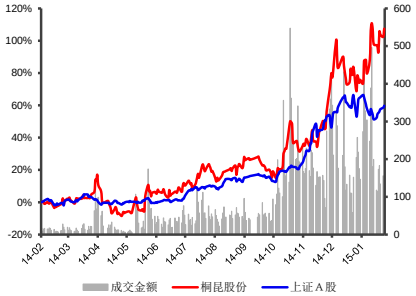
桐昆股份：行业龙头 受益于涤纶回暖

投资评级：买入（首次）	
收盘价	12.20
目标价	16.64
上次目标价	

研究员

谢建斌 分析师 执业证书编号: S1100514100001
xiejianbin@cczq.com

股价走势图



核心观点

- **涤纶化纤行业龙头，产品差异化，价格控制力度强。**公司拥用 300 万吨涤纶长丝产能以及 150 万吨的 PTA 产能，占据国内涤纶长丝约 10%的市场份额，在行业的价格控制力度强。而公司的产品差异化程度提高后，将会进一步提升在涤纶长丝行业内的竞争力。公司的涤纶长丝价格每上涨 100 元/吨，EPS 增厚约 0.2 元。

- **化纤行业有望回暖。**至 2013 年底，估计中国涤纶长丝产能在 3200 万吨左右，2014 年上半年新投产涤纶长丝约 140 万吨。我们认为经过三年多的行业产能过剩及低迷，未来的涤纶长丝产能投放将会明显放缓。由于预计棉花种植面积减少及库存降低，涤纶价格相对于棉花将长期保持优势，将受益于未来消费需求的增长及对棉花的替代。

- **成本下降，并有望受益于 PX-PTA-涤纶长丝的利润端转移。**随着 PX 的产能投放以及油价下跌带来的成本下降，我们认为 PX-PTA-涤纶长丝产业链中的下游涤纶产业有望受益，公司的 PTA 产能满足公司约 70%的的需求，从而公司的 PTA 装置保持高负荷开工（行业约 70%）。公司有望受益于低油价并企稳后带来的涤纶化纤与原材料 PX-PTA、乙二醇的价差扩大。

- **估值与投资建议：**我们预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.117、0.487、0.726，根据可比公司市净率及公司对应的市值空间，认为给予 2015 年 2.3 倍 PB 合理，对应目标价 16.64，目标市值为 160 亿，首次给予公司买入评级。

财务和估值数据摘要

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	18420	22137	22891	24220	28235
增速	-8.44%	20.18%	3.40%	5.80%	16.58%
归属母公司股东净利润（百万元）	257.40	71.95	112.93	469.04	700.02
增速	-77.02%	-72.05%	56.97%	315.32%	49.25%
总股本（百万）	963.60	963.60	963.60	963.60	963.60
EPS	0.267	0.075	0.117	0.487	0.726
PE	44.17	158.04	100.68	24.24	16.24

川财证券研究所

成都：
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，610041
总机：（028）86583000
传真：（028）86583002

目 录

涤纶长丝行业的龙头企业 4
公司主要财务指标行业内领先 4
涤纶长丝产能投放有望放缓 公司龙头地位突出 4
涤纶化纤行业 寒意已去 春风拂面 6
油价维持低位 化纤需求有望维持高增长 6
聚酯纤维应用不断扩展 与棉花仍有比较优势 7
原油价格回落 化纤盈利能力突出 9
主要原材料受原油影响大 9
油价低位 长期利好化工偏下游产业链 14
全球能源占比 油价或将长期回落 14
原油用于化工品比例仍少 14
原料价格比 与天然气价格比回归 15
主要产品假设 16
投资建议 17
风险 18

图表目录

图 1: 公司资产负债结构良好 4
图 2: 公司化纤产品毛利率在行业前列 4
图 3: 国内涤纶及化纤产量 5
图 4: 国内涤纶及化纤产量增速 5
图 5: 国内主要聚酯产能 5
图 6: 2014 年中国商品零售占比 6
图 7: 国内城镇人均衣着支出持续增加 6
图 8: 国内服装、针织品零售总额及增速 6
图 9: 美国 GDP、油价、个人服装支出关系 7
图 10: 日本帝人的涤纶面料可用于被褥和枕头等的填充棉 8
图 11: ICAC 全球棉花供需报告 8

图 12：主要芳烃石油路线流程 9
图 13：PTA、PX产品价格与原油关联度高 10
图 14：涤纶长丝与原材料价差 11
图 15：国内 PTA 产能及消费 12
图 16：国内主要 PTA 生产商 12
图 17：国内 PTA 新增产能 12
图 18：国内 PX产量及消费 13
图 19：国内主要 PX生产厂 13
图 20：全球能源消耗 14
图 21：2013 年全球能源消耗 14
图 22：全球炼油下游产品变化 15
图 23：全球炼油下游产品变化 15
图 24：原油天然气价格比回归正常 16
图 25：公司主要业务假设 17
图 26：可以公司市值及 PB 18

涤纶长丝行业的龙头企业

公司主要财务指标行业内领先

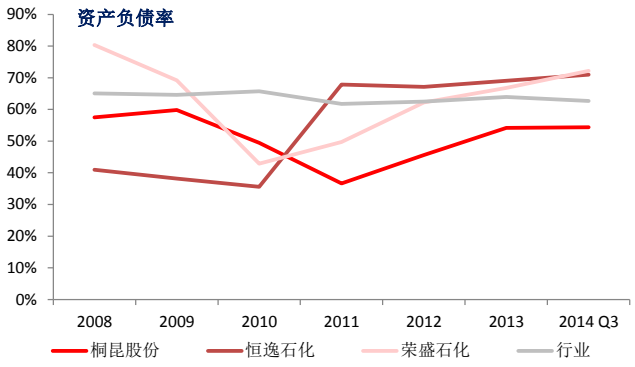
公司拥用 300 万吨涤纶长丝产能以及 150 万吨的 PTA 产能，是国内化纤行业的龙头企业。由于棉花种植面积的下降，加上需求刺激，未来涤纶长丝行业有望景气周期向上。我们认为公司优势主要在于：

- **公司占据国内涤纶长丝约 10%的市场份额，在差异化产品中将充分享受定价权优势；**
- **装置高开工率，公司的 PTA 产能满足公司约 70%的的需求，从而公司的 PTA 装置保持高负荷开工（行业约 70%）；**
- **有望受益于低油价并企稳后带来的涤纶化纤与原材料 PX-PTA、乙二醇的价差扩大；**
- **资产结构优，良好的现金流；**
- **地理位置优势，公司地处浙江桐乡，周边纺织市场发达；**

公司现已具备 300 万吨涤纶长丝年生产加工能力，居世界涤纶长丝企业产能和产量之首。公司主导产品为“GOLDEN COCK”牌、“桐昆”牌涤纶长丝以及聚酯切片，涤纶长丝有 POY、DTY、FDY（中强丝）、复合丝和平牵丝等五大系列 300 多个品种，聚酯切片有大有光、半消光、阳离子等多个品种。

