

湘财证券研究所

基础化工研究小组

冯舜 分析师

执业编号: S0500210070008

E-mail: fs2855@xcsc.com

联系人:

田蓓

Tel: 021-68634518-8221

E-mail: tb2848@xcsc.com

投资要点

聚酯向两端推开、着力打造上下游

公司具备完整的 PTA-聚酯-涤纶长丝产业链,近年来加大了聚酯上游 PTA 在营收中的占比,未来 PTA 将在公司收入中占主要成分。逸盛大化 PTA 装置将扩容 75 万吨产能,浙江逸盛技改后共 PTA180 万吨产能。海南逸盛未来规划 PTA 产能 200 万吨。公司未来还有向 PTA 上游 PX 发展的计划。公司向聚酯下游差异化涤纶产品拓展的意图也非常明显。

PTA 行业高景气至少持续至 2011 年上半年

近年来我国 PTA 产能迅速增加,未来几年更是加速。据统计,未来两年我国 PTA 每年约短缺 600 万吨。2010 年上半年国内 PTA 无新增产能,而同期聚酯产能投放量较大,加剧了 PTA 紧张的供需格局,PTA 的利润和开工率均有回升。2011 年上半年国内新增近 PTA 产能 180 万吨左右,下游聚酯新增产能可将其消化。但下半年后,国内 PTA 将新增 425 吨产能,产能投放力度较大。国内 PTA 行业目前的高景气至少维持至 2011 年上半年。

下游差异化响应行业发展趋势,PTT 点睛

公司立足于涤纶普通产品如 FDY、POY、DTY,逐渐发展差异化。公司上市募投项目盛元化纤 10 万吨环保健康多功能纤维项目。超募资金投向盛元化纤 10 万吨超细旦差别化 FDY 丝和 3 万吨超细旦差别化 DTY 丝技改项目,以及年产 9 万吨聚对苯二甲酸丙二醇酯(PTT)新型化学纤维项目。假设公司成功引进杜邦的技术包,实现 PTT 的量产生产,按产能 9 万吨计算,该项业务可实现 9 亿以上的毛利润,但实现与否尚需等待。10 万吨超细旦差别化 FDY 丝和 3 万吨超细旦差别化 DTY 丝,其产品价格要高于普通型产品,建设期需两年,近两年并不贡献利润。

盈利预测与投资建议:我们认为,PTA 行业至少在 2011 年上半年仍然是周期向上的趋势。公司从聚酯向上下游展开,上游规模化发展毛利率较高的 PTA、下游注重差异化和高端化。未来拓展 PX、引进 PTT 均构成股价的刺激因素。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.79 元、3.37 元、4.29 元,给予 2010 年 30 倍 PE、2011 年 25 倍 PE,“买入”评级、目标价 84 元。

利润表预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10171	14474	19679	24545
营业利润(百万元)	1210	2574	3048	3828
净利润	1130	2245	2667	3342
EPS(摊薄)	1.57	2.79	3.37	4.29

数据来源:公司资料、湘财证券研究所

风险提示 PTA 技改产能释放受阻

目录:

1、从聚酯向两端推开、着力打造上下游	4
2、PTA 行业高景气至少持续至 2011 年上半年	5
2.1、聚酯产业链价格传导将更为顺畅	5
2.2、聚酯景气将拉大 PTA-PX 价差空间	7
2.3、PTA 行业高景气至少维持至 2011 年上半年	9
3、下游差异化响应行业发展趋势，PTT 点睛	10
4、盈利预测与投资建议	11
5、风险提示	13
湘财证券投资评级体系	错误！未定义书签。
重要声明	错误！未定义书签。

图目录

图 1、公司业务占比变化情况	4
图 2、公司分业务毛利率变动情况	5
图 3、公司营收及净利润变动情况	5
图 4、综合毛利率变动情况	5
图 5、聚酯产业链	6
图 6、PTA 进口依存度逐渐变低	7
图 7、PTA 毛利率高于下游产品（2010 年中报）	7
图 8、棉价带动聚酯产品价格飙涨	8
图 9、PTA-PX 价差不断扩大	9
图 10、1, 3-PDO 工艺路线对比	11

