



报告日期：2010年12月28日

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

联系人

凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lxl@cgws.com

从业证书编号：S1070110040002

投资评级：推荐

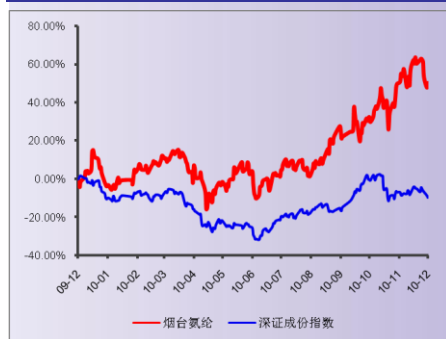
市场数据：当前股价 33.40

总市值(亿元)	87.24
流通市值(亿元)	53.15
总股本(万股)	2.61
流通股本(万股)	1.59
12个月最高/最低	37.65/18.49 前复权

公司盈利预测(百万)

万元	10E	11E	12E
营业收入	149963	217353	272516
营业成本	99728	151050	192805
营业利润	34248	43141	50659
利润总额	34248	43141	50659
所得税	5137	6471	7599
净利润	26782	33736	39615
EPS	1.026	1.292	1.518

股价表现图



相关报告

差异化氨纶立根本，破垄断芳纶促发展

——烟台氨纶(002254)调研简报

要点：

➤ 氨纶：走在行业前列，以差异化谋发展。

普通氨纶产能过剩为期不远。据了解，目前我国氨纶产能约为35万吨，明年预计全国将新增产能在6-7万吨左右，根据国内氨纶表观需求量10%的平均增速测算，供给增速将大于需求的增速。随着供需状态有紧平衡转向过剩，未来几年氨纶企业盈利水平也将受到影响。但我们认为**2011年上半年，普通氨纶市场仍将平稳运行**：明年新增产能将在年中及下半年建成，由于新生产线需要一定的调试及磨合，市场供应量的放大将在11年下半年及12年初，而且需求自然增长将能消化将近一半的新增产能，因此，氨纶价格高位运行仍然是可期的。

提高差异化率是氨纶企业未来的出路。从化纤行业的发展规律来看，差异化是保证企业在盲目扩产后的供应过剩的市场上仍能保持较高盈利水平的制胜利器。一方面，差异化产品需要较高的研发实力和工艺水平，构成一定的准入壁垒；另一方面由于差异化产品通常瞄准下游细分市场的需求，具有一定的细分市场垄断优势，产品盈利能力较强。公司5000吨医用氨纶产能即将投产，加上明年中期将投放7000吨的舒适氨纶产能，公司差异化率达到35%，高于行业平均水平，此处还不包括公司为部分企业定制生产的有色氨纶业务。医用氨纶和舒适氨纶价格比普通氨纶要分别高出2000和8000元甚至更高，产品毛利率较高，市场需求旺盛，将大大提高公司的竞争力。

➤ 芳纶：打破国际垄断，享受高成长市场

➤ **芳纶1313：加速进军防护服领域。**芳纶1313由于具有突出的耐高温、阻燃和绝缘性，主要用于高温防护服、电绝缘和高温过滤领域。公司目前拥有年产4300吨芳纶1313的产能，其中包括约1000吨有色芳纶1313。有色芳纶主要是根据客户要求定制生产，由于专用性强，产品售价和毛利率较普通芳纶更高。未来公司将把目标市场从目前的以高温过滤领域为主、绝缘纸为辅逐渐转向防护服领域（对纤维长度和可纺性提出更高要求，产品价格和附加值更高），以提高产品的市场占有率和利润水平。

➤ **芳纶1414：未来最大看点。**芳纶1414具有突出的高强度和高模量，主要应用于个体防护、增强材料和保护材料。明年年产1000吨芳纶1414项目将投产，该产品市场售价将在20-30万，毛利率有望达到40%以上。芳纶1414市场需求旺盛，仅在光纤保护壳市场需求就达到1000吨。由于其在军事上的特殊用途，长期被国际企业垄断，公司芳纶1414的投产打破了国际垄断，加上更优的成本控制力，有望加速替代进口。

➤ **盈利预测：**看好公司差异化氨纶和芳纶的市场前景，尤其是公司在市场需求旺盛、产品附加值高的芳纶领域，未来这一领域在军事、消防等领域应用非常广阔。预计公司10年、11年和12年EPS分别为1.03、1.29和1.52元，给予氨纶25倍PE，芳纶35倍PE，目标价37.92元，给予推荐评级。

➤ 风险提示：氨纶产能扩张后价格波动风险

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测假设

- 1) 项目进度：公司的年产 7000 吨舒适氨纶项目及年产 1000 吨芳纶 1414 项目预计将于明年年中建成投产，预计明年外销量为 2800 吨和 400 吨。
- 2) 毛利率：随着明后年国内氨纶新建项目投产，市场供应偏紧的局面将逐渐改善，普通产品毛利率也将受到一定程度的影响，但鉴于公司不断提高氨纶的差别化率，氨纶产品的综合毛利率不会迅速下降；根据可研报告，芳纶 1414 的毛利率将有望达到 45% 的水平。
- 3) 公司享受 2008-2010 年 15% 所得税优惠，我们认为公司 2011 年继续获得政策优惠的可能性较大，因此所得税均按照 15% 计算。

