

石油化工行业

评级：持有 维持评级

行业点评

刘波

 分析师 SAC 执业编号: S1130206110211
 (8621)61038283
 liubo@gjzq.com.cn

供应偏紧，BOPET 价格大幅上涨

事件

8 月至今，国内 BOPET(双向拉伸聚酯薄膜)价格从 19,000 元/吨上涨至 29,500 元/吨，已累计上涨超过 50%。行业订单量的增长超出行业的普遍预期。

评论

原料价格平稳，吨毛利不断走高：BOPET 的主要原料为聚酯切片，成本占比在 80%左右，而聚酯切片成本主要受 PTA(对苯二甲酸)与 MEG(乙二醇)影响，今年以来 PTA 与 MEG 价格走势平稳，因而此轮 BOPET 涨价与原料无关。以我们假设的 BOPET 模拟吨毛利来看，3 月 1 日吨毛利在 2,296 元，7 月 20 日在 6,904 元，到 9 月 24 日，已上升至 16,786 元。

对于此轮涨价，我们认为供需方面的原因有三点：

供给方面，目前供不应求，未来两年产能过剩，但也要看国际需求是否超预期。截止 2009 年底，国内生产 BOPET 企业约有 40 家，共有设计产能 85.28 万吨。行业前 10 家企业产能约 60 万吨，占全国总量的 70%，集中度较高。从近几年新建扩产的项目来看，预计 3 年后国内产能超过 200 万吨，超过需求。2010 年国内新增产能估计只有 12 万吨左右（同比增长 14%），扩建约 100 万吨将在 2011-2013 年陆续达产。自 2004 年以来，BOPET 全球需求每年以 7.2%的速度增长，2009 年达到 240 万吨，而国际产能为 310 万吨左右。据 PCI 预测，2014 年将达到 370 万吨，年复合增长率超过 8%，而产能可能达到 430 万吨，主要扩产国在中国。

出口量大幅增长。根据用途划分，BOPET 可分为包装用普通系列（占 60%以上）与其他工业用系列。目前全球普通包装类 BOPET 处于供不应求局面，原因在于金融危机时不少国际厂商将普通型生产线转产向新能源、电子、光学等新兴领域，今年包装类产品需求恢复时，供给出现了较大不足。价格数据显示，8 月份欧洲 BOPET 价格较年初已累计上涨 60%以上。2008 年，美国针对中国产品反倾销，加上金融危机，出口受较大冲击。进入 2010 年，全球传统包装领域加上欧美等国大力发展太阳能等低碳行业，BOPET 货紧价扬。从出口地来看，尽管中国直接出口至美国数量大幅减少，但通过中转间接出口成为贸易商选择。另外，基于人民币升值的判断，国外不少投资商的 BOPET 期货订单亦涌入国内厂家，进一步增强行业的信心。

国内目前约 88%的产能生产普通包装用 BOPET，国内及全球经济回暖后，带动包装等下游行业需求回暖。

我们认为四季度 BOPET 行业仍将景气：四季度虽可能增加几万吨产能，但供不应求的问题不能得到有效解决。出口方面，在人民币升值的假设下，我们认为出口将延续今年以来的旺盛局面。需求新增点方面，对于工业领域用中厚型 BOPET，未来在护卡、触摸开关、电器绝缘等领域需求平稳，在特种电子、太阳能背材、光学基膜等领域前景看好。

