

涤纶

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 8.35元

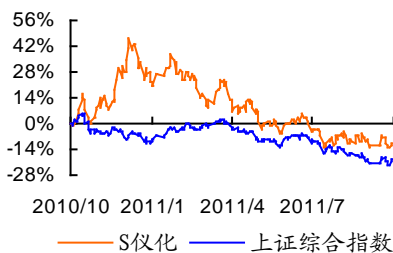
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2435.61
总股本(百万)	4000
流通股本(百万)	1600
流通市值(亿)	134
EPS (TTM)	0.35
每股净资产(元)	2.08
资产负债率	21.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
S仪化	-2.91	-8.04	-20.22
上证综合指数	0.85	-10.57	-16.74



相关报告

S仪化

600871

推荐

存量项目盈利稳定, 增量项目未来可期

公司前3季度实现销售收入156亿元, 同比增35.12%, 归属于母公司股东的净利润8.56亿, 同比增10.24%, 对应基本每股收益0.214元。3季度单季销售收入53亿, 归属于母公司股东的净利润2.72亿, 同比下降21.8%, 对应EPS为0.068元。

- 仪化从整个“PX-PTA (MEG)-PET-短纤长丝”产业链上看, 偏后端, 是涤纶行业的龙头公司, 2010年平均净资产收益率15.97%, 排在涤纶类公司第一位。
- 产业链前端的三大原料(PX、PTA、MEG)采购价格是影响公司盈利能力的主要因素, 因为公司生产偏重后端产品, 上游成本一旦大幅提升, 成本转嫁能力得看下游市场需求是否旺盛。仪化采购成本占总制造成本的90%以上, 因此采购成本控制的好坏直接影响着公司的经营状况。与同行相比较, 目前仪化公司的主原料采购成本和供应稳定性都有较大优势。
- 原料成本方面, PX、PTA和MEG的价格在亚洲区范围内是平衡的, 因此国际供应商的报价具有很强的参考意义。原料价格与油价具有相同的变动趋势, 但由于成本传导需要考虑库存和下游需求等综合因素, 因此具体到某个月份有背离的可能, 但从整年来看, 油价上涨上涨的幅度与原料成本上涨的幅度接近。
- 12年之后行业产品供给不是问题, 行业利润空间将主要由下游消费增速决定。预计4季度仪征化纤涤纶仍将处于平稳盈利的状态, 一方面是因为在需求没有明显好转之前原料和产品价格同向波动, 另一方面是企业具有明显的成本和原料获取优势以及高位的产销率。
- 公司战略定位是存量调优、增量转型, 主要指(1)下游产品差异化、功能化;(2)投资煤化工项目, 寻找新的增长点。
- 投资建议: 公司开工率一直维持在95-98%之间, 销售率在98%以上, 盈利空间相比10年均值保持稳定, 我们认为11年PTA新产能投放对行业影响有限, 但12年将在显著地压缩行业的盈利空间。在建的BDO项目12年开始贡献业绩。增量项目着重煤化工产业链的可能性很大。我们预计公司11、12、13年的EPS分别为0.31、0.37、0.44元, 首次覆盖暂不评级。建议关注在建项目进展情况及可能引进的新产品布局。

风险提示内容: 下游消费持续疲软, 所得税抵减大幅减少

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	16348	19141	20615	22115
同比(%)	24%	17%	8%	7%
归属母公司净利润(百万元)	1227	1250	1480	1765
同比(%)	221%	2%	18%	19%
毛利率(%)	14.7%	13.7%	14.4%	15.2%
ROE(%)	14.8%	13.2%	13.6%	14.0%
每股收益(元)	0.31	0.31	0.37	0.44
P/E	27.23	26.72	22.57	18.92
P/B	4.02	3.54	3.06	2.64
EV/EBITDA	19	15	13	11

资料来源: 中投证券研究所

一、行业龙头企业，业绩增长稳定

仪化从整个“PX-PTA (MEG) -PET-短纤长丝”产业链上看，偏后端，是涤纶行业的龙头公司，10年平均净资产收益率15.97%，排在涤纶类公司第一位。

公司目前的产能：175.4万吨/年聚酯聚合、45.5万吨/年瓶级切片固相缩聚、74.7万吨/年涤纶纤维抽丝、6.9万吨/年涤纶长丝加弹、100.0万吨/年PTA氧化精制。

