

荣盛石化 (002493)

攻守兼备，新增产能搭上 PTA 盛宴末班车

——荣盛石化年报点评&调研报告

任静
010-59312820
renjing@gtjas.com
S0880511010014

本报告导读：

荣盛石化是国内大型化纤企业，拥有完整的产业链以及 PTA、DTY 核心技术，寻求上游延伸，增强抗风险性。2011 年新增 PTA 产能占据半壁江山，搭上盛宴末班车。
投资要点：

- 2010 年荣盛石化全年营业收入达到 158 亿元，同比增长 55%，实现营业利润 26 亿元，同比增长 113%，归属于母公司净利润为 15 亿元，同比增长 96%，全面摊薄每股收益 2.76 元，远超市场预期。公司公布利润分配方案，每 10 股转增 10 股送 8 元(含税)。
- 10 年业绩超预期主要原因是由于 PTA 价格的上涨。2010 年国内 PTA 价格由年初的 7800 元/吨上涨至年末的 10100 元/吨，涨幅达到 29.5%，尤其在下半年，PTA 价格由 7350 元/吨上涨至 10100 元/吨，上涨幅度高达 37.4%。
- 公司积极寻求上下游延伸发展，PX 或 MX 两套方案双管齐下；盛元化纤 40 万吨多功能差别化纤维为公司充实产业链，增强公司的抗风险性以及成本转嫁能力；11 年全国新增 PTA 产能达到 315 万吨，其中公司参控股公司逸盛大化和浙江逸盛 6-7 月 255 万吨扩产项目投产，享受 PTA 价格盛宴。
- 我们判断 11 年 PTA 价格走势为前高后低，由于成本和下游需求支撑，全年 PTA 销售均价仍高于 10 年，公司有望保持收入高增长。我们预测公司 11-13 年 EPS 为 3.21/4.05/4.64 元，动态 PE 为 22/18/16X，谨慎增持评级，目标价 80 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,171	15,796	21,400	27,534	31,818
(+/-)%	66%	55%	35%	29%	16%
经营利润 (EBIT)	1,087	2,272	3,237	3,955	4,592
(+/-)%	608%	109%	42%	22%	16%
净利润	783	1,537	1,911	2,239	2,567
(+/-)%	759%	96%	24%	17%	15%
每股净收益 (元)	1.41	2.76	3.44	4.03	4.62
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	10.7%	14.4%	13.6%	14.4%	14.5%
净资产收益率(%)	46.2%	25.9%	23.4%	23.1%	21.1%
投入资本回报率(%)	22.5%	38.6%	42.9%	53.1%	51.2%
EV/ BITDA	27.6	14.6	11.1	8.0	6.4
市盈率	50.5	25.7	22.2	17.6	15.3
股息率 (%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

评级：谨慎增持

上次评级：首次

目标价格：80.00

上次预测：

当前价格：72.02

2011.03.11

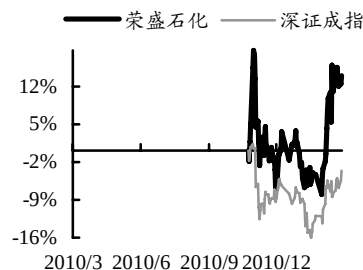
交易数据

52 周内股价区间 (元)	57.67-77.00
总市值 (百万元)	40,043
总股本/流通 A 股 (百万股)	556/56
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	10%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	188

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,942
每股净资产	10.69
市净率	6.7
净负债率	51%

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	19%	18%	0%
相对指数	10%	14%	-5%

相关报告

《荣盛石化公司 2011-02-28 调研提纲》	2011.02.24
《PTA 景气上升，产能扩张收效高》	2010.10.15

模型更新时间: 2011.03.09

股票研究

 原材料
 基础化工

荣盛石化 (002493)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 80.00

上次预测:

当前价格: 72.02

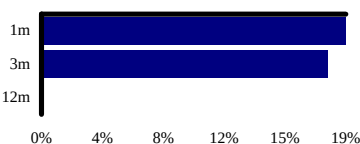
公司网址

www.cnrspc.com

公司简介

公司是全国大型的直纺涤纶长丝生产企业,主要从事 PTA、聚酯纤维相关产品的生产和销售。公司已形成聚酯 60 万吨、涤纶纺丝 (FDY、POY) 57 万吨、涤纶加弹丝 (DTY) 25 万吨的年设计生产能力,子公司逸盛大化和参股公司浙江逸盛分别具备年产 120 万吨、106 万吨 PTA 的设计生产能力。公司注册商标是化纤行业“中国驰名商标”,涤纶长丝被授予“中国名牌产品”称号,被列为“国家免检产品”。公司建有省级企业技术中心,拥有一支优秀的研发队伍,并与相关科研机构建立了合作关系。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

