

烟台氨纶 (002254): 氨纶短期难以乐观, 未来看点在芳纶业务

增持 (维持)

化纤

当前股价: 37.81 元

报告日期: 2009 年 4 月 20 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,758	1,418	1,242	1,562
(+/-)	60.4%	-19.4%	-12.4%	25.8%
营业利润	498	214	211	308
(+/-)	521.4%	-57.1%	-1.4%	46.1%
归属于母公司 的净利润	350	182	171	249
(+/-)	634.0%	-48.0%	-6.2%	46.2%
每股收益 (元)	2.79	1.45	1.36	1.99
市盈率 (倍)	14	27	29	20

公司基本情况 (2009 年 4 月 20 日止)

总股本/已流通股 (万股)	12,550/3,200
流通市值 (亿元)	12.10
每股净资产 (元)	12.30
资产负债率 (%)	12.71

股价表现 (最近一年)



联系人: 天相石化化工组

010-66045756 suwj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年公司实现营业收入 14.18 亿元, 同比减少 19.36%; 实现利润总额 2.17 亿元, 同比减少 56.14%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1.82 亿元, 同比减少 48.01%; 摊薄后每股收益 1.45 元; 每 10 股分派现金红利 10 元 (含税), 每 10 股转增 3 股。
- 第四季度营业收入环比降低。受全球金融危机影响, 氨纶价格大幅下跌, 从 08 年初的 66500 元/吨下降到年底的 40500 元/吨, 降幅达 39%。第四季度营业收入为 2.97 亿元, 产品价格下降使得营业收入环比降低 12.03%。
- 氨纶行业短期内难出困境, 未来看点在芳纶业务。氨纶纤维作为化纤行业的“味精”, 由于目前纺织服装行业尚未回暖, 下游圆机、袜机等行业开工率仅为 5 成左右, 使得氨纶价格尚未出现明显反弹。我们预计短期内氨纶下游纺织服装行业很难好转, 公司看点在芳纶业务, 作为新型特种纤维材料, 目前全球只有少数几家企业能够生产, 是典型的寡头垄断竞争型的行业, 公司自从 04 年将芳纶产业化以来, 一直保持了较高的毛利率, 目前拥有间位芳纶产能 0.43 万吨/年, 另外, 公司的对位芳纶项目目前已完成中试, 将向产业化迈进, 未来对位芳纶的投产必然更加突出公司在品种结构上的优势。
- 出口退税调整带来利好。经过 08 年 8 月 1 日以来的三次出口退税调整, 公司的主营产品氨纶纤维的出口退税率由 11% 提高到目前的 15%, 提高了 4 个百分点。按公司出口比重为 20% 计算, 可以分别增厚 09-10 年公司的净利润约 850 万元、1050 万元, 增厚摊薄每股收益分别约 0.067 元、0.085 元, 构成一定利好。
- 风险提示。(1) 氨纶、芳纶价格波动给公司业绩带了不确定性; (2) 对位芳纶投产时间的不确定性。
- 盈利预测与估值。我们预计公司 09-10 年每股收益分别为 1.36 元和 1.99 元, 按照 4 月 17 日收盘价 37.81 元计算, 对应的动态市盈率分别为 29 倍和 20 倍, 由于芳纶产品开发难度大, 芳纶目前处于寡头垄断竞争格局, 能够保证较高的毛利率, 我们维持公司“增持”的投资评级。



附表 1: 公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2008Q4	2007Q4
综合毛利率(%)	38.21%	26.01%	21.10%	37.02%
净利润率(%)	19.90%	12.83%	2.30%	21.82%
净资产收益率(%)	32.55%	10.80%	0.48%	8.35%

资料来源: 天相投资顾问有限公司

附表 2: 公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2008Q4	2007Q4
营业费用(万元)	5,532	3,552	1,512	2,544
营业费用率(%)	3.15%	2.51%	5.10%	5.48%
管理费用(万元)	9,731	11,140	4,326	4,985
管理费用率(%)	5.53%	7.86%	14.59%	10.74%
财务费用(万元)	2,117	815	255	378
财务费用率(%)	1.20%	0.57%	0.86%	0.81%
期间费用(万元)	17,380	15,507	6,092	7,907
期间费用率(%)	9.89%	10.94%	20.54%	17.04%

资料来源: 天相投资顾问有限公司

附表 3: 公司资产运营能力指标

	2007A	2008A
总资产周转(天)	291	437
存货周转(天)	46	58
收款周期(天)	13	16
付款周期(天)	58	57
每股经营性净现金流(元/股)	4.11	2.06

资料来源: 天相投资顾问有限公司



附表 4：烟台氨纶(002254)盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	175,819	141,789	124,213	156,223
增长率(%)	60.36%	-19.36%	-12.40%	25.77%
减：营业成本	107,443	101,943	89,689	108,391
营业税金及附加	836	611	559	703
资产减值损失	360	2,354	1,242	1,562
营业毛利	67,181	36,881	32,722	45,566
增长率(%)	294.66%	-45.10%	-11.27%	39.25%
毛利率(%)	38.21%	26.01%	26.34%	29.17%
减：销售费用	5,532	3,552	3,105	3,906
管理费用	9,731	11,140	8,695	10,936
财务费用	2,117	815	-157	-63
加：公允价值变动净收益	0	0	-6	0
投资净收益	0	0	0	0
影响营业利润的其他科目	0	0	-6	0
二、营业利润	49,800	21,374	21,067	30,788
营业利润率(%)	28.32%	15.07%	16.96%	19.71%
增长率(%)	521.36%	-57.08%	-1.44%	46.14%
加：营业外收入	162	341	0	0
减：营业外支出	448	0	0	0
三、利润总额	49,513	21,714	21,067	30,788
增长率(%)	584.42%	-56.14%	-2.98%	46.14%
利润率(%)	28.16%	15.31%	16.96%	19.71%
减：所得税	9,881	2,714	3,161	4,618
实际税负比率(%)	19.96%	12.50%	15.00%	15.00%
少数股东损益	4,646	810	843	1,232
四、归属于母公司所有者的净利润	34,987	18,190	17,063	24,938
增长率(%)	634.01%	-48.01%	-6.19%	46.15%
净利润率(%)	19.90%	12.83%	13.74%	15.96%
总股本（万股）	9,350	12,550	12,550	12,550
每股收益（元）	2.79	1.45	1.36	1.99
每股净资产（元）	10.02	12.30	11.79	13.61

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002