

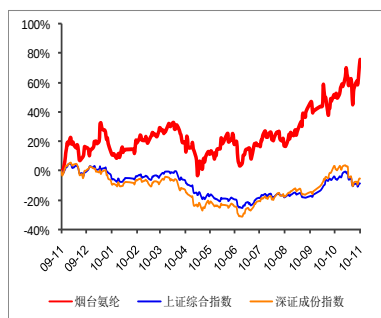
投资评级

推荐

市场数据

股价（元）	35.36
总股本（万股）	26104
流通股（万股）	15912
总市值（亿元）	92.3
流通市值（亿元）	56.3
6 个月最高/最低	42.30/19.00
行业	化纤

股价走势图



研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858131

Email: haolifang@cnpsc.com

氨纶差别化加速 芳纶新材二期释放

——烟台氨纶（002254）公司调研简报

摘要：

- **芳纶 1414 将于 5 月份顺利投产：**目前国内芳纶 1414 需求量在 6000 吨/年左右，预计未来 3-5 年内复合增长率在 13% 左右，产品基本依靠进口，价格保持高位。作为国内芳纶 1414 的先行者，公司有 100 吨芳纶 1414 试生产线，募投 1000 吨芳纶 1414 产品预计在 11 年 5 月份左右投产，同时预留了将产能扩增到 5000 吨的空间。从目前情况看，公司将顺利投产。
- **短期看，防护服是 1414 主要应用方向，中长期看有望打入军工市场：**芳纶 1414 具有轻质、高强、耐高温和阻燃等优异性能，主要应用于消防、军警等行业服装以及军工、航空方面。公司 1414 投产后，11 年产量有望达到 400 吨，前期将主要应用于消防、军警等领域，且随着国内高危生产企业安全意识的提高，产业工人对 1414 生产的服装需求将加大，给公司产品带来更大的需求空间。目前中石油工人在试穿公司 1414 所生产的服装。长期看，随着产能的进一步扩大，公司产品将逐步打入军工、航空等领域，发展空间巨大。
- **芳纶作为新材料，有望享受税收减免：**芳纶是战略新型产业中明确提及的产品，公司作为国内首家芳纶厂家有望享受税收减免的优惠，我们不考虑此方面贡献，但预计税收减免将使得公司盈利超预期。
- **公司芳纶 1313 仍有望维持较高毛利率：**目前国内市场芳纶 1313 产品供应依旧有缺口。公司芳纶 1313 产能扩充到 5000 吨/年，2010 年产量预计在 3500-3600 吨左右，公司原液染色纤维产品能够满足高档服装的需要，从而享受比过滤用芳纶产品更高的毛利率。目前国内服装所消费的芳纶 1313 比例占 20%，低于国际 40% 的比例，后续空间仍然巨大。
- **公司差别化氨纶扩产加速，舒适氨纶毛利率可达 45%：**公司作为国内首家氨纶企业，拥有自己的技术体系，随着公司差别化产品开发的力度逐步加大，公司技术积累及研发的實力逐步显现。目前公司有 5000 吨医用氨纶，7000 吨舒适氨纶预计 11 年下半年建成投产。差别化氨纶产品仍有望于享受较高的价格和毛利。
- **公司盈利预测与投资评级：**我们对公司的盈利预测进行一定的上调，预计 2010-2012 年公司的营业收入分别为 20.1、24.8、29.7 亿元，每股收益分别为 1.30、1.57 及 2.00 元，以最新收盘价 35.36 计算，对应的 PE 分别为 27、23 及 18 倍，维持公司“推荐”投资评级。
- **风险提示：**公司芳纶 1414 及舒适氨纶投产时间晚于预期；尽管公司新产品供不应求，但仍然存在市场开拓风险；普通氨纶毛利率大幅降低风险。

¹ 报告贡献人：郝力芳

图表 1：公司盈利预测假设

年度		产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	销售价格 (元/吨)	销售收入 (万元)	产品毛利率 (%)	产品利润 (万元)
2010	普通氨纶	23,000	23,000	23,000	59000	135700	29.0%	39353
	医用氨纶	2000+5000 (11 月投产)	2000	2000	60000	12000	33.0%	3960
	芳纶 1313	4300	4300	4300	125000	53750	36.9%	19823
	综合					201450	31.3%	63136
2011	普通氨纶	23,000	23,000	23,000	56000	128800	28.0%	36064
	医用氨纶	7000	5000	5000	57500	28750	33.0%	9488
	舒适氨纶	7000 (6 月投产)	3000	3000	100000	30000	45.0%	13500
	芳纶 1313	4300	4300	4300	120000	51600	36.0%	18576
	芳纶 1414	1000 (6 月投产)	400	400	225000	9000	40.0%	3600
	综合					248150	32.7%	81227.5
2012	普通氨纶	23,000	23,000	23,000	54000	124200	28.0%	34776
	医用氨纶	7000	5000	5000	55500	27750	33.0%	9158
	舒适氨纶	7,000	7,000	7,000	100000	70000	45.0%	31500
	芳纶 1313	4300	4300	4300	120000	51600	36.0%	18576
	芳纶 1414	1000	1000	1000	235000	23500	41.0%	9635
	综合					297050	34.9%	103644.5

资料来源：中邮证券研发部

图表 2：公司盈利预测 单位：百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1133	2014.5	2481.5	2970.5
增长率 (%)		77.8%	23.2%	19.7%
毛利率	22.6%	31.3%	32.7%	34.9%
减：营业成本	877.0	1383.1	1669.2	1934.1
营业税金及附加	5.4	8.4	10.9	13.2
营业费用	37.2	49.5	88.7	84.1
管理费用	85.6	122.6	177.8	267.8
财务费用	-4.0	10.1	12.4	14.9
资产减值损失	-5.4	7.2	0.0	0.0
加：投资收益	1.0	1.0	1.0	1.0

公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	138.3	434.5	523.5	657.6
加：其他非经营损益	3.9	0.0	0.0	0.0
利润总额	142.2	434.5	523.5	657.6
减：所得税	21.3	65.2	78.5	98.6
净利润	120.9	369.4	445.0	559.0
减：少数股东损益	10.8	29.6	34.6	37.8
归属母公司股东净利润	110.1	339.8	410.4	521.2
全面摊薄 EPS	0.42	1.30	1.57	2.00
PE	84	27	23	18

资料来源：中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。