



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月18日

化工

研究部

高峰

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210070001
gaozheng@cicc.com.cn

高兵

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511070003
gaobing@cicc.com.cn

维持推荐

烟台氨纶 (002254.SZ)

氨纶低于预期, 芳纶值得期待

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,418	1,133	1,491	1,891	2,283
(+/-)	-19%	-20%	32%	27%	21%
毛利	392	251	467	482	656
(+/-)	-42%	-36%	86%	3%	36%
净利润	182	109	256	216	317
每股盈利 (元)	0.46	0.28	0.65	0.55	0.81
(+/-)	-48%	-40%	135%	-16%	47%
市盈率	36.0	60.0	25.6	30.3	20.7
市净率	1.4	1.8	2.6	3.6	3.2
EV/EBITDA	4.6	8.6	8.9	15.8	11.1
净资产收益率	11.8%	7.0%	15.0%	11.7%	15.6%
ROCE	10.6%	6.3%	13.2%	10.6%	14.0%
现金分红收益率	7.0%	5.1%	2.2%	3.2%	1.3%
每股经营现金流 (元)	2.06	1.44	0.65	0.49	1.25
股价/经营现金	8.14	11.58	25.64	34.22	13.36

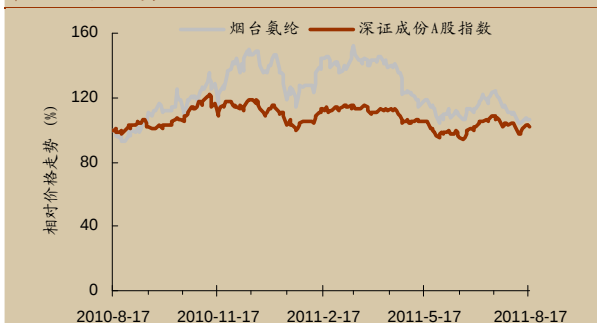
股票信息

	A股
当前股价	人民币16.73
股票代码	002254.SZ
日成交量 (百万股)	0.8
52周最高价/最低价	人民币25.13/14.8
发行股数 (百万股)	392
其中: 流通股 (百万股)	392
总市值 (百万元)	6,551
主要股东 (持股比例)	烟台氨纶集团有限公司 (38.65%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[002254.SZ]	+1.39	-14.16	-12.77	-26.39
[深证成份A股指数]	+3.28	-5.55	-2.64	-9.74

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2011 年中报点评:

烟台氨纶公布了 2011 年上半年业绩, 实现营业收入 7.91 亿元, 同比增长 12%, 营业利润 1.5 亿元, 实现净利润 1.19 亿元, 同比下降 16.6%, 合每股收益 0.30 元, 低于预期。

正面:

- 5 月, 公司年产 1000 吨芳纶 1414 产业化项目顺利实现投产试车, 作为国内唯一自主产业化的对位芳纶生产线, 有效打破了外资公司对国内市场的垄断, 未来公司的芳纶 1414 仍然有扩产可能。
- 上半年芳纶业务产销量大幅增加, 营业收入大幅提升约 39%, 毛利贡献率达到 43%。未来芳纶业务的扩张将进一步提升公司估值水平。

负面:

- 氨纶价格持续下行, 年初至今价格跌幅接近 30%, 产品销售价格同比下降显著。同时, 氨纶原材料 PTMEG 和纯 MDI 价格分别同比上涨约 20%和 25%, 公司氨纶业务毛利受到挤压, 毛利率同比下降 9%。

发展趋势:

公司作为国内芳纶行业龙头企业, 正在向新材料公司转型, 将受益于十二五新材料相关政策。未来芳纶业务的盈利贡献将继续提高, 有望提升公司估值水平。

估值与建议:

我们下调公司 2011-2012 年 EPS 预测分别至 0.55 和 0.81 元, 对应估值为 30x 和 21x。公司芳纶业务的扩张将提升估值水平, 维持“推荐”评级。

风险:

