

分析师： 刘俊 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490208090171

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

梅崧 玺 (8621) 68751310 meiyy@cjsc.com.cn

张翔 (8627) 65799773 zhangxiang1@cjsc.com.cn

产业链一体化优势尽享 PTA-涤纶行业景气

事件描述

■ 发行与募投项目

荣盛石化发行 5600 万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将用于逸盛大化年产 120 万吨 PTA 项目和盛元化纤年产 10 万吨环保健康多功能纤维项目。

■ 公司是国内聚酯涤纶产业链民营巨头

公司主要从事 PTA、聚酯纤维相关产品的生产和销售，主要产品为 PTA 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、各种规格的涤纶长丝、PET 切片。公司是全国大型的涤纶长丝生产企业，目前拥有 60 万吨聚酯装置，设计产能 120 万吨 PTA（实际产能 150 万吨）的生产能力，是目前国内第 6 大聚酯涤纶生产企业，也是国内涤纶丝重要的供应商。

■ PTA-涤纶产业链进入行业景气周期

随着纺织行业需求保持稳定增长，以及对多样性、功能性涤纶的新技术推动，我国已成为世界第一涤纶生产大国。我国聚酯产能占世界聚酯产能超过 50%，预计 2010 年我国聚酯产能和产量分别达到 2900 万吨和 2480 万吨。同时，随着棉花价格的进一步上涨，导致棉花、粘胶短纤等替代品价格也相应上涨，从而将会推动涤纶短纤价格随之上涨。而 PTA 是生产聚酯涤纶的主要原料，尽管我国 PTA 行业规模发展迅速，已成为世界第一大生产大国，但受益于下游聚酯涤纶行业的快速发展，导致 PTA 产量无法满足国内需求，目前进口依存度仍高达 34.27%。

■ 盈利预测与申购价格

预计 2010-2012 年，公司每股收益分别为 2.27 元、2.56 元和 3.15 元。按照 2010 年 25-30 市盈率，合理申购价格为 56.75-68.1 元。