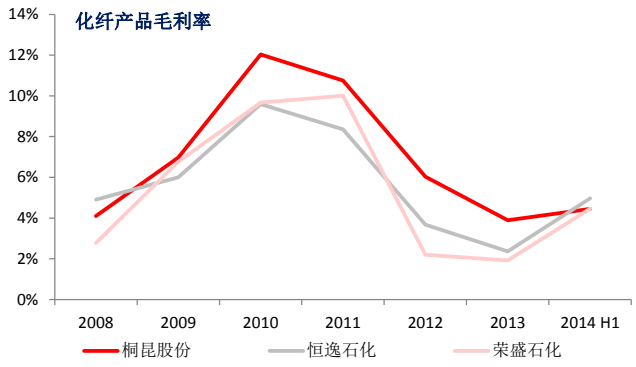
公司下属的嘉兴石化具备年产 150 万吨 PTA 产能，使公司上达 PTA，下到纺丝、加弹，形成了 PTA----聚酯----纺丝----加弹一条龙的生产、销售格局。

图 1：公司资产负债结构良好



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：公司化纤产品毛利率在行业前列



资料来源：Wind，川财证券研究所

涤纶长丝产能投放有望放缓 公司龙头地位突出

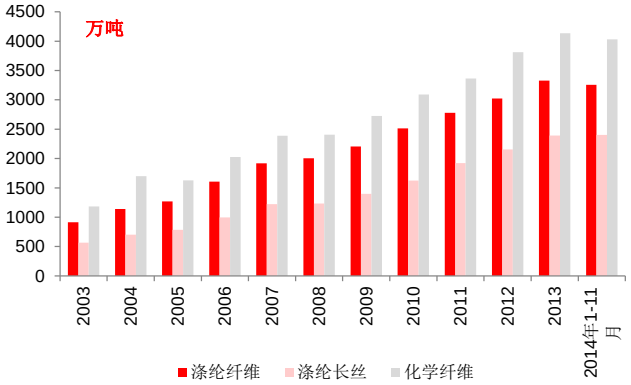
国内涤纶长丝的产量近年来一直维持高速增长，自 2009-2013 年平均年均增速为 14.2%，而同期化学纤维增速为 11.5%。2014 年 1-11 月中国化纤产量为 4032.26 万吨，同比增长 6.5%；其中涤纶长丝产量为 2400.71 万吨，同比增长 10.26%。

聚酯（聚对苯二甲酸乙二醇酯 PET）分为纤维级聚酯切片和非纤维级聚酯切片。纤维级聚

酯切片用于制造涤纶短丝和涤纶长丝，而涤纶是化纤中产量最大的品种。

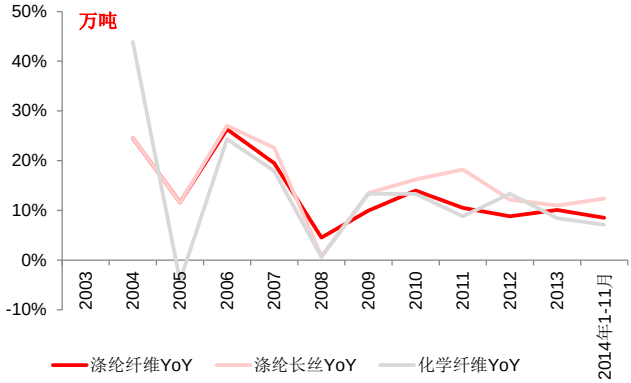
至 2013 年底，中国的聚酯产能约 4300 万吨/年，估计涤纶长丝产能在 3200 万吨左右；而 2014 年上半年新投产聚酯产能约 260 万吨，其中涤纶长丝约 140 万吨，涤纶工业丝 50 万吨。我们认为经过三年多的行业产能过剩及低迷，未来的涤纶长丝产能投放将会明显放缓。而公司的产品差异化程度提高后，将会进一步提升在涤纶长丝行业内的竞争力。

图 3：国内涤纶及化纤产量



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：国内涤纶及化纤产量增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司是国内涤纶长丝行业内产能最大的企业，占据了约 10%的市场份额，公司的产能一直保持高开工率，在市场具有定价优势。

图 5：国内主要聚酯产能

2013年中国聚酯主要生产企业（万吨/年）		
省份	企业	产能
浙江	浙江恒逸集团	250
浙江	桐昆集团股份有限公司	257
浙江	浙江新凤鸣集团	145
浙江	浙江荣盛化纤有限公司	120
浙江	浙江远东化纤集团	80
浙江	浙江翔盛集团有限公司	76
浙江	浙江万凯新材料有限公司	65
浙江	浙江赐富化纤有限公司	56
浙江	浙江纵横轻纺集团有限公司	49
福建	福建百宏集团有限公司	102
广东	珠海华润包装材料有限公司	130
江苏	中国石化仪征化纤股份有限公司	250
江苏	江苏三房巷集团有限公司	160
江苏	江苏吴江恒力集团	205
江苏	江苏盛虹化纤有限公司	120
上海	远纺工业（上海）有限公司	135
上海	中国石化上海分公司	55
	其他	1970
总计		4225

资料来源：CNCET，川财证券研究所

涤纶化纤行业 寒意已去 春风拂面

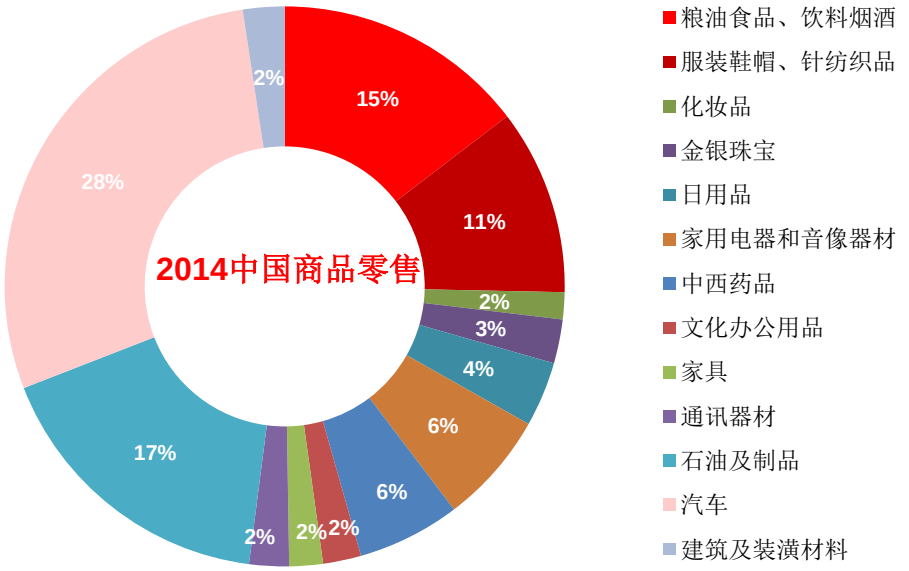
油价维持低位 化纤需求有望维持高增长

2014 年下半年起，原油价格持续下跌，而同期中国及美国的纺织服装消费持续增加，我们认为未来低油价背景下，纺织行业对化纤乃至涤纶行业的带动有望持续利好；

- **用于原油的消费支出减少，从而增加对纺织、服装消费的支出；**
- **纺织服装经历多年的去库存；**
- **棉花价格高企，对棉制品的替代；**
- **涤纶下游新的应用拓展等；**

