

氨纶



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

烟台氨纶（002254）

技术优势突出的特种纤维企业

无评级

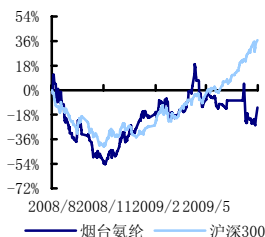
市场数据

报告日期	2009-8-4
收盘价(元)	30.86
52周最高/最低(元)	42.11/16.18
总股本(百万股)	163.15
流通股本(百万股)	99.45
总市值(百万元)	5034.81
流通市值(百万元)	3069.10
每股净资产(元)	9.52

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1418	1277	1564	1903
同比增长(%)	-19.4%	-9.9%	22.4%	21.7%
净利润(百万元)	182	108	200	276
同比增长(%)	-48.0%	-40.7%	85.8%	37.5%
毛利率(%)	28.1%	20.2%	25.3%	26.9%
净利率(%)	12.8%	8.5%	12.8%	14.5%
每股收益(元)	1.11	0.66	1.23	1.69
每股经营现金流(元)	1.58	0.76	1.47	1.82

股价走势



相关报告

投资要点

我们于近日调研了烟台氨纶，与公司管理层就行业竞争格局、公司经营现状和发展战略等问题进行了交流。主要内容和结论如下：

- **氨纶业务：以质量和创新延续优势。**烟台氨纶是我国氨纶行业的龙头企业之一，同时是最大的芳纶纤维制造企业。公司目前氨纶产能 2.2 万吨/年，居全国第 5 位。作为中国首家氨纶纤维生产企业，公司将自主创新作为长期发展战略，在产品质量、品牌和耐高温、耐氯等差异化氨纶新产品上具有较突出的优势，在行业景气大幅波动的过往几年，始终保持较高的产销率和优于同行的盈利能力。
- **芳纶业务：国内领先者，市场潜力大。**相对于已经进入成熟期的氨纶行业，芳纶在中国市场还处于起步期。芳纶主要于高温防火材料、电绝缘、轮胎和防弹等高科技领域，具有高附加值和战略意义。烟台氨纶在引进国外技术基础上通过持续研发，开发出间位芳纶（芳纶 1313）产品，打破了杜邦等国外巨头的技术封锁，成功跻身全球少数芳纶生产企业之列。目前全球芳纶 1313 规模化生产企业仅 6 家，包括 3 家中国企业，烟台氨纶的芳纶 1313 产能为 4300 吨/年，仅次于杜邦的 2.5 万吨/年，产品日益多元化，出口比例约占 50%。

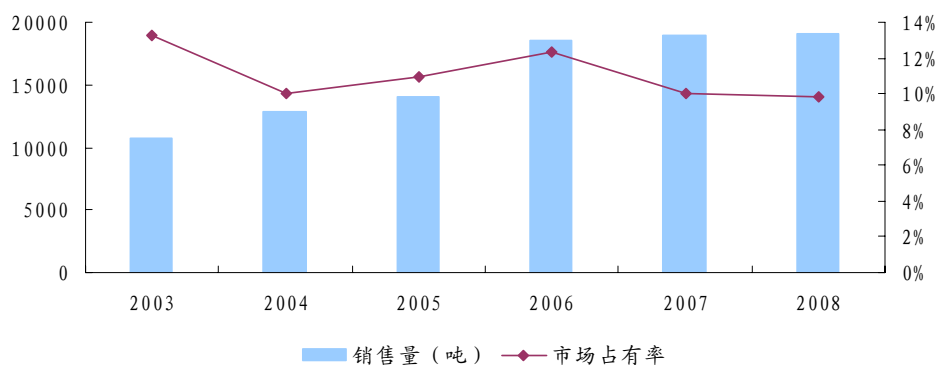
通过芳纶领域的持续自主研发，烟台氨纶掌握了对位芳纶（芳纶 1414）的生产技术。对位芳纶的用途较间位芳纶更为广泛，市场前景广阔，目前全球仅有 4 家企业实现产业化。公司募集资金投向的 1000 吨/年对位芳纶项目土建已开始动工，若项目进展顺利，有望于 2010 年底投产。

表 1 中国主要氨纶生产企业及产能

生产商	地址	08 年产能 (吨/年)
浙江华峰氨纶股份有限公司	浙江瑞安	42000
晓星氨纶 (中国) 有限公司	浙江嘉兴	39000
英威达 (中国) 有限公司	上海	30000
江苏双良特种纤维有限公司	江苏江阴	30000
烟台氨纶股份有限公司	山东烟台	22000
萧山邦联氨纶有限公司	浙江萧山	17000
海宁薛永兴氨纶有限公司	浙江海宁	15000
浙江益邦氨纶有限公司	浙江杭州	14500
诸暨华海氨纶有限公司	浙江诸暨	13000
杭州舒尔姿氨纶有限公司	浙江杭州	12000
其余生产商	-	92500
全国总计	-	325000