57.67-77.00

市值 (百万)

40,043

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

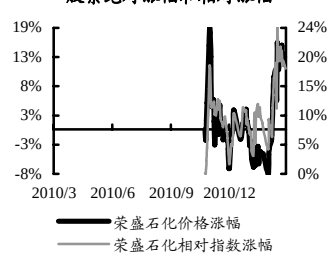
EV/EBITDA

P/S

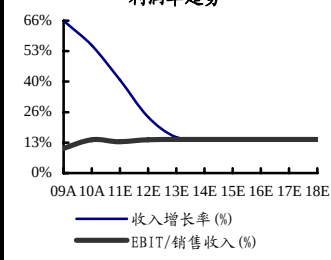
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表	10,171	15,796	22,169	27,563	31,840
营业总收入	8,913	13,215	18,723	23,030	26,563
营业成本	4	49	72	94	111
税金及附加	96	177	235	304	359
销售费用	71	83	122	160	194
管理费用	1,087	2,272	3,017	3,975	4,613
EBIT	0	4	0	0	0
公允价值变动收益	364	454	300	300	300
投资收益	245	148	176	208	228
财务费用	1,210	2,577	3,141	4,067	4,684
营业利润	84	354	471	610	703
所得税	347	687	887	1,206	1,403
少数股东损益	783	1,537	1,782	2,251	2,578
净利润	1,432	4,077	3,940	6,853	9,376
资产负债表	0	0	0	0	0
货币资金、交易性金融资产	1,085	1,125	1,125	1,125	1,125
其他流动资产	4,879	4,852	4,260	3,794	3,442
长期投资	181	458	1,152	2,054	3,311
固定资产合计	8,945	12,666	14,032	18,230	22,798
无形及其他资产	3,541	4,162	2,962	3,627	4,126
资产合计	2,646	1,266	1,149	1,129	1,099
流动负债	1,692	5,942	7,609	9,748	12,215
非流动负债	4,502	5,072	5,976	6,358	7,656
股东权益	1,012	1,960	2,564	3,379	3,921
投入资本(IC)	302	356	290	270	244
现金流量表	-502	-392	-917	-132	-588
NOPLAT	-399	-858	-392	-706	-1,150
折旧与摊销	412	1,067	1,545	2,811	2,427
流动资金增量	940	2,185	1,910	3,500	3,563
资本支出	-380	-2,052	-92	-406	-850
自由现金流	-726	1,003	-1,956	-181	-191
经营现金流	-167	1,136	-137	2,913	2,522
投资现金流					
融资现金流					
现金流净增加额					
财务指标					
成长性					
收入增长率	66.0%	55.3%	40.3%	24.3%	15.5%
EBIT 增长率	607.6%	109.1%	32.8%	31.8%	16.0%
净利润增长率	758.5%	96.3%	16.0%	26.3%	14.6%
利润率	12.4%	16.3%	15.5%	16.4%	16.6%
毛利率	10.7%	14.4%	13.6%	14.4%	14.5%
EBIT 率	7.7%	9.7%	8.0%	8.2%	8.1%
净利润率	46.2%	25.9%	23.4%	23.1%	21.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.7%	12.1%	12.7%	12.3%	11.3%
总资产收益率(ROA)	22.5%	38.6%	42.9%	53.1%	51.2%
投入资本回报率(ROIC)					
运营能力					
存货周转天数	32	23	20	21	22
应收账款周转天数	2	1	1	1	1
总资产周转天数	320	250	220	28	26
净利润现金含量	1.20	1.42	1.07	1.56	1.38
资本支出/收入	4%	5%	2%	3%	4%
偿债能力					
资产负债率	69.2%	42.9%	29.3%	26.1%	22.9%
净负债率	167.2%	-17.5%	-35.4%	-58.0%	-67.4%
估值比率					
PE	50.5	25.7	22.2	17.6	15.3
PB	21.0	6.6	5.2	4.1	3.2
EV/EBITDA	27.6	14.6	11.1	8.0	6.4
P/S	3.5	2.5	1.8	1.4	1.2
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

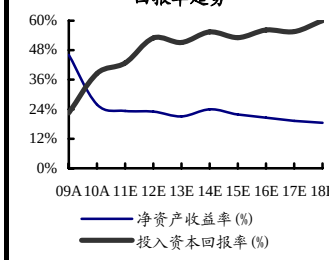
股票绝对涨幅和相对涨幅



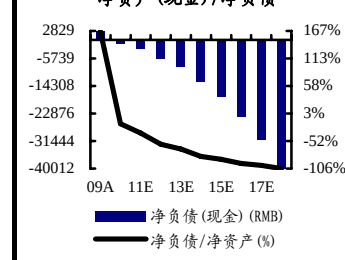
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