事件评论

国内聚酯涤纶产业链民营巨头

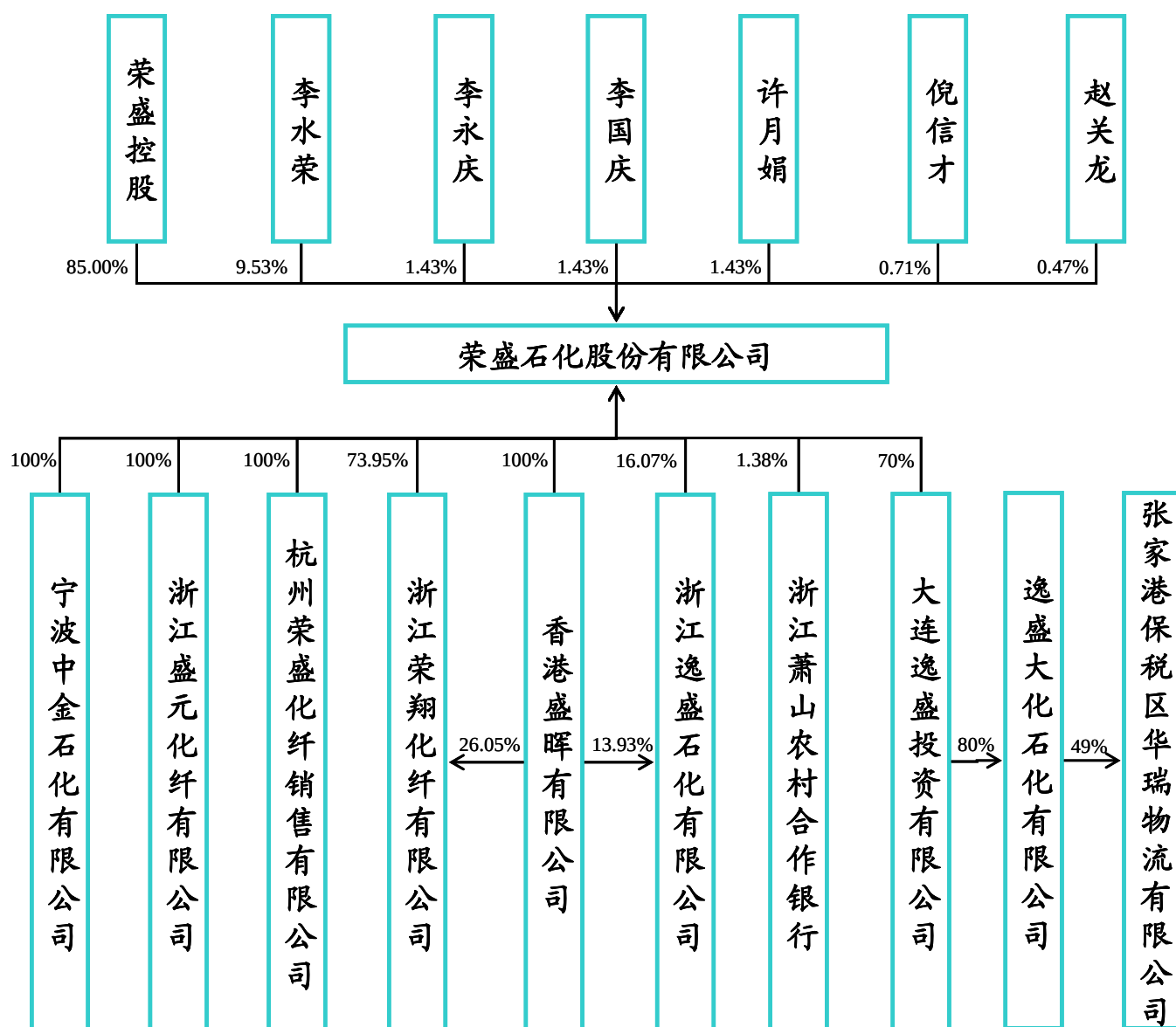
本公司主要从事 PTA、聚酯纤维相关产品的生产和销售，主要产品为 PTA 以及涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶预取向丝（POY）、涤纶加弹丝（DTY）三大系列、各种规格的涤纶长丝、PET 切片。公司是全国大型的涤纶长丝生产企业，目前拥有 60 万吨聚酯装置，设计产能 120 万吨 PTA（实际产能 150 万吨）的生产能力，是目前国内第 6 大聚酯涤纶

生产企业，也是国内涤纶丝重要的供应商。

股权结构

荣盛石化本次拟发行普通股 5600 万股，发行后总股本 55600 万股。发行前，公司董事长李水荣先生直接持有公司 9.53% 的股权，并通过荣盛控股间接持有 53.99% 的股权，合计持有公司 63.52% 的股权，为公司实际控制人。另有李永庆、李国庆、许月娟、倪信才、赵关龙等 5 人合并持有 5.47% 的股份，其中公司董事长李水荣和与董事李永庆和监事李国庆是堂叔侄关系，公司董事李永庆和监事李国庆是兄弟关系。

图 1：荣盛石化股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司经营情况稳步上升

公司营业收入从 2007 年的 58.58 亿元达到 2009 年的 101.71 亿元，年复合增长率 31.77%；营业利润从 2007 年的 2.96 亿

元达到2009年的10.47亿元，年复合增长率88.07%；净利润从2007年的3.19亿元达到2009年的11.30亿元，年复合增长率88.21%；毛利率在2008年因金融危机探底后逐步提升至12%至15%之间。

