

湘财证券研究所
基础化工研究小组
冯舜 分析师
执业编号: S0500511010008
E-mail: fs2855@xcsc.com
联系人:
田蓓
Tel: 021-68634518-8221
E-mail: tb2848@xcsc.com

事件

公司发布了 2010 年业绩预告, 公司预计 2010 年归属于上市公司股东的净利润为 14.5 亿-15.5 亿元, 较上年同期增长 85%-98%, 符合我们的预期。

点评

PTA 价格上涨支撑公司 2010 年业绩大幅增长

2010 年下半年以来, 受益于棉花价格的飙涨, 公司产品 PTA、涤纶长丝产品驶入景气上行车道。公司上半年基本每股收益为 1.15 元、第三季度单季度 EPS 为 0.83 元, 第四季度单季度 EPS 约为 0.63-0.81 元。下半年盈利情况明显好于上半年。

PTA 将成公司利润生力军、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。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。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。

下游差异化响应行业发展趋势, PTT 点睛

盛元化纤年产 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 的量化生产, 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, 维持“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

分业务预测

单价 (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
销量 (万吨)			
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
销售收入 (百万元)			
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 (百万元)			
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 (百万元)			
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			
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

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					净利率(%)	7.7%	10.7%	9.5%	9.7%
单位:百万元					ROE(%)	46.2%	25.4%	23.5%	23.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	30.2%	49.9%	69.4%	90.0%
经营活动现金流	940	1717	3056	2995	偿债能力				
净利润	1130	2245	2667	3342	资产负债率(%)	69.2%	41.0%	38.0%	34.6%
折旧摊销	302	359	361	363					

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。