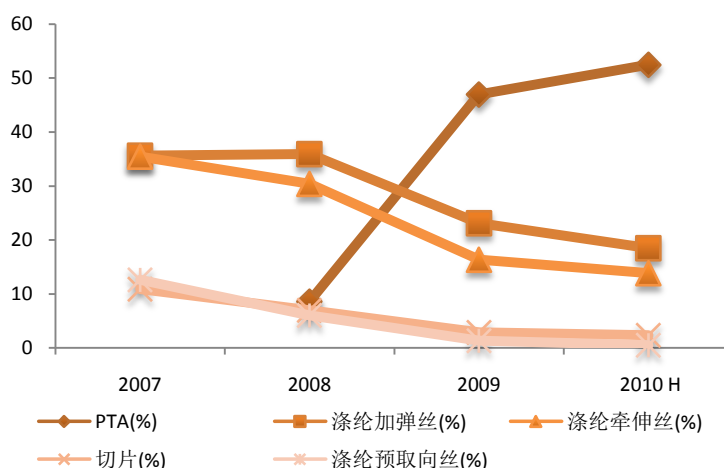
表目录

表 1、国内前十大聚酯涤纶生产企业聚酯产能、市场份额（至 2009 年末）	6
表 2、国内前十大聚酯涤纶生产企业聚酯产能、市场份额（至 2009 年末）	7
表 3、国内前十大聚酯涤纶生产企业聚酯产能、市场份额（至 2009 年末）	9
表 4、2009 年中国化纤差别化率统计	10
表 5、分业务单价预测	11
表 6、分业务销量预测	12
表 7、分业务盈利预测	12

1、从聚酯向两端推开、着力打造上下游

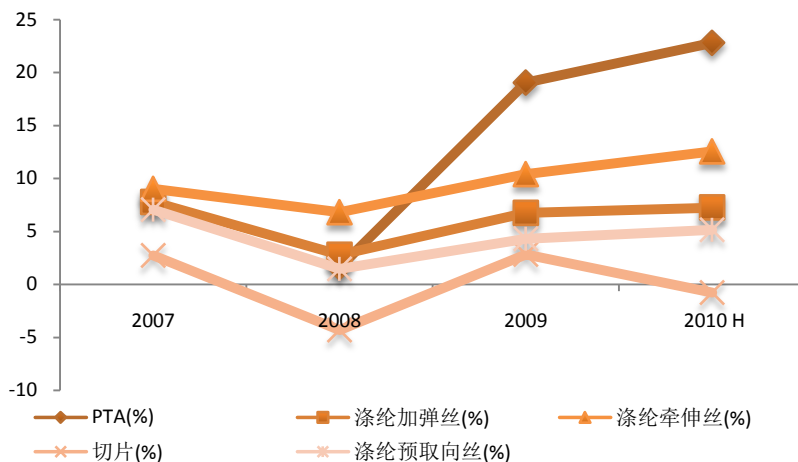
公司具备完整的 PTA-聚酯-涤纶长丝产业链，现有产能：子公司逸盛大化 120 万吨 PTA 产能（56%权益）实际可达 150 万吨、参股子公司浙江逸盛 106 吨 PTA 产能（30%权益）实际可达 130 万吨。聚酯产能 60 万吨，涤纶长丝 FDY、POY 共 57 万吨产能，涤纶加弹丝 DTY25 万吨产能。公司近年来加大了聚酯上游 PTA 在营收中的占比，未来 PTA 将在公司收入中占主要成分。逸盛大化 PTA 装置将扩容 75 万吨产能，浙江逸盛技改后共 PTA180 万吨产能将于 2011 年中期投产。海南逸盛未来规划 PTA 产能 200 万吨，尚在筹备建设中。公司未来还有向 PTA 上游 PX 发展的计划。公司向聚酯下游差异化涤纶产品拓展的意图也非常明显。公司使用超募资金投向盛元化纤年产 10 万吨超细旦差别化 FDY 丝和 3 万吨超细旦差别化 DTY 丝技改项目，以及盛元化纤年产 9 万吨 PTT 新型化学纤维项目。鉴于聚酯产品本身议价能力较常、盈利能力不强以及行业产能过剩严重，公司未来不会再加大大聚酯产品在公司各项业务中所占比例。

