吨/年。行业开工率也维持高位，一般在80%左右。2011年我国己内酰胺产量53.5万吨，开工率上升到90.68%。

图表4.全球己内酰胺产能产量及开工率情况



资料来源：中银国际研究

图表5.我国己内酰胺产能产量及开工率情况



资料来源：中银国际研究

我国未来几年己内酰胺扩能扩张速度加快，2011年我国己内酰胺产能为59万吨，2012年将达到121.5万吨，2013年达到161.5万吨，2015年达到221.5万吨，这还不包括天辰耀隆新材料、兰花科创、阳煤集团合计60万吨产能。

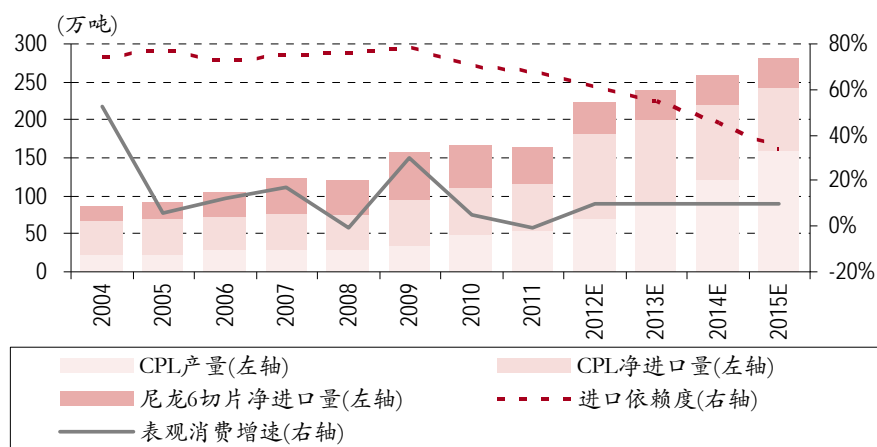
图表6.我国己内酰胺历年产能扩张情况

(万吨)	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	投产备注
南京帝斯曼	7	7	14	14	14	14	14	20	20	20	40	40	40	
巴陵石化	7	14	14	14	14	14	14	20	20	20	20	20	20	
石家庄炼化	5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	
浙江巨化	0.5	1	1	1	1	1	1	2.5	2.5	5	5	5	5	2012年5月增加2.5万吨
巴陵恒逸										30	30	30	30	2012年5、7月、11月分别投产
山东海力										20	20	20	20	2012年3月、7月分别投产
山东洪业										10	10	10	10	2012年9月
江苏博汇											20	20	20	2013年
中石化福建													20	2015年
中石化广东													20	2015年
鲁西化工													20	2015年
合计	19.5	28.5	35.5	35.5	35.5	35.5	45.5	59	59	121.5	161.5	161.5	221.5	
天辰耀隆新材料													20	拟投资
兰花科创													20	拟投资
阳煤集团													20	拟投资

资料来源：中银国际研究

己内酰胺 98%以上的己内酰胺都用于生产尼龙6切片，只有极少量用于热熔胶、精细化学品和制药。关于计算己内酰胺表观消费量，我们认为需要将尼龙6切片净进口量加上才更贴近实际。我们的计算公式： $\text{己内酰胺产量} + \text{己内酰胺净进口量} + \text{尼龙6切片净进口量} = \text{己内酰胺表观消费折合量}$ 。

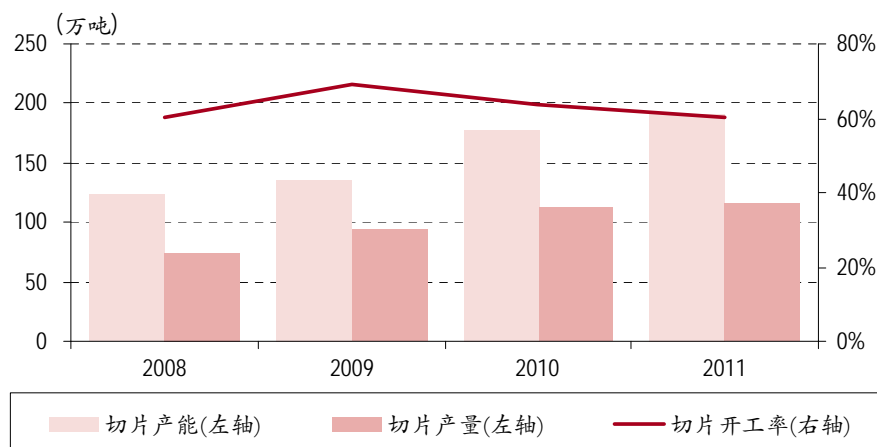
2004年我国己内酰胺表观消费折合量为87.8万吨，2011年达到165.1万吨，7年来我国己内酰胺表观消费量复合增速达到9.5%。进口依赖度从2004年的74.1%下降到2011年67.5%，目前我国依然维持很高的进口依赖度。我们假设未来5年我国己内酰胺表观消费量需求增速为10%，2015年我国己内酰胺表观消费折合量将达到241.8万吨。随着我国新建己内酰胺逐渐投产，我国己内酰胺进口依赖度将从60%以上逐渐下降到40%以下，仍然保持较高的进口依赖度。但从进口依赖度可以明显看出，未来几年进口依赖度将呈现明显的下降趋势，这对于国内切片、锦纶企业构成一定利好。