表 1：烟台氨纶销售预测表

年份		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
氨纶	营业收入（万元）	142741	99110	85336	110937	127577	140335
	毛利率	39.3%	20.8%	18.1%	33.0%	25.0%	20.0%
芳纶 1313	营业收入（万元）	31696	41660	26311	36835	60200	60200
	毛利率	35.8%	45.9%	35.5%	35.0%	40.0%	40.0%
芳纶 1414	产品价格（元）					240000	260000
	产能/外销量（吨）					400	1000
	毛利率					45.0%	45.0%
	营业收入（万元）					9600	26000
舒适氨纶	产品价格（元）					60000	60000
	产能/外销量（吨）					2800	7000
	毛利率					30.0%	35.0%
	营业收入（万元）					16800	42000
综合毛利率		38.9%	28.1%	22.6%	33.5%	30.5%	29.3%
主营业务收入合计（万元）		174437	140770	111647	147772	214177	268535
主营业务同比增长率			-19.3%	-20.7%	32.4%	44.9%	25.4%

资料来源：公司公告、长城证券研究所



公司 10 年、11 年和 12 年的业绩将分别达到 1.03 元、1.29 元和 1.52 元，按照公司 11 年业绩，给予氨纶 25 倍 PE，芳纶 35 倍 PE，目标价位为 37.92.，给予公司“推荐”投资评级。

表 2：烟台氨纶盈利预测

年份	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	113302	149963	217353	272516
营业成本	87701	99728	151050	192805
销售费用	3718	4499	6521	8175
管理费用	8555	11247	16301	20439
营业利润	13855	34248	43141	50659
利润总额	14222	34248	43141	50659
所得税	2230	5137	6471	7599
净利润	10915	26782	33736	39615
EPS	0.669	1.026	1.292	1.518

资料来源：公司公告、长城证券研究所

风险提示：

1. 国内新增产能将对氨纶市场供求关系带来一定冲击，提示价格波动风险

附录：三张报表预测摘要

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	113302	149963	217353	272516	成长性				
营业成本	87701	99728	151050	192805	营业收入增长	-20.1%	32.4%	44.9%	25.4%
销售费用	3718	4499	6521	8175	营业成本增长	-14.0%	13.7%	51.5%	27.6%
管理费用	8555	11247	16301	20439	营业利润增长	-35.2%	147.2%	26.0%	17.4%
财务费用	-399	-509	-747	-924	利润总额增长	-34.5%	140.8%	26.0%	17.4%
投资净收益	119	0	0	0	净利润增长	-40.0%	145.4%	26.0%	17.4%
营业利润	13855	34248	43141	50659	盈利能力				
营业外收支	368	0	0	0	毛利率	22.6%	33.5%	30.5%	29.3%
利润总额	14222	34248	43141	50659	销售净利率	9.6%	17.9%	15.5%	14.5%
所得税	2230	5137	6471	7599	ROE	6.4%	13.5%	14.3%	14.2%
少数股东损益	1077	2329	2934	3445	ROIC	8.5%	23.0%	28.2%	28.6%
净利润	10915	26782	33736	39615	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
流动资产	101703	136441	190136	224845	管理费用/营业收入	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%
货币资金	59017	96990	131947	151358	财务费用/营业收入	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
应收帐款	3710	4499	6521	8175	投资收益/营业利润	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	23819	17996	26082	32702	所得税/利润总额	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	13092	14959	22657	28921	应收帐款周转率	27.60	27.22	29.58	32.68
非流动资产	92501	90099	90212	113927	存货周转率	6.25	5.30	5.86	6.54
固定资产	85934	83851	84283	108316	流动资产周转率	0.95	0.92	1.05	1.17
资产总计	194203	226541	280348	338772	总资产周转率	0.54	0.59	0.70	0.75
流动负债	21622	24848	41985	57349	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	12.6%	12.2%	16.0%	17.8%
应付款项	14837	16872	25554	32618	流动比率	4.70	5.49	4.53	3.92
非流动负债	2833	2833	2833	2833	速动比率	4.10	4.89	3.99	3.42
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	24455	27681	44818	60182	EPS	0.669	1.026	1.292	1.518
股东权益	169749	198860	235530	278590	每股净资产	10.40	7.62	9.02	10.67
股本	16315	26104	26104	26104	每股经营现金流	1.44	1.63	1.63	1.99
留存收益	138815	155809	189545	229160	每股经营现金/EPS	2.2	1.6	1.3	1.3
少数股东权益	14618	16947	19881	23326	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和权益总计	194203	226541	280348	338772	PE	45.9	29.9	23.8	20.2
现金流量表（万元）					PEG	0.32	1.15	1.36	-
经营活动现金流	23567	42505	42455	52014	PB	3.0	4.0	3.4	2.9
其中营运资本减少	1454	6460	-1600	66	EV/EBITDA	18.88	19.77	16.16	13.72
投资活动现金流	-2937	-4532	-7498	-32603	EV/SALES	4.45	5.36	3.70	2.95
其中资本支出	-3314	-4532	-7498	-32603	EV/IC	3.96	6.55	6.07	4.94
融资活动现金流	-9992	0	0	0	ROIC/WACC	0.65	1.76	2.17	2.20
净现金总变化	10632	37973	34957	19411	REP	6.08	3.72	2.80	2.25

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

研究员介绍:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

研究员承诺:

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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgws.com

北京联系人

包丽莉: 010-88366060-8881, 13683044622, bll@cgws.com

韩 骁: 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

黄 怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>