图 1、公司业务占比变化情况



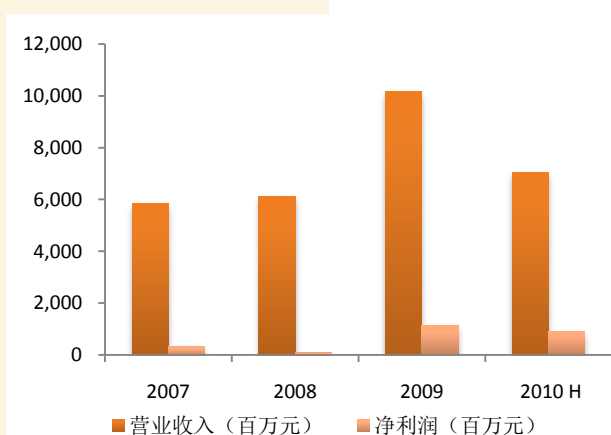
数据来源：公司资料、湘财证券研究所

图 2、公司分业务毛利率变动情况



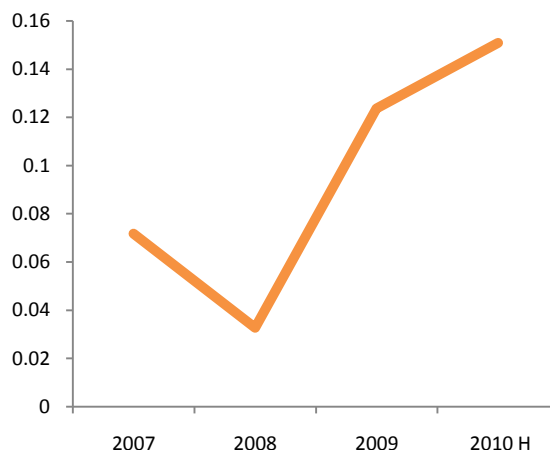
数据来源：公司资料、湘财证券研究所

图 3、公司营收及净利润变动情况



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

图 4、综合毛利率变动情况



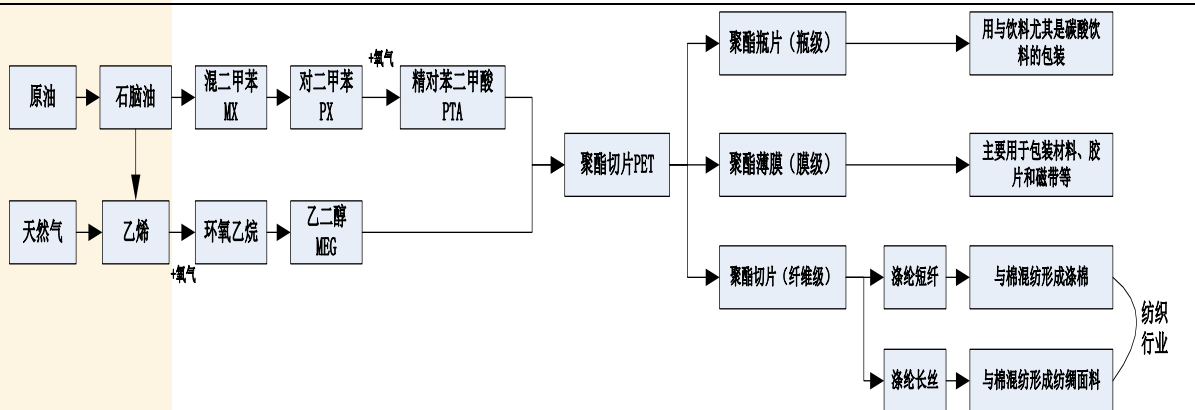
数据来源：公司资料、湘财证券研究所

2、PTA 行业高景气至少持续至 2011 年上半年

2.1、聚酯产业链价格传导将更为顺畅

PTA 上游原材料为 PX，下游主要用于生产聚酯。我国 PTA、PX 进口依存度较高，而聚酯产品盈利能力较差。整个 PTA 产业链来看，利润主要集中于上游。

图 5、聚酯产业链



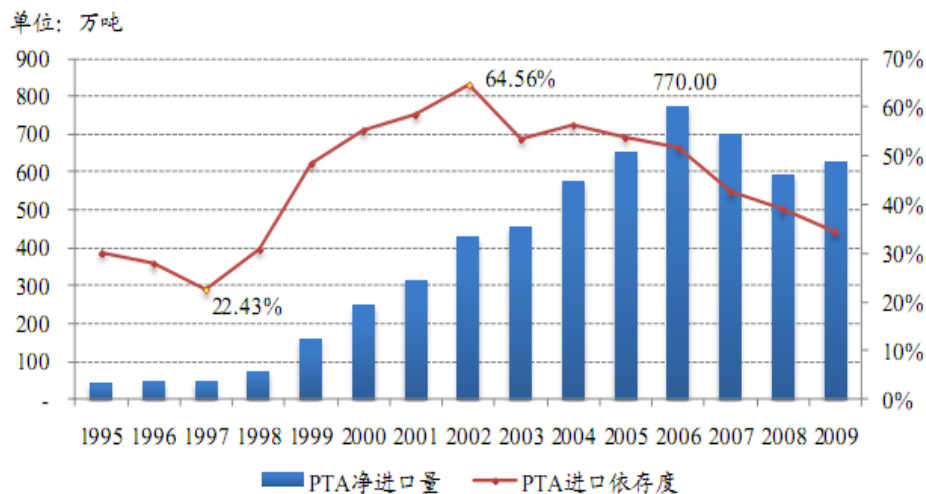
数据来源：湘财证券研究所

表 1、国内前十大聚酯涤纶生产企业聚酯产能、市场份额（至 2009 年末）

序号	企业名称	地址	主要产品	经营特点	产能	市场份额