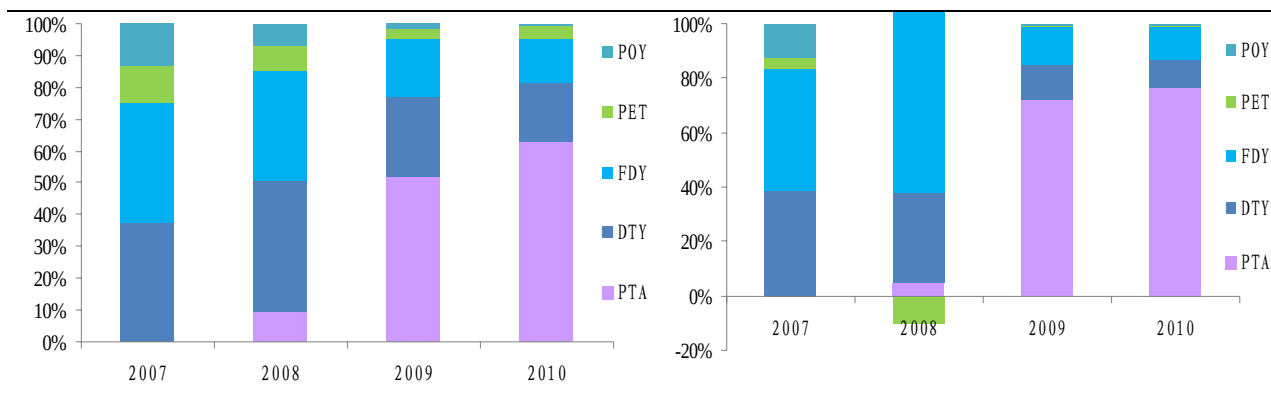
目 录

1. 年报点评：PTA 涨价，10 年业绩突增超预期.....	4
1.1. 2010 年下半年 PTA 价格猛涨 37%	4
1.2. 毛利率三季度最高，营收四季度大增	4
1.3. 涤纶价格亦上涨，盈利情况良好	5
2. 调研交流：产能稳步提升、产业链寻求上游扩张	5
2.1. 公司观点：看好 PTA，持续产能扩张	5
2.1.1. 布局长远，扩建原有产能	6
2.1.2. 投资海南逸盛 200 万吨 PTA 项目	6
2.2. 寻求全产业链向上下游延伸、增加风险抗性	6
2.2.1. 计划向上游 PX 发展	6
2.2.2. 募投+超募项目，盛元化纤将拥有 40 万吨多功能差别化纤维	6
2.3. 规模、技术、成本优势明显	7
3. 谨慎看待 PTA 景气周期	7
3.1. 2011 年 PTA 价格前高后低，2012 年前供需无忧	7
3.1.1. PTA 供给：2012 年后或出现产能过剩	8
3.1.2. 涤纶需求：增长迅速，10-11 年 PTA 仍需进口	8
3.1.3. PTA 价格走势：未来预期与现有需求的博弈	9
3.2. 业绩预测	9
3.2.1. 2011 年一季度环比利润增长明显低于收入增长	9
3.2.2. 11 年 PTA 新增产能占半壁江山，仍能保持收入高增长	9
图 1：荣盛石化收入及利润分布	4
图 2：荣盛石化产品毛利率	4
图 3：2010 年 PTA 内盘和 PX（外盘）价格走势	4
图 4：2010 年聚酯涤纶类产品价格走势	5
图 5：荣盛石化目前产业链以及延伸方向	7
图 6：2005-2010 聚酯涤纶产量&PTA 产能情况	9
表 1：荣盛石化 2010 年分季度数据	5
表 2：荣盛石化 2011-2013 年 PTA 新增权益产能测算	6
表 3：国内 PTA 生产规模以及近期投产计划一览	8
表 4：2011 年一季度公司业绩预测及环比比较	9
表 5：荣盛石化利润表预测	10

1. 年报点评: PTA 涨价, 10 年业绩突增超预期

2010 年荣盛石化全年营业收入达到 158 亿, 同比增 55%, 实现营业利润 26 亿, 同比增 113%, 归属于母公司净利润为 15 亿, 同比增 96%, 全面摊薄每股收益 2.76 元, 远超市场预期。利润分配预案, 每 10 股转增 10 股送 8 元(含税)。

图 1: 荣盛石化收入分布 (左) 以及利润分布 (右)



