

评级：强烈推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：张伟保

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间（元）	19-42.3
总市值（百万元）	9,099.85
流通股本（百万股）	159.12
流通股比率（%）	61.0

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	1,709.44
每股净资产	6.55
市净率	5.32
资产负债率	17.2%

相关报告

烟台氨纶（002254）

——绩符合预期， 不走寻常路

事件：烟台氨纶公布 2010 年年报，年报显示公司 2010 年公司全年实现营业收入 149,053.27 万元，同比增长 31.55%；营业利润 32,374.27 万元，同比增长 133.67%；利润总额 32,460.42 万元，同比增长 128.23%；归属于上市公司股东的净利润 25,602.21 万元，同比增长 134.56%；10 年实现 EPS0.98，同比增长 133.33%。公司拟以 2010 年末股本总数 261,040,000 股为基数，向全体股东每 10 股分派现金红利 8 元，合计分派红利 208,832,000 元，同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

点评

- **业绩同比大幅增长，符合预期。**公司全年实现 EPS0.98 元，符合我们预测的 0.97 元，其中四季度贡献 EPS0.26 元。公司 10 年营业收入同比 09 年都有大幅增长，主要原因是公司主营产品氨纶平均售价同比上升，升幅超过 20%，芳纶销量同比有大幅增长所致；利润总额同比去年整张 128.23%是因为公司的销售价格同比有较大幅度上升，而原料上升幅度较小、毛利率上升所致，其中氨纶毛利率有 09 年的 18.22%上升至 10 年的 30.16%，芳纶毛利率由 09 年的 35.49%上升至 10 年的 35.87%，综合毛利率由 09 年的 22.21%上升至 10 年的 31.66%。
- **产品结构发生变化，差异化率逐步提高，不走寻常路。**报告期内公司两种主要业务对公司营业收入和营业利润的结构产生一定变化，其中氨纶产品实现的营业收入的比重由上年的 76.43%下降到本年的 73.74%，毛利的比重由上年的 62.34%上升到本年的 70.25%；间位芳纶实现的营业收入的比重由上年的 23.57%上升到本年的 26.26%，毛利的比重则由上年的 37.66%下降到本年的 29.75%。随着公司 5000 吨医用氨纶投产和销售以及 7000 吨舒适型氨纶 11 年四季度的投产，公司差异化率不断提高，稳居业内第一。公司不走寻常路的策略将平滑氨纶行业面临产能严重过剩带来的风险，为公司未来高成长提供了有力保障。
- **对位芳纶打破国际技术垄断，1000 吨/年的对位芳纶不但将成为新的利润增长点，还将提升公司的估值。**对位芳纶技术壁垒非常之高，全球市场还处于寡头垄断竞争阶段，目前全球仅有 4 家企业掌握该技术并实现了产业化。公司经过多年的摸索，



09 年已经突破该技术难关，并将由 1000 吨的产能在 2011 年 5 月份释放，而且还预留 4000 吨的扩产空间。作为国内唯一对位芳纶供应者，公司将充分享受垄断带来来的高收益，按照目前对位芳纶的价格和盈利能力计算，公司 1000 短的对位芳纶将为公司带来 3600 万的净利，如果项目进展顺利并有扩产到 5000 吨的可能，未来对位芳纶将成为公司最主要的新的利润增长点。公司作为国内第一家、全球第五对位芳纶生产企业，也将充分享受技术垄断带来的估值提升。

- **维持“强烈推荐”评级。**预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.24 元、和 1.64 元、2.06 元，按照最新股价 34.86 元，对应的 PE 分别为 28 倍、21 倍和 17 倍，由于公司实施产异化战略，规避了氨纶行业的严重过剩的风险，而且公司较多产品（医用氨纶、舒适型氨纶、对位芳纶等）都是国内第一家拥有生产技术的企业，未来成长动力十足，继续维持“强烈推荐”评级。

