

烟台氨纶 (002254)

四季度毛利率将环比提高

任静
 010-59312820
 renjing@gtjas.com
 S0880200010302

本报告导读:

三季度氨纶价格低迷, 毛利率环比下降。目前氨纶价格回升, 将提高第四季度盈利水平

投资要点:

- 1-9 月份, 公司实现营业收入 10.94 亿元、同比增加 36.35%, 营业利润 2.46 亿元、同比增加 244.37%, 净利润 1.88 亿元、同比增加 171.37%, 归属于母公司净利润同比增加 178.11%, 全面摊薄 EPS0.72 元。ROE 由去年同期的 4.54% 提高到 11.44%。第三季度收入 3.88 亿元、净利润 4549 万元, 分别同比增加 34.46% 和 18.43%, EPS0.17 元, 同比增长 13.33%。
- 公司效益改善主要在于氨纶开工率的恢复、产量销量增加和价格回升: 自去年第二季度, 氨纶价格从 4.1 万元底部回升至上半年 5.8 万元的高点, 且开工率提高、销量明显增加。另外, 因为芳纶全球市场的初步复苏也使今年来芳纶在价格维持的同时销量同比大幅增加。毛利率逐季回升, 前三季度毛利率 31.40% 同比增加了 13.51 个百分点。但第三季度, 因为氨纶价格回落至 5.1 万元, 第三季度的毛利率由第二季度的 36.78% 回落至 27.29%。
- 公司在建的 5000 吨/年医用氨纶有望在年内建成投产, 明年中期对位芳纶产业化建设计划完成, 将成为公司未来新的利润增长点, 特别是突破性的对位芳纶如果顺利投产, 将明显提升公司估值水平。
- 今年来氨纶需求供给相对平稳、价格波动幅度相对较小, 毛利率一直保持在 25% 以上, 9 月底至今, 受纺织旺季到来需求增加拉动, 氨纶 40D 价格已经回升至 55000 元上涨 7.8%, 同期原料 MDI 和 PTMEG 上涨仅 1.5% 左右。四季度氨纶毛利率将环比提高。公司预计全年净利润将同比增加 120%-150%, EPS 在 1 元上下。明年, 乐观估计芳纶 1414 可以投产但对业绩贡献较小, 新增医用氨纶可以投产但鉴于氨纶价格的波动, 公司业绩增长的不确定依然较大。维持谨慎增持建议不变, 目标价 30 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,418	1,133	1,402	1,895	2,177
(+/-)%	-19%	-20%	24%	35%	15%
经营利润 (EBIT)	245	128	324	389	502
(+/-)%	-53%	-48%	154%	20%	29%
净利润	182	109	263	315	406
(+/-)%	-48%	-40%	141%	20%	29%
每股净收益 (元)	1.45	0.67	1.01	1.21	1.55
每股股利 (元)	1.00	0.60	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	17.3%	11.3%	23.1%	20.5%	23.1%
净资产收益率 (%)	11.8%	7.0%	13.7%	14.2%	15.4%
投入资本回报率 (%)	18.0%	9.9%	26.2%	35.8%	49.6%
EV/EBITDA	7.4	14.1	13.3	11.0	8.3
市盈率	18.4	39.9	26.5	22.1	17.2
股息率 (%)	3.7%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **30.00**

上次预测: 25.00

当前价格: 27.54

2010.10.20

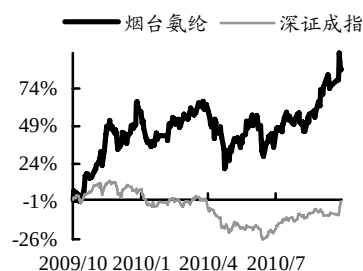
交易数据

52 周内股价区间 (元)	19.00-42.30
总市值 (百万元)	6,975
总股本/流通 A 股 (百万股)	261/159
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	61%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	132

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,641
每股净资产	6.29
市净率	4.2
净负债率	0%

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	27%	72%
相对指数	-14%	-2%	70%

相关报告

《氨纶平稳、芳纶趋势向好》	2010.04.29
《氨纶复苏缓慢、芳纶复产》	2009.10.28
《氨纶价格上涨趋势加大》	2009.08.29
《2009 年仍有较大下行压力》	2009.04.19
《业绩符合预期, 芳纶发展顺利》	2008.10.27