根据国家统计局中国商品零售额的数据，2014 年服装鞋帽、针纺织品数据为 12563 亿元，同比增加 10.9%。

图 6： 2014 年中国商品零售占比

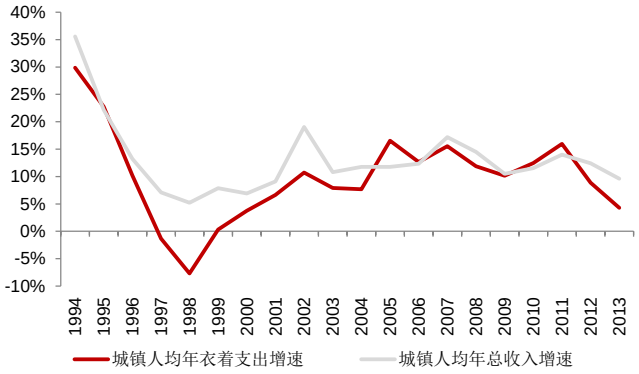


资料来源：国家统计局，川财证券研究所

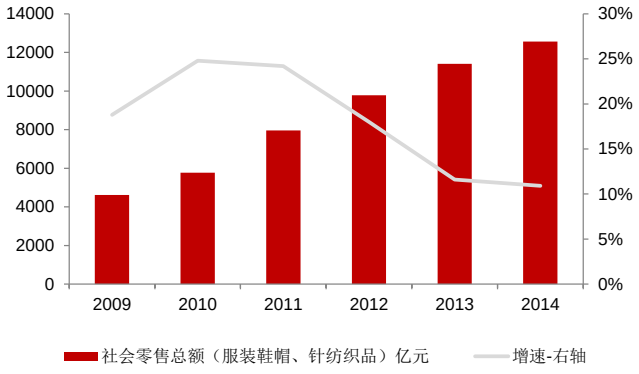
2014 年全年，社会消费品零售总额 262394 亿元，同比名义增长 12.0%，实际增长 10.9%。其中，限额以上单位消费品零售额 133179 亿元，增长 9.3%。2014 年全年，全国网上零售额 27898 亿元，同比增长 49.7%。其中，限额以上单位网上零售额 4400 亿元，增长 56.2%。

图 7： 国内城镇人均衣着支出持续增加

图 8： 国内服装、针织品零售总额及增速



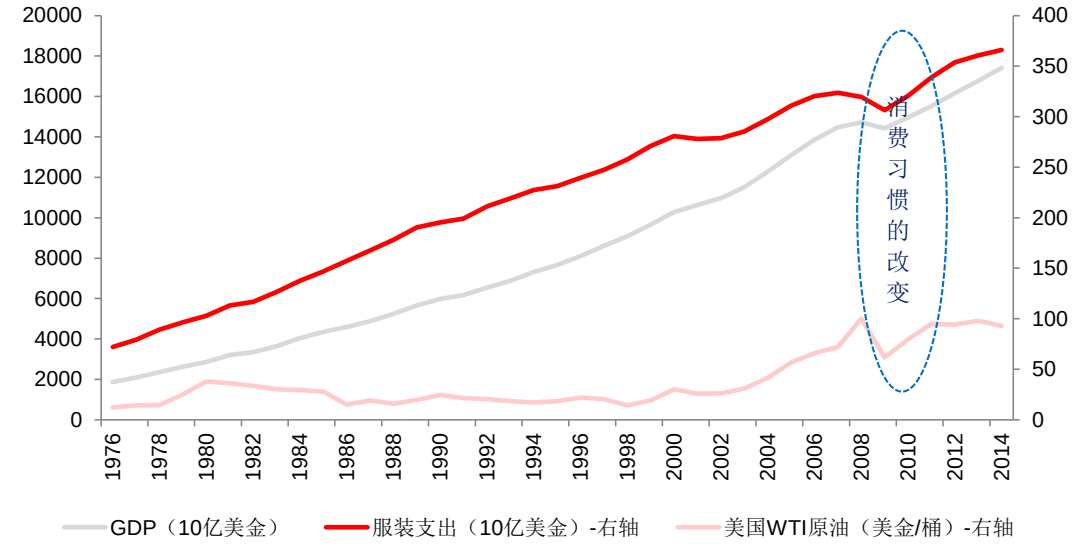
资料来源：Wind，川财证券研究所



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

近 10 年来美国的个人消费支出用于服装的支出增速平均在 2.1%，除 2008-2009 年金融危机期间内有所下降外，近年来持续增长，从而有望带动未来纺织服装行业的需求。

图 9：美国 GDP、油价、个人服装支出关系



资料来源：CNCET，川财证券研究所

聚酯纤维应用不断扩展 与棉花仍有比较优势

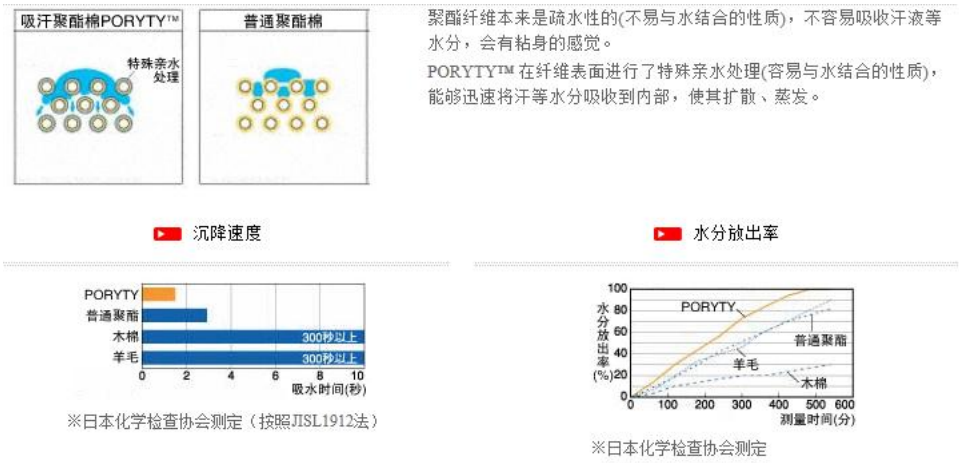
涤纶长丝具有抗皱性和保型性好、强度高、耐热性和热稳定性好等优点，与棉花相比成本还有成本低的优点。近年来，涤纶纤维经过改性，加工处理后，可适用的范围更加广泛。

例 1、日本东丽公司的聚酯纤维 TETORON™ 优异的性质（包括高张力・高弹力和易护理性）为提供更舒适多样性的着装生活做出了卓越贡献。TORAY TETORON™ 应用广泛：从寝具填充纤维到工业、建筑及内饰材料，其中包括一般工业材料、汽车座椅及无纺布等。

例 2、日本东丽公司 AXTAR™ 无纺布由 100% 聚酯细丝构成，具有高强度和高密度特性。

这些优点使 AXTAR™ 成为众多应用领域的理想材料，其中包括工业用过滤器材料。在土木工程领域，该产品用于加固路堤。AXTAR™ 还用在农业材料中，比如防草片材、屋顶衬里和房屋覆盖物等建筑材料、包装袋和包装材料等家居用品。

