

原材料/化学产品

2009 年 8 月 6 日



公司研究

调研简报

无评级

烟台氨纶（002254）：氨纶业务转好，芳纶业务盈利回升有待于欧美经济复苏

核心观点

公司是全国首家氨纶纤维生产企业，也是目前国内氨纶行业龙头企业和最大的芳纶纤维制造企业。

1、氨纶行业转好

1.1 氨纶行业转好

06 年 6 月至 07 年 3 月，氨纶行业景气快速上升。但之后，随着产能迅速扩张，行业景气迅速下降，氨纶价格由最高点的 95000 元/吨（40D）持续下跌到最低约 40000 元/吨。

目前国内氨纶行业总产能约 30 万吨，而总需求约 20 万吨，行业竞争激烈。09 年以来，随着国内经济逐步复苏，氨纶行业最困难的时期已经过去，受益于下游纺织行业回暖，未来一年，行业趋势向好。

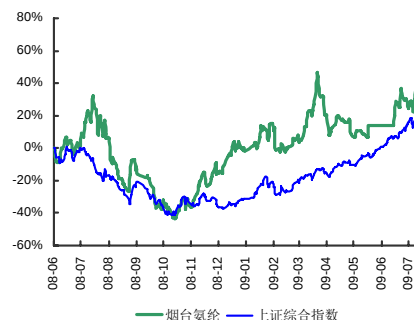
1.2 公司氨纶生产满负荷，毛利率回升

公司氨纶产能约 2 万吨/年，产品具有较好的竞争优势：（1）公司是国内氨纶生产的首家企业；（2）产品质量好，其中，粗旦氨纶质量国内最好；（3）产品客户认同度高；（4）经销队伍强，销售网络好，大客户多。

春节后，公司的氨纶生产即已满负荷，但由于价格低迷，1 季度尚未盈利，2 季度开始，毛利率开始逐渐回升，6 月份达到 10%。

公司下游客户主要在江浙地区，由于外需低迷，目前下游客户的纺织品销售以内销为主。随着欧美经济触底，未来可能逐步复苏，外需回暖，将带动我国氨纶行业整体需求回升。

与上证综指走势对比



市场数据

指标	数值
最新股价（元）	31.70
年内最高（元）	42.11
年内最低（元）	16.18

研究员：伍颖

电话：010—84183343

E-mail: wuying@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2、芳纶业务是公司未来发展的重点

芳纶是一类新型的特种用途合成材料，它是目前有机耐高温纤维中的主要类别，其中最具实用价值的品种有两个：间位芳纶 1313，对位芳纶 1414。目前全球芳纶 1313 和芳纶 1414 的规模化生产企业仅几家，芳纶行业呈现明显的垄断竞争格局。公司自芳纶 1313 产业化生产以来，保持了较高的产品毛利率。

2.1 芳纶 1313 盈利回升有待于欧美经济复苏

公司是世界第二大芳纶 1313 产品生产企业，总产能 4300 吨/年。

芳纶 1313 具有突出的耐高温、阻燃和绝缘性，是开发最早、产量最大、应用最广，也是最有发展前途的有机耐高温纤维，主要应用于高温防护服、电绝缘和高温过滤等领域。其中，高温过滤材料是最大的应用领域。

公司芳纶 1313 出口比例较大，超过一半。受金融危机冲击，芳纶 1313 出口量下滑，目前出口比例不到 1/3。09 年 1 月份，公司 1500 吨/年服装用间位芳纶装置暂时停产。公司另外的 2800 吨/年产能开工，09 年初以来开工率在 80-90% 之间。

价格方面，由于需求下降，加上受到竞争对手——杜邦产品进入国内的冲击，芳纶 1313 价格有所下滑。

未来，芳纶 1313 盈利回升有待于欧美经济复苏。

2.2 募投项目——芳纶 1414 预计于 10 年底建成

芳纶 1414 是当今世界高性能纤维材料的代表，具有高强度、高弹性模量和耐热等特点，主要应用于个体防护、防弹装甲、力学橡胶制品（MRG）、高强缆绳、石棉替代品。

全球共有四家企业实现了芳纶 1414 的产业化，而国内尚未有芳纶 1414 规模化生产企业。公司是国内芳纶 1414 的先行者，其发展思路是：先民用，后军用。

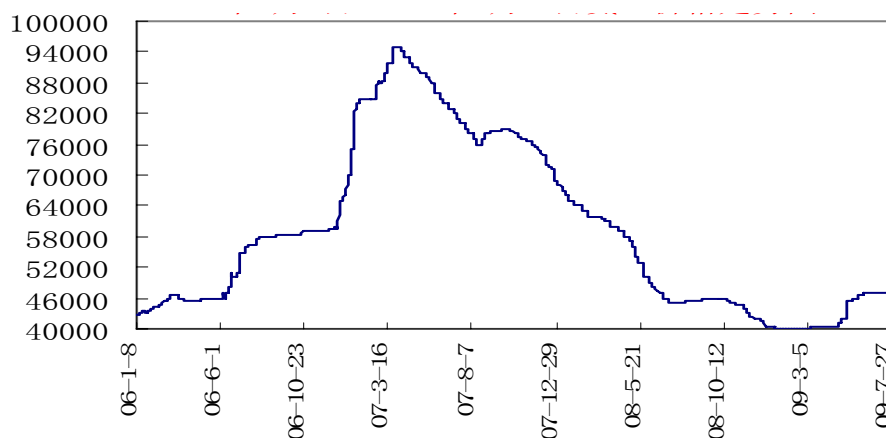
公司募集资金投向的 1000 吨/年芳纶 1414 项目土建已开始动工，最快将于 10 年底建成。建成后，预计将在 3-6 个月后达产。

3、暂不作评级，建议积极保持关注

公司氨纶业务，受益于下游纺织行业回暖，未来一年，行业趋势向好。公司芳纶业务，其盈利回升则有待于欧美经济的复苏。由于欧美经济复苏的不确定性，我们难于准确预测公司芳纶业务的盈利情况，但经过初步估算，预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.44、1.16 元/股，对应 09、10 年动态市盈率分别为 72.0、27.3

倍。由于盈利预测的不确定性，我们对公司暂不评级，建议积极保持关注。

图 1 氨纶（40D）价格走势（元/吨）



资料来源：国都证券研究所

表 1 利润预测表

项目（百万元）	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1758	1418	1190	1642
减：营业成本	1074	1019	973	1234
营业税金及附加	8	6	6	8
销售费用	55	36	24	33
管理费用	97	111	89	123
财务费用	21	8	10	12
资产减值损失	4	24	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
营业利润	498	214	88	232
营业外收入	2	3	0	0
减：营业外支出	4	0	0	0
其中：非流动处置损失	4	0	0	0
利润总额	495	217	88	232
减：所得税费用	99	27	13	35
净利润	396	190	74	197
少数股东损益	46	8	3	8
归属于母公司所有者的净利润	350	182	71	189
同比变化	634.01%	-48.01%	-60.75%	164.57%
EPS（元/股）(摊薄后)	2.14	1.11	0.44	1.16
EPS（元/股）(未摊薄)	3.74	1.66		

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。