

化纤
署名人: 芮定坤

S0960109074123
010-63222951
ruidingkun@cjis.cn

6-12个月目标价: 27.00元

当前股价: 20.38元
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2838.80
总股本(百万)	183
流通股本(百万)	46
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.68
资产负债率	25.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
尤夫股份	8.45	0.00	44.54
上证综合指数	-1.29	0.00	17.25



相关报告

尤夫股份 002427

推荐

扩产能上有先行优势

投资要点:

- 需求:** 国内涤纶长丝表观需求量年均复合增长率 26%，我们认为未来需求增长是很确定的。分析几个下游：第 1、汽车领域涤纶工业丝用作轮胎帘子布、安全带、牵引绳、胶管线、篷盖布。货车用篷盖材料未来潜在的需求很大。国外货车因为安全和环保考虑必须用篷盖布防止泄漏，国内现在只有部分大城市限制，我们认为随着对安全和环保（高速公路灰尘）的重视程度增加，如果政策推动，这 1 块对长丝的需求增加会很大。第 2、建筑户外领域主要包括高速公路上用的土工布（受益基建）以及户外灯箱布，年增速约 15%。第 3、帆布：传送带骨架材料。国内采掘行业自动化率只有约 20%，随着消费升级和人力成本上升，预计未来传送带的产量增速较快（预计 20%以上）。
- 扩产能上有先行优势。** 涤纶工业长丝的设备依赖进口（主要是德国巴马格和日本 TMT），这 2 家企业没有扩大设备产能的计划，而且还有民用丝的设备订单，目前订单已经排到 2013 年，所以 2013 年前除了已经计划的产能，行业没有新增产能，这也相当于 1 个进入壁垒限制了行业扩产能。公司已经规划的产能增速大于行业其他企业，扩产能上有先行优势。

- 募投和超募的项目投产后公司产能和业绩在 2012、2013 年增幅比较大，2013 年产能翻了 2 倍以上，差别化率提高后综合毛利率提高。
- 预测公司 10-13 年的 EPS 分别为 0.35、0.88、1.35 和 2.02 元，给予公司推荐的评级，虽然同行业公司海利得在车用丝上短期优势更大，但是这个行业我们认为更多的是靠量，公司最近几年的产量增速快于行业其他公司，在扩产能上有一定先行优势，行业需求还有潜在的新增长的领域，给予 11 年 30 倍或 12 年 20 倍的估值水平，中期目标价 27 元。长丝行业的毛利率波动不大，业绩弹性不大，但业绩的确定性高，防御性较好。
- 股价刺激因素包括通过轮胎企业帘子布认证和 12 万吨长丝提前投产。

风险提示：供需发生变化、原材料价格大幅上涨。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	523	605	1311	1974
同比(%)	15%	16%	117%	51%
归属母公司净利润(百万元)	64	63	162	247
同比(%)	-17%	-1%	155%	52%
毛利率(%)	18.8%	17.0%	20.5%	21.1%
ROE(%)	21.3%	6.7%	14.5%	18.1%
每股收益(元)	0.47	0.35	0.88	1.35
P/E	44.71	60.09	23.56	15.46
P/B	9.50	4.00	3.42	2.80
EV/EBITDA	56	46	16	11

资料来源：由浙江长研所提供的

一、我们认为产品未来的需求增速比市场现在估计的大

我们近期调研了尤夫股份，认为公司未来的需求增长较为确定，行业新增产能不多，长期看公司在差异化产品的研发上还有进一步发展（未来包括差异化产品全球的产能还是在向中国转移的），业绩确定性很高，作为防御性品种建议关注。

涤纶工业丝主要是以PTA(精对苯二甲酸)和乙二醇合成的聚酯切片纺丝，和民用丝原料是一样的，区别在于粗细不同，民用丝一般在250旦以下，工业丝在500旦以上，模量高、强度大、尺寸稳定性好。