模型更新时间: 2010.10.20

股票研究

原材料
基础化工

烟台氨纶 (002254)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 30.00

上次预测: 25.00

当前价格: 27.54

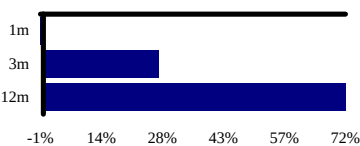
公司网址

www.ytspandex.com

公司简介

公司专业从事高科技特种纤维的研发与生产, 是国家火炬重点高新技术企业, 中国特种纤维专业委员会主任单位, 中国首家氨纶生产企业。为目前国内规模最大的特种纤维生产企业, 各项经济技术指标始终居全国同行业之首。新一代高弹性合成化纤——纽士达氨纶填补了国家高档化纤品种空白, 为现代纺织服装业的发展开辟了新的天地, 被誉为现代纺织服装业的生命线。近三年来公司氨纶市场占有率一直稳定在9%以上, 芳纶市场占有率为60%左右。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

19.00-42.30

市值 (百万)

6,975

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,418	1,133	1,402	1,895	2,177
营业成本	1,019	877	946	1,328	1,470
税金及附加	6	5	6	8	9
销售费用	36	37	35	47	54
管理费用	111	86	91	123	142
EBIT	245	128	324	389	502
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
财务费用	8	-4	-13	-17	-21
营业利润	214	139	339	407	525
所得税	27	22	54	64	83
少数股东损益	8	11	26	31	40
净利润	182	109	263	315	406
货币资金、交易性金融资产	484	590	1,030	1,505	2,016
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	13	13	13	13
固定资产合计	947	859	660	476	307
无形资产及其他资产	39	46	52	58	64
资产合计	1,929	1,942	2,345	2,824	3,236
流动负债	213	216	260	391	354
非流动负债	32	28	1	3	6
股东权益	1,544	1,551	1,912	2,227	2,633
投入资本(IC)	1,190	1,094	1,042	915	853
NOPLAT	215	108	273	328	424
折旧与摊销	140	139	123	109	94
流动资金增量	-59	15	-120	-51	-101
资本支出	-143	-32	74	73	73
自由现金流	153	230	351	458	489
经营现金流	258	236	294	399	433
投资现金流	-160	-29	75	74	74
融资现金流	296	-100	71	2	3
现金流净增加额	394	106	440	475	510
收入增长率	-19.4%	-20.1%	23.7%	35.2%	14.9%
EBIT 增长率	-53.1%	-47.9%	153.5%	19.9%	29.2%
净利润增长率	-48.0%	-40.0%	140.8%	19.9%	28.6%
利润率					
毛利率	28.1%	22.6%	32.5%	29.9%	32.5%
EBIT 率	17.3%	11.3%	23.1%	20.5%	23.1%
净利润率	12.8%	9.6%	18.8%	16.6%	18.6%
净资产收益率(ROE)	11.8%	7.0%	13.7%	14.2%	15.4%
总资产收益率(ROA)	9.4%	5.6%	11.2%	11.2%	12.5%
投入资本回报率(ROIC)	18.0%	9.9%	26.2%	35.8%	49.6%
存货周转天数	59	62	62	62	62
应收账款周转天数	16	13	13	13	13
总资产周转天数	443	624	558	46	34
净利润现金含量	1.42	2.16	1.12	1.27	1.07
资本支出/收入	10%	3%	-5%	-4%	-3%
资产负债率	12.7%	12.6%	11.1%	13.9%	11.1%
净负债率	-31.3%	-38.0%	-53.8%	-67.4%	-76.3%
PE	18.4	39.9	26.5	22.1	17.2
PB	2.2	2.8	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	7.4	14.1	13.3	11.0	8.3
P/S	2.4	3.8	5.0	3.7	3.2
股息率	3.7%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%