1	三房巷集团	江苏江阴	PET 切片、涤纶短纤	主要产品为瓶片、涤纶短纤，是国内最大的瓶片及涤纶短纤供应商。	180	6.72%
2	仪征化纤	江苏仪征	PET 切片、涤纶短纤、长丝	中石化下属企业，配套 PTA，部分产能投资较早。	170	6.34%
3	恒逸石化	浙江萧山	涤纶长丝	纺丝设备主要适纺粗旦产品。上游配套 PTA 原料，产能可满足需求。	140	5.22%
4	浙江桐昆集团有限公司	浙江桐乡	涤纶长丝	切片纺产能占一定比重	120	4.48%
5	绍兴远东化纤集团有限公司	浙江绍兴	涤纶长丝、短纤	涤纶长丝及短纤产量都较大，上游配套 PTA 原料，下游配套印染产业。	80	2.99%
6	荣盛石化	浙江萧山	涤纶长丝	国内大型直纺涤纶长丝企业。上游配套 PTA 原料，产能可满足需求。	60	2.24%
7	恒力集团有限公司	江苏吴江	涤纶长丝	聚合产能投资较迟，纺丝设备主要适纺细旦产品。	60	2.24%
8	江苏盛虹化纤有限公司	江苏吴江	涤纶长丝	聚合产能投资较迟，纺丝设备主要适纺细旦产品，下游配套印染产业。	60	2.24%
9	远纺工业（上海）有限公司	上海	PET 切片、涤纶短纤	台资企业，瓶片产量较大，短纤以差别化为主。	55	2.05%
10	中石化上海石化股份有限公司	上海	PET 切片、涤纶长丝、工业丝、短纤	中石化下属企业，上游原料产业配套齐全，部分产能投资较早。	55	2.05%

