

产业链一体化成就企业领先地位

荣盛石化

定价区间 47.74-56.42元

新股定价报告

2010年 10月 18日 星期一

袁舰波

执业证书编号：

S0630208010052

联系人：刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

胡昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

价值分析

q 公司是国内领先的 PTA和聚酯纤维生产企业

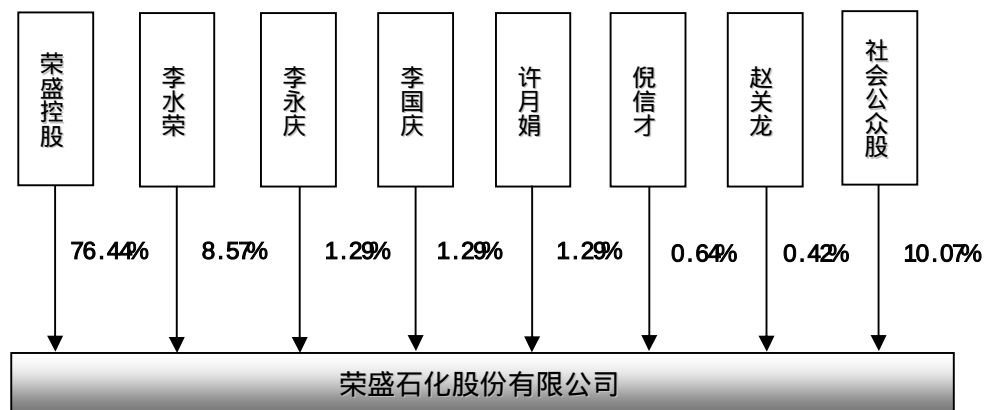
荣盛石化是全国大型的 PTA和涤纶长丝生产企业，主要产品包括 PTA PET切片以及涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶预取向丝（POY）、涤纶加弹丝（DTY）三大系列。

公司充分发挥 PTA-聚酯-涤纶产业链的一体化优势和规模优势，在 PTA和涤纶长丝行业所占份额不断上升，公司主营产品在国内市场占有重要地位。目前公司拥有聚酯 60万吨、涤纶纺丝（FDY POY）57万吨、涤纶加工弹丝（DTY）25万吨的年设计生产能力，同时控股子公司逸盛大化和参股公司浙江逸盛分别拥有 150万吨和 130万吨 PTA实际年生产能力。

q 公司股权分析

公司的控股股东为荣盛控股，持有本公司股份 42500万股，占本次发行后总股本的 76.44%，李水荣先生是荣盛控股的实际控制人，本次发行后李水荣先生通过直接和间接方式共持有荣盛石化 57.13%的股份。本次拟公开发行社会公众股 5600万股，占公开发行后总股本的 10.07%，发行后总股本为 55600万股。

图 1 荣盛石化发行后股权结构图



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

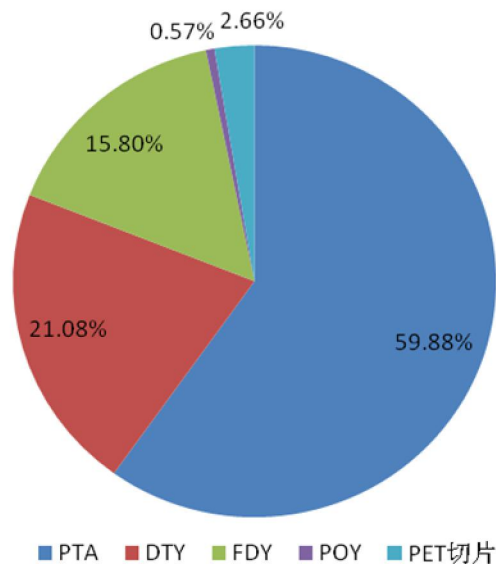
q 主营业务分析

1.公司主营业务构成

公司不断扩大生产规模和实施技术创新，产业链不断延伸，目前主营产品包括 PTA、PET切片、涤纶长丝（FDY、POY、DTY）等三个大类的生产与销售，其中 PTA 和涤纶长丝产品分别占总销售收入的 59.88% 和 37.45%。

图 2 公司主营产品 2010年 1-6月份销售收入占比

主营产品	应用领域
PTA	90%以上用于生产 PET，其余用于生产 PTT和 PBT
PET切片	用于纺制 POY、FDY等长丝；也可纺制各类短纤、中空纤维和差别化纤维
FDY	直接用于织造、针织、氨纶包覆等
POY	用于加工 DX、DTY和具有特殊风格的复合丝
DTY	用于机织、针织等



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

由于国内下游聚酯行业快速扩张，PTA产能远远不能满足需求，2009年国内 PTA进口依存度达到 34.27%。公司控股子公司和参股公司的 PTA产品产销率一直接近 100%，盈利能力较好。另外纺织行业对聚酯纤维需求的持续增长也带动公司涤纶长丝保持较高的产销率。

