

民用涤纶长丝龙头持续盈利能力强

桐昆股份 (601233.SH)

谨慎推荐 首次评级

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

分析师: 王 强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn

1. 事件

近日, 我们对公司进行了实地拜访, 与公司董秘周军先生就行业发展和公司经营状况进行了交流。

2. 我们的分析与判断

(一)、国内民用涤纶长丝龙头, 持续盈利 20 多年

公司是国内最大的涤纶长丝供应商, 连续十年国内涤纶长丝销量第一, 2010 年销量占国内约 9.4%。截至 2010 年末公司产能已达到 135 万吨 (其中 80 万吨 POY、27 万吨 DTY、28 万吨 FDY), 拥有 POY、FDY、DTY 等多个系列的近百个品种, 差别化率达 52%; 30 万吨 FDY 差别化纤维项目计划于今年底投产, 而长兴恒腾 40 万吨低碳差别化纤维项目目前尚处于前期阶段, 我们预计要到 2013 年才能投产; 届时, 公司将稳固全球最大的涤纶长丝制造商的地位。

(二)、产品多、成本低、库存管理好成为公司持续盈利 20 多年的重要法宝

民用涤纶长丝行业需求增长较为稳定, 而产能过剩程度较高使得行业分化较大, 但龙头企业盈利相对较为稳定; 2010 年国内民用涤纶长丝行业开工率仅为 66% 左右, 而公司多年来一直保持在 85% 以上。

公司涤纶用量最大、PTA 用量也最大, 因此公司的单位产品投资成本和单位能耗较低、上游采购的议价能力也较强, 从历史数据来看, 公司的原料采购价格低于市场价格和行业平均。公司的优势还体现在高效的存货管理, 公司产品一般没有库存, 没有应收款; 原料库存一般 10 天左右, 采用现金采购; 保证了现金流。再加上公司地处靠近下游市场的长三角杭嘉湖地区, 具有一定的区域和地理优势, 物流成本较低。以上原因降低了公司三方面的成本: 一是采购成本低、二是制造费用低、三是运营和财务成本低。

公司成功抵御了 1997 年亚洲金融危机和 2008 年国际金融危机, 并化挑战为机遇实现了跨越发展。由于纺丝投资成本的门槛较低, 多年来产能投放波动较大, 成为行业周期波动较大的原因。金融危机之后的 2009 年, 行业处于回升期, 公司坚定主业做大做强, 没有放慢扩产的步伐, 40 万吨产能如期于 2010 年投产; 2010 年四季度叠加上棉花价格高企的带动, 涤纶长丝行业达到景气高峰, 公司充分分享了这场盛宴, 单月利润最高达 4 亿左右。

(三)、行业景气下滑不必过于担忧

涤纶除了上半年的春节之外, 旺季一般在下半年。由于 2010-2011 年新增产能投放较多, 市场普遍担心涤纶长丝行业去年四季度高峰之后的景气下滑。

2010 年新增涤纶长丝产能约 145 万吨, 较 2009 年底 1900 万吨的产能增长了约 7.6%; 2011 年新增涤纶长丝产能约 350 万吨, 较 2010 年产能将增长约 17%; 但产能投放主要集中在四季度, 四季度新增产能为 185 万吨, 这些产能的达产释放要到 2012 年。涤纶长丝的卷绕设备, 国内厂家主要从德国和日本两家企业进口, 这两个企业产能只能满足

250 万吨左右的涤纶长丝新增产能，目前这两家企业订单已经排到 2 年后；因此我们估计原计划于今年年底投产的部分新增产能可能将延期投产，而经历 2011 年新增产能的快速增长，2012 年估计新增量会减少，这在某种程度上平滑了未来几年的产能扩张。