我们把下游需求分成4类分析，1是汽车、2是建筑户外、3是传送带、4是细分领域的差异化产品。

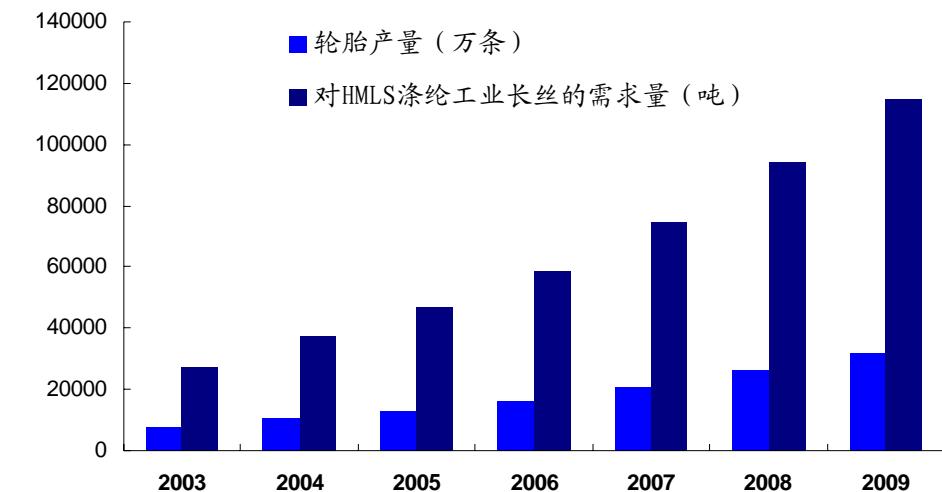
1、汽车领域

汽车领域里面涤纶工业丝可以用作轮胎帘子布、安全带、牵引绳、胶管线（汽车管线）、篷盖材料，未来可能还可以替代尼龙用于安全气囊。

轮胎中的骨架材料帘子布有尼龙帘子布、钢丝帘子布、涤纶帘子布3层，这3层性能是不同的，轮胎上都要用。尼龙因为有受热收缩的性能用于提供轮胎的形状，涤纶保证模量。现在在研发可以替代尼龙帘子布的涤纶帘子布材料，但是短期没有进展，市场对涤纶替代尼龙的预期我们认为没那么快。

涤纶帘子布主要用于子午轮胎，09年我国轮胎的子午化率为76.3%，而全球子午化率为85%以上，我国轮胎的子午化率提升空间也将进一步推广涤纶在帘子布领域的应用。08年我国帘子布产量为40.3万吨，其中，涤纶帘子布为7.9万吨。

图1 轮胎产量和对HMLS(高模低收缩)涤纶工业长丝的需求量



资料来源：中投证券研究所

另外汽车上大概有 28 根左右的管子，都要工业丝做骨架材料，公司用超募资金新上了 7000 吨浸胶硬软线绳项目就是做这个产品。毛利率在 25% 以上。

货车用 **篷盖材料** 未来潜在的需求会很大。在国外其实在汽车领域对涤纶工业丝需求最大的是这一块，因为国外货车因为安全和环保考虑必须要有篷盖布防止泄漏并保证安全。国内目前还没有这个要求，只有部分大城市比如北京已经限制裸车入京，我们认为随着对安全和环保（高速公路灰尘）的重视程度增加，国内未来的趋势也会重视货车的篷盖，如果政策推动，这 1 块对长丝的需求增加会很大。

1000 旦以上的高强丝用于做汽车安全带，平均每辆车所用安全带的重量约为 1.06 公斤。09 年国内安全带丝的市场需求约 12,566 吨。

市场认为安全气囊上可以用涤纶工业丝替代尼龙，我们了解后认为短期可能性不大，因为要在 0.02 秒触发需要很好的快速伸缩性，涤纶现在还达不到。但如果技术改进，存在这种替代的可能性。

2、建筑户外领域

建筑户外领域主要包括高速公路上用的土工布以及户外灯箱布。

土工布可以用丙纶、玻纤或涤纶工业丝做，但以涤纶工业长丝最好，因为丙纶不渗水、玻纤只是单向强度高，土工布要求耐腐蚀、承重，涤纶工业丝的性能比较合适。1 公里高速公路大概用 2 万平米，1 公里高速铁路 2.4 万平米，每平方米的土工织物约耗用 0.26 千克高模低收缩型涤纶工业长丝，由此推算每公里铁路和高速公路的建设各需要约 6.24 吨和 5.2 吨高模低收缩型涤纶工业长丝。

以国内铁路、公路建设为例，根据《中长期综合交通网规划》和《国家高速公路网规划》，国内铁路营运里程将从 2008 年年底的 7.9 万公里提高到 2020 年的 12 万公里以上，国内高速公路通车里程将从 2007 年年底的 4.2 万公里提高到 2020 年末的 8.2 万公里，分别带动最大 25.58 万吨和 20.80 万吨高模低收缩型涤纶工业长丝的消费，**年新增约 3.73 万吨的市场需求**。