数据来源：公司资料、湘财证券研究所

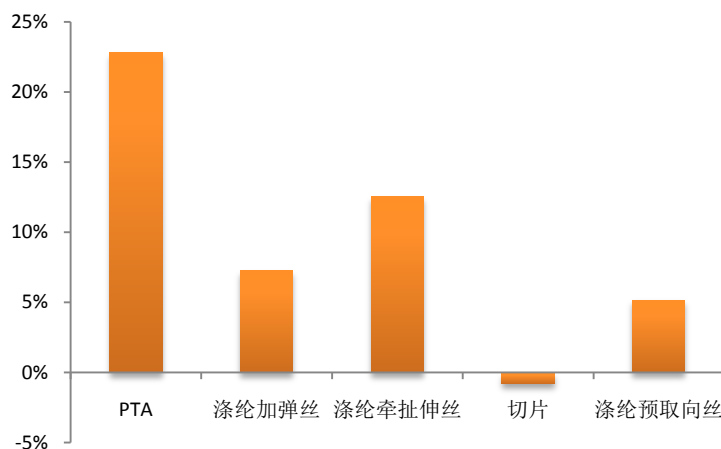
图 6、PTA 进口依存度逐渐变低



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

同时我国近年来 PX 产能扩充也比较迅速，2009 年我国 PX 产能集中投产，且未来两年国内 PX 产能增速仍然较快，PX 进口依存度有望逐渐下降。

图 7、PTA 毛利率高于下游产品（2010 年中报）



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

表 2、国内前十大聚酯涤纶生产企业聚酯产能、市场份额（至 2009 年末）

	2007	2008	2009
PX 产能（万吨/年）	389.6	482.6	772.6

数据来源：公司资料、湘财证券研究所

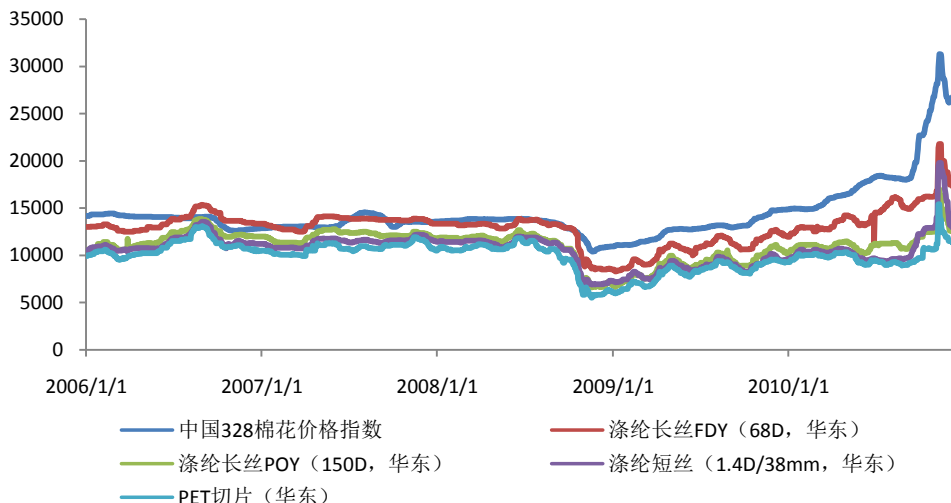
随着上游产能投产力度加大，聚酯产业链价格传导将更为顺畅。

2.2、聚酯景气将拉大 PTA-PX 价差空间

国内聚酯产业近十年来产能扩张迅速，盈利能力以及对上下游的议价能力

较差。2010 年下半年以来棉花价格的暴涨带动了涤纶聚酯产品价格的普涨，行业也一改往年低迷之态。

图 8、棉价带动聚酯产品价格飙涨

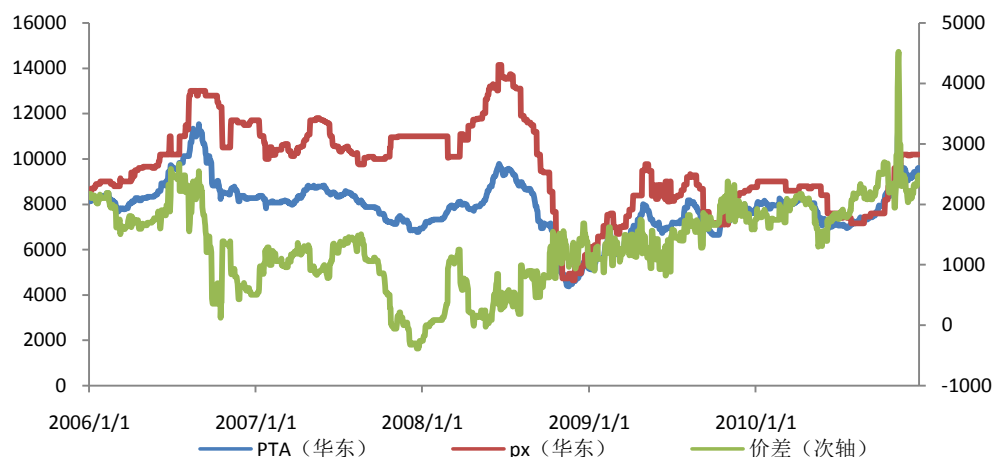


数据来源：中纤网、湘财证券研究所

随着国内 PX 产能的增加，其对 PTA 的价格影响程度也在减少，2011 年下游聚酯需求、行业自身产量以及原油价格水平将更大程度得影响 PTA 的价格。

2009、2010 年国际国内棉花供需缺口持续较大，不利的天气和持续减少的种植面积使市场看涨心态逐渐浓重，再加之下游棉纱企业不断增加的需求，棉花价格自 2009 年 11 月开始上升，高点一度冲过三万大关。但如此高价仅持续了一周的时间，政策面越发趋紧的调控、加上前期过快的涨速，棉花价格于 11 月 16 日破 3，迅速回探，市场情绪立即从“疯狂”转向“谨慎观望”。经过计算，我们认为 2010 年棉价支撑位大概可在 24000-25000 元/吨，价格底部即将形成。成本支撑、需求拉动、供需缺口并不支撑棉价的大幅下跌。棉价支撑下，国内聚酯行业 2011 年有望迎来春天，PTA 价格也将在上游原油价格中枢的推动以及下游聚酯的景气下走高。