表 1: 2011 年我国涤纶长丝新增产能投放情况

厂家	新增涤纶长丝产能 (万吨)	投放时间
吴江新民科技	20	2011 年 2 月份
宿迁恒力	20	2011 年 4 月
桐乡新风鸣	20	2011 年 4-5 月
福建锦兴	30	2011 年 4-5 月
常熟恒意	16	2011 年上半年
绍兴古纤道	40	2011 年上半年
吴江恒力	25	2011 年 Q3
福建金轮	20	2011 年 Q4
湖州华特斯	30	2011 年 Q4
恒逸上海	25	2011 年 Q4
盛虹化纤	50	2011 年底
盛泽立新	20	2011 年底
龙栖湾化纤	40	2011 年底
合计	356	

资料来源: 中国银河证券研究部

今年年初以来棉花一直呈振荡回落态势，但棉花难大幅下跌。全球及国内棉花供求情况虽有所缓解，但仍未达到宽松格局，全球棉花期末库存仍处近 15 年第二低水平；人工成本、种植成本不断上涨导致棉花价格估值中枢上移；再加上美国棉花主产区德克萨斯州遭遇干旱，引发减产预期。因为未来棉花价格重新回到 2 万以下的概率较低。

图 1: 去年以来的棉花价格走势



资料来源: 中国银河证券研究部

涤纶长丝下游需求基本能保持 10% 以上增长, 考虑涤纶与棉花的替代性, 我们预计涤纶长丝产品下行的空间有限。

作为聚酯涤纶最基础的原料的 PTA, 2011 年下半年到 2012 年将迎来产能的大幅扩张; 目前国内 PTA 尚有 30% 的缺口, 到 2012 年国内 PTA 产能将达到 3000 万吨左右, 较 2010 年增长约 80%, 因此未来 2 年 PTA 的供给将会较为充裕, 因此相比涤纶长丝产品, PTA 未来 2 年下行压力更大。

表 2: 未来 5 年我国 PTA 新增产能投放情况

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015 年后
辽阳石化	80					
逸盛大化	150	75				
江苏恒力					200	400
天津石化	35					
济南正昊	10					
洛阳石化	32.5					
扬子石化	130					
仪征石化	92.5					
江阴汉邦	60				125	
海伦石化		90				
	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015 年后
远东仪征					200	
亚东石化	45					90
上海石化	40					
宁波逸盛	125	180				
宁波三菱	60					200
远东石化	180					
宁波台化	100			150		
桐昆集团			80			
翔鹭石化	160		200			
石狮佳龙	60			130		
BP 珠海	143	20		125		125
蓬威石化	90					
乌鲁木齐石化	9					
逸盛海南			200			
中国化学						100
合计	1602	365	480	405	525	915

资料来源: 中国银河证券研究部

(四)、PTA 项目布局产业链上下游一体化

公司 80 万吨 PTA 预计将于明年一季度开始投产, 将比原计划的明年 6 月提早一个季度左右; 考虑到开车因素, 估计 2012 年将贡献 PTA 产量为 55-60 万吨, 全部自用; 80 万吨 PTA 项目地处嘉兴乍浦港, 采用水运到桐乡总部, 运费低廉, 采购原料海运也很方便。等 2013 年后公司 PTA 和涤纶长丝新产能达产, 预计 PTA 自给率达到约 50%, 2012

年 PTA 自给率预计约 45%；届时公司上下游一体化程度达到 50%左右，行业波动的风险抵御能力将大大增强。

3. 投资建议

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.04 元、2.75 元和 3.29 元，对应 11PE 和 12PE 不到 13 倍和 10 倍，首次给予“谨慎推荐”评级。