投资建议

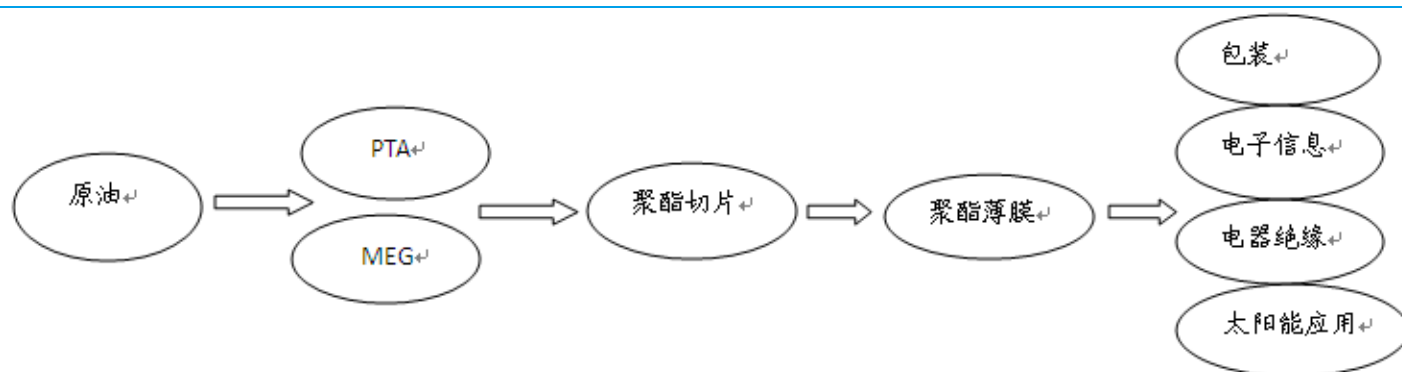
敏感性分析：目前上市公司之中，大东南与中达股份 BOPET 业务收入占比较高。大东南现有 BOPET 产能 3 万吨，并拟于今年投产 6 万吨，以 3 万吨产能计算，BOPET 价格每上涨 3,000 元/吨，可增厚公司 EPS0.14 元、中达股份（按 5 万吨计算）0.16 元、国风塑业 0.10 元（2 万吨）、佛塑股份 0.10 元（权益 3 万吨），中达股份弹性最高，应当重点关注。

8 月至今价格上涨超过 50%

BOPET 简介

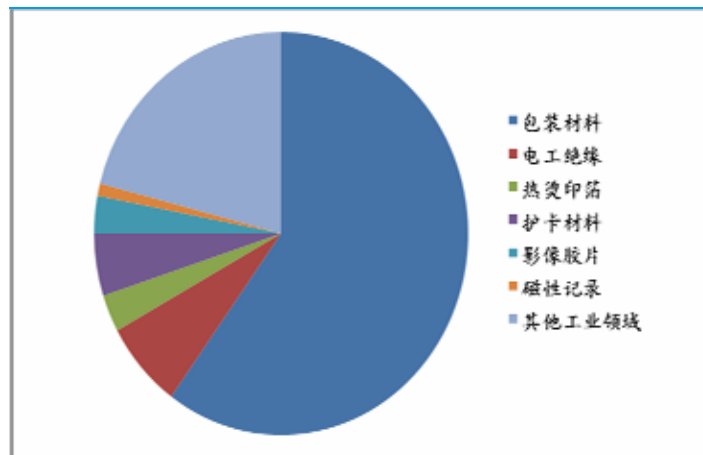
- BOPET：双向拉伸聚酯薄膜，是以聚酯切片为原料，经纵横双向拉伸而生产出的平衡薄膜。聚酯薄膜（PET）分为 CPET(单向拉伸聚酯薄膜)与 BOPET 两种，CPET 使用量较少，大约只占 PET 的 5%左右。而 BOPET 作为一种新型工业材料，具有强度高、刚性好、透明、光泽度高等特点，广泛应用于包装、电子、太阳能等领域。
- 根据用途划分，BOPET 可分为包装用普通系列与其他工业领域用系列。其中包装用普通聚酯薄膜厚度一般在 8-75μm，需求量大，目前技术已较成熟。其他工业领域用厚度在 75μm 以上，个性化需求明显。目前国内引进的设备大多只能生产普通薄膜，产能占到全部的 88%左右，对于差异化、高附加值的特种功能性聚酯薄膜产品则较为缺乏，需依靠进口。