图 9、PTA-PX 价差不断扩大



数据来源：中纤网、化工在线、湘财证券研究所

2.3、PTA 行业高景气至少维持至 2011 年上半年

近年来我国 PTA 产能迅速增加，未来几年更是加速。PTA 产品全球产能过剩，但由于我国 PTA 持续短缺，同时由于国外产品价格高于国内产品报价，所以国内有新建产能实现进口替代的产业要求。据统计，未来两年我国 PTA 每年约短缺 600 万吨。2010 年上半年国内 PTA 无新增产能，而同期聚酯产能投放量较大，加剧了 PTA 紧张的供需格局，PTA 的利润和开工率均有回升。2011 年上半年国内新增近 PTA 产能 180 万吨左右，下游聚酯新增产能可将其消化。但下半年后，国内 PTA 将新增 425 吨产能，产能投放力度较大。国内 PTA 行业目前的高景气至少维持至 2011 年上半年。

表 3、国内前十大聚酯涤纶生产企业聚酯产能、市场份额（至 2009 年末）

公司	产能
远东	166
翔鹭	160
BP	140
扬子	123
逸盛大化	120
浙江逸盛	106
仪征	88
台化	80
辽阳	78
涪陵	60
三菱	53
亚东	53

上海石化	40
洛阳	35
天津	35
正昊	10
乌鲁木齐	10

数据来源：中国化纤工业协会、湘财证券研究所

3、下游差异化响应行业发展趋势，PTT 点睛

公司立足于涤纶普通产品如 FDY、POY、DTY，逐渐发展差异化。公司上市募投项目盛元化纤 10 万吨环保健康多功能纤维项目。超募资金投向盛元化纤 10 万吨超细旦差别化 FDY 丝和 3 万吨超细旦差别化 DTY 丝技改项目，以及年产 9 万吨聚对苯二甲酸丙二醇酯（PTT）新型化学纤维项目。

国内普通涤纶长丝产品上下游议价能力较长，行业竞争激烈，避免过度竞争、抬高利润的有效途径便是发展差异化。差异化主要是指对常规化纤品种进行创新或使其具有某一特性，主要通过对纤维的化学改性或物理变形制得。差异化程度是体现一个国家和地区的化纤新品种、新技术的科技水平。

2009 年末，我国涤纶长丝差别化率达 51.8%，化纤行业平均差别化率达 42.7%。差别化、功能型产品比例不断提升。

表 4、2009 年中国化纤差别化率统计

	差别化率	差别化量（万吨）
涤纶长丝	51.8%	733.5
涤纶短纤	39.9%	314.8
粘胶长丝	4.9%	0.9
粘胶短纤	22.1%	29.3
锦纶民用长丝	51.5%	41.1
腈纶	23.5%	16.1
全行业	42.7%	1164.0