2007 年末世界铁路总里程约为 130 万公里，以 1% 的里程增幅预测，全球年新增铁路里程至少为 1.3 万公里，每年需耗用 8.11 万吨高模低收缩丝。

土工布这 1 块的需求增长不只来自于国内基础建设，很多国外国家最近今年的基建都很快，而没有配套的土工布产能，中国的产品有成本优势，未来出口对土工布的需求也有拉动。

2008 年土工合成材料产量为 16.4 万吨，同比增长 18.8%，预计到 2012 年，国内需求将以不低于每年 10% 的速度增长。从企业的调研来看，土工布这块的订单需求也是非常好的。

灯箱布的需求增长也相对较快，最近几年的需求增速都在 15% 左右。

表 1 2007-2009 年中国灯箱布行业各项数据

	2007	2008	2009
产能（亿平方米）	23.32	27.64	30.82
开工率（%）	0.82	0.80	0.78
产量（亿平方米）	19.12	22.11	24.04
国内需求量（亿平方米）	8.80	9.73	10.10
出口量（亿平方米）	10.32	12.38	13.94

资料来源：中投证券研究所

现在灯箱广告布国内一般都是民用丝，工业丝用的还较少，而国外都是用工业丝，因为其耐强性能更好，未来随着对其使用效果的重视，工业丝在灯箱布领域会替代更多的民用丝市场。

3、传送带

帆布也就是传送带上面的材料，以前全部是用尼龙，现在经向用涤纶，纬向用尼龙。国内采掘行业自动化率只有约 20%，随着消费升级和人力成本上升，未来传送带的发展增速是比较快的，而且国际传送带的产能也开始向中国转移。目前国内帆布市场产量约 7 万吨，进口量在 2 万吨以上，预计未来将继续保持 20% 以上的增速。

4、其他差异化领域

公司的差异化产品还用在其他一些行业，我们举例如下：

阻燃型：上海上次大火很多人受害是因为被建筑外的尼龙防护网烫伤，因为尼龙遇热收缩。国家现在也开始重视防火阻燃安全问题，如果未来提高建筑防护网的阻燃要求，现在普遍使用的用尼龙边角料做的建筑施工防护网材料可能会被阻燃型涤纶工业丝替代，从化学性能上，涤纶工业丝完全可以提供一样的弹性等性能。

表 2 阻燃型涤纶工业丝全球供需分析预测

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球需求量	19000	23000	27000	32000	38000
全球供应量	14000	18000	21000	24000	28000
全球供需缺口	5000	5000	6000	8000	10000

资料来源：中国产业用纺织品协会、中投证券研究所

拒海水型：拒海水型涤纶工业长丝缆绳被广泛应用于深海钻井平台，许多情况下它们能替代粗大笨重的钢丝绳及钢制锚链等受拉构件，且其蠕变性风险远小于尼龙及聚乙烯类缆绳。据巴西 L. S/A C.公司统计，每个深海钻井平台耗用拒海水型涤纶工业长丝约 800 - 1,000 吨，全球每年新开工建造的深海钻井平台约 10 座，且建造数量逐年增加，每年带来约 10,000 吨的市场需求。

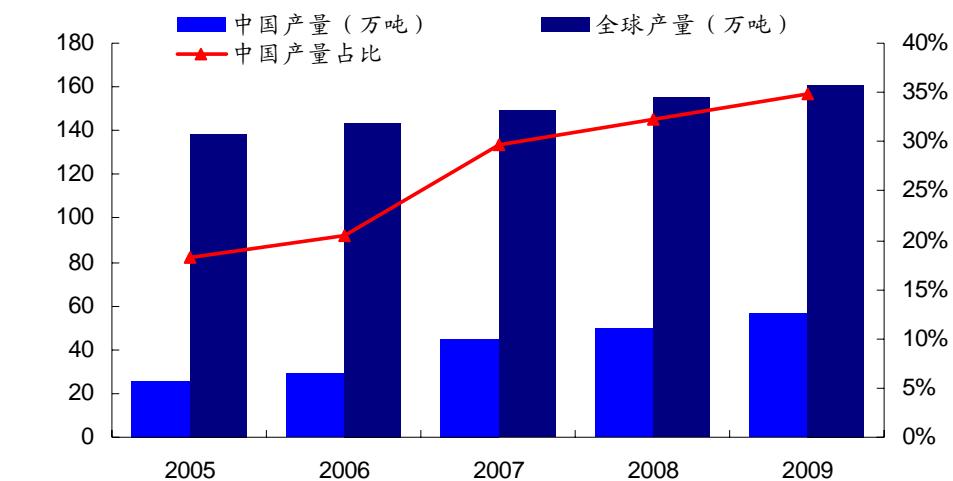
表 3 拒海水型涤纶工业丝全球供需分析预测

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球需求量	19000	23000	27000	33000	40000
全球供应量	14000	17000	20000	25000	30000
全球供需缺口	5000	6000	7000	8000	10000

