

未来发展在芳纶

研究结论:

- 烟台氨纶是目前国内最早的几家氨纶制造企业之一,传统业务为各种氨纶产品的生产、销售和技术开发。此外,公司还掌握了间位芳纶和对位芳纶的生产技术。间位芳纶是目前使用最为广泛的本质阻燃纤维,主要用于高温过滤袋和过滤毡,耐高温防护服、消防服和军服面料、高强度耐高温工业用纸、工业部件,阻燃纺织装饰材料,阻燃睡衣和床上用品等。对位芳纶则主要应用于高强度轮胎及橡胶工业、防弹材料和防护服装、摩擦密封绝缘材料、航天航空结构件、造船、集装箱、高速列车等高强度耐冲击耐磨损复合材料、高强度耐腐蚀耐热绳缆和通讯电子器材等。目前公司间位芳纶已经实现量产,对位芳纶也已经通过中试阶段。
- 目前公司氨纶产量在 2.2 万吨左右,但从 08 年 8 月开始,山东地区由于奥运原因限电,公司将开工率降低到 80%,虽然 08 年四季度开始氨纶行业开工率骤降,但烟台氨纶开工率仍维持的 80%左右。
- 公司的氨纶销售采取“直销”和“经销”相结合的方式。“经销”方式虽然会在一定程度上削弱公司的利润,但是由于烟台氨纶从事氨纶生产业务多年,和下游经销商关系稳固,08 年四季度公司仍能保持 80%的开工率与经销商的大力支持有很大关系。
- 芳纶行业中最大的生产商是杜邦公司,拥有 2.5 万吨的产能,烟台氨纶芳纶产能目前居全球第二,拥有 4300 吨的间位芳纶生产能力,其中 1500 吨用于生产服装用芳纶,基本处于满开工状态,另外公司还拥有 100 吨的对位芳纶生产能力,但目前仅用于生产试用品,预计该项目将在 2010 年 12 月扩产完成。由于在世界范围来说,对位芳纶的用量要远远大于间位芳纶,我们预计对位芳纶将是公司未来的发展重点。
- 烟台氨纶的芳纶业务以直销为主,由于公司原有的 2800 吨间位芳纶主要用于制作过滤网,而 08 年公司下游钢铁、水泥行业受金融危机的影响较为严重,所以 08 年四季度开始公司芳纶销售业务感受到一定压力。
- 我们认为 09 年,公司的氨纶业务盈利前景不佳,利润将主要来自间位芳纶业务,而长期发展主要看对位芳纶的发展,目前公司仍将将对位芳纶定位在民用领域,而一旦公司生产的对位芳纶能进入军用领域,则其市场容量将有望大大增加。
- 风险因素:年前圣欧(苏州)宣布有意将其产能扩建至 7000 吨并已通过环评,不过目前还没有该项目资金到位的消息,若圣欧资金能够到位,则会对公司地位构成一定威胁。
- 初步估计公司 08-10 年 EPS 分别为 1.56 元(全面摊薄后)、1.34 元和 1.66 元,给予增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

庄琰

化工行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(09年2月26日)

29.60 元

目标价格(12个月)

31.00 元

总股本/A股(万股)

12550/12550

A股市值(百万元)