图 2：近四年公司营业收入变化（百万元）

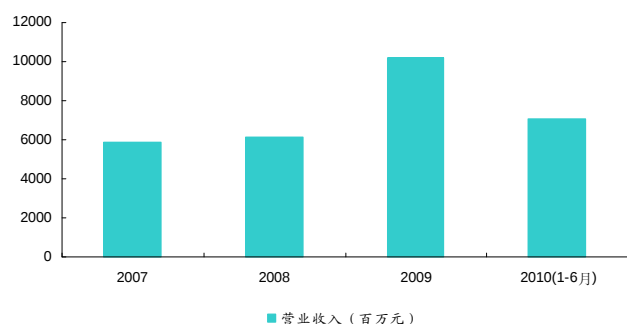
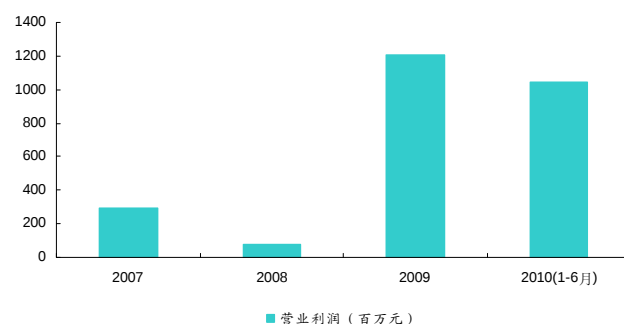


图 3：近四年公司营业利润变化（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：近四年公司净利润变化（百万元）

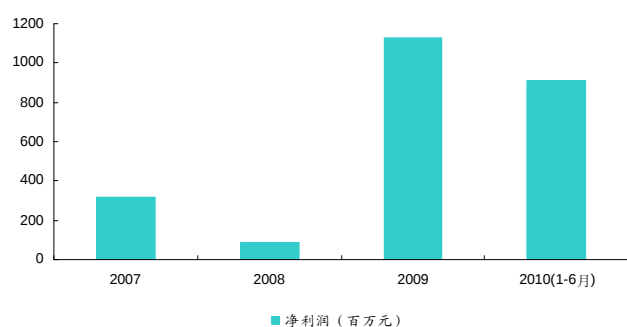
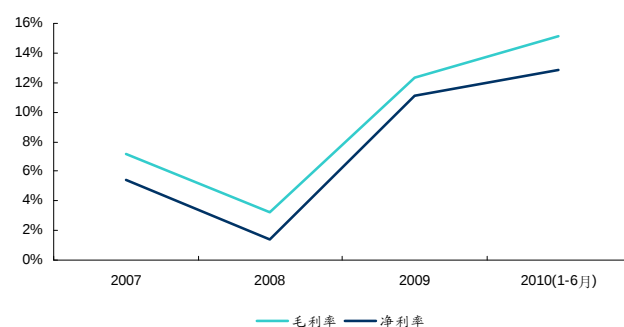


图 5：近四年公司毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

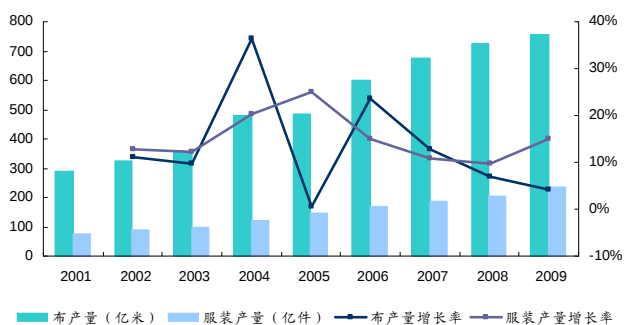
行业分析：PTA-涤纶产业链进入行业景气周期

涤纶产业整体向好

随着纺织行业需求保持稳定增长，以及对多样性、功能性涤纶的新技术推动，我国已成为世界第一涤纶生产大国。我国聚酯产能占世界聚酯产能超过 50%，预计 2010 年我国聚酯产能和产量分别达到 2900 万吨和 2480 万吨。同时，随着棉花价格的进一步上涨，导致棉花、粘胶短纤等替代品价格也相应上涨，从而将会推动涤纶短纤价格随之上涨。