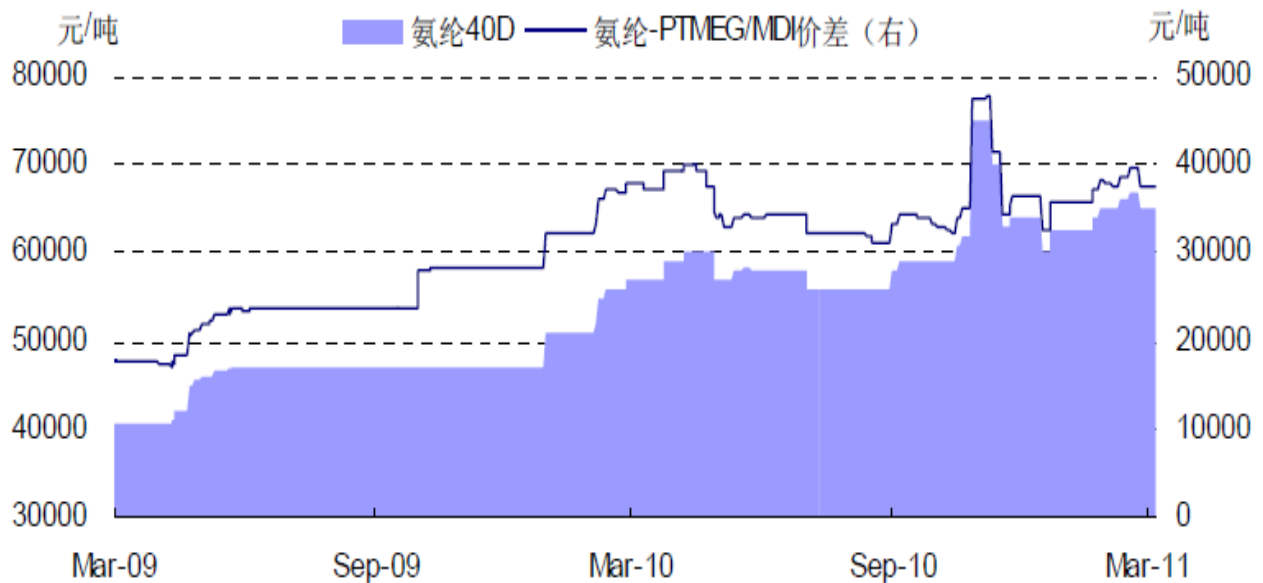
表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	113,302	149,053	199,433	239,320	291,970
同比 (%)	-20.1%	31.6%	33.8%	20.0%	22.0%
营业毛利	25,601	47,301	60,033	74,828	91,290
同比 (%)	-35.7%	84.8%	26.9%	24.6%	22.0%
归属母公司净利润	10,915	25,602	32,324	42,751	53,870
同比 (%)	-40.0%	134.6%	26.3%	32.3%	26.0%
总股本 (万股)	26,104.0	26,104.0	26,104.0	26,104.0	26,104.0
每股收益 (元)	0.42	0.98	1.24	1.64	2.06
ROE	7.0%	15.0%	15.9%	17.4%	18.0%
P/E (倍)	83.4	35.5	28.2	21.3	16.9

数据来源：第一创业研究所



图 1：氨纶与原料价差不断扩大



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究

图 2：国内近几年混纺交织布产销量

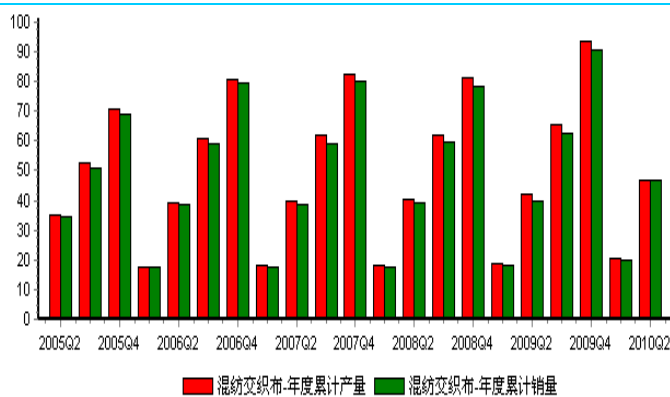
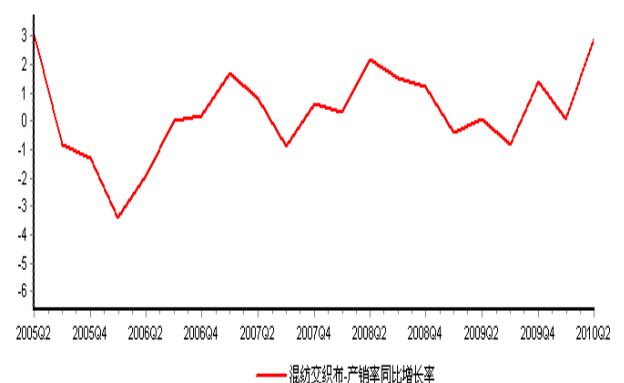
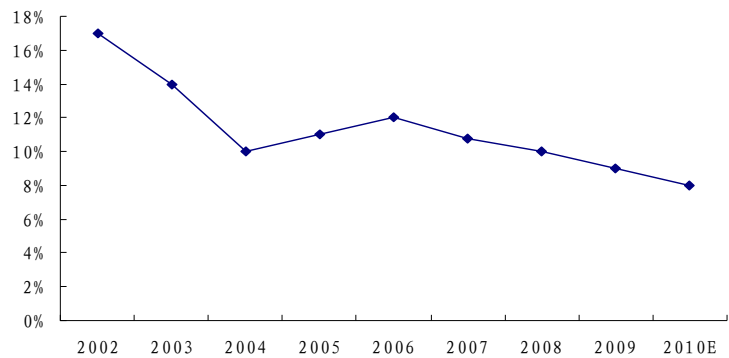