图表1：产品生产链



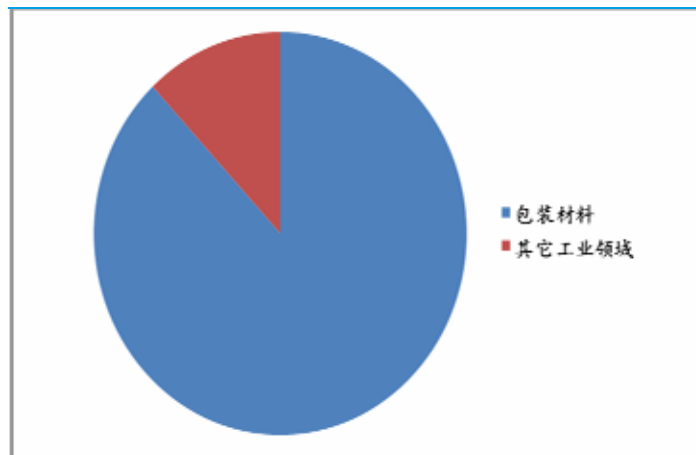
来源：国金证券研究所

图表2：国内聚酯薄膜各类用途消费占比（2007）



来源：中塑协 BOPET 专委会。国金证券研究所

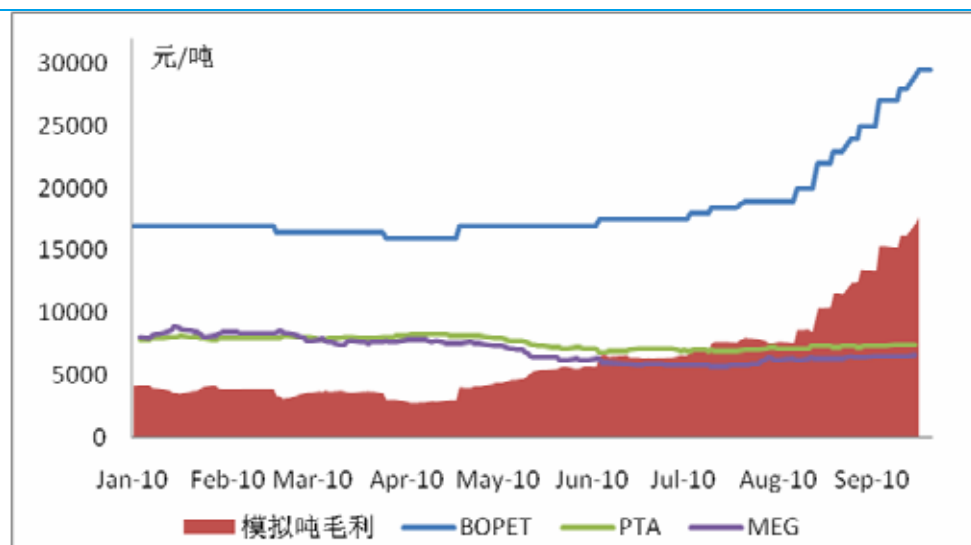
图表3：目前产能分类占比



模拟吨毛利不断上升，此轮涨价与原料无关

- 从生产成本角度分析，聚酯薄膜的主要原料为聚酯切片，其成本占比约为 70%-80%。通常大线生产普通聚酯薄膜对聚酯切片的单耗在 1.02-1.03 之间，中等生产线的单耗则在 1.04-1.06。而聚酯切片的原料主要为 PTA 与 MEG。每吨聚酯切片成本=0.86*PTA 价格+0.34*MEG 价格+辅料、人工成本等。一般来说，国内聚酯薄膜的价格与聚酯切片价格关联性很强。
- 近几个月来，BOPET 与聚酯切片（或者 PTA/MEG）的价差不断扩大，我们按聚酯切片占 BOPET 成本 80%，吨耗生产聚酯切片 1.03 吨，辅料、人工成本等 450 元/吨计算，3 月 1 日模拟吨毛利在 3,453 元，7 月 20 日在 7,722 元，到 9 月 24 日，已上升至 17,723 元。

