

## POY 景气还将持续

桐昆股份 (601233.SH)

**推荐** 维持评级

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

联系人: 王强   ✉: wangqiang\_yj@chinastock.com.cn

### 1. 事件

公司发布 2011 年半年报, 实现营业收入 97.84 亿元, 同比增长 42.3%; 归属于上市公司股东净利润 4.96 亿元, 同比增长 57.8%; 实现全面摊薄每股收益 1.03 元, 符合我们预期。分配方案是以资本公积金每 10 股转增 10 股并派发现金红利 8 元 (含税)。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一)、下游需求增长较稳定, 卷绕设备供给限制有利于产能有序投放

涤纶长丝下游需求增长稳定, 除了传统的纺织服装业, 不断向家纺和工业纺织用品拓展。近五年来 (除金融危机的 2008 年), 涤纶长丝的表现消费量增速都在 15% 以上, 而 2011 年新增涤纶长丝产能约 290 万吨, 约 14% 的增速略低于近年来下游需求的增长; 另外, 国内涤纶长丝卷绕设备受制于德日 2 家设备商的供给限制, 有利于涤纶长丝产能的有序投放, 我们预计未来 3 年国内涤纶长丝新增产能将维持在 250-300 万吨, 增速为 12-15%, 这样的增速下游需求基本能消化; 因此今年上半年涤纶长丝行业总体并没有出现年初一部分投资者担忧中的“差”。

表 1: 2010-2011 年上半年涤纶长丝产量和负荷数据

	万吨	1月	2月	3月	4月	5月	6月
2010	负荷	79%	73%	76.5%	79%	79.5%	78.5%
	产量	128	118	124	128	129	127
2011	负荷	78%	75%	74%	77%	77.5%	78%
	产量	135	129	127	139	140	142

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 2009-2011 年 1-5 月涤纶长丝出口量数据

时间	1月	2月	3月	4月	5月	总量
2009年	5.05	4.61	5.47	5.44	3.82	24.38
2010年	5.33	4.85	8.36	9.20	9.11	36.85
2011年	10.48	7.46	11.56	9.90	8.27	47.67

资料来源: 中国银河证券研究部

## (二)、上半年新增产能以 FDY 为主, POY-DTY 的相对景气有利于桐昆

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 290 万吨, 较 2010 年产能将增长约 14%, 但仍低于近年来下游需求的平均增速; 产能投放较集中的是 1-4 月份和年底, 而三季度则没有大的新增产能投放。而且上半年投放的吴江新民 20 万吨、江苏恒力 20 万吨(盛泽)、常熟恒意 10 万吨、江苏恒力 20 万吨(宿迁)、桐乡新凤鸣 20 万吨、张家港欣欣 15 万吨等产能, 以 FDY 为主, FDY 产品短期内供应增速过大导致今年二季度随着各家企业集中性投产 FDY 之后, FDY 与 POY、DTY 出现了背离走势; 相比之下, 由于下游加弹机近两年增长明显, POY 增长速度不及加弹机, 所以供需面上更有利于 POY 企业, 桐昆股份 POY 比例占到 60% 左右而受益较大。下半年新增产能仍将延续上半年的主基调, 以 FDY 产品略居多, 因此我们依然看好下半年 POY 的表现; 按照目前的价格表现, 公司 6-7 月份单月业绩在 3 毛左右。

表 3: 2011 年我国涤纶长丝新增产能投放情况

厂家	产地	新增产能(万吨)	投放时间	产品结构
吴江恒力	江苏吴江	20	2011 年 1 月	20 万吨 FDY 和 POY
新民科技	江苏吴江	20	2011 年 1 月	20 万吨 FDY 和 POY
宿迁恒力	江苏宿迁	20	2011 年 4 月	20 万吨 FDY 和 POY
新凤鸣	浙江桐乡	20	2011 年 4 月	20 万吨长丝
欣欣化纤	江苏张家港	15	2011 年 4 月	15 万吨 FDY
桐昆集团	浙江桐乡	30	2011 年 6 月	30 万吨 FDY
常熟恒意	江苏常熟	16	2011 年上半年	16 万吨 FDY
天圣化纤	浙江绍兴	40	2011 年 7 月	40 万吨差别化长丝
盛虹化纤	江苏吴江	50	2011 年底	40 万吨 (FDY 和 POY 各 20 万吨)
盛泽立新	江苏吴江	20	2011 年底	20 万吨 FDY 和 POY
龙栖湾化纤	辽宁锦州	40	2011 年底	40 万吨差别化长丝
合计		291		