3714.8

国家/地区

中国

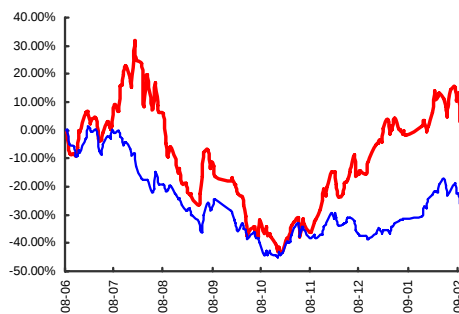
行业

化工

报告日期

2009年2月27日

股价表现



	烟台氨纶	沪深300	至今
绝对表现 (%)	4.48%	49.72%	6.05%
相对表现 (%)	-3.86%	36.39%	33.04%

资料来源: WIND

财务预测

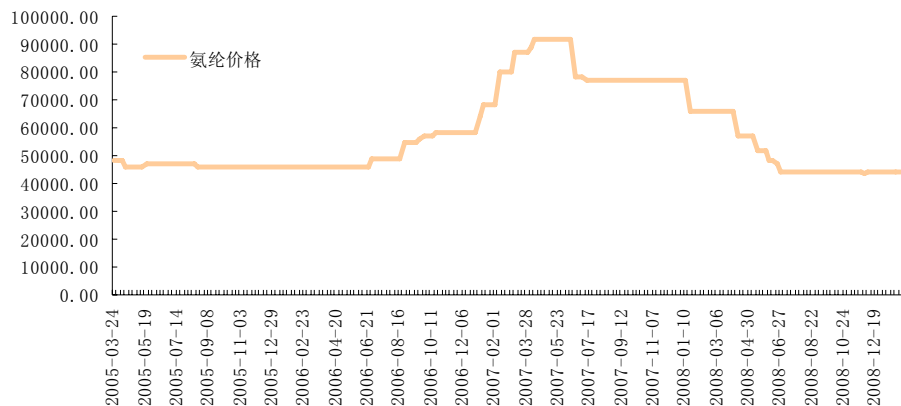
	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1758	1416	1211	1534
同比(%)	60%	-19%	-14%	27%
净利润	350	195	168	208
同比(%)	634%	-44%	-14%	24%
毛利率(%)	38.9%	27.5%	24.6%	25.8%
ROE(%)	37.3%	12.4%	9.6%	10.7%
每股收益(元)	2.79	1.56	1.34	1.66
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0	1	1	1

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及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