公司目前的生产线：聚酯聚合12条生产线；固相缩聚，目前有两套连续式固相缩聚生产线，一套是SINCO的（简称10R线），一套是BUHLER的（简称S2线）；涤纶短纤26条生产线，涤纶长丝13条生产线，加弹机98台，PTA氧化精制2条生产线。

公司产能利用率一直较高，基本维持在95%-98%，2010年主营产品产销情况见表1，聚酯切片和短纤（含中空）是主要盈利点，瓶级切片收入占比在22.48%，但盈利能力下降明显，和长丝同样处于平均盈利水平之下。

表1 S仪化2010年主营产品产销情况

产品	产量(万吨)	销量(万吨)	销售均价(元/吨)	毛利率
聚酯切片	104.6	70.8	8652	15.80%
瓶级切片	31.8	31.7	8589	11.7%
涤纶短纤	55.4	49.3	9807	16.6%
涤纶中空纤维	5.5	5.5	10652	
涤纶长丝	21.9	15.5	11472	10.8%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

产业链前端的三大原料采购价格是影响公司盈利能力的主要因素，因为公司生产偏重后端产品，上游成本一旦大幅提升，成本转嫁能力得看下游市场需求是否旺盛（下游市场是完全竞争市场，供需情况直接决定市场价格）。

表2 S仪化主要原料用量

三大原料	2010年用量	自产与外购	2010年均价 (国际供应商)
PX	约65万吨	全部外购(镇海, 金陵等)	1036美元/吨
PTA	约147万吨	自产98万吨 外购49万吨(扬子, 进口等)	943美元/吨
MEG	约50万吨	全部外购(扬子, 进口等)	866美元/吨

资料来源：中投证券研究所

仪化采购成本占总制造成本的90%以上，因此采购成本控制的好坏直接影响着公司的经营状况。仪化的物资采购集中于下设的采购中心，其承担着仪化公司物资供应管理职能，负责公司物资管理制度的制定、落实、检查监督和指导服务，负责公司日常生产用原辅材料、燃煤、设备备件等和公司项目建设所需物资的采购供应。目前三大原料的采购，采用与战略供应商签订五年长期协议，供应量逐年增加，合同条款逐年优惠，实现了稳定的供需关系，降低了

采购风险和成本。通过多年的供应商筛选和商务谈判，与同行相比较，目前仪化公司的主原料采购成本和供应稳定性都有较大优势。

销售方面，公司一般在前一年年末召开的销售会议上已经把下一年的销售产品与客户做了很好的沟通，签订了意向协议，按月分配了生产和销售的计划，因此销售不成问题。但交货时的价格是当月的市场价格，是随行就市的，而售价直接由供需决定，因此如何看待新增产能对市场的冲击很重要。考虑到下游属于消费类的需求，这与人均可支配收入一般同比例增长，扣除价格因素一般在 10%，而下游产能预计在今年下半年增加 15%（具体也看投产情况和生产状态），下半年确实对市场造成一定的影响，但平稳盈利仍是有保障的，我们认为主要影响在 12 年以后。

12 年之后供给不是问题，行业利润空间将主要由下游消费增速决定。2011 年上半年 PTA 新装置投产不多，但聚酯装置继续稳步增加，PTA 供应形势进一步偏紧。2011 年下半年，随着逸盛大连 75 万吨扩容，以及逸盛 180 万吨装置开车，以及后续海伦石化（三房巷）90 万吨项目投产之后，市场供需状况有望适度缓和。2012 年-2013 年期间，国内 PTA 装置进入集中投产周期，特别是 2012 年会出现 PTA 明显过剩的可能。当然未来数年里聚酯拟建、在建的项目也很多，加上 PTA 供应商多为行业龙头企业且有配套上下游产能整合的优势，行业利润空间被压缩的过程也是行业通过市场进行自我调节的过程，部分优质企业仍将胜出，仪征化纤相比同业公司具有很强的竞争优势。