图表4：价格及模拟吨毛利情况



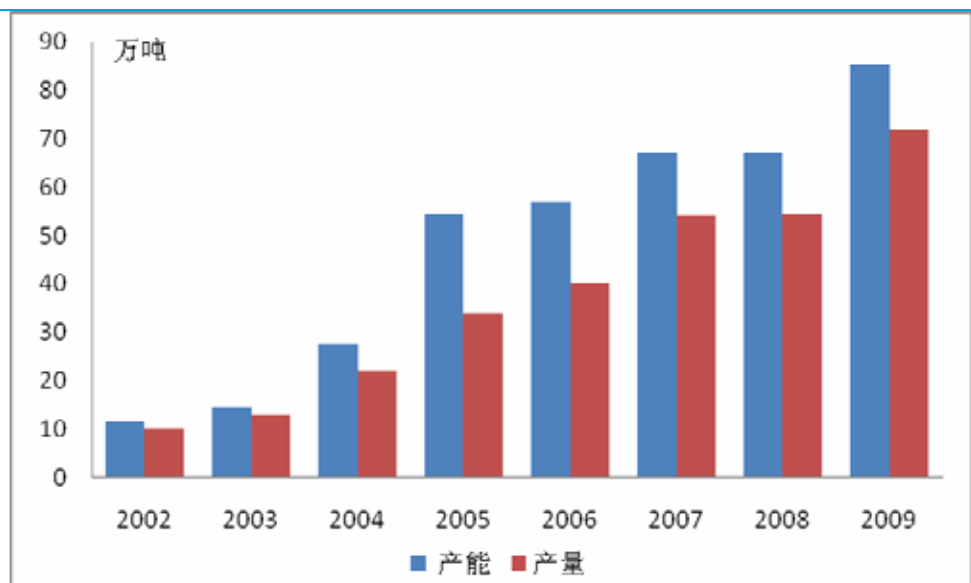
来源：化工在线。中华商务网。国金证券研究所

价格飙升的原因

供给面：短期供不应求，2011年后供过于求

- 我国 BOPET 产业发展迅速，2002-2009 年，国内设计产能由 11.3 万吨，上升至 85.28 万吨，增长了 6.5 倍。从近几年新建扩产的项目来看，预计 3 年后国内产能超过 200 万吨。但从达产时间来看，由于 BOPET 生产线建设周期较长，多数产能将在 2011-2012 年达产，2010 年国内新增产能估计只有 12 万吨左右，不及 2009 年的一半。

