

拟投资 15 万吨产能 进一步扩大行业话语权，上调目标价至 5.6 元

投资要点：

- **公司拟投资 15 万吨差别化锦纶长丝项目，目前处于前期洽谈阶段。**公司晚间发布公告，拟投资 18.24 亿元于年产 15 万吨差别化锦纶长丝项目，项目建设周期 2 年，预计投资回收期 5-6 年。该项目建设预计将会新增用地 430 亩，目前公司仍在与义乌市人民政府洽谈该项目的有关事宜，还未签订土地使用合同。目前项目处于洽谈阶段，市政府对该项目的建设较为支持。
- **拟投资项目的单位产能投资额小于过去的单位产能投资额，但土地使用面积增加，说明项目含金量提升。**我们与公司过去的投资项目进行对比，发现公司本次的规划体现出规模效应，具体体现在每吨产能的投资金额下降，土地使用面积增加（考虑到土地增值因素，我们认为这是一块隐蔽性资产）。公司拟投资项目的吨投资额是 12160 元/吨，对土地的需求是 1.91 平方米/吨。公司 5 万吨差别化锦纶长丝项目的吨投资额是 12590 元/吨，对土地的需求是 1.68 平方米/吨。公司募投项目中的 4 万吨差别化锦纶长丝项目的吨投资额是 20000 元/吨，对土地的需求是 5.76 平方米/吨，2 万吨差别化 DTY 锦纶长丝的吨投资额是 15650 元/吨，对土地的需求是 1.65 平方米/吨。从上面的数据来看，公司此次拟投资项目的吨投资额是最少额，每吨对应的土地使用面积是近 2 年以来的最大值（4 万吨项目已于 2011 年投产，可比性较差）。
- **若项目能最终投产，则公司产能将翻三番，成为行业巨无霸，未来有可能完全掌握中高端领域定价权。**公司目前具有锦纶长丝 8.2 万吨的年产能，在建有 7 万吨锦纶长丝产能和 8 吨锦纶切片产能。如果该项目洽谈成功并最后顺利投产，则公司锦纶长丝产能将达到 30.2 万吨，几乎是现在产能的 3 倍。从投资角度来看，如果最终投产后公司的估值水平和盈利能力与现在持平，则公司可以认为是 3 倍股。从行业竞争格局角度看，根据我们的统计，目前整个 PA6 锦纶长丝国内的产能是 60 万吨左右（不是整个锦纶行业，PA6 仅仅是锦纶的一个品种，公司的产品是 PA6 锦纶民用长丝，通常我们都简称公司的产品为锦纶长丝），产能的年增速大约是 10% 左右。公司如果在 2015 年完成全部产能的投放，则其产能大约占了行业的四成到五成，成为行业当之无愧的巨无霸（产能排第一是毫无疑问的）。由于公司的产品定位在 PA6 锦纶长丝的中高端领域，主要用在高档丝袜、冲锋衣的内衬等（因为 PA6 的吸湿能力好，皮肤舒适感极佳），目前已经具有很强的定价能力了，其产品的定价较一般锦纶长丝高几千元/吨。我们预计公司产能完全释放之后，将来有可能完全掌握住中高端领域的定价权。
- **媒体对锦纶行业的分析有误。**我们注意到大智慧阿思达克通讯社 11 月 12 日的相关报道，其中某些分析人士认为锦纶企业业绩不佳，并用三家锦纶上市企业今年前三季度的同比业绩作为其论证的证据。我们认为该推理过程存在以下致命问题：（1）三家企业的产品大相径庭，神马股份主要是 PA66 丝，而非 PA6 丝，华鼎锦纶和美达股份是 PA6 丝，但二者的产业链和产品结构也有差别。美达股份切片为主，长丝和印染布兼顾，华鼎锦纶目前仍然以长丝为主；（2）业绩是看净利润，而非收入，报道忽视产品价格因素对收入的影响，却不分析盈利能力。2013 年锦纶产品的平均价格有所下滑，而在此期间华鼎锦纶和美达股份等暂无新产能释放，因此导致营业收入同比下降，但

华鼎锦纶 (601113.SH)

分析师：黄景文

执业证书编号：S0050513100001

Tel：010-59355819

Email：huangjw@chinans.com.cn

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel：010-59355977

Email：qiqs@chinans.com.cn

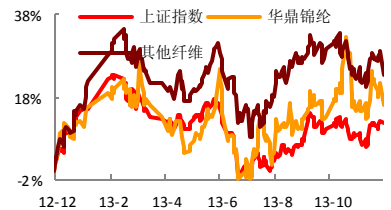
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	5.6

市场数据

市价(元)	4.01
上市的流通 A 股(亿股)	3.04
总股本(亿股)	6.4
52 周股价最高最低(元)	4.63-3.14
上证指数/深证成指	2207.37/ 8376.64
2012 年股息率	2.26%

52 周相对市场改变



相关研究

华鼎锦纶净利润同比增长 53% 却避而不谈；(3) 产能数据有错，美达股份长丝的产能没有 20 万吨，最简单的对比，美达股份在长丝上的收入低于华鼎锦纶，而华鼎锦纶产能目前只有 8.2 万吨。

