证券研究报告—调研简报

基础化工

化学纤维

桐昆股份（601233） 推荐

2011 年 7 月 5 日

涤纶长丝龙头盈利能力突出、业绩稳定增长

证券分析师： 张栋梁 0755-82130532 zhangdl@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120013

事项：

近期，PTA 产品价格下跌较为明显，而下游涤纶产品价格逐步趋稳，原料成本下跌幅度快于产品价格推动涤纶生产企业盈利回升。桐昆股份涤纶长丝产能规模优势明显、产品结构较好，具有较强的盈利能力，行业转好过程中受益明显，预期未来业绩存在超预期可能。

评论：

■ **新增产能导致 PTA 价格下跌，上下游一体化是行业发展趋势**

自 5 月以来，PTA 产品价格逐步下滑，累计跌幅达到 15%，下跌幅度明显大于下游涤纶产品价格。推动 PTA 价格出现连续下跌的主要原因在于近期新增 PTA 装置逐步投产，市场对于供应增加反应导致价格下跌。其中，浙江逸盛新建 150 万吨装置 6 月开始逐步调试，7 月逸盛大化 75 万吨改造项目投入生产，三房巷 90 万吨装置预计较大可能 9 月投产。

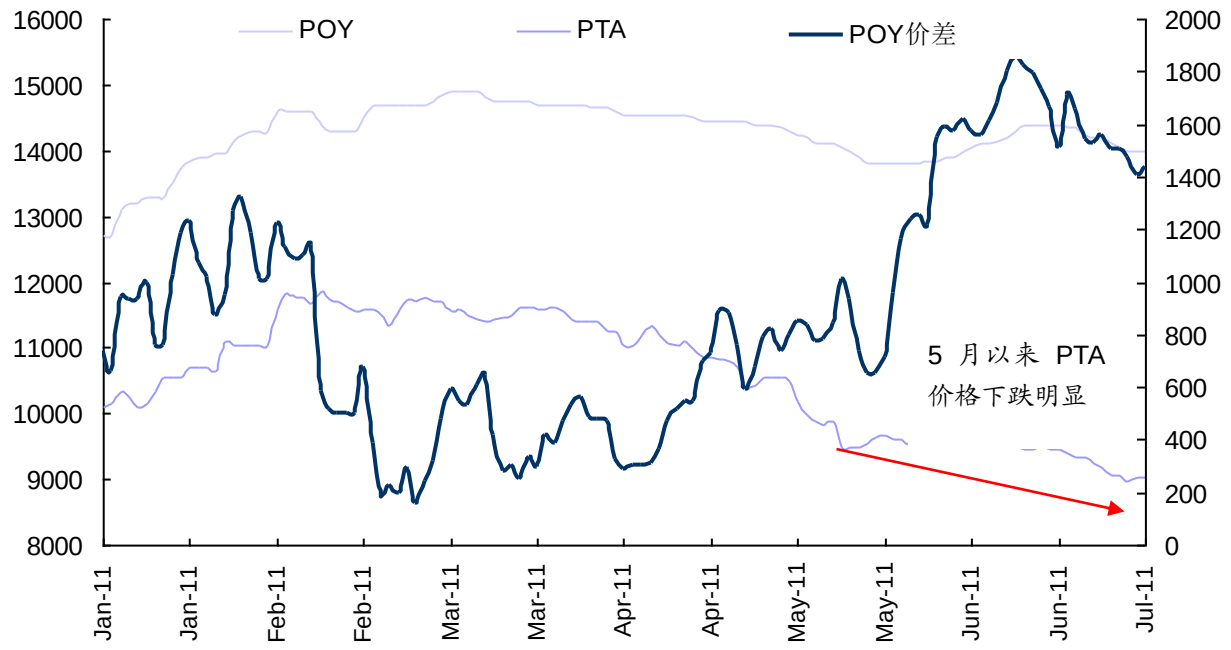
尽管受下游纺织行业仍处于淡季的影响，涤纶产品价格有所回调，但上游 PTA 价格下跌幅度更大，推动产品盈利在 5 月下旬开始企稳，6 月份企业盈利较 4、5 月盈利回升明显。我们认为，**PTA 价格下跌使得涤纶盈利从 4、5 月的盈利低点走出，6 月开始的盈利回升将持续至 3 季度；随着 9 月以后下游需求旺季的到来，涤纶行业盈利存在进一步超预期的可能。**

