

## 进可攻、退可守的涤纶长丝龙头

桐昆股份 (601233.SH)

**推荐** 维持评级

分析师: 裘孝锋   ✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn   执业证书编号: S0130511050001

分析师: 王强   ✉: wangqiang\_yj@chinastock.com.cn   执业证书编号: S0130511080002

### 1. 事件

公司发布 2011 年业绩预告, 预计公司 2011 年实现归属于上市公司净利润为 12.20-12.90 亿元, 对应全面摊薄 EPS 为 1.27-1.34 元; 分季度来看, 上半年为 0.51 元、三季度单季 0.46 元、四季度单季为 0.30-0.37 元之间; 基本符合我们之前预计的 1.29 元, 大大超出市场一致预期。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一)、四季度业绩超预期, 与库存管理好、原料行情判断准分不开

由于下游加弹机近两年增长明显, POY 增长速度不及加弹机, 供需面上比较有利于 POY 企业, 桐昆股份 POY 比例占到 60% 左右而受益较大; 进入下半年, 三季度没有大的新增产能投放, POY 景气依旧; 但四季度之后由于下游需求增长放缓、特别是 FDY 的秋季需求旺季没有如期而至; 尤其是 11-12 月份最差时, POY、DTY 和 FDY 的毛利价差分别只及二三季度最高时的约 1/3、1/2 和 2/3。从行业总体价差情况来看, 桐昆四季度的业绩表现显然大大超越行业平均水平, 我们认为这与公司规模优势、良好的库存管理和对原料的判断是分不开的, 像 7 月份时采购较大量的低价 PTA 原料就增厚利润近亿元。

#### (二)、棉花价格上涨的良好弹性标的, 又具有很好的安全边际

公司股价目前具有很好的安全边际, 我们测算按照 11-12 月比较悲观的产品与原料价格走势, 考虑到公司今年仍有产能扩容, 公司 2012 年的较为悲观业绩也将在 1.0-1.1 元之间。目前, 棉花协会呼吁棉花收储价格从目前 19000 元左右提高到 21000 元/吨, 最终需要发改委敲定; 我们认为棉花价格若上涨带动化纤价格行情, 公司是稳健的棉花价格上涨的弹性标的。

#### (三)、涤纶长丝周期性较 PTA 弱, PTA 大扩容有利于降低原料成本

我们研究了自 05 年以来的涤纶长丝的价格周期和盈利周期, 总的来说, 每年均有涤纶长丝的景气波动, 当然年度之间的均值还是波动的, 但并不如年内之间的波动明显; 从 2011 年来看, 四季度的向下波动超出了市场的预期, 我们认为在目前的行情低谷来看, 春秋需求相对旺季的向上反弹的可能性较大。另外, 2012 年主要原料 PTA 仍处于大扩容, 全球新增 PTA 产能将达到 1344 万吨, 其中 1070 万吨新增产能在中国大陆; 尽管二季度桐昆自产的 120 万吨 PTA 将投产, 但仍将外购相当一部分, 所以 PTA 大扩容总体还是有利于公司降低原料成本。

### 3. 投资建议

我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.29 元、1.55 元和 1.81 元的盈利预测, 维持“推荐”评级, 合理估

值区间为15-18元



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**裘孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。**2 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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座      北京地区：傅楚雄 010-83574171    fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼      上海地区：于淼    021-20257811    yumiao\_jg@chinastock.com.cn  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层      深广地区：詹璐    0755-83453719    zhanlu@chinastock.com.cn  
公司网址：www.chinastock.com.cn