数据来源: wind

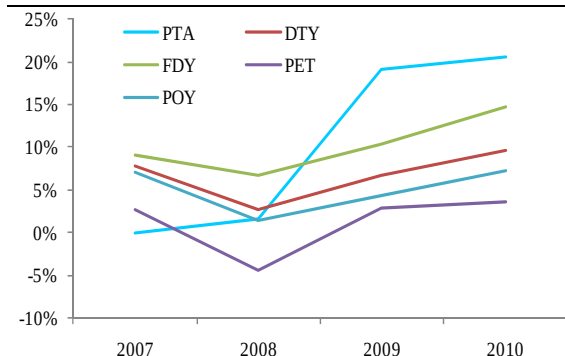
1.1. 2010 年下半年 PTA 价格猛涨 37%

荣盛石化 10 年业绩超预期主要原因是由于 PTA 价格的上涨。2010 年国内 PTA 价格由年初的 7800 元/吨上涨至年末的 10100 元/吨, 涨幅达到 29.5%, 尤其在下半年, PTA 价格由 7350 元/吨上涨至 10100 元/吨, 上涨幅度高达 37.4%。招股书披露 2009 年荣盛石化销售 PTA 的平均价格为 6247 元/吨, 经我们计算, 2010 年荣盛石化 PTA 平均价格在 7721 元/吨, 涨幅达到 23.6%。

1.2. 毛利率三季度最高, 营收四季度大增

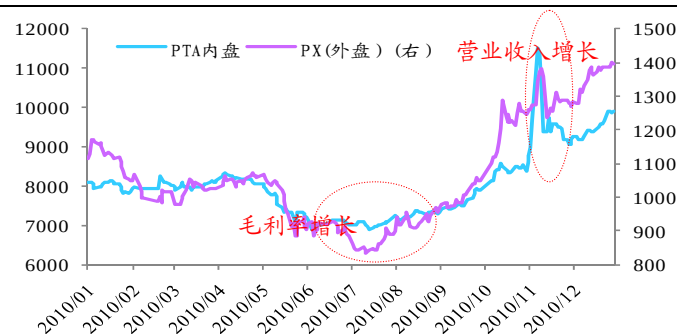
分季度看, 荣盛石化四季度营业收入最高, 达到 50.53 亿, 环比增 27.4%, 主要是由于 PTA 内盘价格于 11 月出现大幅上涨; 纵观 2010 年, 由于 PX (外盘) 价格同样强劲上涨, 且大部分时间直接影响了 PTA 价格的上涨, 仅仅在 7/8 月份出现过 PX 与 PTA 价格偏离现象, 因此荣盛石化三季度毛利率达到全年最高的 17.4%, 四季度略低, 为 17.3%, 但均高于 10 年上半年的 15.1%。

图 2: 荣盛石化产品毛利率



数据来源: wind

图 3: 2010 年 PTA 内盘和 PX (外盘) 价格走势



数据来源: 中纤网

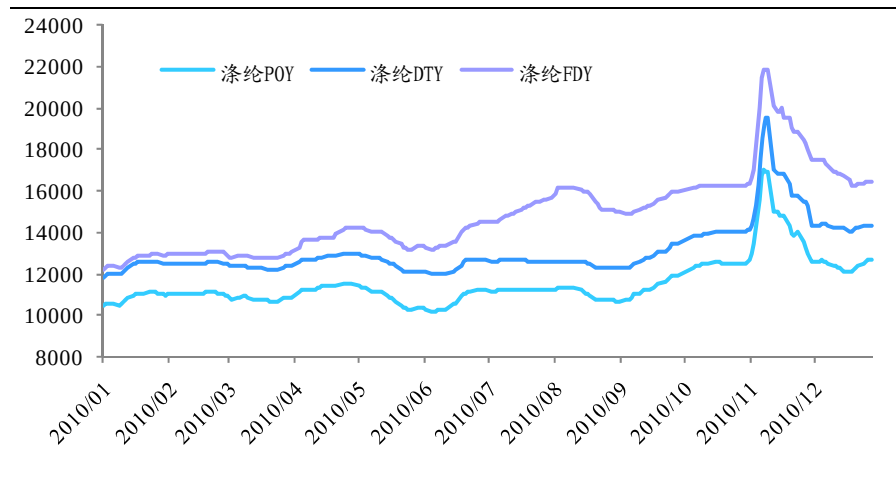
表 1: 荣盛石化 2010 年分季度数据

单位: 百万元	2010年H	2010Q3	2010Q4	2010Q4环比
PTA内盘均价 (元/吨)	7953.61	7242.27	9227.74	27.42%
营业收入	7056.90	3685.75	5053.03	37.10%
营业成本	5992.05	3045.69	4177.54	37.16%
毛利	1064.85	640.06	875.49	36.78%
毛利率	15.1%	17.4%	17.3%	-0.1%
销售费用	78.51	42.16	55.93	32.66%
管理费用	41.01	14.45	27.48	90.17%
财务费用	123.59	22.51	1.66	-92.63%
归属母公司净利润	575.24	413.69	547.64	32.38%
净利率	8.2%	11.2%	10.8%	-0.4%

