



成本的完全转嫁或存机会

增持首次评级

投资要点:

- 氨纶成本可完全转嫁
- 氨纶产能释放不必太惑
- 基本面与相关公司二级市场的反差或存机会(不同于市场的看法)

报告摘要:

- **氨纶行业投资逻辑。**在通胀预期等诸多因素的影响下,原油趋于上涨,从而带动氨纶原料 MDI 和 PTMEG 价格走高,由于氨纶目前处于为夏季备货的旺季,加之中间商已有涨价预期,从而会增加备货,两方面提升了氨纶的需求增加,从而有利于氨纶价格走高,从而有效传递成本上涨,相关公司氨纶业务盈利状况良好。
- **氨纶成本完全转嫁,但相关公司股价走势却截然相反。**我们拆分了今年以来氨纶产业链中诸多产品的价格与价差变化,MDI 和氨纶均较成功的转嫁了成本上涨的压力,相比较而言,MDI 价格较年初仅上涨了 2.13%,而氨纶价格却从 60000 元/吨上涨至 65000 元/吨,涨幅达到 8.33%。而 MDI 生产商烟台万华今年以来涨幅达到 26%,氨纶代表企业华峰氨纶却下跌了 1.15%。
- **产能释放之惑不必太惑。**产生上述现象的原因恐在于市场对氨纶产能释放的担心。实际上,今年氨纶新增产能在 6 万吨左右,主要集中在下半年,而从全年产量来看,产能增速为 21%,而近两年国内氨纶产量增速分别为 24%和 32%,我们认为市场完全可以吸收新增产能,从而对氨纶价格不会有太大的影响,从而不必太惑。
- **投资策略。**我们认为国内氨纶相关上市公司均会有一定机会,但我们更看好华峰氨纶,氨纶价格上涨对其业绩影响弹性最大,同时,由于烟台氨纶同时还涉及芳纶等新材料,可以给予一定的高估值。建议买入。

华峰氨纶主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,196	1,624	2,224	2,629
(+/-%)	17.7%	35.8%	36.9%	18.2%
净利润(百万元)	107	330	426	552
(+/-%)	-34.4%	207.2%	29.3%	29.5%
每股收益(元)	0.29	0.45	0.58	0.75
市盈率(PE)	38.4	25.0	19.3	14.9

分析师

张延明(S1180510120009)

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 01088085610

zuguangping@hysec.com

联系人

康铁牛

电话: 01088085991

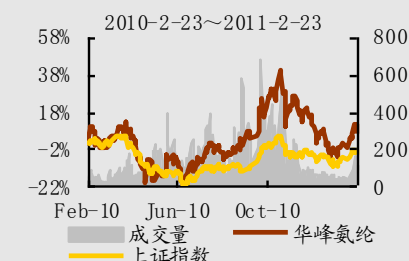
kangtieniu@hysec.com

柴沁虎

电话: 01088085267

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	10305	
20100630	12670	
20100331	15411	

数据来源: 港澳资讯

相关研究

一、氨纶行业投资逻辑

我们认为目前在全球通胀预期等诸多因素的影响下，原油趋于上涨，从而带动氨纶原料 MDI 和 PTMEG 价格走高，由于氨纶目前处于为夏季备货的旺季，加之中间商已有涨价预期，从而会增加备货，两方面提升了氨纶的需求增加，从而有利于氨纶价格走高，从而有效传递成本上涨，相关公司氨纶业务盈利状况良好。