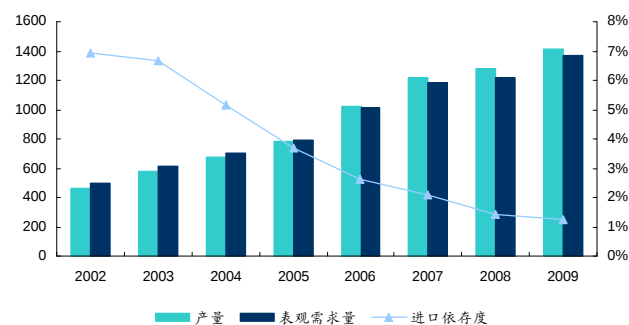
图 6：国内布和服装产量逐年增长

图 7：国内涤纶长丝产量、表观消费量与对外依存度



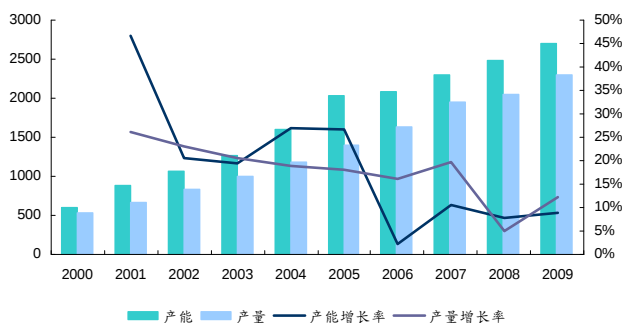
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 6: 国内聚酯产能、产量逐年增长

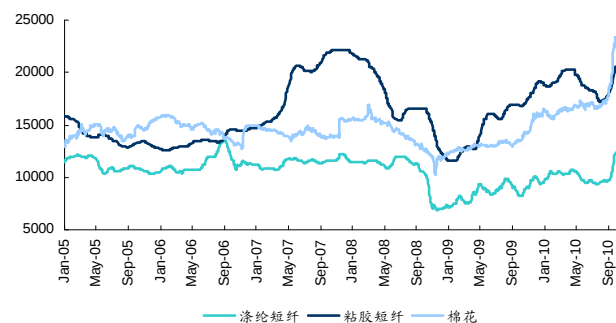


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 7: 涤纶短纤和棉花、粘胶短纤间的价差持续扩大



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

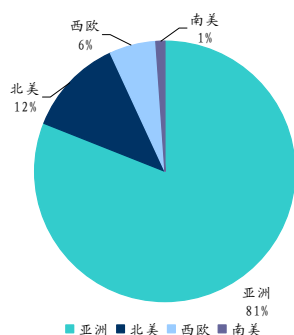


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

PTA 产业进入行业景气周期

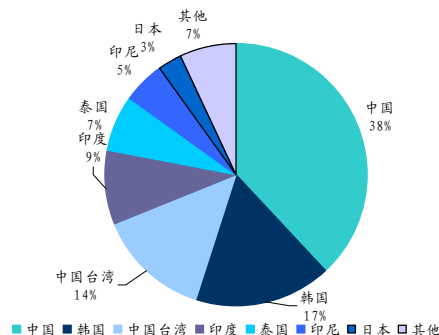
PTA 是生产聚酯涤纶的主要原料, 尽管我国 PTA 行业规模发展迅速, 已成为世界第一大生产大国, 但受益于下游聚酯涤纶行业的快速发展, 导致 PTA 产量无法满足国内需求, 目前进口依存度仍高达 34.27%。

图 6: 2009 年全球 PTA 产能分布



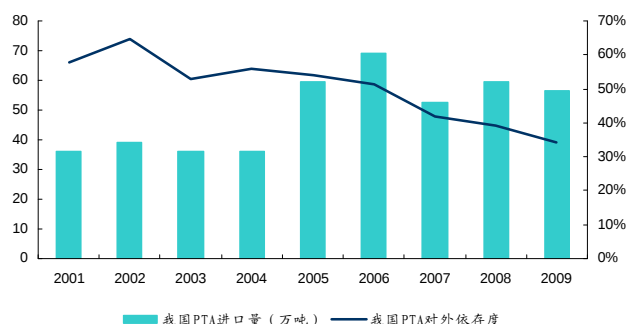
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 7: 2009 年亚洲 PTA 产能分布