图表5：近几年国内 BOPET 设计产能、产量及同比增长



来源：国金证券研究所

图表6: 2010-2012 年国内部分新增产能情况

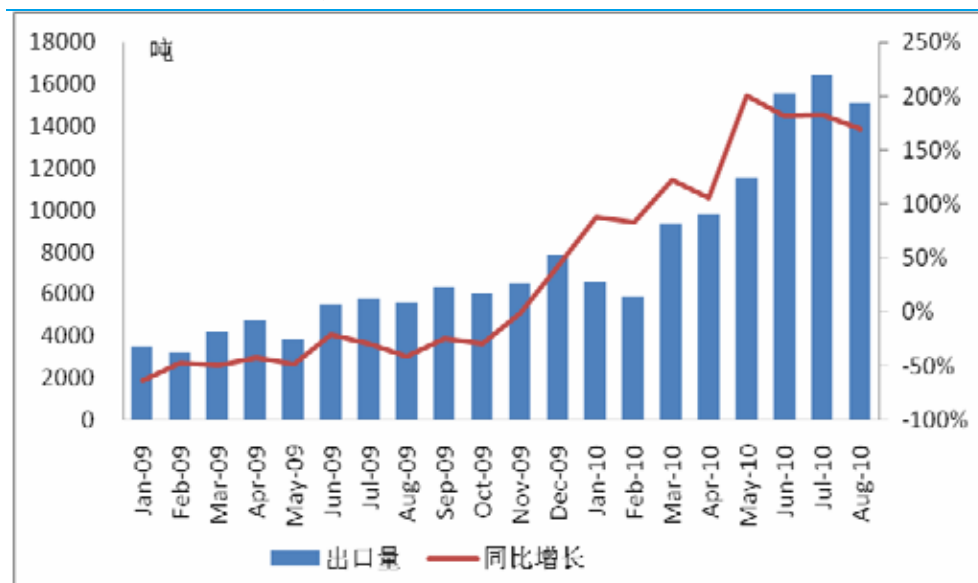
企业	生产线	新增产能 (万吨)	备注
浙江欧亚		11	2011 年初投产
绍兴未名	1 条	2.5	
绍兴翔宇	2 条	2.5	
		2.5	
宿迁彩塑		33	截止 9 月已达产 9 万吨
邦凯塑胶	1 条	2.5	已达产
大东南	2 条	6	计划 2010 年投产
佛山多能	1 条	1.5	
浙江强盟	1 条	2.5	
山东日照		5	计划 2011 年投产
江苏裕兴	2 条	1.5	
		1.5	
其他	4 条	12	

来源：国金证券研究所

需求面影响因素一：出口增长明显

- 目前全球普通包装类 BOPET 处于货紧状态，原因在于金融危机时不少国际厂商将普通型生产线转产向新能源、电子、光学等新兴领域，今年包装类普通产品需求恢复时，供给出现了较大不足。价格数据显示，8 月份欧洲 BOPET 价格折合人民币 40,000 元/吨，较年初累计上涨 60% 以上。而国际最大的 BOPET 厂商杜邦-帝人薄膜美国分部于 8 月 16 日宣布，对所有 Mylar、Melinex、Tetoron 聚酯薄膜涨价至少 0.25 美元/磅（113 美元/吨）。
- 国际货紧对国内的影响主要表现在出口快速增长。2008 年，当时国内 BOPET 产品最大的输出地美国对中国产品实行反倾销，加上随后而来的金融危机，2009 年出口一时受到较大的冲击。进入 2010 年，全球传统包装领域加上欧美等国大力发展太阳能等低碳行业，BOPET 货紧价扬。从出口地来说，虽中国直接出口至美国数量大幅减少，但通过其他国家中转再出口至美国等间接出口成为许多贸易商的选择。据中塑协 BOPET 委员会资料，2010 年 1 月至 5 月，行业内 18 家上报企业的 BOPET 出口同比 2009 年增幅为 71.3%，其设备利用率达到了近 90%（这 18 家企业的生产能力约占行业总产能的 70.2%）。
- 另外，基于人民币升值的判断，国外不少投资商的 BOPET 期货订单亦涌入国内厂家，进一步增强行业的信心。