图 1：氨纶行业投资逻辑



资料来源：宏源证券

二、成本的有效传递

上述的逻辑中，推荐的根本理由在于成本可以在产业链中有效的传递，为了使理由更充分，我们将产业链各个环节的价格与价差进行拆分来看。

图 2：氨纶行业产业链

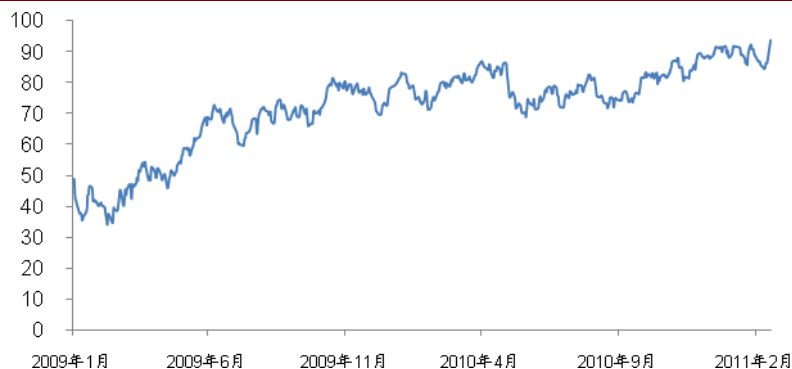


资料来源：宏源证券

（一）原油价格走势与涨幅

WTI 原油目前价格为 93.57 美元/桶，较 2011 年初的价格上涨了 2.21%，布伦特原油价格上涨了 11.54%。

图 3：WTI 原油价格走势(美元/桶)

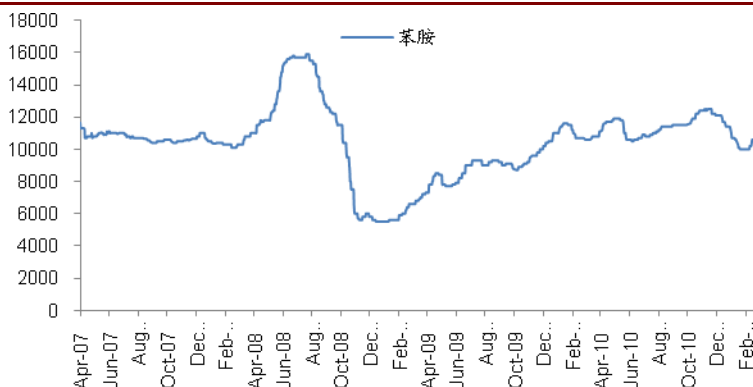


资料来源：宏源证券

（二）苯胺价格走势与涨幅

苯胺目前价格为 10600 元/吨，较 2011 年初的价格略微下降了 3.64%。

图 4：苯胺价格走势(元/吨)

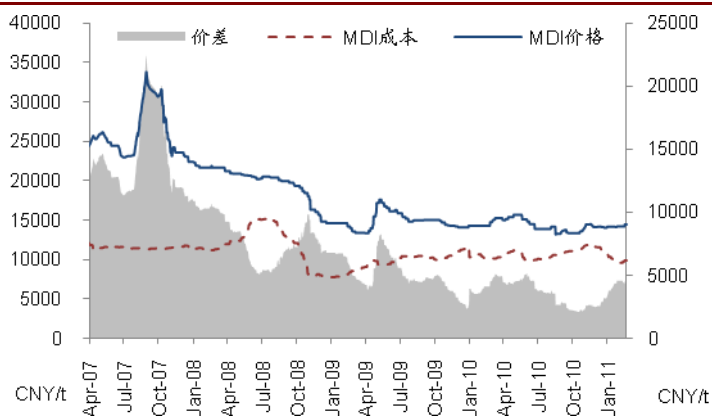


资料来源：宏源证券

（三）MDI 价格走势与涨幅

MDI 目前价格为 16800 元/吨，较 2011 年初的价格上涨了 2.13%，而价差则上涨了 939 元/吨，平均毛利率水平从 25%提升至 31%，盈利能力增强。