资料来源：中国产业用纺织品协会、中投证券研究所

上面从 4 个下游出发分析了产品的需求，另外全球来看，涤纶工业丝的产能向中国转移也增加了国内的需求。

图 2 全球涤纶工业丝生产向中国转移 单位：万吨



资料来源：中投证券研究所

现在中国产量占全球的比例约 35%，我们认为随着国内汽车等下游领域的发展，加上中国在大宗化工产品上的成本优势，未来产能转移会进一步进行。

表 4、2009 年世界涤纶工业长丝前十大生产企业

企业名称	2009 年产能
Performance Fibers	38.0
Hyosung	17.0
绍兴古纤道	9.0
台湾远东	8.8
海宁海利得	7.0
Shinkong	5.9
湖州尤夫	5.0
绍兴海富	5.0
上海温龙	4.5
无锡太极	3.6
合计	103.8
占世界总产能比例	0.6

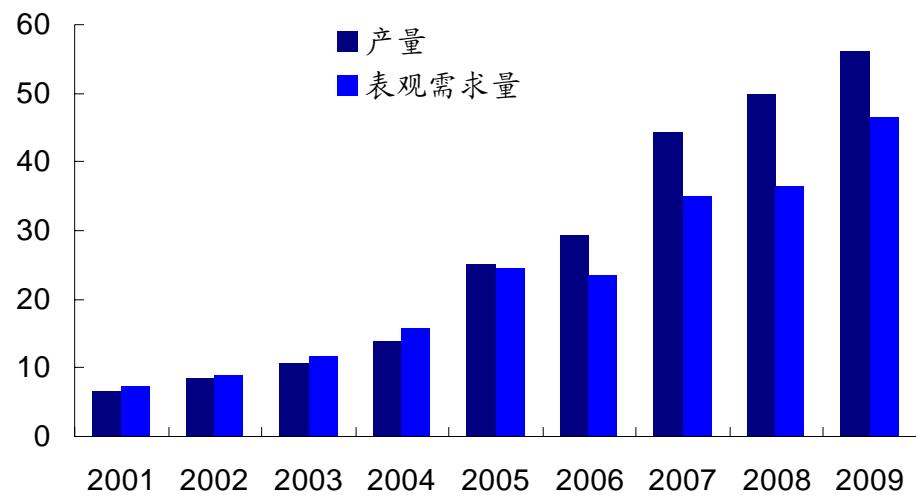
资料来源：中投证券研究所

二、新增产能不多，供需好于其他化纤产品

国内供需的基本情况：

09 年涤纶工业长丝产能达到 76.16 万吨/年，产量 56 万吨，表观需求量 46.5 万吨。2001-2009 年涤纶工业长丝产能年均复合增长率 33.83%，产量年均复合增长率 30.4%，表观需求量年均复合增长率 26%。

图 3、我国涤纶工业丝产量和表观需求量 单位：万吨



资料来源：中投证券研究所

表 5、2009 年国内涤纶工业长丝前十大生产企业

序号	生产企业	产能(万吨/年)
1	浙江古纤道新材料有限公司	9.0
2	浙江海利得新材料股份有限公司	7.0
3	浙江尤夫高新纤维股份有限公司	5.0
4	绍兴海富化纤有限公司	5.0
5	晓星化纤(嘉兴)有限公司	5.0
6	上海温龙化纤有限公司	4.5
7	联新(开平)高性能纤维有限公司	4.2
8	亚东工业(苏州)有限公司	4.0
9	无锡市太极实业股份有限公司	3.6
10	黑龙江龙涤股份有限公司	3.5
合计		50.8