图表 7.我国己内酰胺表观消费折合量及进口依赖度情况


资料来源：中银国际研究

我国尼龙6切片产能扩张迅速

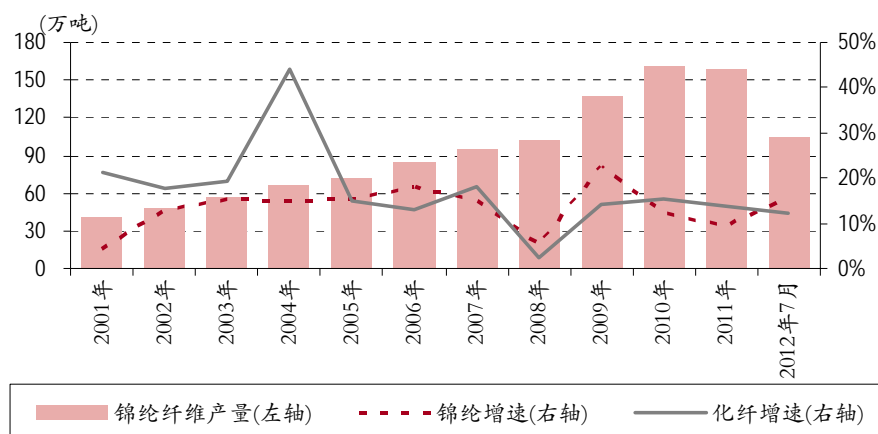
2008年以来我国尼龙6切片产能从123万吨扩张到2011年的192万吨，2008年以来开工率一直稳定在60%左右，开工率并不高，这主要是由于尼龙6切片原材料己内酰胺进口依赖度较大所致，随着己内酰胺逐渐投产，我国尼龙6切片产量有望大幅增加。从产能建设来看，我国尼龙6切片扩张迅速，今年尼龙6切片新增产能43万吨，其中扩张较大的企业有：长乐恒申合纤科技有限公司18万吨、福建锦江科技有限公司10万吨、常德金帛锦纶有限公司6万吨，2012年底我国尼龙6切片产能将达到235万吨。

图表 8.我国尼龙6切片产能产量及开工率情况


资料来源：中银国际研究

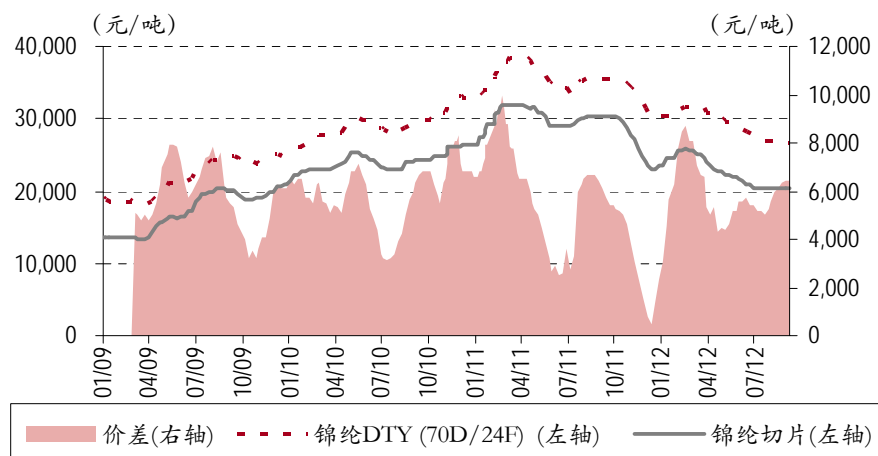
过去10年锦纶产量复合增速15%

2001年我国锦纶产量为40.7万吨，到了2011年产量扩张到159.1万吨，10年来复合增速为14.6%。而近10年来化纤复合增速为14.9%，锦纶产量增速与化纤产量增速基本持平。锦纶产量在整个化纤中的占比10年也保持稳定，2001年占比为4.84%，2011年为4.73%。今年以来，锦纶产量依然保持较高增速，2012年前7个月产量为104.4万吨，产量增速为15.7%，要高于化纤行业前7个月12.3%的产量增速。

图表 9.2001 年以来我国锦纶产量增速及化纤行业增速比较


资料来源：中银国际研究

2009 年以来我国锦纶丝、锦纶 6 切片行业呈现较大的波动，2009 年至 2011 年 1 季度，由于需求较好及油价推动，锦纶丝价格呈现上涨态势。但 2011 年 2 季度以来，受金融危机影响，下游纺织服装需求疲软，使得我国化纤价格大幅跳水，锦纶虽然稳定性相对良好，但价格也出现了下跌，锦纶 DTY (70D/24F) 从 2011 年 4 月的 31,200 元/吨下跌到目前的 26,750 元/吨，跌幅为 14.3%。从价差来说，由于锦纶行业切片进口依赖度大，一般企业都要备 1-2 个月库存，我们将切片价格提前 1.5 个月做价差图。今年上半年锦纶丝-锦纶切片平均价差为 5,882 元/吨，同比下降 11.9%，价差下降使得公司毛利率下降。

图表 10.我国锦纶丝和锦纶 6 切片价差情况


资料来源：中银国际研究

综上所述，公司作为国内较大的锦纶丝企业，锦纶行业盈利相对稳定，原材料己内酰胺国内产能逐渐投产，将有效缓解国内锦纶企业的原料压力。但锦纶属于化纤的一部分，需求回暖尚需等待，我们建议关注等待行业回暖，建议积极关注华鼎锦纶。