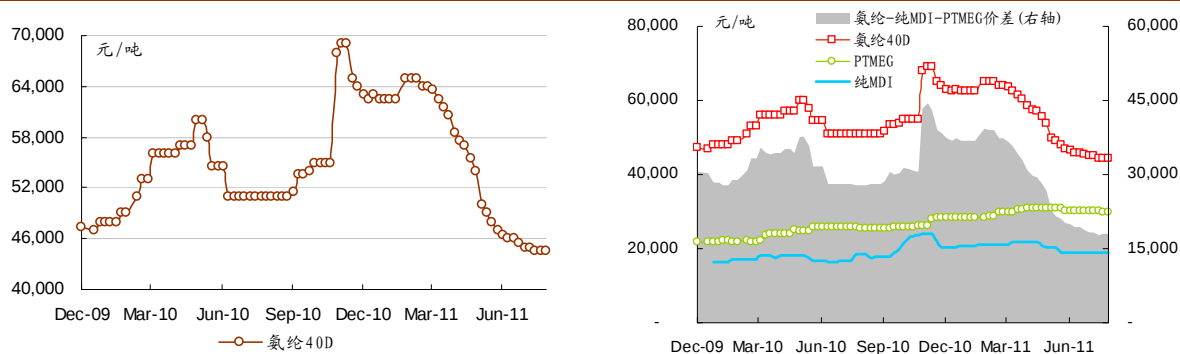
- 棉花价格低位运行, 整体化纤品价格下行风险。
- 市场估值中枢下行带来的系统性风险。

图表 1：公司分季度业绩

(百万元)	季度数据										
	1Q 10	2Q 10	1H 10	3Q 10	4Q 10	1Q 11	2Q 11	1H 11	QoQ	YoY	HoH
主营业务收入	343	363	706	388	396	414	377	791	-8.9%	3.7%	12.0%
主营业务成本	239	230	468	282	267	287	284	571	-1.0%	23.6%	21.9%
主营业务利润	103	133	235	104	128	127	93	220	-26.6%	-29.9%	-6.8%
营业费用	4	9	14	13	16	6	8	14	26.9%	-14.5%	4.9%
管理费用	17	22	39	27	38	32	22	55	-30.7%	2.8%	39.3%
财务费用	-	1	-	2	-	1	-	3	-53.3%	-36.1%	15.1%
营业利润	81	101	182	63	78	87	63	150	-26.8%	-37.3%	-17.7%
税前利润	81	101	183	64	78	86	64	150	-26.2%	-37.1%	-17.8%
净利润	63	79	142	45	68	68	51	119	-24.7%	-35.8%	-16.6%
每股收益 (元)	0.24	0.30	0.55	0.17	0.26	0.17	0.13	0.30	-24.7%	-28.2%	-44.4%
财务比率	1Q 10	2Q 10	1H 10	3Q 10	4Q 10	1Q 11	2Q 11	1H 11	QoQ	YoY	HoH
毛利率	30.4%	36.8%	33.7%	27.3%	32.7%	30.7%	24.7%	27.8%	-6.0%	-12.1%	-17.3%
营业利润率	23.7%	27.9%	25.8%	16.3%	19.6%	20.9%	16.8%	19.0%	-4.1%	-11.0%	-26.5%
净利润率	18.4%	21.9%	20.2%	11.7%	17.2%	16.4%	13.5%	15.0%	-2.8%	-8.3%	-25.5%
营业费用率	1.2%	2.6%	1.9%	3.4%	4.0%	1.5%	2.1%	1.8%	0.6%	-0.5%	-6.4%
管理费用率	5.1%	6.0%	5.6%	7.1%	9.5%	7.8%	5.9%	6.9%	-1.9%	-0.1%	24.3%
有效税率	17.0%	16.3%	16.6%	23.8%	7.7%	15.4%	18.0%	16.5%	2.6%	1.7%	-0.6%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：氨纶国内价格走势（左图）；氨纶价差走势（右图）