表 1:中国 PTA 计划投产项目 单位：万吨/年

序号	生产企业	产能 万吨	预计建成时间	备注
1	浙江逸盛	150	2011	11 年 6 月调试生产
2	逸盛大化	75	2011	扩能项目，11 年 7 月生产
3	三房巷	90	2011	11 年下半年投产，9 月份可能较大
4	桐昆股份	80	2012	12 年上半年
5	翔鹭石化	150	2012	总规划 420 万吨
6	远东石化	140	2012	
7	珠海 BP	20	2012	20 万吨扩能 12 年投产，三期 125 万吨需有关部门审批，预计 2015 年投产
8	仪征化纤	100	2012	
9	江苏恒力	200	2013	总体规划约 400 万吨
10	海南逸盛	200	2013	
	合计	1205		

资料来源：中纤网，国信证券经济研究所整理

图 1：PTA 价格下跌推动涤纶价差扩大　　单位：元/吨



资料来源：中纤网，国信证券经济研究所整理

注：考虑到企业库存，此处价差使用涤纶 POY 价格减去两周前 PTA 价格数据模拟

■ 规模优势提升毛利率水平

桐昆股份涤纶长丝产能 140 万吨，拥有三大类近百种涤纶长丝品种，着力打造涤纶行业的“沃尔玛”。丰富的产品线能够为客户提供一站式采购，满足客户多样性的需求，增加了客户黏性，贡献良好的现金流。同时，做为国内销量最大的涤纶行业龙头企业，拥有涤纶长丝产能 140 万吨及全球最大的 40 万吨单线产能，在投资成本、单位能耗、原料采购议价能力等方面具有明显优势，提升了公司毛利率水平。与竞争对手荣盛石化比较，桐昆股份涤纶长丝产品毛利率总体略高于对手，尤其是 POY、DTY 产品。

表 2: 2010 年公司长丝产量继续保持全国第一　单位：万吨，%

	公司	产量 万吨	占比 %
1	桐昆集团	142.00	9.40
2	恒力集团	87.00	5.70
3	荣盛集团	64.00	4.20
4	恒逸集团	58.00	3.80
5	盛虹集团	54.00	3.60
	涤纶长丝总产量	1514.00	100.00

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 3：桐昆股份产品毛利率与竞争对手比较

	2008		2009		2010	
产品	荣盛石化	桐昆股份	荣盛石化	桐昆股份	荣盛石化	桐昆股份
POY	1.45%	1.90%	4.31%	5.21%	7.24%	11.02%
DTY	2.78%	5.42%	6.76%	7.52%	9.67%	12.83%
FDY	6.80%	6.61%	10.39%	10.61%	14.80%	13.83%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

桐昆股份利用其规模优势对上游供应商具有较强议价能力，2010 年公司采购 PTA、MEG 和 PET 平均每吨成本较市场价格便宜 60、135 和 415 元，全年总计节约原料成本 1.77 亿元。

在 2011 年二季度，上游产品 PTA 价格逐步下跌的过程中，经销商相对谨慎、市场整体保持较低库存，公司原料采购时的规模优势及资金优势更为突出，使得公司能够在原料采购中获得更强议价能力。