资料来源：中投证券研究所

国内大多数的化工企业现在来看由于没有技术壁垒，所以盈利即使短期很好，但很难持续，周期高点后的新增产能都比较大，但涤纶工业长丝和民用丝不一样，现在设备基本上必须用进口的，而且主要是德国巴马格和日本 TMT (占国内进口市场约 98% 份额)，这 2 家企业没有扩产能的计划，目前订单已经排到到 2013 年，也就是说即使现在下订单也要 2013 年才能交设备上产能，所以长丝在 2013 年前除了之前已经计划的产能，不大可能有新增产能，这也相当于 1 个进入壁垒限制了行业产能增速。

2010-2012 年国内计划新增或将要投产的涤纶工业长丝，主要有恒力化纤 20 万吨项目、海利得 5 万吨项目、尤夫股份 4 万吨项目，恒力 2010 年上半年已经投产，对市场有一定影响，但已经慢慢消化。我们预计需求是增长的，而供给不会出现新的，所以 2011、2012 年行业的供需情况都是相对较好的，如果需求有超预期的增量，可能利润率还会更好一些。

表 6、2010-2012 年国内涤纶工业长丝新增产能 单位：万吨/年

2010-2012 年国内涤纶工业长丝新增产能		
序号	生产企业	新增产能
1	浙江海利得新材料股份有限公司	5.0
2	江苏恒力化纤有限公司	20.0
3	浙江尤夫高新纤维股份有限公司	4.0
4	吴江宏达线绳有限公司	0.6
5	浙江兴湖工业丝有限公司	3.0
6	晋江永信达纺织服装有限公司	0.4
7	联新(开平)高性能纤维有限公司	0.6
8	山东华纶化纤有限公司	1.5
合计		35

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

三、超募资金投产，产能业绩 2012、2013 年增速大

公司现有产能 5 万吨，10 年底募投 4 万吨差别化丝中的 1.2 万吨高模低收缩丝已投产，剩下的 1.2 万吨低收缩/超低收缩丝预计 11 年 4 月投产，还有 1.6 万吨功能化丝 12 年投产。如果 12 年底投产，13 年产能翻了 2 倍以上，而且有可能在 12 年就提前投产。

其他项目上，7000 吨浸胶硬软线绳项目 11 年 6 月投产（包括硬线绳 1500 吨软线 4500 吨胶管纱 1000 吨）。12 万吨熔体直纺的差别化工业长丝和配套的 20 万吨高粘切片要到 2012 年下半年投产。另外子公司尤夫科技 2.4 万吨帘子布、帆布分 2 期，第 1 期已经投产，第 2 期 2011 年中期。

总结如下：

表 7、公司产能投放汇总

项目	预计投产进度
尤夫科技 1 期 4000 吨帘子布+8000 吨特种工程布	2010 年底已投产
尤夫科技 2 期 4000 吨帘子布+8000 吨特种工程布	2011 年中期
募投项目 1.2 万吨高模低收缩丝	2010 年底已投产
募投项目 1.2 万吨低收缩丝/超低收缩丝	2011 年 4 月投产
募投项目 1.6 万吨功能化丝	2012 年
超募资金 7000 吨浸胶硬软线绳项目	2011 年 6 月
12 万吨熔体直纺+配套 20 万吨高粘切片（高模低收缩 2.5 万吨，低/超低收缩 3 万吨，功能型 6.5 万吨）	2012 年底

资料来源：中投证券研究所

募投和超募的项目，公司产能和业绩在 2012 年增幅比较大，11 和 12 年差别化率提高后综合毛利率提高。

12 万吨熔体直纺也是未来 1 个新增业绩的重点：熔体直纺技术是 1 个长丝领域新的技术工艺，简单的说就是传统流程是先合成固定的聚酯切片，再熔融纺丝，熔体直纺技术就是自己采购 PTA 和 MEG，直接进行熔融纺丝。

因为少了形成聚酯切片固体再融化这个过程，减少了能耗，同时少了 1 套设备也减少了折旧，按公司估算，每吨产品可节约成本 500 元左右。

四、投资建议

预测公司 10-13 年的 EPS 分别为 0.35、0.88、1.35 和 2.02 元，给与公司推荐的评级，虽然海利得在车用丝上短期优势更大，但是这个行业我们认为更多的是靠量，公司最近几年的产量增速快于行业其他对手，在扩产能上有一定先行优势，行业需求还有潜在的新增长的领域，给与 11 年 30 倍或 12 年 20 倍的估值水平，中期目标价 27 元。

相比于化纤中的涤纶短纤或氨纶，长丝行业的毛利率波动不大，业绩弹性不大，但业绩的确定性高（1 方面由于供需平衡，1 方面行业集中度高），所以防御性较好，在市场整体涨幅不大的时候有相对收益。