数据来源: 公司年报, 国泰君安销售交易总部

1.3. 涤纶价格亦上涨, 盈利情况良好

由于原材料 PTA 价格的大幅上涨, 涤纶产品同样也出现了成本推动下的价格上涨, 因此荣盛石化聚酯涤纶产品中的 DTY 和 FDY 收入规模分别增加上涨 18.5% 和 23%, 不过由于弹性以及年末价格下跌幅度大于 PTA, 产品收入涨幅差于 PTA 产品。

图 4: 2010 年聚酯涤纶类产品价格走势


数据来源: 中纤网

2. 调研交流: 产能稳步提升、产业链寻求上游扩张

年报披露之后, 我们实地调研了荣盛石化, 通过与董秘交流了解公司在 PTA 产能方面的扩张以及公司寻求产业链向上游扩张的计划。

2.1. 公司观点: 看好 PTA, 持续产能扩张

公司对于国内 PTA 在 11-12 年的价格情况持乐观态度, 并且通过扩建原有产能以及海南合资建设新 PTA 项目扩大公司 PTA 权益产能, 如果所以工程均按时竣工的话, 荣盛石化 11-13 年将会有年均 50-55 万吨新增产能; 与此同时, 超募资金扩建聚酯涤纶项目, 盛元化纤将拥有 40 万吨功能差别化纤维产能。

2.1.1. 布局长远，扩建原有产能

公司现有 PTA 产能分别为拥有 56%股权的逸盛大化 150 万吨以及拥有 30%股权的浙江逸盛 120 万吨。公司在最初建设两处 PTA 项目时已经为产能扩张预留了所需的空间及设备，因此扩建工作无需新建基础设施，相对建设周期缩短。浙江逸盛将扩产 180 万吨，逸盛大化将扩产 120 万吨，计划于 2011 年 6-7 月投产，届时公司权益产能将达到 216 万吨，而经测算 2010 年公司 PTA 的销量为 122 万吨，增加了 80%。预计如果今年 PTA 产能依然满负荷运作，公司 PTA 产量大约为 170 万吨，同比增 39%。

2.1.2. 投资海南逸盛 200 万吨 PTA 项目

公司通过大连逸盛投资在海南洋浦化工区内设立海南逸盛，并建设 200 万吨 PTA 项目，预计 2012 年年底投产。海南逸盛共有三大股东，逸盛投资拥有海南逸盛 40.6%的股权，因此荣盛石化间接持有的 PTA 权益产能为 57 万吨。

表 2: 荣盛石化 2011-2013 年 PTA 新增权益产能测算

	现有权益产能	2011	2012	2013
逸盛大化	84	21	21	-
浙江逸盛	36	27	27	-
海南逸盛	-	-	-	57
合计	120	48	48	57

数据来源：国泰君安销售交易总部

2.2. 向上下游延伸、增加风险抗性

目前公司业务主要涵盖了自 PTA (权益产能 120 万吨/年) 开始至聚酯切片 (60 万吨/年)、涤纶长丝 POY 和 FDY (57 万吨/年)、加弹丝 DTY (25 万吨/年)。