资料来源：兴业证券研发中心

图 1 烟台氨纶历年氨纶销量与市场占有率

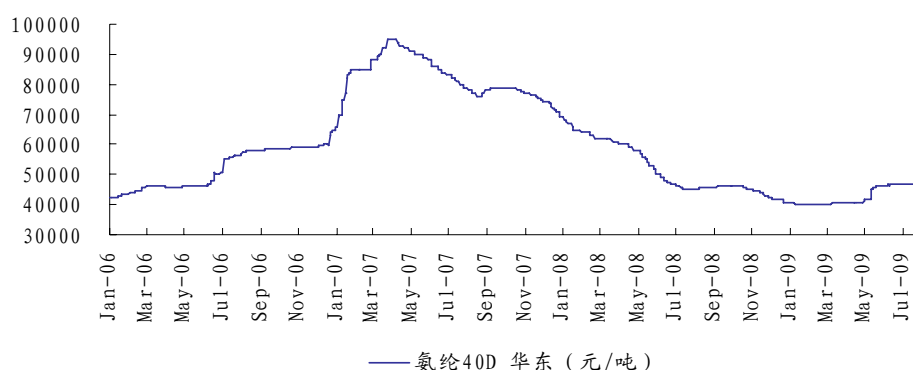


资料来源：兴业证券研发中心

- **氨纶行业周期见底，复苏趋势有望延续。**由于固定资产比重高、行业进入门槛较低，氨纶行业的周期性十分明显，行业的最近一个周期是从 2006 年初到 2007 年 3 月的上升周期（以 40D 氨纶为例，价格从 4.3 万元/吨涨至 9.5 万元/吨），以及 2007 年 4 月到 2009 年 1 季度的下降周期（价格最低至 4 万元/吨）。09 年 4 月份以来，受下游纺织业需求复苏带动，氨纶价格整体处于小幅反弹，目前 40D 氨纶价格约在 4.8 万元/吨上下，公司的开工率也达到 85% 以上。我们预计氨纶行业的复苏趋势有望延续，考虑到行业产能过剩仍较为严重，本轮复苏的价格上涨空间还有待观察，但企业盈利能力的改善可以预期。
- **芳纶需求尚低迷，预期将与国际经济同步回暖。**由于国内市场规模尚小，芳纶产品的景气度与国际市场的需求关系密切。目前金融危机导致的芳纶外需萎缩尚未出现反转，公司募集资金项目之一的 1500 吨/年服装用芳纶 1313 装置自 1 季度停产以来尚未复产。我们预期，随着全球经济的逐步见底复苏，

未来 1 年芳纶需求的回暖是大概率事件。

图 2 2006 年以来氨纶（40D）价格走势



数据来源：百川资讯，兴业证券研发中心

表 2 全球间位芳纶（1313）生产企业及产能

生产商	商品名	产能（吨/年）	备注
美国杜邦	NOMEX	25000	行业领先者
烟台氨纶	纽士达	4300	包括本白和色丝两大系列，品种日益多元化
日本帝人	CONEX	2350	短纤领域有竞争力
俄罗斯	PHENYLON	1500	已停产
苏州圣欧	X-FIPER	2000	新进入者，市场开拓中
广东彩艳	彩芳斯	1000	本白短纤为主，稳定性待提高

资料来源：公司招股说明书，兴业证券研发中心

表 3 全球对位芳纶（1414）生产企业及产能

生产商	商品名	产能（吨/年）	备注
杜邦	KELVAR	33000	美国、英国、日本设厂
日本帝人	TWALON	22500	日本、荷兰设厂
	TECHNORA	2000	
韩国可隆	HERACRON	1000	拟扩产
俄罗斯	SVM	1000	工艺路线不同于其它企业
德国赫斯特	TERVAR	360	已停产

资料来源：公司招股说明书，兴业证券研发中心

- **盈利预测假设：**见表 4。
- **暂时不作评级，建议保持关注。**基于下半年宏观经济和海外需求保持逐步回暖的预期、以及 2010 年以后氨纶和芳纶价格基本平稳的假设，我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.66、1.23 和 1.69 元。需要指出的是，由于公司所处行业的高周期性，因此公司盈利水平可能的波动区间较大。