股价刺激因素：

1、汽车轮胎帘子布通过大轮胎厂认证

这是前期市场看好海利得的主要原因，对于认证，公司也会努力的做认证的准备工作，但认证需求时间，另外对帘子布的认证既要认证帘子布、还要认证 HMLS。

即使没有得到认证，我们认为不能因为认证就认为尤夫和海利得有很大差距，因为前面分析过了，汽车用工业丝的领域很多，帘子布只是其中之一，而且并不是认证只有国际 5 大轮胎厂商要 2 年，其他轮胎企业国内 3-6 月，国外一般 1 年。公司及时短期没有拿到 5 大轮胎认证，也可以销售给其他领域。

2、政策推动篷盖布、建筑防护网等领域需求超预期。

3、公司研发出新的差异化产品。

4、12 万吨熔体直纺提前投产。

风险提示：供需发生变化、原材料价格大幅上涨。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	182	723	882	986
现金	27	541	500	407
应收账款	77	84	183	278
其它应收款	2	0	0	0
预付账款	26	39	75	115
存货	23	34	69	101
其他	27	25	54	84
非流动资产	230	365	494	761
长期投资	0	0	0	0
固定资产	203	340	470	737
无形资产	24	24	24	24
其他	4	2	1	0
资产总计	412	1089	1376	1747
流动负债	104	127	229	319
短期借款	24	20	20	20
应付账款	24	29	60	90
其他	55	77	149	209
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	104	127	229	319
少数股东权益	8	8	31	66
股本	137	183	183	183
资本公积	69	613	613	613
留存收益	94	157	319	565
归属母公司股东权益	300	954	1115	1362
负债和股东权益	412	1089	1376	1747

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	56	80	110	209
净利润	64	63	185	282
折旧摊销	0	14	21	33
财务费用	2	2	0	2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-102	-112
其它	-10	1	5	5
投资活动现金流	-26	-150	-150	-300
资本支出	20	150	150	300
长期投资	0	0	0	0
其他	-6	0	0	0
筹资活动现金流	-40	584	0	-2
短期借款	-53	-4	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	46	0	0
资本公积增加	0	544	0	0
其他	13	-2	0	-2
现金净增加额	-10	514	-41	-93

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	523	605	1311	1974
营业成本	425	502	1042	1557
营业税金及附加	1	1	2	4
营业费用	12	14	30	45
管理费用	17	18	25	40
财务费用	2	2	0	2
资产减值损失	1	-1	-1	-0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	66	68	212	326
营业外收入	5	6	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	71	75	217	331
所得税	7	11	33	50
净利润	64	63	185	282
少数股东损益	0	0	23	35
归属母公司净利润	64	63	162	247
EBITDA	68	84	234	361
EPS (元)	0.47	0.35	0.88	1.35

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	14.6	15.6	116.7	50.6
营业利润	-11.8	3.8%	209.6	53.8
归属于母公司净利润	-17.5	-0.6%	155.1	52.4
获利能力				
毛利率	18.8	17.0	20.5	21.1
净利率	12.2	10.5	12.3	12.5
ROE	21.3	6.7%	14.5	18.1
ROIC	21.5	15.5	31.3	31.1
偿债能力				
资产负债率	25.2	11.6%	16.7	18.2
净负债比率				
流动比率	1.76	5.71	3.85	3.09
速动比率	1.54	5.44	3.55	2.78
营运能力				
总资产周转率	1.28	0.81	1.06	1.26
应收账款周转率	7	7	9	8
应付账款周转率	18.26	18.89	23.30	20.72
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.35	0.88	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.44	0.60	1.14
每股净资产(最新摊薄)	1.64	5.21	6.09	7.43
估值比率				
P/E	44.71	60.09	23.56	15.46
P/B	9.50	4.00	3.42	2.80
EV/EBITDA	56	46	16	11

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

芮定坤，中投证券研究所石化行业分析师，清华大学化工系学士、清华大学工商管理硕士，4年化工行业实业工作经历。2008年加入中投证券，2010年获得新财富最佳分析师石化行业第4名，2009、2010年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第4名。

主要研究覆盖公司：中石油、中石化、中海油服、海默科技、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、荣盛石化、三聚环保、宝莫股份、宝利沥青等。

免责条款

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，旨为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，但我们将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：518048
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心2号楼7层
邮编：100031
传真：(010) 66276939

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