表 1 公司主营业务产品产销情况

产品	项目	2010年 1-6月份	2009年	2008年	2007年
PTA	产能(万吨/年)	120	120		
	产量(万吨)	66.80	94.62		
	销量(万吨)	54.82	76.48		
	自用(万吨)	11.71	18.00		
	产销率	99.53%	99.83%		
PET切片	产能(万吨/年)	60	60	60	60
	产量(万吨)	23.26	50.45	49.49	52.44
	销量(万吨)	2.01	4.33	5.36	6.97
	自用(万吨)	21.14	46.47	43.92	45.16
	产销率	95.45%	108.93%	96.29%	95.81%
POY	产能(万吨/年)	35	35	35	33
	产量(万吨)	12.18	26.16	25.47	25.80
	销量(万吨)	0.40	1.79	3.96	7.16
	自用(万吨)	11.76	24.52	21.39	18.40
	产销率	97.32%	109.30%	97.32%	96.76%
FDY	产能(万吨/年)	22	22	22	22
	产量(万吨)	8.77	20.26	18.53	19.74
	销量(万吨)	9.48	19.93	18.41	19.35
	产销率	108.18%	98.39%	99.39%	98.03%
DTY	产能(万吨/年)	25	25	25	20
	产量(万吨)	11.88	24.88	22.19	18.70
	销量(万吨)	12.11	26.30	20.82	18.26
	产销率	101.91%	105.72%	93.83%	97.68%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

2.PTA供不应求，公司盈利前景可期

PTA作为重要石油化工产品，90%以上用于生产PE等聚酯产品，由于下游聚酯行业快速发展，国内PTA市场需求十分强劲，行业高利润促使国内厂商不断新建和扩大产能，但仍不能满足国内需求，2009年PTA进口依存度达到34.27%。未来几年国内化纤需求量将持续增长，PTA供不应求的局面仍将持续。公司目前通过控股和参股方式共拥有280万吨PTA实际生产能力，既保证了公司下游产品对PTA的需求，还对外销售PTA产品。随着控股公司逸盛大化130万吨PTA产能的投产，PTA产品对公司毛利润的贡献大幅提升，成为公司新的利润增长点。

表 2 PTA产品毛利润大幅上升

	2010年 1-6月份	2009年	2008年
毛利（百万元）	844.17	909.71	8.51
毛利占比	79.28%	72.30%	4.26%
毛利率	22.80%	19.04%	1.62%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

3 纺织工业需求旺盛带动聚酯纤维需求

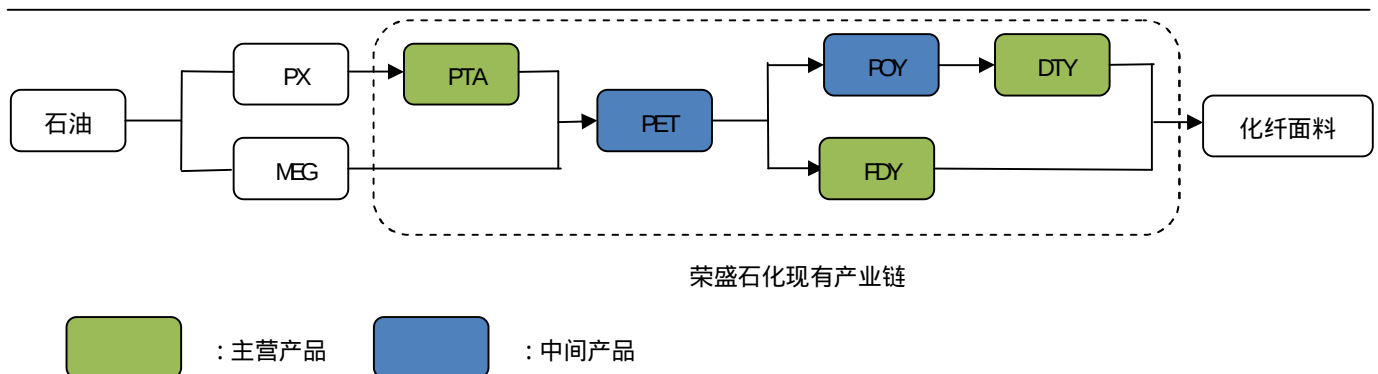
作为聚酯纤维最大的下游需求，纺织工业的需求增长决定了聚酯纤维行业的发展。随着我国经济持续快速发展和汽车、农业等相关行业的发展，衣着类、家纺类、产业用纺织品消费将持续增长，成为聚酯涤纶行业发展的主要动力。同时由于我国聚酯纤维产品技术和质量都已达到国际领先水平，成本优势明显，聚酯涤纶产品出口也将成为拉动行业发展的动力之一。公司作为行业优势企业，技术水平领先，产品质量优异，产品盈利能力和市场份额一直较为稳定，并且随着 PTA 产能的投产，涤纶长丝产品成本进一步降低，有利于增强公司产品的市场竞争力和盈利能力。

q 核心优势分析

1 产业链一体化优势提升公司盈利水平

公司通过参股公司浙江逸盛和控股公司逸盛大化拥有了 PTA-聚酯-纺丝-加弹的完整产业链，降低了市场价格波动对于公司整体盈利能力的影响，在国内 PTA 供不应求的情况下，保证了公司生产原料的稳定供应，降低公司主营业务成本。公司借助产业链整合提升整体竞争力，有利于公司产品结构优化，同时 PTA 业务盈利能力显著，成为公司新的利润增长点。