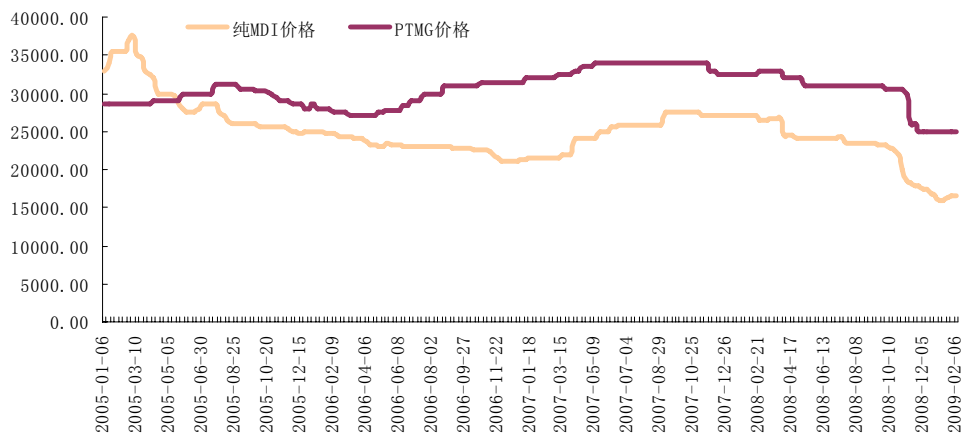
敬请参阅最后一页之重要声明。

40D 氨纶价格走势



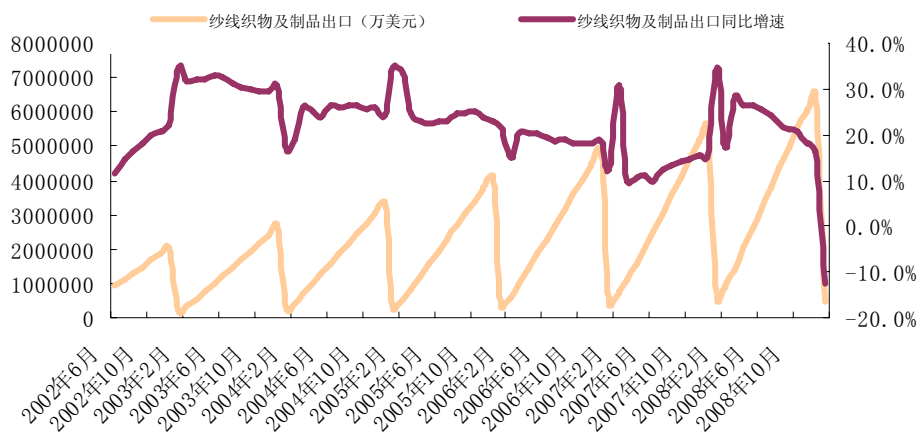
数据来源：东方证券研究所整理

氨纶原料价格走势



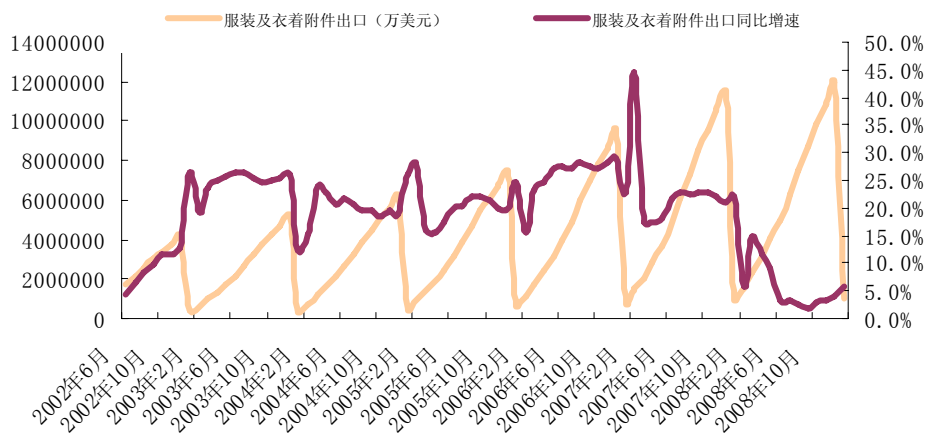
数据来源：东方证券研究所整理

国内纱线织物及织品出口数据



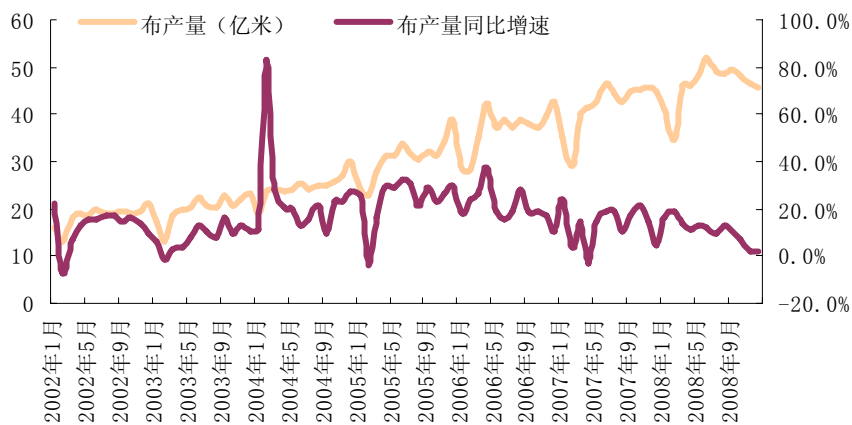
数据来源：东方证券研究所整理

国内服装及衣着附件出口数据



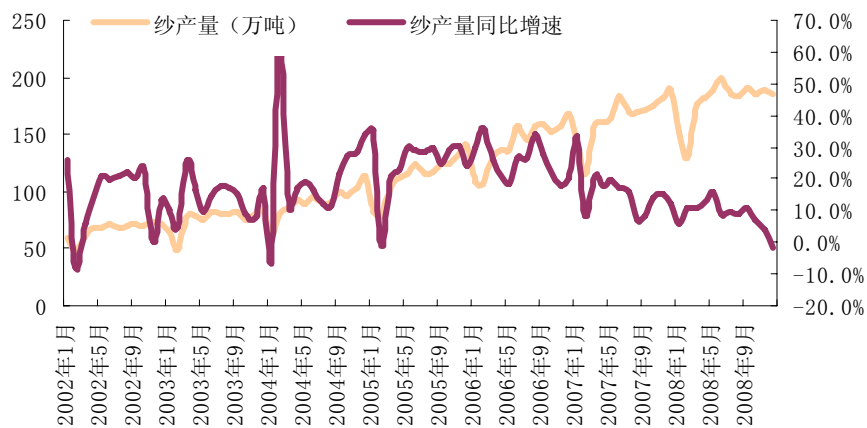
数据来源：东方证券研究所整理

国内布匹产量数据



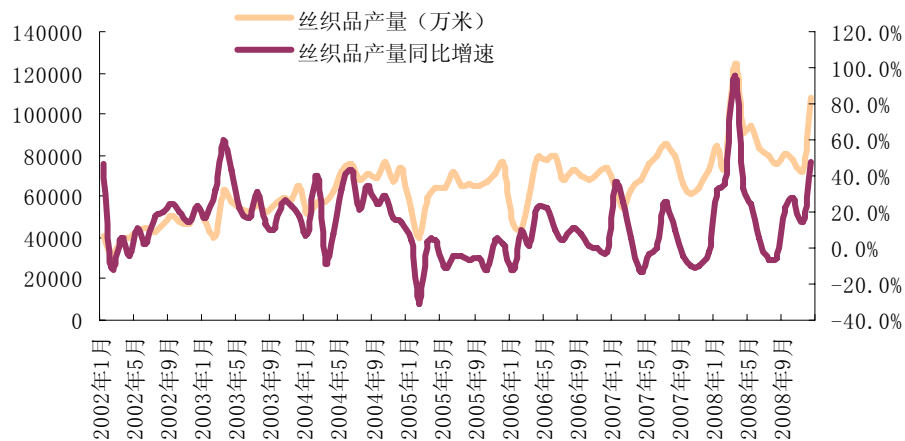
数据来源：东方证券研究所整理

国内纱产量数据



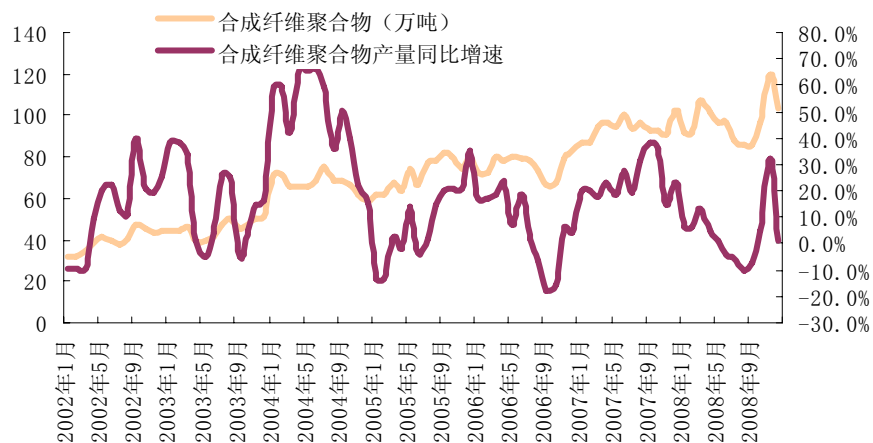
数据来源：东方证券研究所整理

国内丝织品产量数据



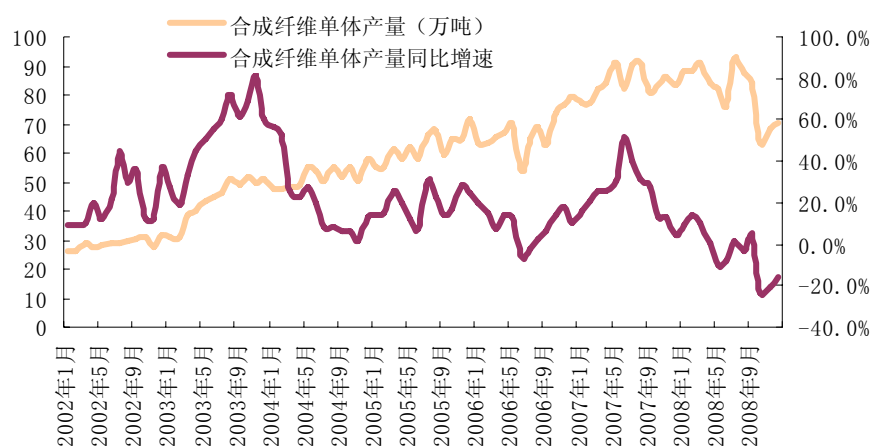
数据来源：东方证券研究所整理

合成纤维聚合物产量数据



数据来源：东方证券研究所整理

合成纤维单体产量数据



数据来源：东方证券研究所整理

附表：公司财务报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	543	1021	1129	1362	营业收入	1758	1416	1211	1534
现金	91	596	770	913	营业成本	1074	1026	912	1138
应收账款	83	74	54	68	营业税金及附加	8	5	5	6
其它应收款	10	13	12	15	营业费用	55	57	31	51
预付账款	11	15	10	11	管理费用	97	101	77	104
存货	164	205	182	228	财务费用	21	-3	-14	-18
其他	185	118	100	127	资产减值损失	4	-0	1	1