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 6: 国内 PTA 进口量与对外依存度仍然较高



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 7: 国内 PTA 和 PX 价差



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司分析：产业链一体化优势尽享行业景气

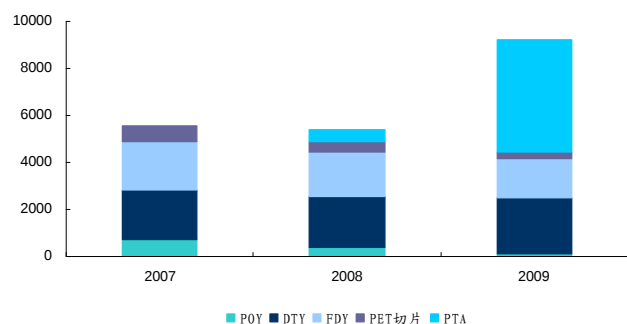
公司核心业务稳定增长

公司主要从事 PTA、聚酯纤维相关产品的生产和销售，主要产品为 PTA 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、各种规格的涤纶长丝、PET 切片。

从主营产品的营业收入占比来看，PTA 投产后在 2009 年占营业收入比例超过一半以上，达到 51.84%。其次公司的 FDY 和 POY 的营业收入占比也较大，但是占比分别从 2007 年的 37.50 和 37.69% 下降至 2009 年的 18.03% 和 25.50%。此外，DTY 和 PET 切片收入业务的占比相对较小。

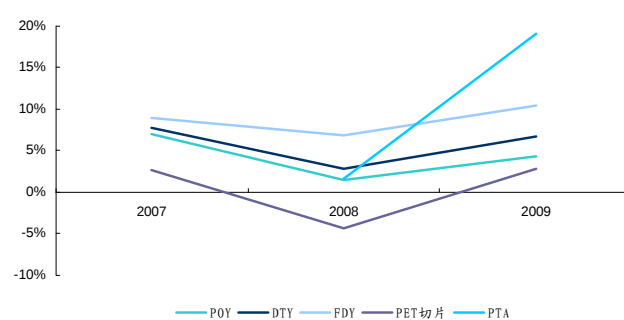
从产品毛利率的角度来看，公司各产品的毛利率在 2008 年因金融危机探底后逐步提升至 2007 年水平，而其中 PTA 的毛利率则出现了明显的增长。

图 9: 近三年公司主营构成按产品分类



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10: 近三年公司各产品毛利率变化

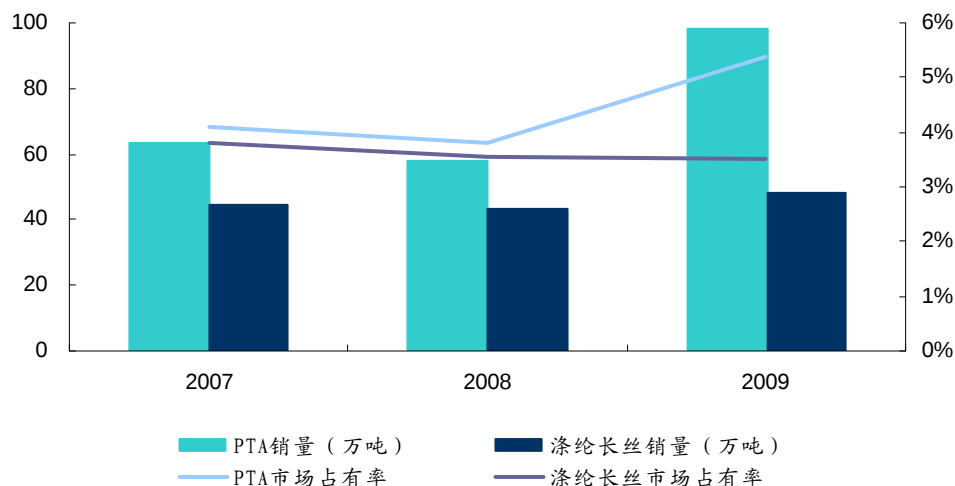


资料来源：公司公告，长江证券研究部

产业链整合+产品结构调整，提升盈利空间

公司是全国大型的涤纶长丝生产企业，目前拥有 60 万吨聚酯装置，设计产能 120 万吨 PTA（实际产能 150 万吨）的生产能力，是目前国内第 6 大聚酯涤纶生产企业，也是国内涤纶丝重要的供应商。作为行业内的优势企业，从整个聚酯涤纶市场来看，公司的主要竞争对手为行业内的少数领先企业。公司目前的发展重点在于上下游产业链的整合及产品结构的调整，并解决产能瓶颈，利用其规模优势增强公司的盈利能力。