总体而言，烟台氨纶是一家在特种纤维领域技术积淀较为深厚、创新产品开拓潜力较大的企业，由于氨纶行业竞争激烈、芳纶产品的市场开拓和竞争格

局尚未稳定，因此我们暂时不作评级，建议对公司的业务进展保持持续关注。

- **风险提示。**氨纶行业过度竞争导致盈利低于预期的风险、对位芳纶项目开发进度晚于预期的风险。

表 4 烟台氨纶盈利预测假设

年份		2008	2009E	2010E	2011E
氨纶	销售数量（吨）	19092	18700	21000	23000
	单价（万元/吨）	5.19	4.70	5.10	5.30
	营业收入（万元）	99110	87890	107100	121900
	毛利率（%）	20.1	13.5	19.0	20.0
芳纶 1313	销售数量（吨）	2896	3100	3700	4100
	单价（万元/吨）	14.38	12.50	13.00	13.00
	营业收入（万元）	41660	38750	48100	53300
	毛利率（%）	45.9	34.0	38.0	38.0
磷酸二 铵	销售数量（吨）	-	-	-	600
	单价（万元/吨）	-	-	-	23.00
	营业收入（万元）	-	-	-	13800
	毛利率（%）	-	-	-	40.0
其它	营业收入（万元）	1019	1050	1155	1328
	毛利率（%）	81.1	75.0	75.0	75.0
合计	营业收入（万元）	141789	127690	156355	190328
	同比增长率（%）	-19.4	-9.9	22.5	21.7
	毛利率（%）	28.1	20.2	25.3	26.9
销售费用 /营业收入（%）		2.51	2.50	2.50	2.50
管理费用 /营业收入（%）		7.86	7.80	7.00	6.50
财务费用 /营业收入（%）		0.57	-0.62	-0.44	-0.44
实际税率（%）		12.50	13.00	13.70	14.50

资料来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	922	739	851	1031
货币资金	484	321	376	471
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	44	39	48	58
其他应收款	24	16	20	24
存货	167	178	181	203
非流动资产	1007	1159	1262	1369
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	10	10	9	9
固定资产	941	1008	1086	1175
在建工程	6	78	114	132
油气资产	0	0	0	0
无形资产	39	39	39	39
资产总计	1929	1898	2113	2400
流动负债	213	199	225	263
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	156	156	179	213
其他	58	43	46	50
非流动负债	32	29	26	23
长期借款	0	0	0	0
其他	32	29	26	23
负债合计	245	227	251	287
股本	126	163	163	163
资本公积	643	606	606	606
未分配利润	529	500	659	867
少数股东权益	140	144	157	172
股东权益合计	1684	1671	1862	2113
负债及权益合计	1929	1898	2113	2400

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	182	108	200	276
折旧和摊销	0	50	56	63
资产减值准备	41	-41	1	2
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	8	-8	-7	-8
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	8	5	12	15
营运资金的变动	50	-23	35	51
经营活动产生现金流量	183	124	239	296
投资活动产生现金流量	-50	-169	-170	-170
融资活动产生现金流量	392	-118	-15	-32
现金净变动	525	-163	55	95
现金的期初余额	91	484	321	376
现金的期末余额	616	321	376	471

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1418	1277	1564	1903
营业成本	1019	1019	1169	1392
营业税金及附加	6	5	7	8
销售费用	36	32	39	48
管理费用	111	100	109	124
财务费用	8	-8	-7	-8
资产减值损失	24	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	214	129	247	340
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	217	129	247	340
所得税	27	17	34	49
净利润	190	112	213	291
少数股东损益	8	5	12	15
归属母公司净利	182	108	200	276
EPS (元)	1.11	0.66	1.23	1.69

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-19.4%	-9.9%	22.4%	21.7%
营业利润增长率	-57.1%	-39.5%	90.8%	38.1%
净利润增长率	-48.0%	-40.7%	85.8%	37.5%
盈利能力(%)				
毛利率	28.1%	20.2%	25.3%	26.9%
净利率	12.8%	8.5%	12.8%	14.5%
ROE	11.8%	7.1%	11.8%	14.2%

偿债能力(%)

资产负债率	12.7%	12.0%	11.9%	11.9%
流动比率	4.32	3.72	3.78	3.91
速动比率	3.43	2.80	2.95	3.12

营运能力(次)

资产周转率	0.82	0.67	0.78	0.84
应收帐款周转率	21.26	29.25	34.40	34.31

每股资料(元)

每股收益	1.11	0.66	1.23	1.69
每股经营现金	1.58	0.76	1.47	1.82
每股净资产	9.46	9.36	10.45	11.90

估值比率(倍)

PE	23.94	40.35	21.72	15.79
PB	2.82	2.85	2.55	2.24

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。