图 3：国内近几年混纺交织布产销量同比增速



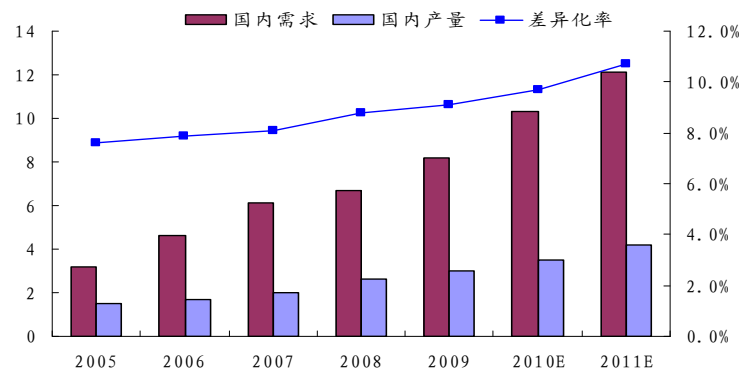
数据来源：Wind、第一创业证券研究所

图 4：公司普通氨纶历年来市场占有率情况



数据来源：第一创业证券研究所

图 5：国内差异化氨纶产量与需求以及差异化率情况（万吨）



数据来源：第一创业证券研究所



烟台氨纶盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,067.7	1,634.7	2,294.5	3,097.7	一、营业收入	1,490.5	1,994.3	2,393.2	2,919.7
货币资金	527.1	947.1	1,471.3	2,094.2	减: 营业成本	1,017.5	1,394.0	1,644.9	2,006.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	5.6	5.1	6.3	7.7
应收款项	331.0	461.8	556.5	678.3	销售费用	42.7	79.6	95.5	116.5
预付款项	7.9	14.4	17.6	21.5	管理费用	104.1	119.7	131.7	146.2
存货	200.2	209.8	247.6	302.1	财务费用	-5.0	-4.8	-8.4	-12.5
其他流动资产	1.6	1.6	1.6	1.6	资产减值损失	1.9	2.7	2.1	2.7
非流动资产	1,200.5	1,018.1	835.8	653.4	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.1	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	12.1	12.1	12.1	12.1	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	954.8	766.8	578.8	390.9	二、营业利润	323.7	398.1	521.1	652.3
在建工程	172.6	178.2	183.8	189.4	加: 营业外收入	1.6	1.6	1.7	1.7
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.7	3.1	3.5	4.0
无形及递延性资产	52.8	52.8	52.8	52.8	三、利润总额	324.6	396.6	519.2	650.1
其它非流动资产	8.3	8.3	8.3	8.3	减: 所得税费用	51.6	59.5	77.9	97.5
资产总计	2,268.1	2,652.8	3,130.2	3,751.1	四、净利润	273.0	337.1	441.4	552.5
流动负债	332.3	379.9	415.9	484.3	归属母公司净利润	256.0	323.2	427.5	538.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	17.0	13.8	13.8	13.8
应付账款	237.8	269.7	310.0	376.9	五、总股本(百万股)	261.0	261.0	261.0	261.0
预收帐款	33.2	40.0	47.4	57.8	EPS (元)	0.98	1.24	1.64	2.06
其它流动负债	61.3	70.1	58.5	49.5					
非流动负债	57.7	57.7	57.7	57.7	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	57.1	57.1	57.1	57.1	成长能力				
其它非流动负债	0.7	0.7	0.7	0.7	营业收入	31.6%	33.8%	20.0%	22.0%
负债合计	390.0	437.6	473.7	542.0	营业毛利	84.8%	26.9%	24.6%	22.0%
少数股东权益	168.7	182.5	196.4	210.2	主业盈利	150.6%	23.5%	30.0%	24.8%
股本	261.0	261.0	261.0	261.0	母公司净利	134.6%	26.3%	32.3%	26.0%
资本公积与其它	777.8	777.8	777.8	777.8	获利能力				
留存收益	670.6	993.8	1,421.3	1,960.0	毛利率	31.7%	30.1%	31.3%	31.3%
股东权益合计	1,709.4	2,032.7	2,460.2	2,998.9	主业盈利/收入	21.5%	19.9%	21.5%	22.0%
负债和股东权益	2,268.1	2,652.8	3,130.2	3,751.1	ROS	18.3%	16.9%	18.4%	18.9%
					ROE	15.0%	15.9%	17.4%	18.0%
					ROIC	15.5%	16.1%	17.5%	18.1%
					偿债能力				
					资产负债率	17.2%	16.5%	15.1%	14.4%
					利息保障倍数	n/a	n/a	n/a	n/a
					速动比率	2.61	3.75	4.92	5.77
					经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.75	0.76	0.78
					应收款天数	79.94	83.36	83.71	83.64
					存货天数	70.82	54.18	54.19	54.19
					每股指标 (元)				
					主业盈利/股本	1.23	1.52	1.97	2.46
					每股经营现金流	0.65	1.61	2.00	2.36
					每股净资产	5.90	7.09	8.67	10.68
					估值比率				
					P/E	35.54	28.15	21.29	16.89
					P/B	5.91	4.92	4.02	3.26
					P/S	6.11	4.56	3.80	3.12
					EV/EBITDA	19.18	14.17	11.08	8.65

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120