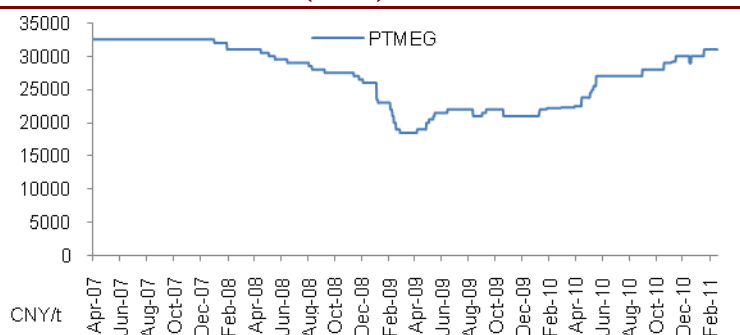
图 5：MDI 价格与价差走势(元/吨)



资料来源：宏源证券

（四）PTMEG 价格走势与涨幅

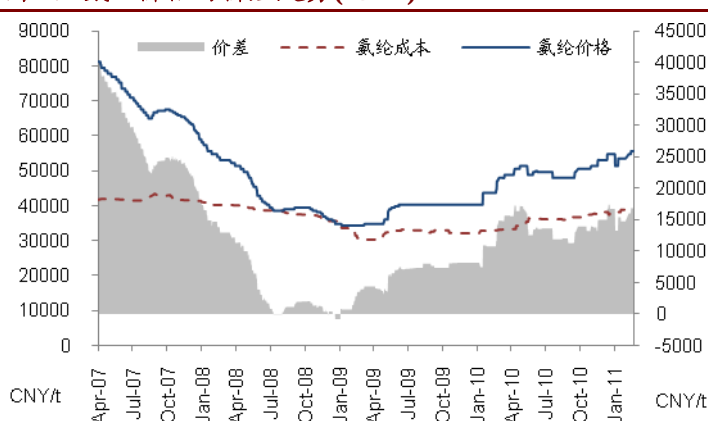
PTMEG 目前价格为 31000 元/吨，较 2011 年初的价格上涨了 3.33%。

图 6: PTMEG 价格走势(元/吨)


资料来源: 宏源证券

(五) 氨纶价格与价差走势

氨纶目前价格为 65000 元/吨, 较 2011 年初的价格上涨了 8.33%, 价差上涨了 3553 元/吨, 平均毛利率水平从 25.8%提高至 30.2%。

图 7: 氨纶价格与价差走势(元/吨)


资料来源: 宏源证券

(六) 综合比较: 氨纶成本有效传递, 氨纶相关股票具备上涨条件

我们从产业链的产品价格变动情况来看, MDI 和氨纶均有效传递了成本上涨的压力, 并且涨幅比原料价格涨幅还要大。而令我们困惑的是, 从产品价格变化来看, 氨纶比 MDI 更有效的转嫁了成本的压力, 毛利率比 25% 左右提升至 30% 以上, 而相关标的公司的股价涨幅却呈反向关系, 今年以来, MDI 为代表的公司烟台万华涨幅达到 26%, 而氨纶为代表的公司华峰氨纶却下跌了 1.15%。

综合比较来看, 我们认为氨纶成本被有效传递, 同时 A 股市场对待氨纶的悲观与现实形成了反差, 所以我们认为氨纶相关股票已经具备上涨条件。

图 8: 氨纶价格与价差走势(元/吨)