图 10：日本帝人的涤纶面料可用于被褥和枕头等的填充棉

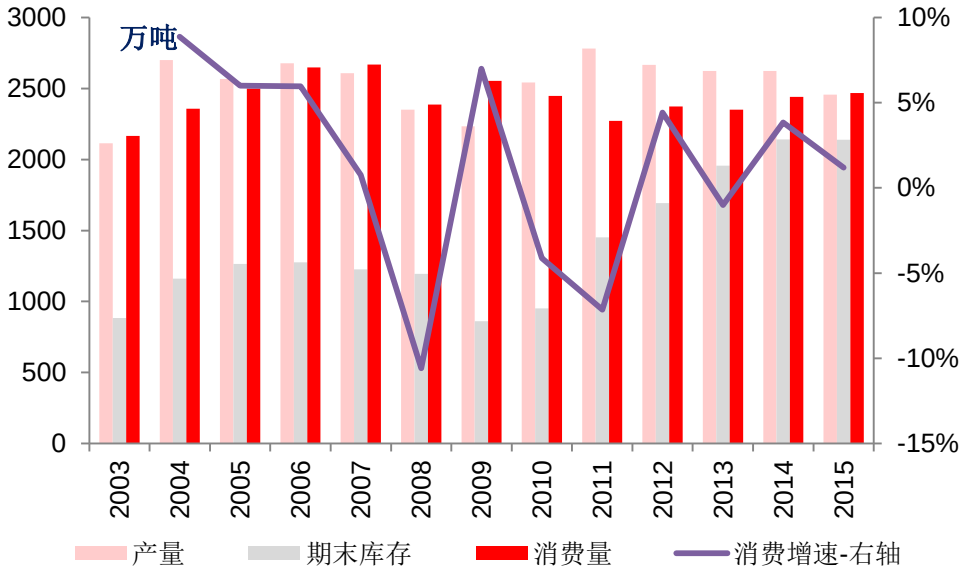


资料来源：TEIJIN，川财证券研究所

根据 USDA2015 年农业展望论坛预计，2015/16 年度全球棉花库存将出现六年来首次下降，主要是由于中国的棉花产量将至 2012 年以来的最低点。全球棉花产量预计为 1.33 亿包，同比下降 5.4%，主要为各棉花主产国的产量均有所下降。而 USDA 预计，2015/16 年度全球棉花消费增速将达到非同寻常的 4.2%，主要因为全球经济增长。

由于棉花价格长期处于高位，近年来我国农户对棉花种植的积极性下降，预计 2015 年国内棉花种植面积将会大幅下降。同时随着石油价格下跌，化纤的性价比优势将会进一步体现。

图 11：ICAC 全球棉花供需报告



资料来源：Wind，川财证券研究所

原油价格回落 化纤盈利能力突出

主要原材料受原油影响大

公司涤纶长丝的主要原材料是 PTA 和乙二醇，公司的 PTA 生产能力能满足公司约 70%的需求，其他仍需外购。而 PTA 与乙二醇主要供应渠道是来自于原油衍生。

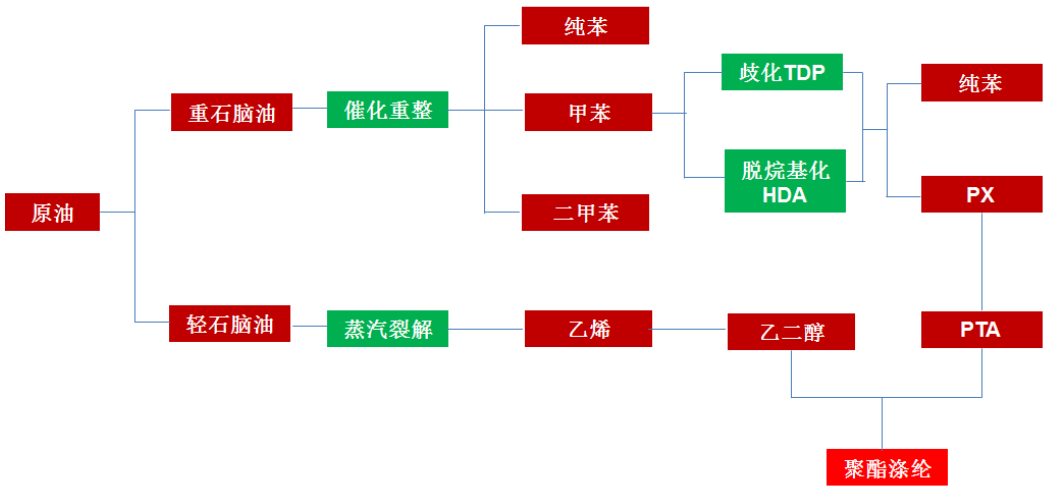
PTA 是芳烃的衍生物，芳烃主要是指纯苯、甲苯、二甲苯、苯乙烯、PTA 等。芳烃产品的供给主要是来自于原油，也有部分纯苯的供应来自煤焦化副产，因此芳烃产品的价格关联度与原油相关性高。芳烃产品的主要应用为：