图 3 公司一体化产业链

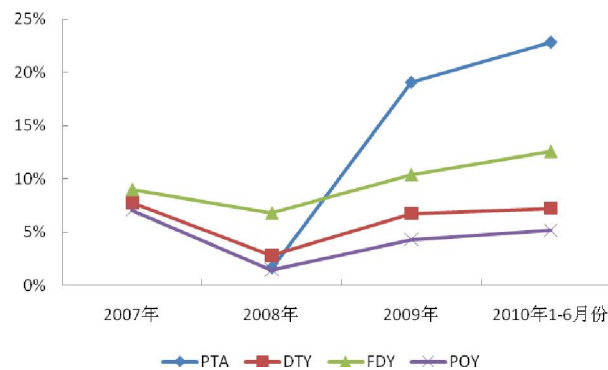


资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

2 规模优势增加公司竞争能力

公司控股公司逸盛大化 PTA 年产能 150 万吨，居于全国第三位，公司还是第 6 大聚酯涤纶生产企业，目前拥有 60 万吨聚酯生产能力，各类纤维长丝产品的生产规模在行业内也居于领先地位。生产规模的扩大有效提高公司的生产效率，降低产品的单位投资成本及单位能耗，提升了公司产品的市场竞争力，公司各类产品的毛利率稳步上升。

图 4 公司各项主营产品毛利率稳步上升



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

q 风险分析

1 上游原料 PX 价格波动风险

PTA 的主要原材料是 PX，约占 PTA 生产成本的 85%，对 PTA 产品盈利能力有较大影响，而 PX 价格与石油价格和行业开工情况密切相关，2005 年以来 PX 价格波动较为频繁，公司存在主要原材料和产品价格波动引起的经营业绩风险。公司通过和供应商签订长期合同能够部分规避原材料价格波动的风险。

2 主要原材料供应商集中的风险

公司生产所需原材料 PX、MEG 等的供应商比较集中，公司 2010 年 1-6 月份向前五名供应商合计的采购额占当期公司对外采购总额的比重达到 61.16%。如果公司与主要供应商的合作关系发生不利变化或者公司主要供应商的经营或财务状况出现不利变化，有可能增加公司采购成本或者产能利用不足增加生产成本。

q 募投项目介绍

本次发行募集资金主要用于 PTA 环保健康多功能纤维两个项目的开发和建设，将产业链向上游延伸强化公司整体竞争能力和进一步开发差异化纤维系列品种完善产品结构。

表 3 募投项目列表
单位：万元

序号	项目名称	总投资	拟使用募集资金投资额	预计投产时间
1	逸盛大化年产 120万吨 PTA项目	374,559	45,851	2009年 4月
2	盛元化纤年产 10万吨环保健康多功能纤维技改项目	49,060	49,060	2011年年底

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

公司控股子公司逸盛大化建设 120万吨 PTA生产基地项目已于 2009年 4月竣工，该项目投产后大幅提升了公司 PTA市场份额，有利于解决公司原材料供应问题，提高公司盈利能力的稳定性。同时公司通过销售 PTA产品充分享受国内 PTA行业景气带来的收益，成为公司重要的利润增长点。而盛元化纤 10万吨环保健康多功能纤维技改项目投产后将进一步增加公司涤纶产品的差别化率，是对现有主营产品线的延伸和升级，有助于提升产品的技术含量和经济附加值，促进产品结构调整和优化。

q 假设及盈利预测

我们认为公司受益募投项目的投产，业绩会快速增长。预计公司 2010 和 2011年的 EPS分别为 2.17元和 2.33元，我们结合目前市场的估值水平，认为给予公司 2010年 22-26倍的市盈率较为合理，合理的价格为 47.74-56.42元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	10171.41	14253.26	14729.36	15467.82
主营收入增长率	65.95%	40.13%	3.34%	5.01%
净利润（百万）	782.60	1205.96	1296.56	1336.98
净利润增长率	758.53%	54.10%	7.51%	3.12%
EPS（元）	1.41	2.17	2.33	2.40

资料来源：东海证券研究所（注：EPS都按照发行后 55600万股股本计算）

附注：**一、行业评级**

- 推荐 - Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy：预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell：预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122