图表7: PET 膜、板、片等出口量及增长



来源：海关数据。国金证券研究所

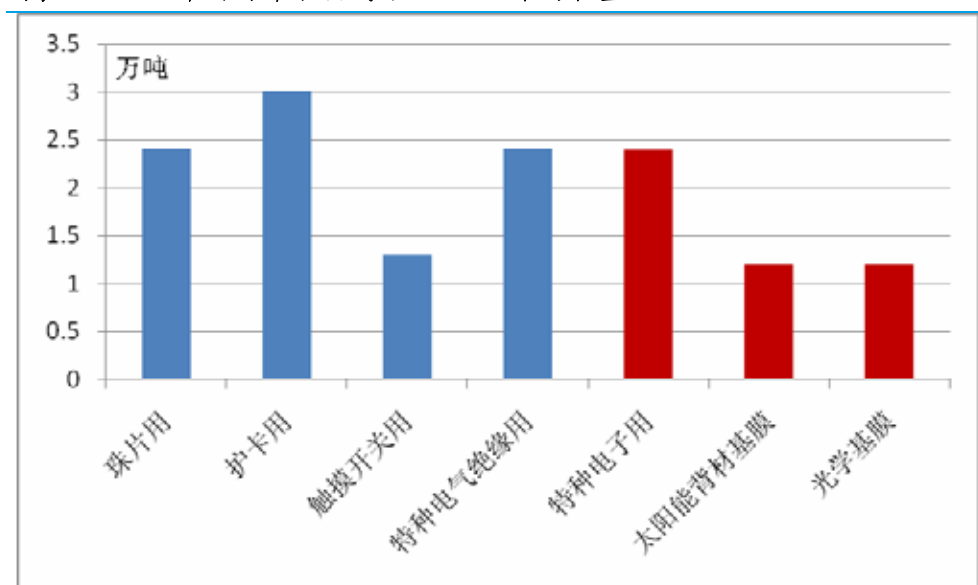
需求面影响因素二：国内需求平稳增长

- 目前国内 BOPET 主要应用于包装领域。经济复苏后，包装、电子等领域对 BOPET 的需求平稳回暖。我国包装行业发展迅速，包装联合会预测，未来行业仍能保持高于 GDP 的增速增长。对于 BOPET 需求亦将平稳增长。
- 当前不少企业订单接至 11 月份，有些已经处于封盘控制接单状态，而且外销订单量还在增加，有的已在商谈 2011 年的供货合同。

四季度行业仍将景气

- 四季度至年末，虽可能增加几万吨产能，但产能“真空”的问题不能得到有效解决。
- 出口方面，在人民币升值的假设下，我们认为出口将延续今年至今的旺盛局面。
- 需求未来新增点方面，对于工业领域用中厚型 BOPET，未来在护卡、触摸开关、电器绝缘等领域需求平稳，在特种电子、太阳能背材、光学基膜等领域前景看好。

图表8: 2009 年国内部分领域用 BOPET 市场容量



来源：BOPET 专委会。国金证券研究所

行业内重点公司简析

- 截止 2009 年底，国内生产 BOPET 企业约有 40 家，行业前 10 家企业产能约 60 万吨，占全国总量的 70%，行业集中度较高。

图表9: BOPET 专委会部分会员企业产能

公司名称	设计产能(万吨)
欧亚薄膜	12
宿迁彩塑包装	10
佛塑	6
富维薄膜	3.86
绍兴翔宇	3.2
绍兴未名塑胶	3
紫东薄膜材料	3
钟恒新材料	2.5
仪化东丽	2.3
宁波舜塑	2.3
天津万华	2.2
兰埔成实业	2
裕兴薄膜	2
云梦德邦(湖北福斯特)	2
金菱里克(国风塑业)	2

来源：中国 BOPET 网。国金证券研究所

- 目前上市公司之中，大东南与中达股份 BOPET 业务收入占比较高，在 20%以上。

图表10: 相关上市公司产能与股本情况

	BOPET 产能	股本(万股)
大东南	3 万吨，2010 年拟募集资金建设 6 万吨	46,571
中达股份	包括南京金中达 0.35 万吨，江阴金中达 1.6 万吨等。预计总产能超过 5 万吨	66,124
国风塑业	2 万吨	42,048
佛塑股份	子公司(49%股权，不并表)佛山杜邦鸿基产能 6 万吨	61,255