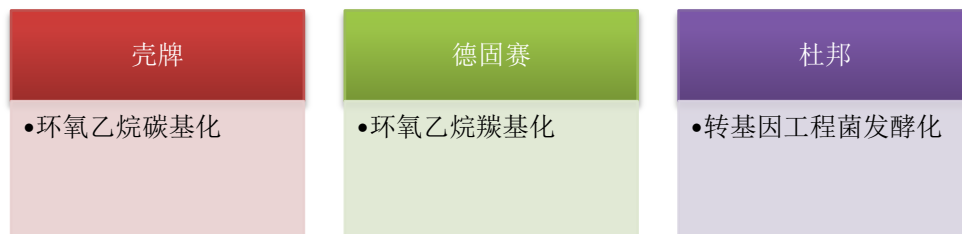
数据来源：2010 年度国际化纤会议、湘财证券研究所

PTT 是由 PTA 和 1,3-PDO 缩聚而得到的聚酯。PTT 上存在三个亚甲基，“奇碳效应”使得苯环与三个亚甲基不能处于同一平面，PTT 大分子只能形成螺旋状排列，分子链具有如线圈式弹簧一样变形的弹性，这种结构赋予 PTT 良好的内在回复性，且纤维模量较低。PTT 集各种纤维的优良性能于一体，是目前国际上最热门的高分子材料。PTT 优越的弹性回复性，使其可在服装领域替代氨纶；低静电性和蓬松性，在地毯领域可与 PA 相媲美。另外，PTT 也向工程塑料等领域发展，可用来制备单丝、薄膜和工程塑料。相比于目前氨纶产品 6 万元/吨的价格，PTT 仅为 3 万元/吨，

50%的毛利率，市场前景光明。

用来制备 PTT 的原料 1, 3-PDO 曾是实现 PTT 工业化生产的最大难点所在。发展至今，全球 1, 3-PDO 的生产主要被德固赛、壳牌、和杜邦公司所垄断。三个公司采用不同的技术路线。

图 10、1, 3-PDO 工艺路线对比



数据来源：中国科学院、湘财证券研究所

杜邦的发酵法工艺以玉米为主要原料，制造 PTT 的费用要比石化产品路线便宜约 25%。目前国内众多科研院所开始研发 1, 3-PDO，但目前绝大多数单位还处于试验阶段，没有形成产业化。

假设公司成功引进杜邦的技术包，实现 PTT 的量产生产，按产能 9 万吨计算，该项业务可实现 9 亿以上的毛利润，但实现与否尚需等待。

公司另外的超募项目 10 万吨超细旦差别化 FDY 丝和 3 万吨超细旦差别化 DTY 丝，其产品价格要高于普通型产品，建设期需两年，近两年并不贡献利润。

4、盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1、因 PTT 业务是否实现尚未确定，根据公司的可行性分析：PTT 业务达年后年销售收入 2347.98 百万元，利润总额为 219 百万元，折合 EPS 约为 0.32 元，我们在盈利预测与估值时未增算此块业务；
- 2、超细旦化产品 2012 年前不贡献业绩；

分业务预测

表 5、分业务单价预测（元/吨）

	2010 年	2011 年	2012 年
PTA	6800.00	7700.00	7700.00
切片 PET	8700.00	10000.00	10000.00
涤纶 POY	9500.00	10800.00	10800.00
涤纶 DTY	11000.00	11500.00	11500.00

涤纶 FDY	11200.00	11800.00	11800.00
--------	----------	----------	----------

表 6、分业务销量预测（万吨）

	2010 年	2011 年	2012 年
PTA	120.00	160.00	200.00
切片 PET	4.00	4.50	4.50
涤纶 POY	0.90	1.00	1.00
涤纶 DTY	24.00	27.00	31.00
涤纶 FDY	20.00	22.00	24.00

表 7、分业务盈利预测

销售收入	2010 年	2011 年	2012 年
PTA	8160.00	12320.00	15400.00
切片 PET	348.00	450.00	450.00
POY	85.50	108.00	108.00
DTY	2640.00	3105.00	3565.00
FDY	2240.00	2596.00	2832.00
销售成本	2010 年	2011 年	2012 年
PTA	6362.76	9938.02	12422.53
切片 PET	343.49	440.14	440.14
POY	80.89	101.81	101.81
DTY	2300.95	2910.85	3342.08
FDY	1937.46	2393.80	2611.42
销售利润	2010 年	2011 年	2012 年
PTA	1797.24	2381.98	2977.47
切片 PET	4.51	9.86	9.86
POY	4.61	6.19	6.19
DTY	339.05	194.15	222.92
FDY	302.54	202.20	220.58
毛利率	2010 年	2011 年	2012 年
PTA	0.22	0.19	0.19
切片 PET	0.01	0.02	0.02
POY	0.05	0.06	0.06