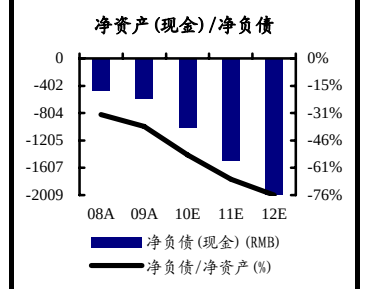
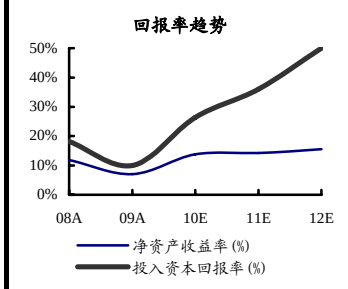
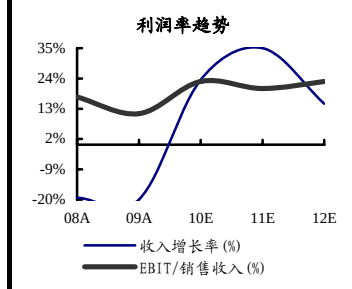
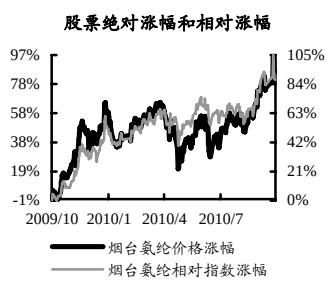
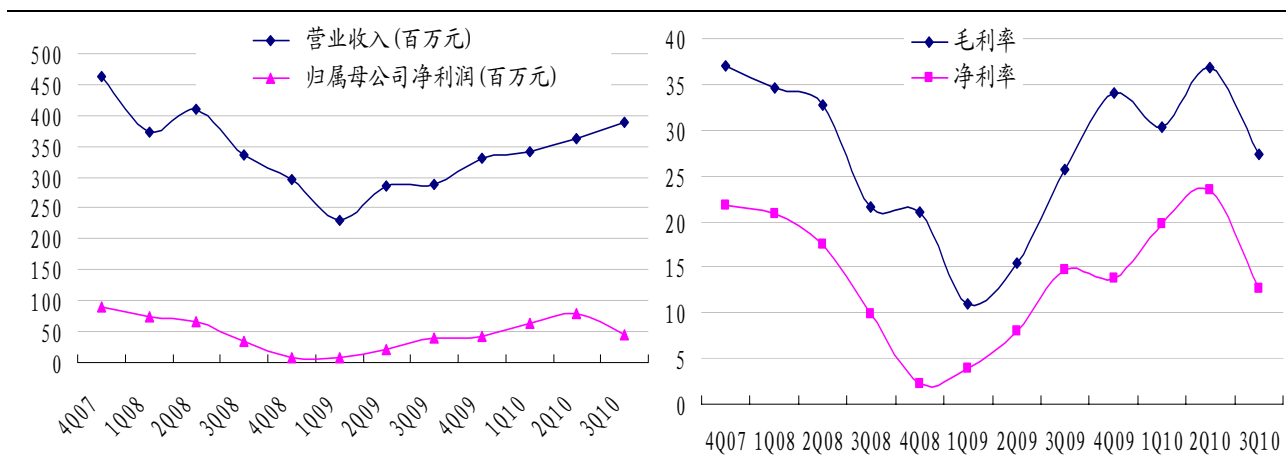
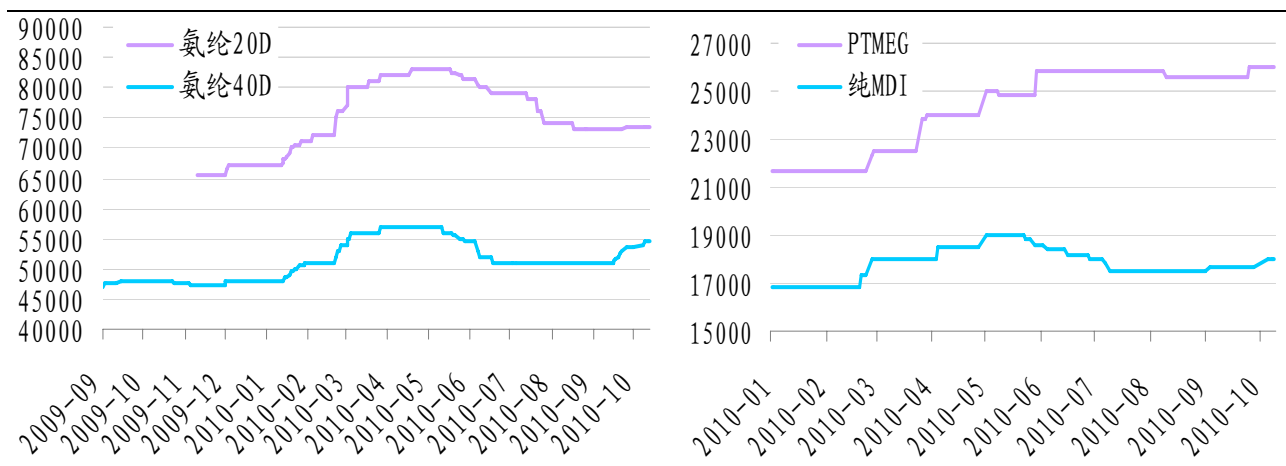


图 1 烟台氨纶销售收入逐季增加明显，第三季度氨纶价格回落、成本上升、毛利率环比下降



数据来源：国泰君安销售交易总部

图 2 三季度氨纶价格低迷，近期开始回升，同期原料价格稳定



数据来源：国泰君安销售交易总部

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		