资料来源：隆众价格网，中纤网，环球聚氨酯网，中金公司研究部

图表3：历史及未来财务数据，主要假设及盈利预测调整

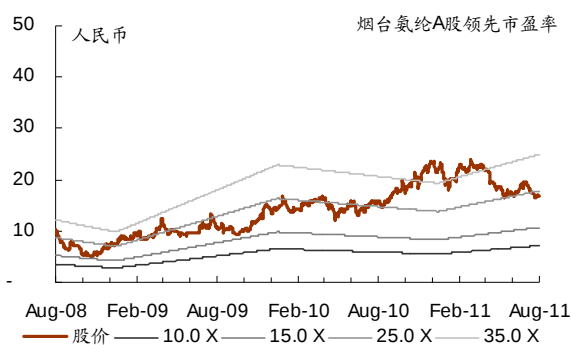
损益表 (百万元)					
主营业务收入净额	1418	1,133	1,491	1,891	2,283
主营业务利润	392	251	467	482	656
营业费用	36	37	43	61	64
管理费用	111	86	104	142	160
财务费用	8	-4	-5	-3	-1
营业利润	214	139	324	282	433
所得税	27	22	52	45	69
净利润	182	109	256	216	317
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	258	236	170	191	490
投资活动现金流净额	-160	-29	-152	-885	-535
融资活动现金流净额	296	-100	-81	226	45
货币资金增加额	393	106	-63	-467	-0
资产负债表 (百万元)					
流动资产	922	1,017	1,068	760	905
固定资产	947	858	955	1,850	2,172
流动负债	213	216	332	632	861
长期负债	32	28	58	-	-
股东权益	1544	1,551	1,709	1,839	2,029
总资产	1929	1,942	2,268	2,661	3,127
财务指标					
主营业务利润率	27.7%	22.1%	31.4%	25.5%	28.7%
息税前利润率	17.3%	11.3%	21.5%	14.8%	18.9%
净利润率	12.8%	9.6%	17.2%	11.4%	13.9%
净资产收益率	11.8%	7.0%	15.0%	11.7%	15.6%
总资产收益率	9.4%	5.6%	11.3%	8.1%	10.1%
总资产负债率	12.7%	12.6%	17.2%	23.8%	27.5%
净资产负债率	15.9%	15.8%	22.8%	34.4%	42.4%
流动比率	4.3	4.7	3.2	1.2	1.1
速动比率	3.5	4.1	2.6	0.8	0.7
应收账款周转期	69	94	82	85	85
存货周转期	42	42	48	48	48
分红比例	76.3%	89.7%	81.6%	40.0%	40.0%

主要假设	2011E	2012E
销售量(吨)		
氨纶 (权益销量)	28,000	33,000
芳纶1313	5,000	5,200
芳纶1414	500	1,000
销售单位含税价(元/吨)		
氨纶	46,000	48,000
芳纶1313	135,000	135,000
芳纶1414	250,000	250,000
毛利率		
氨纶	20%	25%
芳纶1313	35%	35%
芳纶1414	40%	40%
EPS		
氨纶	0.14	0.31
芳纶1313	0.34	0.35
芳纶1414	0.07	0.14
合计	0.55	0.81

(人民币百万元)	2011E			2012E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	2,270	1,891	-16.7%	2,587	2,283	-11.7%
主营业务成本	1,545	1,402	-9.3%	1,722	1,619	-6.0%
主营业务利润	716	482	-32.7%	854	656	-23.2%
营业费用	73	61	-16.7%	72	64	-11.7%
管理费用	170	142	-16.7%	181	160	-11.7%
财务费用	-3	-3	0.0%	-1	-1	0.0%
净利润	368	216	-41.3%	451	317	-29.7%
每股盈利 (元)	0.94	0.55	-41.3%	1.15	0.81	-29.7%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表4：公司PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