表 4：桐昆股份具有较强采购议价能力

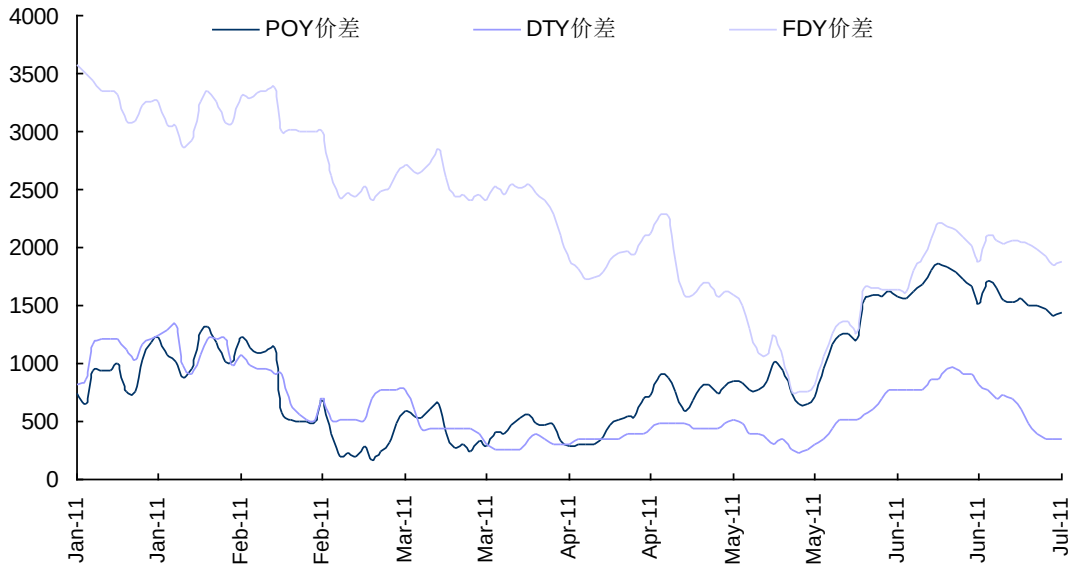
	采购量（万吨）	采购价格（元/吨）	市场价格（元/吨）	价格差异（元/吨）	总节约成本（万元）
PTA	104.73	6830	6890	60	6284
乙二醇	41.26	6150	6285	135	5570
PET	13.98	8202	8617	415	5801

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

■ 涤纶 POY 盈利推动盈利超预期

2011 年以来，在 POY、DTY、FDY 三大涤纶品种中，POY 盈利能力突出。主要原因在于 2011 年上半年投产项目多是后道的加弹设备及 FDY 项目，POY 投产期集中在 2011 年四季度，推动 POY 产品盈利相对景气。桐昆集团 POY 实际产能达 100 万吨、销量约 85 万吨，在收入结构占比较高，POY 景气较高推动公司盈利超预期。

图 2：POY 价差较年初扩大，DTY、FDY 均有所减小　　单位：元/吨



资料来源：中纤网，国信证券经济研究所整理

■ **桐昆股份业绩稳定、预期向好、估值较低，给予公司“推荐”评级**

涤纶长丝行业的上游 PTA 产能释放、价格连续下跌，成本压力减缓推动涤纶盈利 6 月开始回升，预计三季度将维持相对稳定的盈利能力；未来下游纺织进入旺季，有望进一步提升盈利水平。

桐昆股份是国内涤纶长丝销量最大的龙头企业，规模优势明显，导致公司原料采购议价能力突出，具有良好的成本控制能力；占比较高的涤纶 POY 业务处于景气期，推动公司盈利超行业平均水平。公司新建 30 万吨超细旦差别化纤维在二、三季度逐步投产释放业绩，推动盈利增长。

我们认为，公司二、三季度业绩将超越此前市场预期，二、三季度业绩超越一季度盈利水平是大概率事件；三季度存在与二季度业绩持平或略有增长的可能，我们预测 11-13 年 EPS2.33、2.92、3.35 元，给予“推荐”评级。我们认为公司业绩持续增长，可以给予公司 11 年 PE15 倍、12 年 PE12 倍，对应的目标价 35 元。

与市场预期不同，我们认为未来业绩逐季上行，好于市场预期，业绩和估值上调将成为股价上涨的催化剂。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。