表 3 未来 3 年 PTA 新增产能

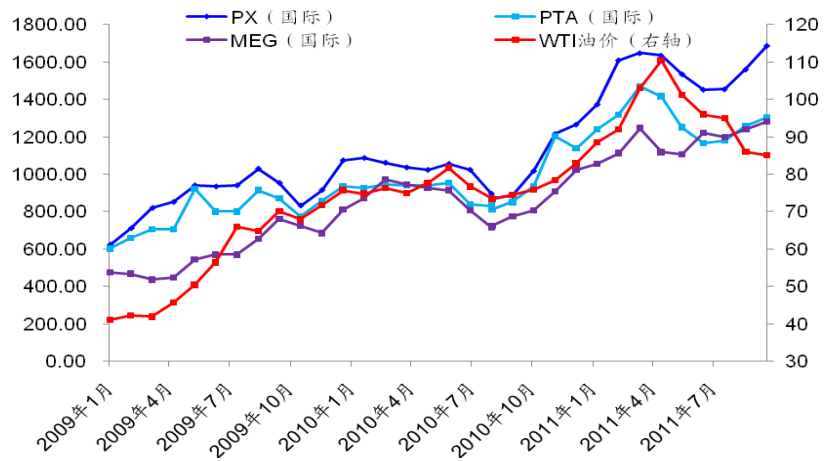
	产能	预计建成时间
逸盛大化	75	2011
三房巷	90	2011
浙江逸盛	180	2011
桐昆集团	80	2012
翔鹭石化	150	2012
远东石化	140	2012
江苏恒力	200	2012
珠海 BP	20	2012
海南逸盛	200	2013

资料来源：中投证券研究所

原料成本方面，PX、PTA 和 MEG 的价格在亚洲区范围内是平衡的，因此国际供应商的报价具有很强的参考意义。原料价格与油价具有相同的变动趋势，但由于成本传导需要考虑库存和下游需求等综合因素，因此具体到某个月份有背离的可能，但从整年来看，油价上涨上涨的幅度与原料成本上涨的幅度接近。

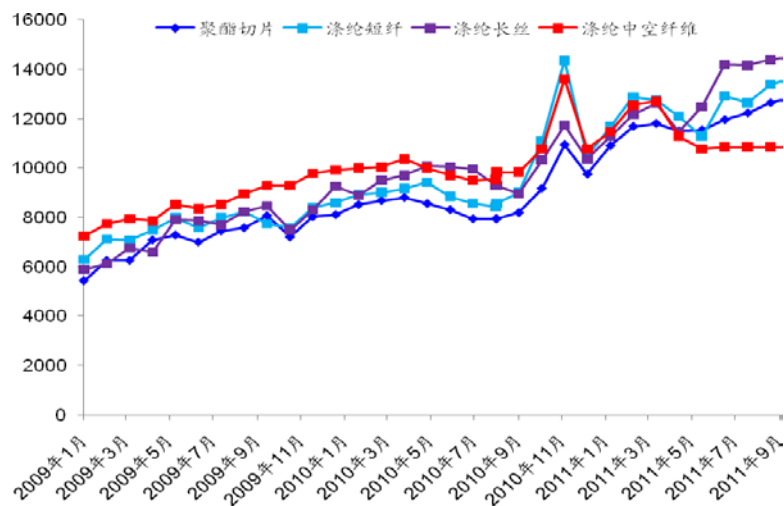
今年第 3 季度，公司共生产聚酯产品 54.9 万吨，较上年同期减少 2.0%，聚酯聚合产能利用率达 97.8%。共生产 PTA 27.36 万吨，较上年同期减少 0.4%。销售聚酯产品 450,135 吨，较上年同期减少 1.1%。扣除自用量等因素，产销率达 101.9%。共生产聚酯专用料 24.85 万吨，专用料比率达 91.3%，同比提高 4.0 个百分点；生产差别化纤维 16.22 万吨，差别化率达 89.1%，同比提高 0.9 个百分点。

图 1 主要原料价格及油价走势 (美元)



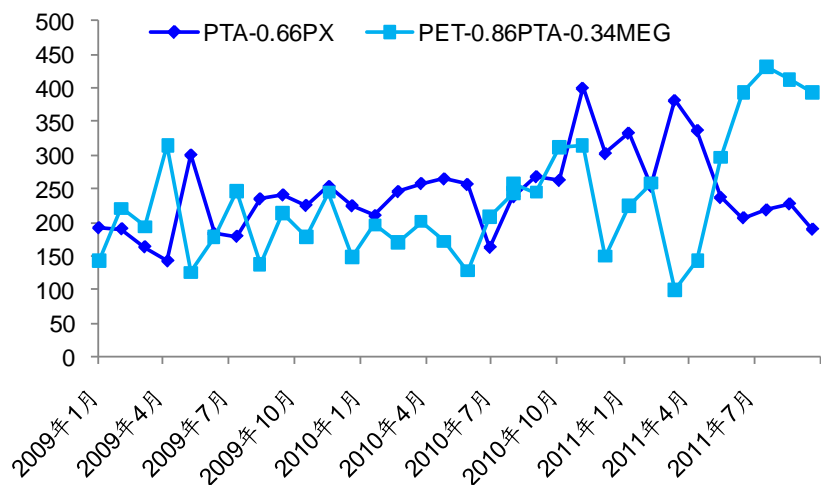
资料来源：中投证券研究所

图 2 主要产品价格走势 (不含增值税, 元)