纯苯——苯乙烯（包装、保温材料、不饱和树脂）；MDI（聚氨酯、涂料）；己二酸（尼农、聚氨酯浆料）；

甲苯——涂料溶剂；汽油；TDI（聚氨酯软泡）；

对二甲苯——涂料溶剂；汽油；PTA（聚酯切片、聚酯纤维）；

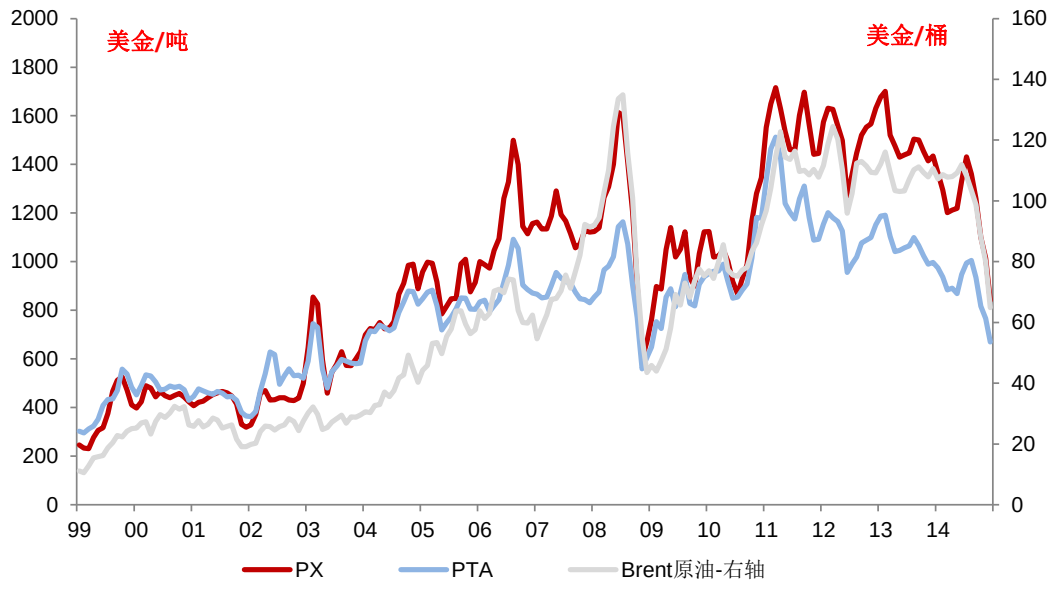
图 12：主要芳烃石油路线流程



资料来源：川财证券研究所

芳烃产品的长约计价与石脑油关联度高，整体走势与原油价格同步。

图 13： PTA、PX 产品价格与原油关联度高



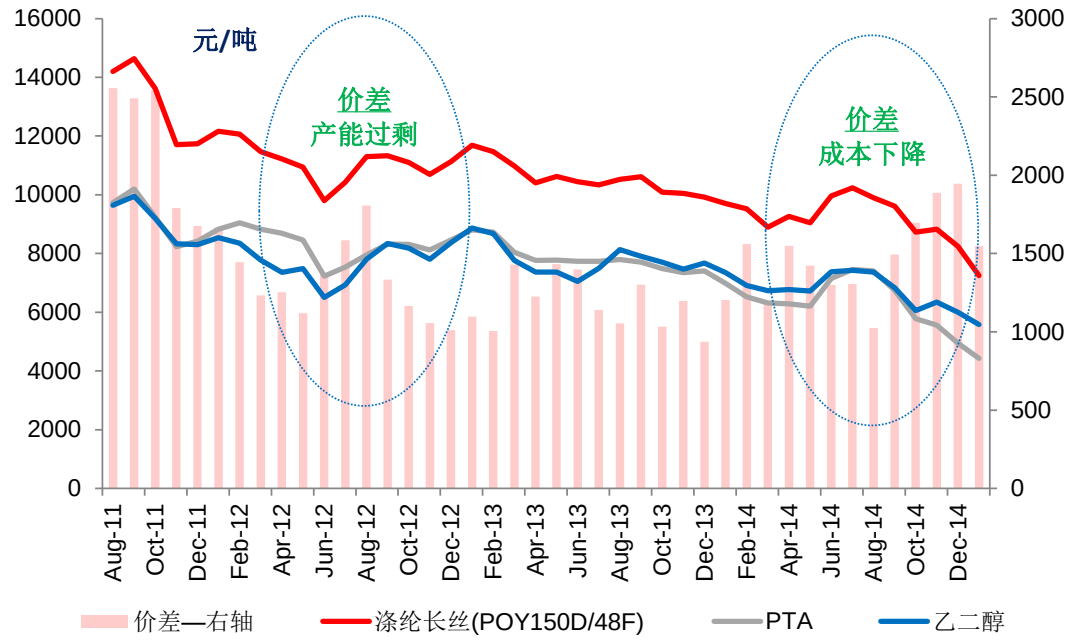
资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

聚酯产业链 利润端有望向下游涤纶转移

涤纶行业自 2011 年 10 月份高点后，盈利能力向下，目前已经历三年下降周期。但随着涤纶化纤的成本优势凸显，新的下游应用不断拓展，差异化产品占比不断提升；而且自 2014 年下半年以来，随着国际油价下跌带来的成本下降，涤纶长丝的盈利能力已经有所回升。

我们以涤纶长丝 POY（150D/48F）为例，产品价格走势基本与 PTA 和乙二醇同步，但是随着 2014 年下半年油价的下跌，原材料回落幅度加大，四季度价差明显扩大。同时未来随着 DTY 差别化纤维等占比提高，盈利能力有望增强。

图 14：涤纶长丝与原材料价差



资料来源：Wind，川财证券研究所 ***价差=涤纶 POY-0.86*PTA-0.34*乙二醇***

聚酯主要原材料为 PTA 与乙二醇。由于我国 PTA 过剩，而 PTA 的原材料 PX 又相对紧张，因此产业链中的影响关系如下。

1、 原油价格下跌，PX-PTA 下跌，如下游需求不变，则有利于化纤企业。

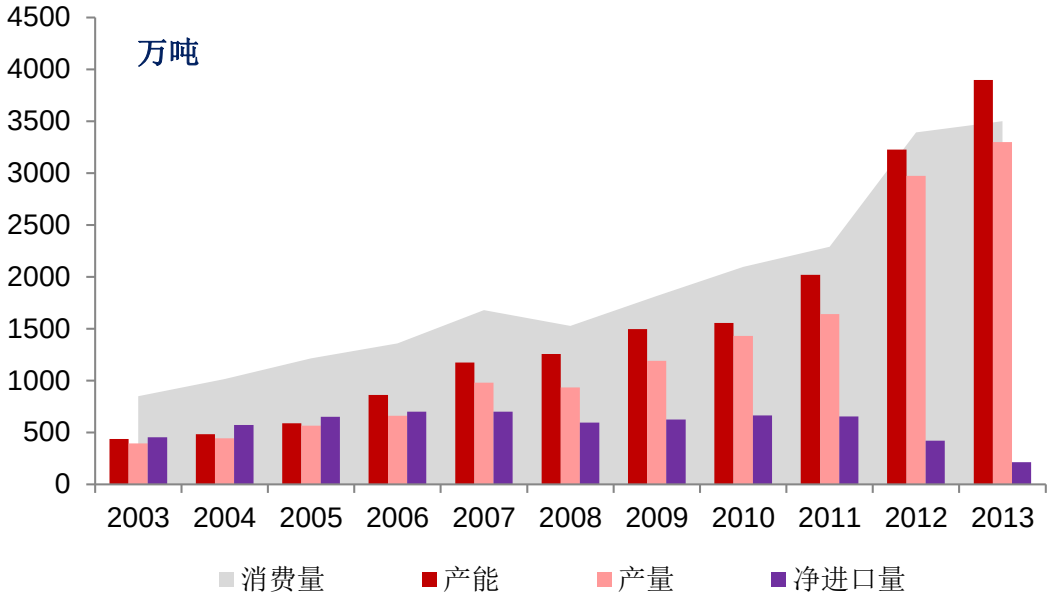
2、 原油价格反弹，利好 PX 生产企业。

PTA 产能依然过剩 公司优势在于高负荷及财务费用低

目前我国的 PTA 产能依然过剩，2013 年表观需求为 3293.5 万吨，由于 2014 年不断有新增产能投放，估计总产能在 4500 万吨，过剩依然严重，但我们认为 PTA 行业已经触底，未来仍有好转趋势，主要在于：

- 行业内大的生产商集中度已经很高，如荣盛石化、恒逸石化、厦门翔鹭、恒力等几大巨头的总产能已占据国内的半壁江山。
- 落后产能的退出。
- PX 供应紧张的缓解。

图 15：国内 PTA 产能及消费



资料来源：Wind，川财证券研究所

2014 年是国内 PTA 产能投放的高峰期，预计 2015 年仍需消化过剩产能。

图 16：国内主要 PTA 生产商

2013年中国PTA主要生产企业（万吨/年）		
省份	企业	产能
辽宁	逸盛大化石化有限公司	500
辽宁	恒力石化（大连）有限公司	440
浙江	绍兴远东石化有限公司	320
浙江	浙江逸盛石化有限公司	280
海南	海南逸盛石化有限公司	210
广东	珠海碧阳化工有限公司	168
福建	翔鹭石化企业（厦门）有限公司	165
浙江	浙江桐昆集团嘉兴石化有限公司	150
江苏	三房巷集团江苏海伦石化有限公司	140
江苏	扬子石油化工有限公司	135
浙江	台化兴业（宁波）有限公司	120
江苏	仪征化纤股份有限公司	99
重庆	重庆蓬威石化有限公司	90
辽宁	中石油辽阳石化分公司	80
上海	亚东石化（上海）有限公司	75
浙江	宁波三菱化学有限公司	60
福建	福建佳龙石化纺纤有限公司	60
江苏	汉邦（江阴）石化有限公司	60
上海	上海石油化工股份有限公司	40
天津	中石化天津分公司	34.4
河南	中石化洛阳分公司	32.5
新疆	中石油乌鲁木齐石化	7.5
总计		3266.4