- **锦纶行业盈利能力持续提升，财务状况良好。**截止到今年中报的披露数据，我们可以看到公司四个品种的锦纶长丝盈利能力都开始持续提升，部分产品恢复到 2011 年的盈利水平。从营运能力来看，存货周转天数达到了 56 天，应收账款周转天数 39 天，根据我们对公司的跟踪了解，目前营运能力已经是近三年来的最佳水平。
- **上调目标价，维持“增持”的投资评级。**根据公司今年中报预计的项目建设进度与投产估计，我们假设 5 万吨锦纶长丝项目明年 6 月完全投产，2 万吨锦纶长丝项目明年 5 月完全投产，则在产能上公司明年将同比增长 43%，后年将同比增长 30%，暂不将 15 万吨锦纶长丝项目考虑在盈利预测结果中。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.14 元、0.28 元、0.44 元。给予公司 2014 年 20 倍的估值水平，则上调目标价至 5.6 元。
- **风险提示。**项目洽谈失败的风险；行业景气周期再次下行的风险。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1771.39	1829.19	2712.55	3512.76
增长率(%)	1.67	3.26	48.29	29.50
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	76.14	92.12	180.07	280.97
增长率(%)	-45.11	20.99	95.47	56.03
毛利率%	12.27	13.27	14.95	17.05
净资产收益率(%)	4.44	5.10	9.07	12.39
EPS(元)	0.12	0.14	0.28	0.44
P/E(倍)	33.71	27.86	14.25	9.13
P/B(倍)	1.50	1.42	1.29	1.13

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1565.68	1490.28	1766.75	2108.74	营业收入	1771.39	1829.19	2712.55	3512.76
现金	633.22	486.43	286.59	202.90	营业成本	1554.04	1586.55	2307.03	2913.83
应收账款	685.74	751.72	1114.75	1443.60	营业税金及附加	5.20	0.73	1.09	1.41
其他应收款	6.81	8.32	12.04	15.21	销售费用	28.93	32.93	48.83	70.26
预付账款	12.65	15.03	22.29	28.87	管理费用	91.38	106.09	143.77	179.15
存货	227.26	228.77	331.08	418.16	财务费用	29.58	12.80	27.13	52.69
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-5.20	0.00	0.00	0.00
非流动资产	983.26	1078.52	1730.82	2187.37	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	954.35	1051.08	1690.13	2134.68	营业利润	67.44	90.09	184.72	295.42
其他	28.91	27.44	40.69	52.69	利润总额	90.36	108.38	211.85	330.55
资产总计	2548.94	2568.80	3497.57	4296.10	所得税	14.23	16.26	31.78	49.58
流动负债	1047.41	946.20	1443.67	1941.23	净利润	76.14	92.12	180.07	280.97
短期借款	459.89	320.00	500.00	500.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	254.70	301.19	436.24	931.60	归属母公司净利	76.14	92.12	180.07	280.97
其他	332.82	325.01	507.43	509.62	EBITDA	158.55	171.21	321.71	486.87
非流动负债	107.78	136.58	567.81	587.82	EPS (元)	0.119	0.144	0.281	0.439
长期借款	66.50	100.00	500.00	500.00					
其他	41.28	36.58	67.81	87.82	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	1155.19	1082.79	2011.48	2529.05	成长能力				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	1.67%	3.26%	48.29%	29.50%
归属母公司股东权益	1713.89	1806.02	1986.09	2267.06	营业利润	-56.75%	33.58%	105.05%	59.93%
负债和股东权益	2869.08	2888.80	3997.57	4796.10	归属母公司净	-45.11%	20.99%	95.47%	56.03%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	12.27%	13.27%	14.95%	17.05%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	4.30%	5.04%	6.64%	8.00%
经营活动现金流	414.97	142.29	-26.21	540.29	ROE	4.44%	5.10%	9.07%	12.39%
净利润	76.14	92.12	180.07	280.97	ROIC	4.85%	4.81%	6.37%	9.16%
资产减值损失	-5.20	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
折旧摊销	61.52	68.32	109.86	138.75	资产负债率	32.76%	29.69%	43.22%	47.23%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-3.82%	-1.65%	39.33%	39.03%
财务费用	29.58	12.80	27.13	52.69	流动比率	215.28%	237.99%	187.22%	146.32%
投资损失	-0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.84	2.01	1.52	1.17
营运资本变化	257.33	-32.57	-338.85	71.88	营运能力				
递延税款变化	-4.41	1.61	-4.42	-4.00	总资产周转率	0.69	0.71	0.78	0.82
投资活动现金流	-234.15	-165.18	-757.74	-591.30	应收帐款周转	2.58	2.43	2.43	2.43
资本支出	-234.15	-165.18	-757.74	-591.30	应付帐款周转	6.05	5.21	5.21	3.04
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-67.22	-123.89	584.10	-32.69	每股收益	0.119	0.144	0.281	0.439
短期借款	25.04	-111.08	611.23	20.01	每股经营现金	0.83	0.22	-0.04	0.84
新发股份	-14.67	32.00	0.00	0.00	每股净资产	2.68	2.82	3.10	3.54
分红	-48.00	-32.00	0.00	0.00	估值比率				
少数股东融资	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	33.71	27.86	14.25	9.13
财务费用	-29.58	-12.80	-27.13	-52.69	P/B	1.50	1.42	1.29	1.13
现金净增加额	113.60	-146.79	-199.84	-83.70	EV/EBITDA	19.60	17.73	13.92	9.49

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工行业研究，两年证券行业研究经验。
齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)