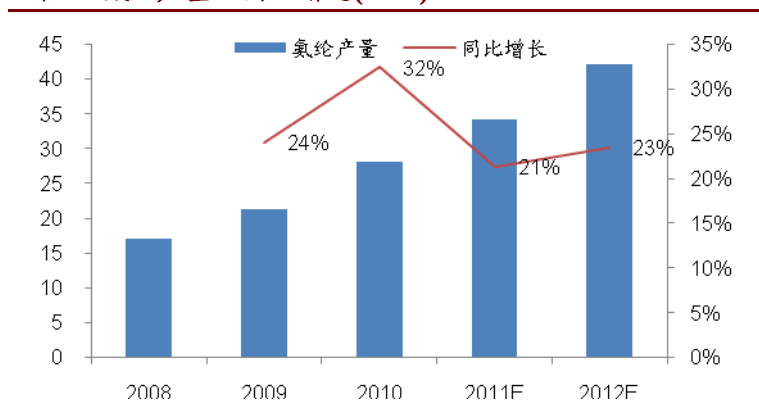
产品名称	年初价格	目前价格	%change	价差扩大
WTI(美元/桶)	91.55	93.57	2.21%	----
苯胺(元/吨)	11000	10600	-3.64%	----
MDI(元/吨)	16450	16800	2.13%	是
PTMEG(元/吨)	30000	31000	3.33%	----
氨纶(元/吨)	60000	65000	8.33%	是
烟台万华(元/股)	19.32	24.28	25.67%	----
华峰氨纶(元/股)	11.2	11.16	-1.15%	----

资料来源: 宏源证券

三、产能释放之惑不必太惑

从去年以来,影响对氨纶行业相关股票投资的最大因素当属最近两年氨纶行业产能释放。从我们了解到的情况来看,今年下半年产能会逐步释放 6 万吨左右。

从近几年国内氨纶的产量来看,每年的产量增速在 24%以上,2010 年产量增速在 32%,年产量达到 28.14 万吨,如果按今年产量增加 6 万吨计算,扩产幅度达到 21%,我们认为市场完全可以在保持盈利水平的情况下消化扩产的产量。

图 9: 氨纶产量及同比增速(万吨)


资料来源: Wind

四、投资策略

A 股上市公司中,生产氨纶的企业主要有华峰氨纶、烟台氨纶、友利控股。我们认为上述 3 个公司均有机会,但涨幅方面,我们更看好华峰氨纶和烟台氨纶。

图 10: 氨纶行业重点公司估值对比

证券代码	证券简称	股票价格	EPS				P/E			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
000584.SZ	友利控股	8.86	0.07	0.28	0.34	0.40	130.5	31.6	26.4	22.0
002064.SZ	华峰氨纶	11.16	0.29	0.45	0.58	0.75	38.5	24.8	19.2	14.9
002254.SZ	烟台氨纶	34.92	0.67	1.07	1.35	1.72	52.2	32.6	25.9	20.3
	平均	18.31	0.34	0.60	0.76	0.96	73.72	29.68	23.83	19.0

资料来源: Wind, 宏源证券

附表：华峰氨纶财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	42	157	298	558	营业收入	1196	1624	2145	2536
应收款项	289	393	519	613	营业成本	967	1080	1459	1674
存货净额	214	262	360	415	营业税金及附加	6	8	11	13
其他流动资产	35	47	63	74	销售费用	24	32	43	51
流动资产合计	580	859	1238	1661	管理费用	77	107	141	166
固定资产	1109	1067	1009	950	财务费用	14	9	9	7
无形资产及其他	33	32	31	29	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1725	1960	2281	2643	营业利润	106	388	484	627
短期借款及交易性金融负债	184	184	184	184	营业外净收支	18	0	0	0
应付款项	107	131	181	208	利润总额	124	388	484	627
其他流动负债	55	68	93	108	所得税费用	16	58	73	94
流动负债合计	346	383	457	500	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	107	330	411	533
其他长期负债	0	0	0	0	现金流量表（百万元）				
长期负债合计	0	0	0	0		2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	346	383	457	500	净利润	107	330	411	533
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(11)	(3)	0	0
股东权益	1379	1577	1823	2143	折旧摊销	146	76	78	80
负债和股东权益总计	1725	1960	2281	2643	公允价值变动损失	3	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	14	9	9	7
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	(13)	(129)	(165)	(119)
每股收益	0.29	0.45	0.56	0.72	其它	11	3	0	0
每股红利	0.12	0.18	0.22	0.29	经营活动现金流	242	277	325	494
每股净资产	3.73	2.14	2.47	2.90	资本开支	(9)	(30)	(20)	(20)
ROIC	7%	21%	25%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	21%	23%	25%	投资活动现金流	(9)	(30)	(20)	(20)
毛利率	19%	34%	32%	34%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	24%	23%	25%	负债净变化	(50)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	29%	27%	28%	支付股利、利息	(45)	(132)	(164)	(213)
收入增长	18%	36%	32%	18%	其它融资现金流	(26)	0	0	0
净利润增长率	-34%	207%	25%	30%	融资活动现金流	(216)	(132)	(164)	(213)
资产负债率	20%	20%	20%	19%	现金净变动	18	115	140	261
息率	1.1%	3.2%	4.0%	5.2%	货币资金的期初余额	25	42	157	298
P/E	38.4	25.0	20.0	15.5	货币资金的期末余额	42	157	298	558
P/B	3.0	5.2	4.5	3.8	企业自由现金流	245	255	312	479
EV/EBITDA	16.7	18.2	15.2	12.3	权益自由现金流	169	247	305	474