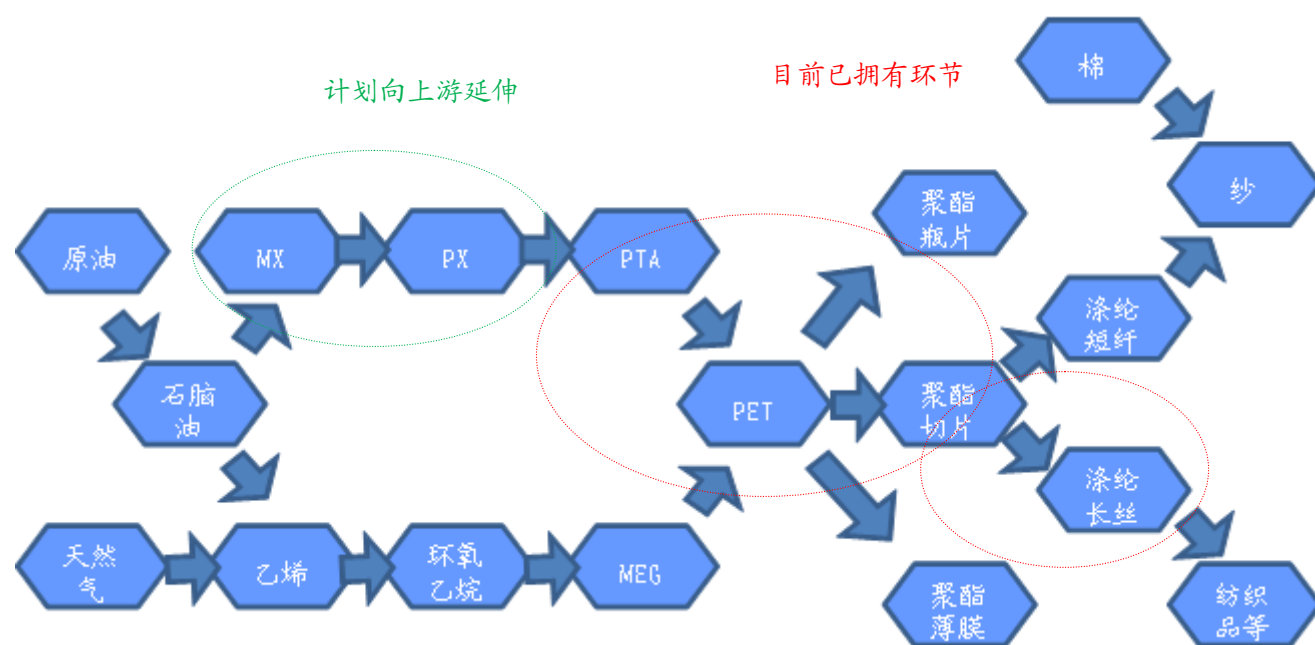
2.2.1. 计划向上游 PX 发展

公司作为目前大型化纤企业，已经拥有了较为完善的产业链，不仅在成本上具备一定优势，而且可以在一定程度上抵御价格波动带来的效益变化。但近年来，PTA 和化纤产能依然快速增加，强化了化纤产业周期性并使产业链的利润逐渐向上游转移，公司高层以其对行业的准确把握适时扩大了 PTA 产能之后，决定进一步向 PTA 上游原料拓展。目前，公司全资子公司宁波中金石化公司正在申请 PX 建设批文，一旦获得批准则计划建设 160 万吨/年 PX，投资额在 60-70 亿；同时，中金石化公司已经获得建设 90 万吨 MX 的批文，将是公司考虑继续运作的又一项项目。

2.2.2. 募投+超募项目，盛元化纤将拥有 40 万吨多功能差别化纤维

公司的 IPO 募投项目包括逸盛大化扩建 120 万吨/年 PTA 和盛元化纤 10 万吨/年环保健康多功能纤维技改项目。募集资金到位后，公司利用超募资金扩大盛元化纤差别化纤维规模至 40 万吨/年，其中以涤纶长丝 FDY 为主，用于箱包布和灯箱布，由于规格跨度比较大，可同时满足民用丝和工业丝的部分规格。超募项目中的聚对苯二甲酸丙二醇酯 (PTT) 仍然需要推广，可在服饰防皱领域替代氨纶，目前价格在 20000-30000 元/吨，计划 12 年投产，同行中该产品毛利率在 20-30%之间。

图 5：荣盛石化目前产业链以及延伸方向



数据来源：国泰君安销售交易总部

2.3. 规模、技术、成本优势明显

作为国内大型的化纤集团公司，荣盛石化核心竞争力明显：除了完整的产业链优势之外，还因为掌握了 PTA、加弹丝等核心技术，使 PTA 和加弹丝的规模及品质居全国之前列。另外，在引进国外先进核心设备保证产品质量的同时，降低单位能耗和单位投资额，使其拥有远胜于行业平均水平的成本优势。公司的设备投资费用和运行成本均低于行业平均，其中吨产能投资、吨折旧都比行业平均低 30% 多，综合能耗比行业平均低 40% 以上，而且公司的自有码头也可以降低部分的运输成本。

公司还凭借技术领域的优势，承担了国家级的技术开发工作。2010 年，公司作为成员之一，与中国纺织科学研究院已经承担国家科技部的重大科技项目——超仿棉合成纤维及其纺织品产业化技术开发。该项目将通过技术成果的示范和推广，建立或改造超仿棉型聚酯纤维纺丝、聚酯连续聚合、PTA 过程强化的若干示范线及纺织、染整、织物生产的示范线等，推动超仿棉聚酯纤维及其产品的产业化。

3. 谨慎看待 PTA 景气周期

虽然，PTA 行业波动很大、周期性特征明显，但目前的供需关系决定了今年上半年 PTA 行情依然可以持续，但国际油价的不断走高，也抬高了其原料成本，因此，可以判断，今年 PTA 平均价格上涨带来的利润增长幅度将不及收入增幅。