非流动资产	971	954	999	1023	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	856	900	946	971	营业利润	498	230	199	253
无形资产	40	39	38	37	营业外收入	2	6	1	1
其他	75	15	15	15	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	1514	1975	2128	2385	利润总额	495	236	200	254
流动负债	436	261	245	287	所得税	99	40	30	38
短期借款	128	0	0	0	净利润	396	195	170	216
应付账款	167	174	155	193	少数股东损益	46	0	2	8
其他	141	87	90	93	归属于母公司净利润	350	195	168	208
非流动负债	3	4	4	4	EBITDA	651	288	253	311
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.79	1.56	1.34	1.66
其他	3	4	4	4					
负债合计	439	265	248	290	主要财务比率				
少数股东权益	138	138	140	148	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	94	126	126	126	成长能力				
资本公积	124	658	658	658	营业收入	60.4%	-19.5%	-14.5%	26.7%
留存收益	719	789	956	1164	营业利润	521.4%	-53.9%	-13.5%	27.3%
归属于母公司股东权益	937	1572	1739	1947	归属于母公司净利润	634.0%	-44.2%	-14.2%	24.1%
负债和股东权益	1514	1975	2128	2385	获利能力				
					毛利率	38.9%	27.5%	24.6%	25.8%
					净利率	19.9%	13.8%	13.8%	13.6%
					ROE	37.3%	12.4%	9.6%	10.7%
					ROIC	46.4%	20.6%	16.8%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率	29.0%	13.4%	11.7%	12.2%
					净负债比率				
					流动比率	1.25	3.91	4.61	4.75
					速动比率	0.87	3.12	3.87	3.96
					营运能力				
					总资产周转率	1.24	0.81	0.59	0.68
					应收账款周转率	25	17	18	24
					应付账款周转率	6.25	6.01	5.54	6.53
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.79	1.56	1.34	1.66
					每股经营现金流	3.07	2.05	2.18	1.79
					每股净资产	7.46	12.52	13.86	15.52
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0	1	1	1

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	385	257	274	225
净利润	396	195	170	216
折旧摊销	132	61	68	76
财务费用	21	-3	-14	-18
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-170	9	51	-50
其它	5	-6	-1	1
投资活动现金流	-64	-44	-114	-100
资本支出	64	45	114	100
长期投资	0	-0	0	0
其他	0	1	0	0
筹资活动现金流	-311	292	14	18
短期借款	-134	-128	0	0
长期借款	-20	0	0	0
普通股增加	0	32	0	0
资本公积增加	0	533	0	0
其他	-157	-145	14	18
现金净增加额	10	505	174	143

分析师承诺

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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收到任何形式的报酬。

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。