资料来源：CNCET，川财证券研究所

图 17：国内 PTA 新增产能

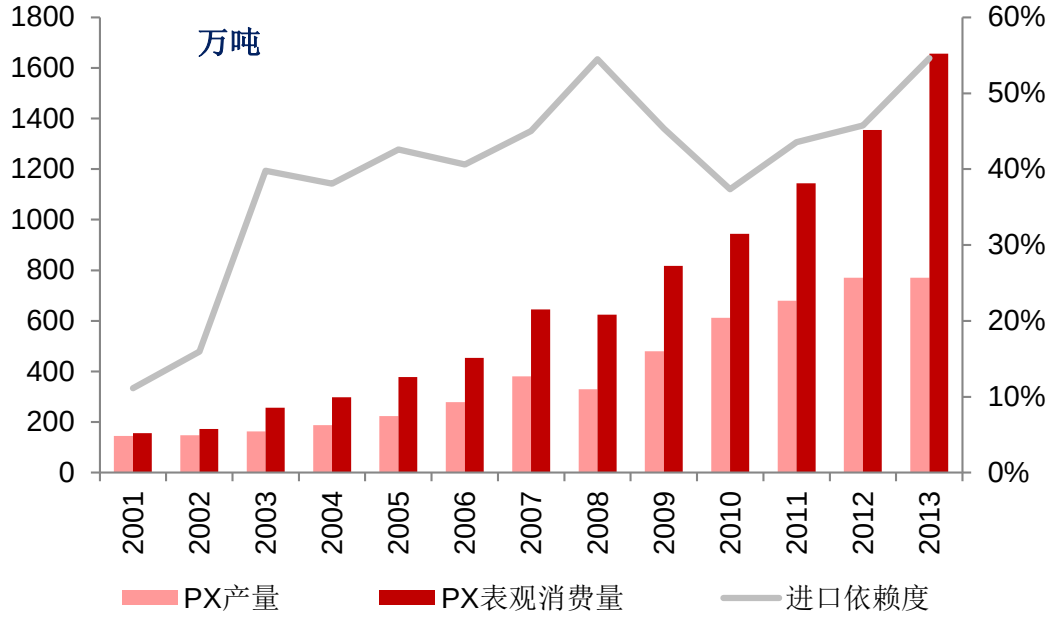
中国PTA新增产能（万吨/年）		
企业	装置能力	投产时间
翔鹭石化企业（厦门）有限公司	440	2014年
江苏盛虹石化集团有限公司	150	2014年
浙江逸盛石化有限公司	200	2014年
三房巷集团江苏海伦石化有限公司	120	2014年
恒力石化（大连）有限公司	220	2014年
珠海碧阳化工有限公司	70	2014年
逸盛大化石化有限公司	125	2014年
四川晟达化学新材料有限责任公司	100	2014年
总计	1425	

资料来源：CNCET，川财证券研究所

PX 供应紧张趋势有所放缓

2013 年中国 PX 产能为 1110 万吨，产量为 770 万吨，表观需求 1657 万吨，进口依存度为 54.63%。由于 2014-15 年新增产能投放较多，预计 2015 年中国 PX 产能为 1354 万吨。

图 18：国内 PX 产量及消费



资料来源：CNCET，川财证券研究所

未来亚洲地区仍有数套 PX 装置计划投产，但规划中的 PX 产能大概率会推迟，目前 2015 年投产确定性大的产能为宁波中金石化的 160 万吨产能，以及韩国乐天的 48 万吨产能；但由于 2014 年亚洲地区有 600 多万吨的 PX 产能投放，预计将会对 2015 年市场产生一定冲击。

图 19：国内主要 PX 生产厂

中国主要PX生产厂			
公司	地址	产能（万吨）	说明
福建联合石化	泉州	70	中石化、艾克森美孚、沙特阿美合资
海南炼化	洋浦	60	中石化
金陵石化	南京	60	中石化
齐鲁石化	淄博	6.4	中石化
上海石化	上海	85	中石化
中石化天津	天津	35	中石化
扬子石化	南京	85	中石化
镇海炼化	宁波	65	中石化
洛阳石化	洛阳	23.5	中石化
辽阳石化	辽阳	70	中石油
四川石化	彭州	65	中石油
乌鲁木齐炼化	乌鲁木齐	105.5	中石油
中海炼化	惠州	84	中海油
大化福佳	大连	150	民企
青岛丽东	青岛	70	韩国GS、阿曼石油、青岛红星合资
腾龙芳烃	漳州	160	翔鹭集团
总计		1194.4	

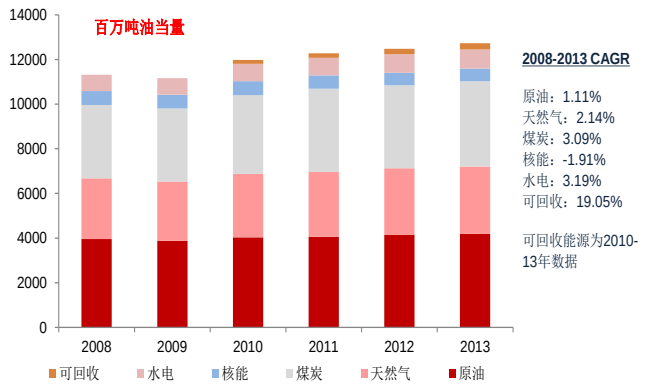
资料来源：Wind，川财证券研究所

油价低位 长期利好化工偏下游产业链

全球能源占比 油价或将长期回落

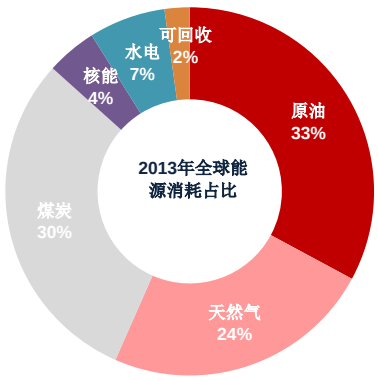
原油在全球一次性能源的消费结构中仍是占比最高的。随着美国页岩气开采的增加，以及可替代能源的兴起，原油在能源结构中的占比也有望下降。

图 20：全球能源消耗



资料来源：BP 能源统计，川财证券研究所

图 21：2013 年全球能源消耗



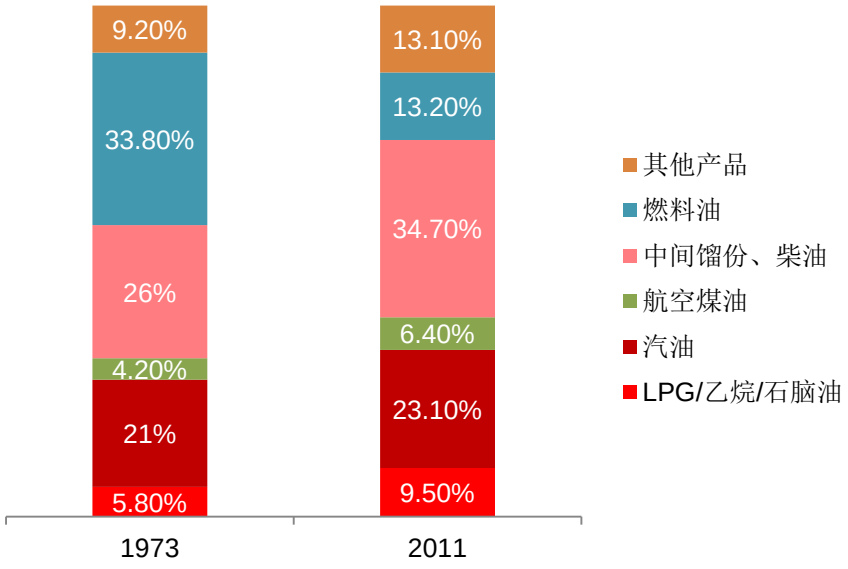
资料来源：BP 能源统计，川财证券研究所

原油用于化工品比例仍少

全球大约 11%的原油需求是用于石油化工行业，其中 60%以上的原油是被经合组织成员国的跨国公司使用。在非经合组织成员国中，用于石油化工的原油消费的 91%是在亚洲国家和 OPEC 成员国中。原油用于石油化工品在过去几十年内发展迅速，主要是由于发展中国家带动。

