

烟台氨纶 (002254.SZ)

纺织行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

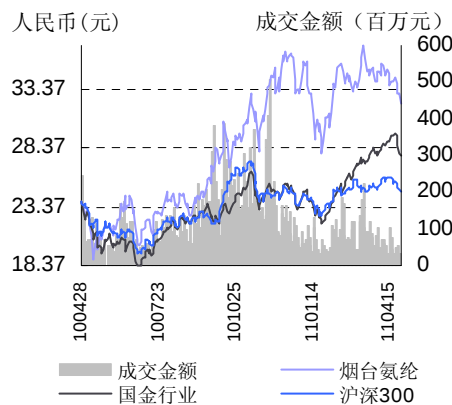
市价(人民币): 32.18 元

氨纶往下、芳纶往上

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	159.12
总市值(百万元)	8,400.27
年内股价最高最低(元)	37.08/18.92
沪深 300 指数	3209.50
中小板指数	6842.16



相关报告

- 1.《烟台氨纶业绩点评》，2010.8.11
- 2.《产品价格是影响业绩的关键因素》，2010.4.28

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.669	0.981	1.031	1.523	1.817
每股净资产(元)	9.51	6.55	7.45	8.84	10.53
每股经营性现金流(元)	1.44	0.65	1.19	2.00	2.47
市盈率(倍)	53.44	34.76	31.20	21.14	17.71
行业优化市盈率(倍)	47.97	47.97	47.97	47.97	47.97
净利润增长率(%)	-40.00%	134.56%	5.17%	47.61%	19.33%
净资产收益率(%)	7.04%	14.98%	13.85%	17.22%	17.25%
总股本(百万股)	163.15	261.04	261.04	261.04	261.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

公司公布 2010 年报, 实现收入 14.91 亿元、净利润 2.56 亿元, 分别同比增长 31.6% 和 134.6%, EPS 0.981 元, 业绩超过我们预期。分红方案为每 10 股转增 5 股, 派发现金红利 8 元(含税)。

公司同时公布 2011 年一季报, 实现收入 4.14 亿元、净利润 6773 万元, 分别同比增长 20.8% 和 7.8%。

经营分析

- **10 年下半年氨纶价格反弹是业绩超我们预期的主要原因:** 10 年下半年由于棉价暴涨的示范效应, 氨纶价格从年中的 51000 元涨至最高 69000 元, 这使得氨纶毛利率高于我们预期。
- **氨纶价格波动是影响公司业绩的最关键因素:** 氨纶 10 年上半年在 57000 元左右高位, 5 月后跌至 51000 元, 4 季度再度涨至 60000 元以上高位, 今年一季度仍维持在 6 万元左右。
- **原料价格持续上涨, 氨纶盈利空间在缩小:** PTMEG 从 10 年初的 22000 元左右持续上涨, 直至目前的 30800 元, MDI 从 10 年初的 17000 元左右缓慢涨至目前的 22000 元左右, 而氨纶价格在 10 年 4 季度见顶后持续下跌, 这也是一季度业绩增速个位数、低于收入增幅的主要原因。
- **芳纶成为新的业绩增长点:** 芳纶 1313 销售自 10 年 3 月全面复苏后, 销售情况一直良好, 预计毛利率和收入继续提高。公司未来最大亮点在于芳纶 1414 产业化项目在上半年的投产。芳纶 1414 技术难度更大、用途更广, 不仅提高公司效益, 也提高公司应对国外芳纶企业竞争的能力。

盈利调整

我们一直预计棉价在 2 季度下跌, 这样氨纶价格也将随之走低, 氨纶效益将明显低于 10 年, 而 11 年芳纶效益继续提高, 两相抵消, 预计今年业绩与去年持平; 我们预计 12 年氨纶价格将回升, 而芳纶继续旺销, 业绩将反弹。由于氨纶是强周期品种, 因此对公司盈利预测更多是从发展趋势角度, 准确预期是比较难的。