附表5：行业可比公司估值表

公司名称 国内化肥公司	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2011-8-17	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	24.42	186.3	79.2	25.8	14.0	3.2	3.1	3.0	2.6	21.5	17.2	11.1	8.3
盐湖股份	000792 CH	CNY	推荐	54.40	34.0	37.7	22.0	17.2	13.8	10.8	6.3	5.2	38.0	46.0	21.1	15.5
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	6.90	25.1	34.3	13.6	10.7	2.0	1.8	1.7	1.5	n.a.	9.4	6.0	5.3
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	11.34	13.2	22.1	21.3	12.8	2.0	1.2	1.1	0.9	13.3	15.3	11.4	8.5
六国化工	600470 CH	CNY	中性	8.87	36.8	27.7	17.9	16.2	2.6	1.3	1.2	1.2	36.4	20.4	15.2	13.5
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	29.81	393.0	1820.4	27.4	22.8	13.2	13.2	8.8	6.4	328.4	247.5	n.a.	647.0
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	7.34	26.0	33.2	24.2	20.1	1.2	1.9	1.8	1.7	17.4	22.0	11.9	9.2
玖源集团	827 HK	HKD	推荐	0.16	n.m.	n.a.	10.1	6.9	1.1	1.1	1.0	0.8	59.2	17.2	3.9	3.1
中化化肥	297 HK	HKD	推荐	2.26	n.m.	25.2	8.6	7.1	1.1	1.1	0.9	0.8	n.m.	18.0	8.5	7.1
中海石油化学	3983 HK	HKD	推荐	5.48	22.4	18.3	11.2	9.3	2.3	2.0	1.7	1.5	12.4	10.0	6.8	5.6
平均					92.1	233.1	18.2	13.7	4.3	3.8	2.7	2.3	65.8	42.3	10.7	72.3
中间值					30.0	33.2	19.6	13.4	2.2	1.8	1.7	1.5	28.9	17.6	11.1	8.4
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	16.90	26.4	18.4	18.8	13.0	5.6	4.6	4.3	3.2	25.3	20.4	11.6	8.2
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	10.14	23.4	41.1	25.3	19.4	0.8	1.7	1.6	1.5	13.8	17.5	11.9	10.0
ST新材	600299 CH	CNY	中性	13.51	n.m.	93.5	61.4	39.1	2.5	2.5	2.4	2.2	30.1	15.0	10.4	8.4
三爱富	600636 CH	CNY	推荐	33.11	1973.2	250.0	13.1	10.0	15.5	14.6	6.9	4.1	43.1	22.2	7.4	5.8
巨化股份	600160 CH	CNY	推荐	26.54	159.7	27.7	9.8	7.5	7.4	6.6	5.2	3.5	44.4	17.9	7.1	5.6
山西三维	000755 CH	CNY	中性	10.67	470.5	150.0	48.4	36.1	2.3	2.3	2.2	2.1	21.6	14.4	14.2	12.4
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	9.02	86.9	27.7	14.6	11.3	2.1	2.0	1.8	1.6	21.4	10.9	7.0	6.2
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	10.95	124.5	154.1	55.3	35.1	4.7	4.6	4.2	3.8	26.5	22.0	14.3	12.3
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	25.79	66.7	50.7	35.1	32.1	7.6	5.6	4.9	4.4	34.3	19.0	14.0	11.9
云维股份	600725 CH	CNY	中性	7.51	49.3	25.0	18.8	14.7	1.9	1.8	1.7	1.5	18.5	11.4	8.8	7.5
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	18.47	n.m.	1058.3	44.9	11.6	11.4	6.4	9.0	5.2	8745.3	449.4	17.7	6.6
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.94	n.m.	53.9	2.3	0.6	0.6	0.3	0.5	0.3	1266.3	65.1	2.6	1.0
烟台氨纶	002254 CH	CNY	推荐	16.73	60.0	25.6	30.3	20.7	4.2	3.8	3.6	3.2	23.2	13.7	14.0	9.6
普利特	002324 CH	CNY	审慎推荐	14.98	21.0	20.1	29.7	20.2	2.0	1.9	3.5	3.1	34.7	37.1	22.8	15.4
中国玻纤	600176 CH	CNY	推荐	29.81	n.m.	61.9	17.5	13.0	10.5	9.0	3.4	2.9	35.3	16.2	12.1	10.4
天晟新材	300169 CH	CNY	推荐	27.35	54.1	39.3	45.5	28.5	9.3	7.5	4.0	3.6	56.4	40.8	25.4	16.6
平均					259.6	131.1	29.4	19.6	5.5	4.7	3.7	2.9	652.5	49.6	12.6	9.2
中间值					63.4	45.9	27.5	17.1	4.4	4.2	3.5	3.2	32.2	18.4	12.0	9.0

资料来源：Wind，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