表 3: 分业务盈利预测及主要假设

		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销量 (万吨)	万吨						
POY		45	59	80	82	85	105
DTY		18	21	28	28	28	28
FDY		20	21	25	50	55	70
PTA						55	80
平均售价 (元/吨)	元/吨						
POY		9,127	7,954	9,894	11,700	11,700	11,700
DTY		10,553	9,164	11,141	13,500	13,500	13,500
FDY		9,941	8,691	10,583	12,000	12,000	12,000
PTA						8,376	8,376
销售收入 (百万元)	百万元						
POY		4,126	4,702	7,884	9,594	9,945	12,285
DTY		1,848	1,914	3,156	3,780	3,780	3,780
FDY		1,978	1,841	2,669	6,000	6,600	8,400
复合丝		425	378	403	403	403	403
平牵丝		307	269	347	347	347	347
PET		46	39	37	37	37	37
其他		256	45	62	62	62	62
合计		8,986	9,190	14,558	20,223	21,174	25,314
毛利率 (%)		46	39	37	37	37	37
POY	万元	1.9%	5.2%	11.0%	7.2%	7.2%	7.0%
DTY	%	5.4%	7.5%	12.8%	13.0%	13.0%	12.0%
FDY	%	6.6%	10.6%	13.8%	8.0%	8.0%	8.0%
复合丝	万元	2.8%	6.1%	13.8%	7.0%	7.0%	7.0%
平牵丝		11.4%	10.5%	12.3%	10.0%	10.0%	10.0%
PTA						8.0%	8.0%
PET		0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他		-2.1%	1.9%	0.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
合计		3.9%	6.9%	11.9%	8.5%	10.2%	10.2%

资料来源: 中国银河证券研究部

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1223	1610	2782	5821	5976	7899
现金	295	405	669	2996	3060	4417
交易性投资	0	2	26	26	26	26
应收票据	124	211	456	634	663	793
应收款项	56	74	65	90	94	112
其它应收款	4	21	14	20	21	26
存货	408	777	887	1308	1344	1607
其他	335	119	666	747	768	918
非流动资产	1642	2322	2952	4337	5551	5547
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1385	2171	2433	2582	4770	4742
无形资产	115	117	209	237	263	287
其他	141	34	310	1518	518	518
资产总计	2864	3931	5735	10158	11527	13446
流动负债	1644	2106	2665	2447	2493	2827
短期借款	734	720	1193	500	500	500
应付账款	415	759	866	1248	1282	1533
预收账款	53	42	77	110	113	136
其他	443	584	530	589	597	658
长期负债	3	245	173	200	200	200
长期借款	0	239	159	160	160	160
其他	3	7	13	40	40	40
负债合计	1647	2351	2837	2647	2693	3027
股本	320	320	362	320	320	320
资本公积金	108	102	265	108	108	108
留存收益	685	1016	2108	2993	4186	5613
少数股东权益	104	154	254	328	459	616
归属于母公司所有者权 益	1113	1427	2643	3421	4613	6041
负债及权益合计	2864	3932	5735	6396	7765	9684

利润表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9183	9322	14702	20424	21384	25565
营业成本	8838	8692	12965	18684	19199	22958
营业税金及附加	12	13	27	41	43	51
营业费用	28	29	28	41	43	51
管理费用	141	184	260	361	378	452

财务费用	65	39	35	25	9	2
资产减值损失	(1)	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0
投资收益	4	7	14	0	0	0
营业利润	104	370	1404	1272	1713	2051
营业外收入	30	32	46	0	0	0
营业外支出	16	15	26	0	0	0
利润总额	117	388	1424	1272	1713	2051
所得税	4	38	225	191	257	308
净利润	114	350	1200	1081	1456	1743
少数股东损益	10	19	108	97	131	157
归属于母公司净利润	104	331	1092	984	1325	1586
EPS (元)	0.32	1.03	2.27	2.04	2.75	3.29

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	425	579	1013	1169	1755	1968
净利润		331	1092	984	1325	1586
折旧摊销		0	0	272	336	454
财务费用		0	0	25	9	2
投资收益		0	0	0	0	0
营运资金变动		0	0	(198)	(46)	(232)
其它		248	(79)	87	131	157
投资活动现金流	(340)	(552)	(1352)	(1650)	(1550)	(450)
资本支出		0	0	(1550)	(1550)	(450)
其他投资		(552)	(1352)	(100)	0	0
筹资活动现金流	(352)	99	708	2808	(142)	(161)
借款变动		0	0	461	0	0
普通股增加		0	0	2600	0	0
资本公积增加		0	0	(157)	0	0
股利分配		0	0	(98)	(132)	(159)
其他		99	708	2	(9)	(2)
现金净增加额	(267)	126	369	2328	64	1357

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

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，证券分析师。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，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接受到任何形式的补偿。

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独立财务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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908