资料来源：中投证券研究所

图 3 产品与原料的价差 (代表盈利空间, 美元)



资料来源：中投证券研究所

聚酯上游 PTA、PX 需求旺盛。PX 主要来自于依托大型炼油厂建设的芳烃联合装置。芳烃装置由于投资较高、技术复杂、配套工程多、原料石脑油资源控制严格、环保要求高,其产能扩张明显滞后于需求增速,聚酯产业链的发展瓶颈正在从 PTA 向 PX 环节转移。

国内聚酯企业的 MEG 供需依然偏紧。MEG 国内 MEG 市场大部分仍然依赖进口,而 2009 年前后,随着中东地区凭借其能源、资源的低成本优势 MEG 产能大幅扩张,市场一度进入明显过剩周期。但未来几年里,尽管中国市场产能投放开始加快,但多数仍以煤制路线为主,因品质等方面原因,主要还是应用于防冻液等领域,在聚酯涤纶行业上的使用范围仍然不大;加上中东地区 MEG 装置在 2010 年之后扩张高峰期已经过去,而同期国内聚酯装置因最近几年效益丰厚,投资进入一个高峰期,因此未来几年里,MEG 市场整体供应过剩的局面逐渐好转,局部时段甚至出现偏紧局面,除非后续煤制乙二醇产能能迅速扩张,并且其产品品质能在聚酯生产上逐渐得到广泛的应用。

二、新产品预示新战略, BDO 项目支撑 12 年增长

公司目前的在建项目情况:

(1) 10 万吨/年 1,4-丁二醇项目已于二零一零年五月份开工建设,已完成场地平整、基础设计编制和长周期设备订货工作,原料正丁烷来自中石化,预计 12 年 6 月-8 月间投产。此项目达产后将每年贡献 EPS 0.1 元左右。

(2) 3,000 吨/年高性能聚乙烯纤维一期项目已进入设备安装阶段,8 月份能够投产,销售价格在 10-20 万元/吨(根据具体型号不同),下游主要是特种材料用(硬度高,部分用于军工),毛利率较高(我们估计在 20%-30%),但对整体利润贡献较小(11 年贡献 EPS 0.01 元,12 年贡献 EPS 0.03 元)。

(3) 正在积极推进 PTA 项目合资谈判(100 万吨 PTA,权益占比 40%),预计 13 年能够建成投产。项目投产后,公司的 PTA 基本实现自给,一体化优势进一步确立。

(4) 100 吨/年对位芳纶项目经过技术改造,基本实现生产稳定运行。虽然芳纶的售价较高,在 30 万/吨以上,但这个项目目前是中试项目,后面扩大方案还在编制中,因此商业化生产暂无时间表。千吨级对位芳纶项目工艺包已经完成并通过评审,后续工作正在加紧开展。

关于芳纶: 芳纶属于技术壁垒较高的产品,其应用范围主要为:防弹衣、头盔等约占 7%~8%,航空航天材料、体育用材料约占 40%,轮胎骨架材料、传送带材料等约占 20%,高强绳索等约占 13%。而作为增强材料,芳纶有其不可替代的作用。目前国内供不应求,主要生产厂家如下:

表 4

企业名称	芳纶类型	产能(吨)
山东烟台氨纶	间位芳纶	4600
圣欧(苏州)安全防护材料有限公司	间位芳纶	2000
广东彩艳股份有限公司	间位芳纶	1000

河北硅谷化工有限公司	对位芳纶	1000
苏州兆达特纤科技有限公司	对位芳纶	500
合计		9100

资料来源：中投证券研究所

公司战略：存量调优、增量转型

(1) 下游产品差别化、功能化；

2010年的6万t/aPBT项目、差别化短纤改造项目、细旦涤纶中空纤维项目、高速自由端纺纱专用短纤原料等一系列项目旨在优化产品结构、提升功能化产品比重。未来将是化纤行业转型升级期，功能性、差别化纤维将进一步获得发展，同时原料的制约依然存在，拥有一体化产业链的企业将相对胜出。