DTY	0.13	0.06	0.06
FDY	0.14	0.08	0.08

我们认为，PTA 行业至少在 2011 年上半年仍然是周期向上的趋势。公司从聚酯向上下游展开，上游规模化发展毛利率较高的 PTA、下游注重差异化和高端化。未来拓展 PX、引进 PTT 均构成股价的刺激因素。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.79 元、3.37 元、4.29 元，给予 2010 年 30 倍 PE、2011 年 25 倍 PE，“买入”评级、目标价 84 元。

5、风险提示

PTA 技改产能释放受阻

资产负债表					利润表				
		单位:百万元					单位:百万元		
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2785	7718	11676	16211	营业收入	10171	14474	19679	24545
现金	1432	5154	8726	12355	营业成本	8913	11946	16715	20828
应收账款	5	178	29	216	营业税金及附加	4	29	39	49
其他应收款	14	14	20	25	营业费用	96	161	218	272
预付账款	206	836	1170	1458	管理费用	71	77	104	130
存货	922	956	1337	1666	财务费用	245	139	94	84
其他流动资产	207	579	394	491	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	6159	5615	5305	4993	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1085	850	850	850	投资净收益	364	451	540	647
固定资产	4796	4447	4118	3792	营业利润	1210	2574	3048	3828
无形资产	181	228	275	322	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	97	90	63	30	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	8945	13333	16982	21204	利润总额	1214	2574	3048	3828
流动负债	3541	2823	3805	4684	所得税	84	329	381	486
短期借款	1410	100	200	300	净利润	1130	2245	2667	3342
应付账款	904	956	1337	1666	少数股东损益	347	695	792	957
其他流动负债	1228	1767	2268	2718	归属母公司净利润	783	1550	1874	2385
非流动负债	2646	2646	2646	2646	EBITDA	1757	3073	3503	4276
长期借款	2612	2612	2612	2612	EPS (元)	1.57	2.79	3.37	4.29
其他非流动负债	33	33	33	33	主要财务比率				
负债合计	6187	5469	6450	7330	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1065	1760	2553	3510	成长能力				
股本	500	556	556	556	营业收入	66.0%	42.3%	36.0%	24.7%
资本公积	137	2943	2943	2943	营业利润	1492.8%	112.7%	18.4%	25.6%
留存收益	1051	2601	4475	6861	归属于母公司净利润	758.5%	98.1%	20.9%	27.3%
归属母公司股东权益	1692	6104	7978	10364	获利能力				
负债和股东权益	8945	13333	16982	21204	毛利率(%)	12.4%	17.5%	15.1%	15.1%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	7.7%	10.7%	9.5%	9.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	46.2%	25.4%	23.5%	23.0%
经营活动现金流	940	1717	3056	2995	ROIC(%)	30.2%	49.9%	69.4%	90.0%
净利润	1130	2245	2667	3342	偿债能力				
折旧摊销	302	359	361	363	资产负债率(%)	69.2%	41.0%	38.0%	34.6%

财务费用	245	139	94	84	净负债比率(%)	68.89%	53.25%	47.01%	43.01%
投资损失	-364	-451	-540	-647	流动比率	0.79	2.73	3.07	3.46
营运资金变动	-365	-582	483	-156	速动比率	0.53	2.40	2.72	3.10
其他经营现金流	-8	7	-9	9	营运能力				
投资活动现金流	-380	637	490	597	总资产周转率	1.14	1.30	1.30	1.29
资本支出	399	0	0	0	应收账款周转率	196	150	180	190
长期投资	-90	-235	0	0	应付账款周转率	12.67	12.85	14.58	13.87
其他投资现金流	-71	401	490	597	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-726	1368	26	36	每股收益(最新摊薄)	1.41	2.79	3.37	4.29
短期借款	-1043	-1310	100	100	每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	3.09	5.50	5.39
长期借款	301	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.04	10.98	14.35	18.64
普通股增加	0	56	0	0	估值比率				
资本公积增加	29	2806	0	0	P/E	45.40	22.92	18.96	14.90
其他筹资现金流	-14	-184	-74	-64	P/B	21.00	5.82	4.45	3.43
现金净增加额	-172	3722	3572	3628	EV/EBITDA	22	12	11	9

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。