来源：国金证券研究所

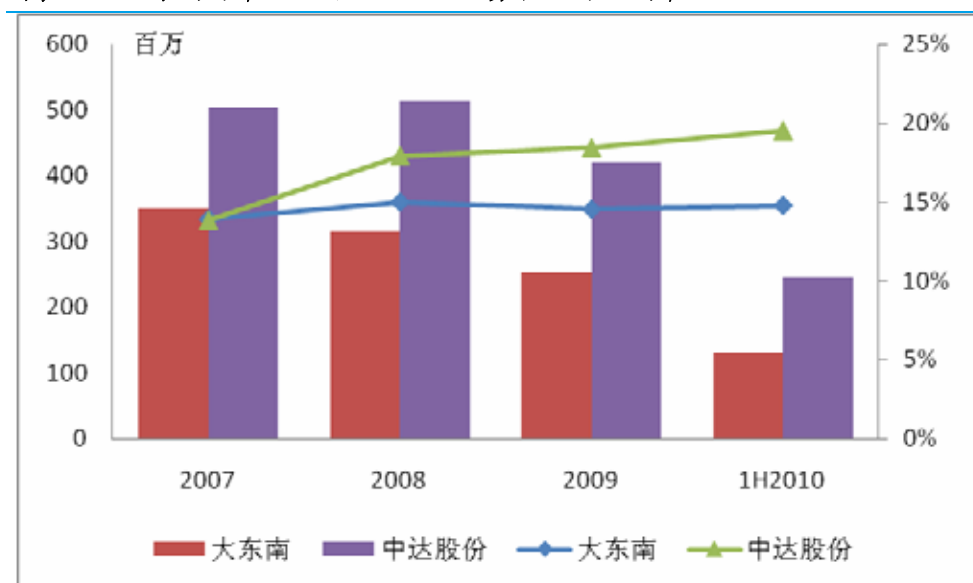
大东南

- 公司目前拥有 BOPET 产能 3 万吨，2008-2009 年，公司 BOPET 业务收入分别占总收入的 22.98%与 23.44%。2010 年 4 月，证监会核准公司非公开发行普通股。此次公司募集资金拟引进 2 条生产线，建设 6 万吨新型功能性 BOPET 包装薄膜建设项目。项目建设期为 2 年，公司预计建设完成后第一年产量达到设计产能的 80%，第二年进入达产期。以 3 万吨产能计算，BOPET 价格每上涨 3,000 元/吨，可增厚公司 EPS0.14 元。

中达股份

- 以公开披露的信息推算，公司目前拥有的 BOPET 产能大于 5 万吨，2009 年 BOPET 业务收入占总收入比重在 22.61%。公司中报披露上半年 BOPET 产品供不应求，产品毛利水平同比增长了 1.88 个百分点。BOPET 价格每上涨 3,000 元/吨，可增厚公司 EPS0.16 元。

图表11：大东南与中达股份BOPET 业务收入与毛利率



来源：公司年报。国金证券研究所

佛塑股份

- 公司参股 49%的佛山杜邦鸿基薄膜有限公司（不并表）主要产品为 BOPET 薄膜，产能超过 6 万吨，是目前国内产销规模最大、技术领先的 BOPET 生产企业，拥有七条生产线，可生产 3-350 μ m 不同厚度的产品，分为包装膜、工业膜、电子材料、影像膜、特种膜以及磁性材料六大类别。以 6 万吨产能计算，BOPET 价格每上涨 3,000 元/吨，可增厚公司 EPS0.10 元。

国风塑业

- 2009 年塑料薄膜业务占公司收入比重在 60.92%，其中主要为 BOPP 膜。公司目前拥有 BOPET 的产能为 2 万吨，另外，国风集团下属子公司金菱里克有 2.5 万吨的生产线也由国风塑业委托管理（金菱里克的收入和利润归集团所有）。9 月 21 日，公司获得高新技术企业认定证书，三年所得税率降为 15%。以 2 万吨产能计算，BOPET 价格每上涨 3,000 元/吨，可增厚公司 EPS0.10 元。

图表12：相关公司一致性预测与估值

	股票代码	9 月 27 日 收盘价	EPS (元)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
大东南	002263	10.08	0.17	0.20	0.32	59.29	50.40	31.87
中达股份	600074	5.25	(0.38)					
国风塑业	000859	7.92	0.24			33.00		
佛塑股份	000973	15.30	0.22	0.43	0.58	68.46	35.54	26.38

来源：朝阳永续

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室