投资建议

考虑芳纶 1414 产业化项目即将投产, 芳纶效益不断提高, 我们仍维持公司买入投资建议。

张斌

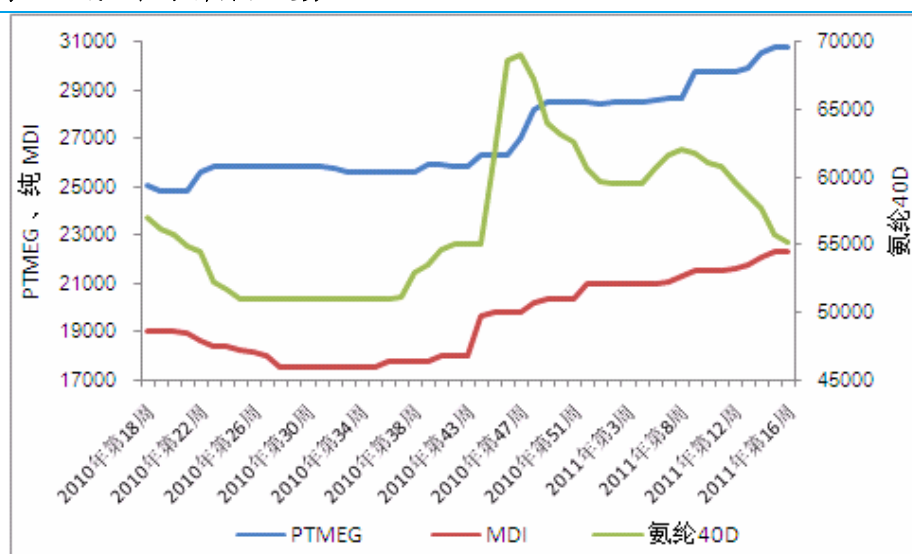
分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

图表1：公司产品盈利预测

项 目	2006	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010	2011E	2012E	2013E
氨纶											
销售收入（百万元）	862.21	1,427.55	570.77	991.10	380.44	853.36	503.16	1,070.44	1,200.00	1,500.00	1,800.00
增长率（YOY）	34.88%	65.57%		-30.57%	-33.35%	-13.90%	32.26%	25.44%	12.10%	25.00%	20.00%
毛利率	7.67%	39.29%	28.22%	20.08%	5.41%	18.11%	32.45%	30.16%	23.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	796.08	866.67	409.70	792.09	359.87	698.78	339.87	747.59	924.00	1,125.00	1,350.00
增长率（YOY）	30.65%	8.87%		-8.61%	-12.16%	-11.78%	-5.56%	6.99%	23.60%	21.75%	20.00%
毛利（百万元）	66.13	560.89	161.07	199.01	20.57	154.58	163.29	322.84	276.00	375.00	450.00
增长率（YOY）	121.05%	748.14%		-64.52%	-87.23%	-22.33%	693.98%	108.85%	-14.51%	35.87%	20.00%
占总销售额比重	79.24%	81.84%	73.26%	70.41%	75.39%	76.43%	73.35%	73.74%	66.67%	65.22%	67.16%
占主营业务利润比重	38.69%	83.18%	62.15%	51.00%	32.42%	62.34%	92.56%	70.25%	53.49%	52.19%	53.19%
芳纶1313											
销售收入（百万元）	225.93	316.83	208.29	416.60	124.17	263.11	182.85	381.15	500.00	550.00	600.00
增长率（YOY）	32.49%	40.23%		31.49%	-40.39%	-36.84%	47.26%	44.86%	31.18%	10.00%	9.09%
毛利率	46.39%	35.81%	47.10%	45.89%	34.53%	35.49%	36.88%	35.87%	40.00%	42.00%	45.00%
销售成本（百万元）	121.12	203.37	110.18	225.42	81.29	169.73	169.73	244.43	300.00	319.00	330.00
增长率（YOY）	23.75%	67.91%		10.84%	-26.22%	-24.71%	108.79%	44.01%	22.73%	6.33%	3.45%
毛利（百万元）	104.81	113.46	98.10	191.18	42.88	93.39	13.12	136.72	200.00	231.00	270.00
增长率（YOY）	44.28%	8.25%		68.50%	-56.29%	-51.15%	-69.39%	46.40%	46.29%	15.50%	16.88%
占总销售额比重	20.76%	18.16%	26.74%	29.59%	24.61%	23.57%	26.65%	26.26%	27.78%	23.91%	22.39%
占主营业务利润比重	61.31%	16.82%	37.85%	49.00%	67.58%	37.66%	7.44%	29.75%	38.76%	32.15%	31.91%
芳纶1414											
销售收入（百万元）									100.00	250.00	280.00
增长率（YOY）										150.00%	12.00%
毛利率									40.00%	45.00%	45.00%
销售成本（百万元）									60.00	137.50	154.00
增长率（YOY）										129.17%	12.00%
毛利（百万元）									40.00	112.50	126.00
增长率（YOY）										181.25%	12.00%
占总销售额比重									5.56%	10.87%	10.45%
占主营业务利润比重									7.75%	15.66%	14.89%
销售总收入（百万元）	1088.14	1744.38	779.05	1407.70	504.61	1116.47	686.01	1451.59	1800.00	2300.00	2680.00
销售总成本（百万元）	917.20	1070.04	519.88	1017.51	441.16	868.50	509.60	992.02	1284.00	1581.50	1834.00
毛利（百万元）	170.94	674.34	259.17	390.19	63.44	247.97	176.41	459.56	516.00	718.50	846.00
平均毛利率	15.71%	38.66%	33.27%	27.72%	12.57%	22.21%	25.72%	31.66%	28.67%	31.24%	31.57%

来源：国金证券研究所

图表2：氨纶和原料价格走势



来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所