资料来源：宏源证券

附表：烟台氨纶财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	590	601	643	711	营业收入	1133	1586	2015	2392
应收款项	286	400	509	604	营业成本	877	1072	1370	1594
存货净额	131	180	232	271	营业税金及附加	5	7	9	11
其他流动资产	10	14	18	21	销售费用	37	49	62	74
流动资产合计	1017	1195	1401	1607	管理费用	86	120	153	181
固定资产	859	827	788	746	财务费用	(4)	(2)	(3)	(5)
无形资产及其他	46	44	42	41	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1942	2087	2251	2414	营业利润	139	339	424	538
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	4	0	0	0
应付款项	148	204	263	307	利润总额	142	339	424	538
其他流动负债	68	93	120	141	所得税费用	22	51	64	81
流动负债合计	216	297	383	448	少数股东损益	11	8	8	8
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	109	280	352	449
其他长期负债	28	28	28	28					
长期负债合计	28	28	28	28	28				
负债合计	245	325	411	477	净利润	109	280	352	449
少数股东权益	146	154	162	170	资产减值准备	(29)	5	0	0
股东权益	1551	1607	1678	1768	折旧摊销	139	58	61	63
负债和股东权益总计	1942	2087	2251	2414	公允价值变动损失	(5)	0	0	0
					财务费用	(4)	(2)	(3)	(5)
					营运资本变动	(18)	(81)	(78)	(73)
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	其它	27	3	8	8
每股收益	0.67	1.07	1.35	1.72	经营活动现金流	223	265	343	447
每股红利	0.80	0.86	1.08	1.38	资本开支	(27)	(30)	(20)	(20)
每股净资产	9.51	6.16	6.43	6.77	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	6%	17%	20%	25%	投资活动现金流	(27)	(30)	(20)	(20)
ROE	7%	17%	21%	25%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	23%	32%	32%	33%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	21%	21%	22%	支付股利、利息	(130)	(224)	(282)	(359)
EBITDA Margin	24%	25%	24%	25%	其它融资现金流	170	0	0	0
收入增长	-20%	40%	27%	19%	融资活动现金流	(90)	(224)	(282)	(359)
净利润增长率	-40%	156%	26%	27%	现金净变动	106	11	41	68
资产负债率	20%	23%	25%	27%	货币资金的期初余额	484	590	601	643
息率	2.3%	3.9%	4.9%	6.3%	货币资金的期末余额	590	601	643	711
P/E	52.2	32.6	25.9	20.3	企业自由现金流	222	233	320	423
P/B	3.7	5.7	5.4	5.2	权益自由现金流	392	235	323	427
EV/EBITDA	22.3	23.9	19.8	16.1					

资料来源：宏源证券

分析师简介:

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员，四年证券行业从业经验。主要覆盖塑料、化纤、轮胎、中间体、新材料等行业。

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。主要研究覆盖行业：石化、煤化工等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。