3.1. 2011 年 PTA 价格前高后低，2012 年前供给无忧

我们对于 2011 年 PTA 价格走势的判断是前高后低，因为大多数的 PTA 新增产能将在下半年逐渐投放市场，另外，目前国际油价因为政治等因

素而高企，抬高了整个石化产业链的价格中枢，下半年如果石油价格有所回落，也将会带动产业链价格的回落。

3.1.1. PTA 供给：2012 年后或出现产能过剩

2010 年我国国内 PTA 生产商合计产能 1640 万吨，同比增加 115 万吨，增长幅度为 7.5%。经我们统计，2011 年国内 PTA 新增产能为 315 万吨，全国 PTA 产能将达到 1955 万吨；而到了 2012 年增量将达到 510 万吨，届时国内 PTA 产能为 2465 万吨。由于 PTA 建设周期为 2 年，目前统计内的 2013 年投产 PTA 仅有上海亚东石化的 90 万吨产能，且仍存在变数。随着 PTA 产能的迅速扩张，PTA 设备建设技术也日趋成熟，考虑到目前动辄 100-200 万吨以上产能规模以及 PTA 价格的疯狂，2013 年新增产量或许会造成 PTA 产能过剩。

3.1.2. PTA 需求：增长迅速，10-11 年 PTA 仍需进口

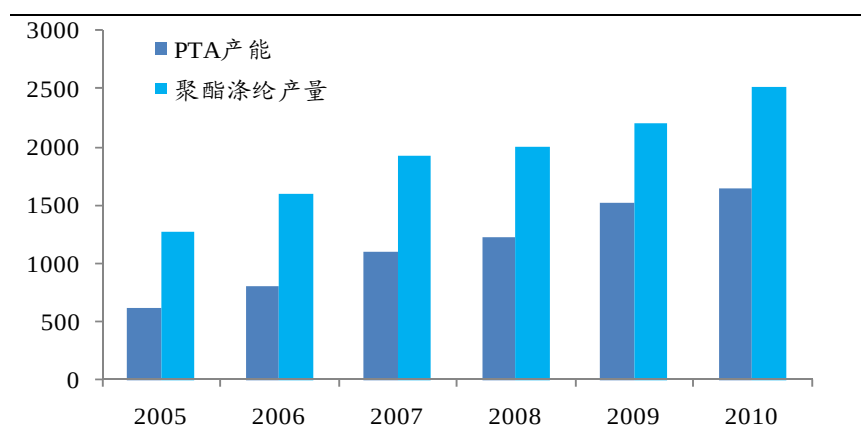
2010 年我国聚酯涤纶产量为 2513 万吨，同比增加 309 万吨，增幅为 14%，2005-2010 年产量复合增长率为 15%，下游纺织行业的需求增长带动聚酯涤纶行业的蓬勃发展。与此同时，2010 年 PTA 产能为 1640 万吨、11 年为 1955 万吨，理论上可以供应 1929 万吨和 2300 万吨聚酯涤纶产量。10 年我国进口 PTA 达到 540 万吨，进口依存度 25%，虽然与多年前 60% 以上的进口依存度相比是大幅度下降，但在不考虑涤纶产量增长的前提下，2011 年 PTA 1955 万吨的产能尚且不能满足聚酯涤纶 2010 年的产量。因此 2011 年 PTA 仍需进口，供需缺口依然存在。

表 3：国内 PTA 生产规模以及近期投产计划一览

	产能 (万吨)	投产情况	注明
翔鹭石化	165	运行	二期：漳州古雷 425 万吨
珠海 BP	150	运行	
扬子石化	135	运行	上游 120 万吨配套 PX 装置
仪征化纤	95	运行	
蓬威石化	90	运行	
辽宁石化	80	运行	
宁波台塑化学	60	运行	
上海亚东石化	60	运行	2011 年在上海建设 90 万吨
宁波三菱	60	运行	
福建佳龙石化	60	运行	计划建设第二套 PTA 产能不详
江阴汉邦石化	60	运行	
华联阳光石化	60	运行	
远东石化	60	运行	
上海石化	40	运行	
天津石化	34	运行	上游 40 万吨配套 PX 装置
洛阳石化	32	运行	
乌鲁木齐石化	9	运行	新建 100 万吨 PX；计划建设 150 万吨 PTA 配套装置
逸盛大化	150	运行	新扩建 75 万吨 2011 年 6-7 月投产
宁波逸盛石化	120	运行	新扩建 180 万吨 2011 年 6-7 月投产
远东石化	120	运行	QTA 60 万吨运行；2012 年建成 140 万吨 PTA
三房巷海伦石化	60	2011 年上半年投产	
逸盛海南	200	2012 年底投产	
江苏恒力	90	2012 年投产	一期工程；总体规划 450 万吨
同昆嘉兴石化	80	2012 年上半年投产	二期扩建可达 150 万吨产能