- 乙烷和石脑油：是用于裂解乙烯原材料。乙烷主要是油田开采中的气体分离或页岩气分离。石脑油来自于原油炼制。
- 在中东地区，由于油田副产乙烷，从 70 年代，政府为吸引投资采用低价的长约乙烷气来进行乙烯裂解生产。
- 东北亚地区的乙烯裂解多是以石脑油为原料生产，随着煤化工的兴起，中国的乙烯、丙烯也有部分是从 MTO/CTO 等路线生产。
- 随着美国页岩气的革命，低成本的乙烷、丙烷副产增多，未来美国本土将会有大量乙烯、丙烯供应，这一块新增量主要会在 2016 年之后体现。

图 22: 全球炼油下游产品变化

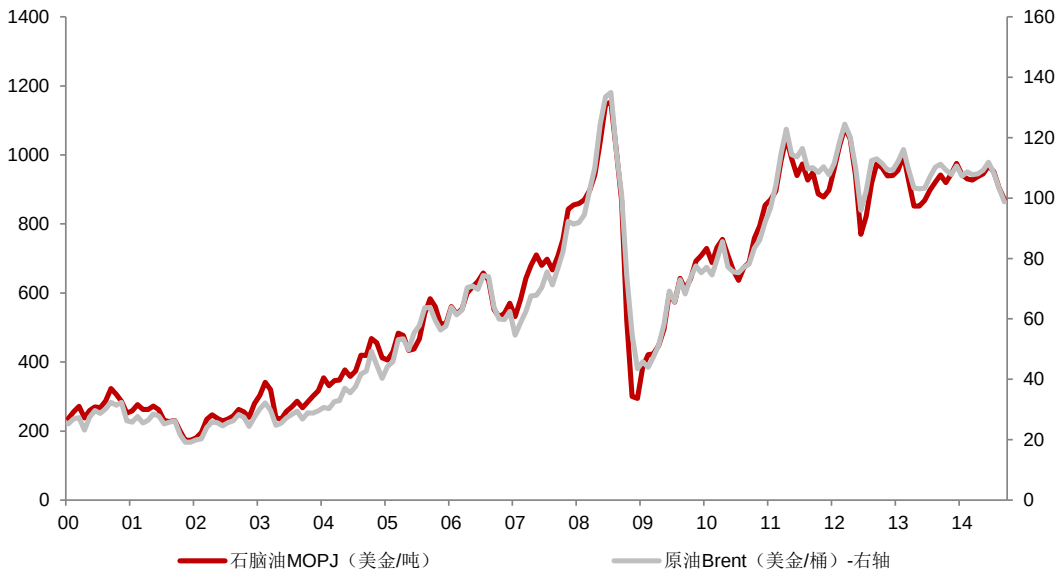


资料来源：IEA，川财证券研究所

原料价格比 与天然气价格比回归

由于石脑油主要来自于原油，其价格与原油息息相关。但是我们认为未来石脑油相对于原油的价格比仍会略有提高，主要是由于石脑油在化工品方面的需求相对较好。

图 23: 全球炼油下游产品变化

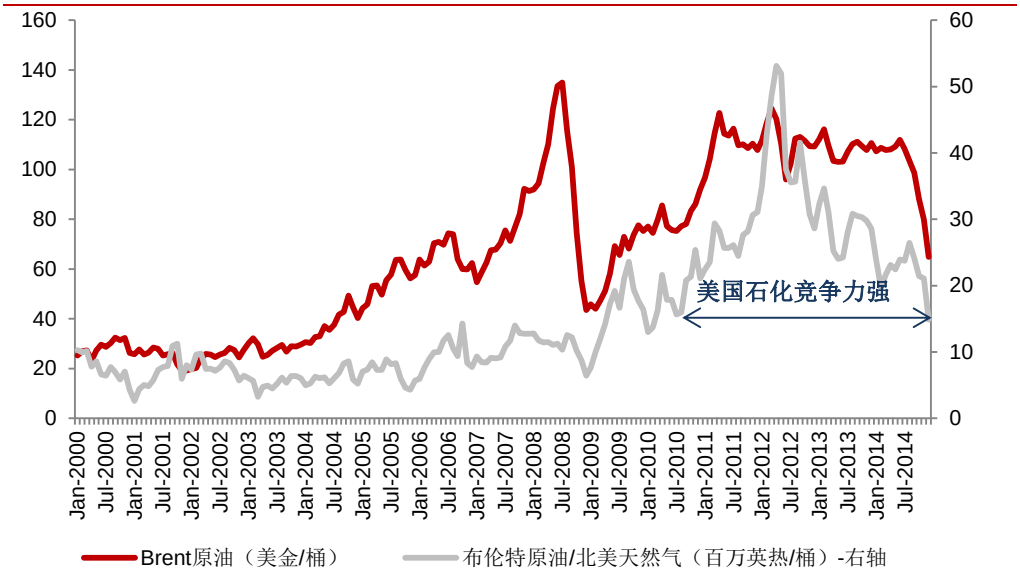


资料来源：IEA，川财证券研究所

我们以布伦特原油现货价格以及北美天然气价格比值为计：

2009 年之后随着北美页岩气的兴起，天然气价格下跌。原油与天然气价格比提高，最高曾达到 30.8 百万英热/桶。2014 年随着原油价格的下跌，目前价格比为 14.9 百万英热/桶，基本与 2000-2014 年的平均值相等。

图 24：原油天然气价格比回归正常



资料来源：IEA，川财证券研究所

主要产品假设

公司目前拥有 300 万吨涤纶长丝产能。我们预期未来公司在差别化纤维中的占比将会提升。

- POY 涤纶预取向丝：仍是涤纶长丝中的主要品种，预计未来占比有所下降，但仍将占公司长丝中一半以上的销量。由于原材料 PTA、乙二醇价格回落，预计未来毛利有望逐渐提升。
- FDY 涤纶牵引丝：公司差别化纤为中 FDY 的占比有望提高，预计毛利率相对于 POY 略高。
- DTY 涤纶加弹丝：公司差别化纤为中 DTY 的占比有望提高，预计毛利率相对于 POY 略高。
- PTA：公司隶属于嘉兴石化的 150 万吨 PTA 产能主要用于公司自用，由于油价回落，未来 PTA 整体价格将处于低位，但由于新增原料 PX 产能较多，加之行业前几家的龙头企业的控制力度加强，未来盈利有望逐渐恢复。

