

方正证券研究所证券研究报告

分析师：张正华

执业证书编号：S1220511020004

TEL: 010-68584812

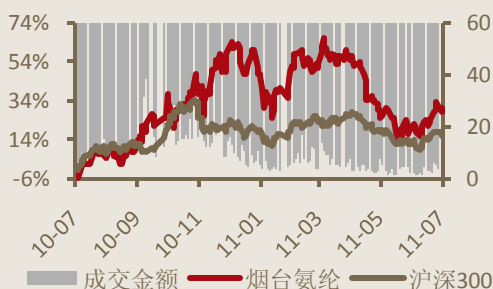
E-mail: zhangzh@foundersc.com

联系人：许忠海

TEL: 010-68584831

Email: xuzhonghai@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1490.53	1858.00	2333.00	2757.00
(+/-)	31.55%	24.65%	25.57%	18.17%
净利润	256.02	269.32	389.25	465.01
(+/-)	134.56%	5.20%	44.53%	19.46%
EPS (元)	0.98	0.70	0.99	1.19
P/E	28.86	27.43	18.98	15.89

相关研究

数据来源：方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

烟台氨纶(002254)

公司事件点评报告
2011.07.13 增持

化学纤维行业

事件：公司发布 2011 中期业绩快报，营业收入 7.98 亿元，同比增长 12.04%；归属上市公司股东净利润 1.18 亿元，同比下降 17.77%；半年 EPS 0.30 元，同比下降 16.58%。

点评：

※下游需求不旺，氨纶盈利下降是中报业绩下降的主要原因

上半年公司氨纶业务主营收入虽然同比略有增长，但受原材料价格大幅上涨影响，成本增加明显；传统旺季的旺季不旺，下游企业需求低迷影响氨纶价格快速下跌，由4月初的65000元/吨下跌26.15%至6月底的48000元/吨，导致氨纶产品毛利率大幅下降。

※间位芳纶国内龙头，新项目建设超预期

间位芳纶是优秀的阻燃、高温过滤和绝缘材料，国内需求约1万吨，年增速超过30%。目前国内有效产能不足8000吨，公司现有5000吨产能，毛利率达35%，是国内间位芳纶行业的绝对龙头，未来替代进口的空间很大。公司投资建设的3000吨差别化间位芳纶项目进展超预期，有望今年四季度投产两条线，合计800吨左右；其余预计2012年3月份建成。未来公司芳纶1313将提高在防护服应用领域占比，提高产品综合竞争力，巩固国内市场地位。

※对位芳纶项目是公司未来最大的看点

对位芳纶是高性能纤维中性能最优越、技术壁垒最高的品种之一，主要应用于个体防护、摩擦密封、光缆增强以及复合材料。目前国内对位芳纶需求超过4000吨，主要被杜邦、帝人等进口品牌把持，公司1000吨对位芳纶产能已经成功投产，作为国内唯一自主产业化的对位芳纶生产线，有效打破外资公司对国内市场的垄断。由于对外芳纶售价在20万/吨以上，毛利率也高达40%，因而对位芳纶的投产显著增强公司的盈利能力。

※盈利预测

公司的芳纶业务具有非常大的业绩增长优势，我们预测公司11-13年的EPS分别为0.70、0.99、1.19元，对应27、19、16倍PE，给予公司“增持”评级。

※风险提示

氨纶景气回升低于预期风险；对位芳纶项目试车风险；舒适氨纶市场推广风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1067.65	1351.17	2641.43	1705.14	经营活动现金流	401.23	620.36	611.39	712.88
现金	527.06	665.16	1757.20	781.98	净利润	272.98	289.74	428.93	498.10
应收账款	46.25	83.31	68.28	105.44	折旧摊销	131.57	156.28	195.63	231.06
其它应收款	1.58	26.89	5.13	26.87	财务费用	-5.04	-5.56	-6.33	-6.62
预付账款	7.86	15.02	14.28	19.47	投资损失	-0.10	-0.43	-0.57	-0.37
存货	200.18	238.16	290.36	329.80	营运资金变动	2.33	181.12	-6.97	-9.09
其他	284.72	322.63	506.17	441.58	其它	-0.52	-0.78	0.70	-0.20
非流动资产	1200.48	1323.49	247.26	193.68	投资活动现金流	-405.75	-278.52	880.55	-176.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	245.87	-1046.64	17.06	13.52
固定资产	954.76	1085.00	124.48	60.73	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	52.81	63.89	79.33	92.03	其他	-159.88	-1325.16	897.61	-163.29
其他	192.90	174.59	43.45	40.92	筹资活动现金流	-64.10	-221.25	-245.72	-310.82
资产总计	2268.13	2674.66	2888.69	1898.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	332.28	312.36	448.04	449.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-64.10	-221.25	-245.72	-310.82
应付账款	237.80	222.35	346.83	332.73	现金净增加额	-68.63	120.60	1246.22	225.25
其他	94.48	90.01	101.20	116.36					
非流动负债	57.75	39.33	41.80	46.29	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	57.75	39.33	41.80	46.29	营业收入	31.55%	24.65%	25.57%	18.17%
负债合计	390.03	351.69	489.84	495.38	营业利润	133.67%	3.47%	47.39%	18.77%
少数股东权益	168.66	187.46	218.46	251.55	归属母公司净利润	134.56%	5.20%	44.53%	19.46%
归属母公司股东权益	1709.44	1771.55	1915.03	2058.21	获利能力				
负债和股东权益	2268.13	2310.69	2623.33	2805.14	毛利率	31.73%	28.40%	31.61%	31.57%
					净利率	18.31%	15.50%	17.98%	18.07%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	14.54%	14.70%	19.67%	21.56%
营业收入	1490.53	1858.00	2333.00	2757.00	ROIC	15.97%	52.21%	69.22%	74.51%
营业成本	1017.52	1330.38	1595.43	1886.70	偿债能力				
营业税金及附加	5.64	7.95	9.95	11.33	资产负债率	17.20%	13.15%	16.96%	26.09%
营业费用	42.72	53.59	70.24	80.51	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	104.11	134.15	168.44	199.06	流动比率	3.21	4.33	5.90	3.80
财务费用	-5.04	-2.60	-4.20	-6.62	速动比率	2.61	3.56	5.25	3.06
资产减值损失	1.94	0.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.71	0.75	0.84	1.15
投资净收益	0.10	0.43	0.57	0.37	应收帐款周转率	35.76	28.68	30.78	31.74
营业利润	323.74	334.97	493.71	586.39	应付帐款周转率	5.27	5.78	5.61	5.55
营业外收入	1.59	4.91	5.42	3.97	每股指标(元)				
营业外支出	0.73	2.27	3.02	2.01	每股收益	0.98	0.69	0.99	1.19
利润总额	324.60	337.62	496.11	588.36	每股经营现金	1.02	1.58	1.56	1.82
所得税	51.62	49.61	76.53	90.26	每股净资产	7.19	5.00	5.45	5.90
净利润	272.98	288.01	419.58	498.10	估值比率				
少数股东损益	16.96	18.68	30.33	33.09	P/E	28.86	27.43	18.98	15.89
归属母公司净利润	256.02	269.32	389.25	465.01	P/B	4.32	4.17	3.86	3.59
EBITDA	456.18	493.90	691.73	819.42	EV/EBITDA	15.41	13.99	8.46	8.37
EPS (元)	0.98	0.70	0.99	1.19					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com