数据来源：国泰君安销售交易总部

图 6：2005-2010 聚酯涤纶产量&PTA 产能情况



数据来源：第一纺织网、公司招股书、国泰君安销售交易总部

3.1.3. PTA 价格走势：未来预期与现有需求的博弈

我们判断 2011 年下半年 PTA 会出现价格下跌，主要是对 2012 年后 PTA 出现产能过剩的忧虑，2011-2012 年下游聚酯涤纶的需求仍能消化新增 PTA 产能，而上游 PX 的成本以及涤纶的刚性需求都将对价格形成支撑作用，因此我们判断 11 年均价将高于 10 年。

3.2. 业绩预测

3.2.1. 2011 年一季度环比利润增长明显低于收入增长

11 年 1、2 月 PTA 市场均价 11055 元/吨，进入三月后上涨到了 11700 元/吨，我们估计一季度均价为 11500 元/吨，远高于 10 年四季度的 9228 元/吨的均价，预计 2011 年一季度营业收入环比增加 17%，但原料 PX 持续上涨也增加了公司生产成本，因此毛利增加不多。毛利率增长仅为 0.5%。

表 4：2011 年一季度公司业绩预测及环比比较

单位：百万元	2010Q4	2010Q4环比	2011Q1	2011Q1环比预测
PTA 内盘均价（元/吨）	9227.74	27.42%	11500.00	24.62%
营业收入	5053.03	37.10%	5898.00	16.72%
营业成本	4177.54	37.16%	4841.18	15.89%
毛利	875.49	36.78%	1056.82	20.71%
毛利率	17.3%	-0.1%	17.92%	0.59%
销售费用	55.93	32.66%	62.64	12.00%
管理费用	27.48	90.17%	32.52	18.33%
财务费用	1.66	-92.63%	94.37	5584.82%
归属母公司净利润	547.64	32.38%	532.49	-2.77%
净利率	10.8%	-0.4%	9.03%	-1.81%

数据来源：国泰君安销售交易总部

3.2.2. 11 年 PTA 新增产能占半壁江山，仍能保持收入高增长

11 年全国 PTA 新增产能 315 万吨，其中逸盛大化和浙江逸盛扩建 255 万吨，新增权益产能达到 96 万吨，保证了公司收入高增长。我们预测 11-13 年 EPS 为 3.21/4.05/4.64 元，动态 PE 为 22/18/16X，给予谨慎增持评级，目标价 80 元。

表 5: 荣盛石化利润表预测

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	10,171.00	15,795.68	22,168.97	27,563.22	31,839.53
增长率	66.60%	55.30%	40.35%	24.33%	15.51%
营业成本	8,913.00	13,215.28	18,722.60	23,030.35	26,563.17
%销售收入	87.63%	83.66%	84.45%	83.55%	83.43%
毛利	1,247.30	2,580.40	3,446.38	4,532.87	5,276.36
%销售收入	12.26%	16.34%	15.55%	16.45%	16.57%
营业税金及附加	4.00	48.63	71.66	93.56	111.31
%销售收入	0.04%	0.31%	0.32%	0.34%	0.35%
营业费用	96	176.60	235.46	304.47	358.74
%销售收入	0.94%	1.12%	1.06%	1.10%	1.13%
管理费用	71	82.94	122.23	159.56	193.54
%销售收入	0.70%	0.53%	0.55%	0.58%	0.61%
财务费用	245	147.76	176.27	208.20	228.48
%销售收入	2.41%	0.94%	0.80%	0.76%	0.72%
投资收益	364	453.75	300	300	300
资产减值及公允价值变动	5	-0.91	0	0	0
营业利润	1,211.00	2,577.31	3,140.75	4,067.08	4,684.29
营业利润率	11.91%	16.32%	14.17%	14.76%	14.71%
营业外收支	3	0.07	0	0	0
税前利润	1,214.00	2,577.38	3,140.75	4,067.08	4,684.29
利润率	11.94%	16.32%	14.17%	14.76%	14.71%
所得税	84	353.87	471.11	610.06	702.64
所得税率	6.92%	13.73%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	347.00	686.94	887.32	1,206.48	1,403.46
归属于母公司的净利润	783.00	1,536.57	1,782.32	2,250.54	2,578.19
净利率	7.70%	9.73%	8.04%	8.17%	8.10%
每股收益(元)	1.41	2.76	3.21	4.05	4.64
总股本(万股)	55600	55600	55600	55600	55600

数据来源: 国泰君安销售交易总部

作者简介:**任静:**

S0880511010014

010-59312820

renjing@gtjas.com

博士，化纤、农药研究员。2010 年卖方分析师水晶球奖基础化工入围

陈辉（贡献作者）:

S0880110050077

021-38674637

chenhui008095@gtja.com

国泰君安证券化纤、农药行业助理研究员，英国赫特福德大学理学硕士学位。2009 年 7 月加入国泰君安证券，从事化纤、农药行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安销售交易总部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安销售交易总部

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		