图 13: 公司 PTA 与涤纶的销量、市场占有率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目

公司本次拟向社会公开发行 5600 万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将用于逸盛大化年产 120 万吨 PTA 项目和盛元化纤年产 10 万吨环保健康多功能纤维项目，预计总投资 42.37 亿元。

表 2: 公司募投项目资金使用情况 单位：万元

项目名称	建设周期	总投资	预计年营业收入	预计年利润总额
逸盛大化年产 120 万吨 PTA 项目	已于 2009 年 4 月开始投产	374599	-	-
盛元化纤年产 10 万吨环保健康多功能纤维技改项目	12 个月	49060	156820	13048.70

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 2.27 元、2.56 元和 3.15 元。按照 2010 年 25-30 市盈率，合理申购价格为 56.75-68.1 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10171	15876	17476	21093	货币资金	1432	5323	7947	11407
营业成本	8913	13488	14861	17925	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1258	2388	2615	3168	应收账款	18	28	31	38
% 营业收入	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%	存货	922	1404	1546	1865
营业税金及附加	4	6	7	8	预付账款	206	310	342	412
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	96	143	157	190	流动资产合计	2785	7382	10216	14144
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	71	111	122	148	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	长期股权投资	1085	1085	1085	1085
财务费用	245	169	120	109	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	1.1%	0.7%	0.5%	固定资产合计	4706	4515	4037	3290
资产减值损失	-15	1	0	1	无形资产	181	172	163	155
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	364	0	0	0	递延所得税资产	14	0	0	0
营业利润	1220	1958	2209	2713	其他非流动资产	173	173	173	173
% 营业收入	12.0%	12.3%	12.6%	12.9%	资产总计	8945	13327	15674	18847
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	1650	0	0	0
利润总额	1214	1958	2209	2713	应付款项	1682	2539	2798	3375
% 营业收入	11.9%	12.3%	12.6%	12.9%	预收账款	77	127	140	169
所得税费用	84	135	152	187	应付职工薪酬	40	54	59	72
净利润	1130	1823	2056	2525	应交税费	-30	-48	-54	-66
归属于母公司所有者的净利润	782.6	1262.9	1424.6	1749.6	其他流动负债	122	179	197	237
少数股东损益	347	560	632	776	流动负债合计	3541	2851	3140	3787
EPS (元/股)	1.41	2.27	2.56	3.15	长期借款	2612	2612	2612	2612
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	940	3179	3256	3880	其他非流动负债	33	35	36	38
取得投资收益					负债合计	6187	5499	5789	6437
收回现金	29	0	0	0	归属于母公司	1692	6203	7628	9378
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1065	1625	2257	3033
固定资产投资	-399	-718	-512	-311	股东权益	2758	7829	9885	12410
其他	20	0	0	0	负债及股东权益	8945	13327	15674	18847
投资活动现金流净额	-380	-718	-512	-311	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	3248	0	0	EPS	1.408	2.271	2.562	3.147
银行贷款增加 (减少)	-502	-1650	0	0	BVPS	3.38	12.41	13.72	16.87
筹资成本	310	-169	-120	-109	PE	0	0	0	0
其他	-535	0	0	0	PEG	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-726	1430	-120	-109	PB	0	0	0	0
现金净流量	-167	3891	2624	3460	EV/EBITDA	0	0	0	0
					ROE	46.2%	20.4%	18.7%	18.7%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理（8621）68751003	13917628525	wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理（8621）68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理（8621）68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理（0755）82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理（0755）82750396	15818552093	shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。