图 25：公司主要业务假设

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
POY	销量（万吨）	94.77	131.74	156	165	192.5
	单价（元/吨）	9767	9109	8131	7200	7200
	收入（百万元）	9256.04	12000.37	12684	11880	13860
	成本（百万元）	8701.46	11621.3	12177	11286	13028
	毛利率（%）	6.0%	3.2%	4%	5%	6%
FDY	销量（万吨）	46.7	56.17	65	75	87.5
	单价（元/吨）	10035	9749	8722	8000	8000
	收入（百万元）	4654.84	5422.55	5669	6000	7000
	成本（百万元）	4406.72	5170.24	5363	5580	6510
	毛利率（%）	5.3%	4.7%	5%	7%	7%
DTY	销量（万吨）	31.13	30.03	39	60	70
	单价（元/吨）	10989	10879	9968	9000	9000
	收入（百万元）	3420.75	3239.46	3888	5400	6300
	成本（百万元）	3192.44	3030.17	3615	4968	5796
	毛利率（%）	6.7%	6.5%	7%	8%	8%
PTA	销量（万吨）			90	120	150
	单价（元/吨）			5500	4500	5000
	收入（百万元）		200.92	4950	5400	7500
	成本（百万元）		198.74	5000	5160	7125
	毛利率（%）		1.1%	-1.0%	4.4%	5.0%
复合丝及其他	收入（百万元）	702.91	685.93	700	700	700
	成本（百万元）	647.45	703.72	650	650	650
	毛利率（%）	7.9%	-2.6%	7.1%	7.1%	7.1%

资料来源：川财证券研究所

投资建议

我们预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.117、0.487、0.726，根据可比公司市净率及公司对应的市值空间，认为给予 2015 年 2.3 倍 PB 合理，对应目标价 16.64，目标市值为 160 亿，首次给予公司买入评级。

图 26：可以公司市值及 PB

代码	简称	最新价	总市值(亿)	净利润(亿)				P/B
				TTM	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	YTD
	计算均值							
601233	桐昆股份	11.80	113.70	-0.13	1.46	6.23	9.15	1.74
703	恒逸石化	9.52	109.82	1.74	-3.37	4.95	8.75	2.09
2493	荣盛石化	14.46	160.80	0.87	-3.20	2.60	5.56	2.44
949	新乡化纤	5.19	53.31	0.89	0.95	2.94	3.52	2.23
936	华西股份	6.36	47.57	0.51	无预测	无预测	无预测	2.22

资料来源：川财证券研究所

风险

化纤行业需求恶化。由于公司的产品主要用于纺织服装，与整体下游消费、出口、劳动力成本等因素息息相关，如果中国的服装制造业转移或恶化，从而有可能会影响到化纤行业的需求。

原料价格上涨过快。公司 PTA 产能能够满足约 70%的需求，其余仍需外购，同时需要大量外购乙二醇。如果 PTA 或 PX 的价格过高，有可能会增加公司的原料成本，从而影响到化纤的盈利能力。

报表预测百万元)					
利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	18420.57	22137.87	22891.18	24220.00	28235.00
减：营业成本	17339.30	21308.34	21805.54	22484.00	25984.40
营业税金及附加	17.46	14.05	26.17	27.69	32.28
营业费用	52.77	46.25	51.55	54.55	63.59
管理费用	535.93	598.24	618.60	654.51	763.01
财务费用	139.64	139.44	169.99	127.05	96.02
资产减值损失	-3.48	12.27	12.27	12.27	12.27
加：投资收益	2.85	7.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.11	-3.47	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	347.92	23.71	207.05	859.93	1283.42
加：其他非经营损益	10.58	108.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	358.49	132.38	207.05	859.93	1283.42
减：所得税	60.35	33.45	51.76	214.98	320.86
净利润	298.14	98.93	155.29	644.95	962.57
减：少数股东损益	40.74	26.98	42.36	175.91	262.54
归属母公司股东净利润	257.40	71.95	112.93	469.04	700.02
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	723.27	664.28	228.91	242.20	361.48
应收和预付款项	1938.39	2891.98	1510.23	3120.64	2267.52
存货	1798.46	2015.93	1123.62	2113.61	1627.61
其他流动资产	565.31	766.83	766.83	766.83	766.83
长期股权投资	0.00	9.60	9.60	9.60	9.60
投资性房地产	5.19	5.06	4.50	3.94	3.37
固定资产和在建工程	7509.30	8436.46	7671.58	7466.71	6961.84
无形资产和开发支出	475.19	490.00	435.69	381.37	327.05
其他非流动资产	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50
资产总计	13015.11	15280.64	11751.46	14105.39	12325.79
短期借款	3233.90	4179.21	1112.37	2383.00	0.00
应付和预收款项	2477.75	2577.04	2022.79	2724.32	2757.97
长期借款	158.57	1395.82	1395.82	1395.82	1395.82
其他负债	36.36	70.17	70.17	70.17	70.17
负债合计	5906.58	8222.24	4601.14	6573.31	4223.96
股本	963.60	963.60	963.60	963.60	963.60
资本公积	2797.89	2770.28	2770.28	2770.28	2770.28
留存收益	3008.55	2982.98	3032.54	3238.38	3545.60
归属母公司股东权益	6770.05	6716.86	6766.42	6972.26	7279.48
少数股东权益	338.48	341.55	383.90	559.82	822.36
股东权益合计	7108.52	7058.40	7150.32	7532.08	8101.84
负债和股东权益合计	13015.11	15280.64	11751.46	14105.39	12325.79

现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	195.89	154.92	3305.68	173.74	3731.96
投资性现金净流量	-2428.05	-2227.16	-400.00	-1000.00	-700.00
筹资性现金净流量	1180.70	1998.80	-3341.05	839.54	-2912.68
现金流量净额	-1051.07	-72.52	-435.37	13.29	119.28

财务分析和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
毛利率	5.87%	3.75%	4.74%	7.17%	7.97%
净利率	1.62%	0.45%	0.68%	2.66%	3.41%
ROE	3.80%	1.07%	1.67%	6.73%	9.62%
ROA	3.75%	2.32%	3.56%	7.29%	11.52%
ROIC	5.27%	1.88%	2.58%	8.02%	9.46%
成长能力					
销售收入增长率	-8.44%	20.18%	3.40%	5.80%	16.58%
净利润增长率	-76.02%	-66.82%	56.97%	315.32%	49.25%
资本结构					
资产负债率	45.38%	53.81%	39.15%	46.60%	34.27%
流动比率	0.88	0.93	1.14	1.21	1.79
速动比率	0.46	0.53	0.56	0.66	0.95
经营效率					
总资产周转率	1.42	1.45	1.95	1.72	2.29
存货周转率	9.64	10.57	19.41	10.64	15.96
业绩和估值					
EPS	0.267	0.075	0.117	0.487	0.726
BPS	7.026	6.971	7.022	7.236	7.554
PE	44.17	158.04	100.68	24.24	16.24
PB	1.68	1.69	1.68	1.63	1.56
EV/EBITDA	15.75	15.52	8.75	6.88	5.05

分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：
以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。
买入：20%以上；
增持：5%-20%；
中性：-5%-5%；
减持：-5%以下。

行业投资评级：
以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。
超配：高于 5%；
标配：介于-5%到 5%；
低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

◎版权所有 2015 年川财证券有限责任公司