在“PX—PTA（MEG）—聚酯—涤纶”这条产业链上,位于产业链下游的聚酯和涤纶由于能力过剩，产品价格低位徘徊，原料成本的过快上涨不能向下很好地转移。来自原料成本上涨和产品价格低落的双重挤压,使得PX、PTA、聚酯、涤纶的经济效益依次递减,国际大型公司已经注意到聚酯产业链利润的转移，纷纷采取一系列的措施,进行聚酯产业链的纵向整合,以增强产业链的竞争力。

(2) 投资煤化工项目，寻找新的增长点

2010年3月2日，安徽淮化集团与仪征化纤公司就煤化工合作事宜进行了进一步细化磋商。2009年11月2日，安徽省人民政府与中国石化就安徽淮化与仪征化纤煤化工一体化项目进行了会谈，并签订了安徽淮化与仪征化纤《煤化工一体化框架协议》。安徽煤化工（淮南）基地总投资560亿元，占地12.72平方公里。以煤为原料，采用先进的粉煤气化技术，**形成六大产业链：煤基甲醇烯烃、乙二醇、硝酸、化肥、替代燃料、精细化工**，是按照一体化、基地化、大型化、现代化和集约化的原则及节能、降耗、循环经济理念开发建设新型煤化工产业区。

三、投资建议

公司开工率一直维持在95-98%之间，销售率在98%以上，盈利空间（主要看PTA-PX价差和PET-PTA-MEG价差）相比10年均值保持稳定，我们认为11年PTA新产能投放对行业影响有限，但12年将在显著地压缩行业的盈利空间。在建的BDO项目12年开始贡献业绩。我们预计公司11、12、13年的EPS分别为0.30、0.38、0.46元，首次覆盖暂不评级。建议关注在建项目进展情况及可能引进的新产品布局。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6076	5810	8100	10752	营业收入	16348	19141	20615	22115
现金	2469	2342	4398	6796	营业成本	13950	16528	17657	18745
应收账款	75	118	116	128	营业税金及附加	42	49	53	56
其它应收款	30	43	44	46	营业费用	213	249	268	288
预付账款	6	6	7	7	管理费用	776	908	978	1049
存货	1319	1714	1800	1922	财务费用	-35	-10	-13	-22
其他	2177	1587	1734	1852	资产减值损失	274	0	0	0
非流动资产	4455	6221	5506	4735	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	3413	4759	4625	4173	营业利润	1131	1417	1674	2000
无形资产	347	288	229	170	营业外收入	15	17	17	17
其他	695	1174	653	392	营业外支出	6	14	10	10
资产总计	10531	12031	13606	15487	利润总额	1140	1421	1682	2006
流动负债	2199	2570	2688	2838	所得税	-87	170	202	241
短期借款	0	0	0	0	净利润	1227	1250	1480	1765
应付账款	1344	1613	1716	1824	少数股东损益	0	0	0	0
其他	855	957	972	1014	归属母公司净利润	1227	1250	1480	1765
非流动负债	20	19	20	20	EBITDA	1589	2013	2362	2728
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.31	0.37	0.44
其他	20	19	20	20					
负债合计	2219	2589	2708	2858	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	4000	4000	4000	4000	成长能力				
资本公积	3147	3147	3147	3147	营业收入	23.6%	17.1%	7.7%	7.3%
留存收益	1165	2295	3750	5481	营业利润	212.5	25.3%	18.1%	19.5%
归属母公司股东权益	8312	9443	10898	12628	归属于母公司净利润	221.1	1.9%	18.4%	19.3%
负债和股东权益	10531	12031	13606	15487	获利能力				
					毛利率	14.7%	13.7%	14.4%	15.2%
					净利率	7.5%	6.5%	7.2%	8.0%
					ROE	14.8%	13.2%	13.6%	14.0%
					ROIC	28.6%	17.6%	22.8%	30.4%
					偿债能力				
					资产负债率	21.1%	21.5%	19.9%	18.5%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.76	2.26	3.01	3.79
					速动比率	2.14	1.59	2.34	3.11
					营运能力				
					总资产周转率	1.66	1.70	1.61	1.52
					应收账款周转率	165	199	176	181
					应付账款周转率	11.05	11.18	10.61	10.59
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.31	0.37	0.44
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.23	0.51	0.59
					每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.36	2.72	3.16
					估值比率				
					P/E	27.23	26.72	22.57	18.92
					P/B	4.02	3.54	3.06	2.64
					EV/EBITDA	19	15	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年初加入中投证券。主要覆盖石化、油服、煤化工和部分化纤, 重点关注中石化、辽通化工、中海油服、英力特、荣盛石化、通源石油、惠博普、宝莫股份、海默科技等公司。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434