资料来源: 中国银河证券研究部

图 1: 近年来国内涤纶月度产量

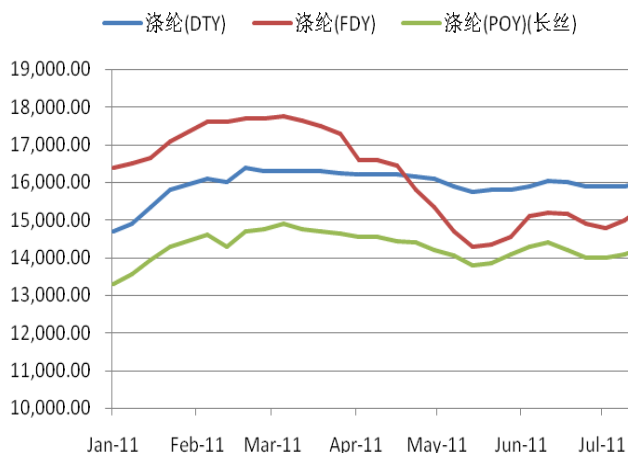
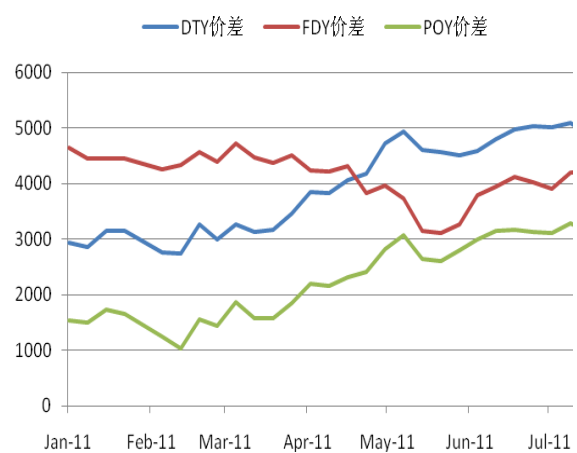


图 2: 今年涤纶长丝中 POY 和 DTY 盈利状况较好



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

### (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。

2011 年下半年到 2012 年，PTA 将迎来产能的大幅扩张；目前国内 PTA 尚有约 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%；从目前国内 PTA 产能投放的情况来看，从 2011 年下半年开始国内 PTA 供需紧张的局面将得到缓解，未来 2 年 PTA 的供给将会较为充裕，这有利于涤纶长丝产品降低成本。

表 4: 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				
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

## 3. 投资建议

我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.39 元、2.78 元和 3.34 元的盈利预测，我们维持“推荐”评级，合理估值区间 35 元。

表 5: 分业务盈利预测及主要假设

		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>销量 (万吨)</b>	万吨						
POY		45	59	80	82	85	100
DTY		18	21	28	28	28	28
FDY		20	21	25	50	55	70
PTA						55	80
<b>平均售价 (元/吨)</b>	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
<b>销售收入 (百万元)</b>	百万元						
POY		4,126	4,702	7,884	9,594	9,945	11,700
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
<b>合计</b>		<b>8,986</b>	<b>9,190</b>	<b>14,558</b>	<b>20,124</b>	<b>21,075</b>	<b>24,630</b>
<b>毛利率 (%)</b>		46	39	37	37	37	37
POY	%	1.9%	5.2%	11.0%	9.0%	9.0%	9.0%
DTY	%	5.4%	7.5%	12.8%	14.0%	13.0%	13.0%
FDY	%	6.6%	10.6%	13.8%	8.0%	8.0%	8.0%
复合丝	%	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	%					6.0%	6.0%
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%
<b>合计</b>	%	<b>3.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>11.9%</b>	9.6%	10.6%	10.8%

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
<b>流动资产</b>	1223	1610	2782	5051	5402	7166
现金	295	405	669	2250	2495	3781
交易性投资	0	2	26	26	26	26
应收票据	124	211	456	634	663	775
应收款项	56	74	65	90	94	110
其它应收款	4	21	14	20	21	25
存货	408	777	887	1293	1338	1559
其他	335	119	666	739	764	891
<b>非流动资产</b>	1642	2322	2952	4290	5467	5470
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1385	2171	2433	3535	4685	4665
无形资产	115	117	209	237	263	287
其他	141	34	310	518	518	518
<b>资产总计</b>	<b>2864</b>	<b>3931</b>	<b>5735</b>	<b>9341</b>	<b>10868</b>	<b>12635</b>
<b>流动负债</b>	1644	2106	2665	2728	2985	3265
短期借款	734	720	1193	800	1000	1000
应付账款	415	759	866	1234	1276	1487
预收账款	53	42	77	109	113	132
其他	443	584	530	585	596	647
<b>长期负债</b>	3	245	173	400	600	800
长期借款	0	239	159	360	560	760
其他	3	7	13	40	40	40
<b>负债合计</b>	<b>1647</b>	<b>2351</b>	<b>2837</b>	<b>3128</b>	<b>3585</b>	<b>4065</b>
股本	320	320	362	362	362	362
资本公积金	108	102	265	2665	2665	2665
留存收益	685	1016	2108	2914	3852	4979
少数股东权益	104	154	254	345	477	637
归属于母公司所有者权 益	1113	1427	2643	5941	6879	8006
<b>负债及权益合计</b>	<b>2864</b>	<b>3932</b>	<b>5735</b>	<b>9414</b>	<b>10941</b>	<b>12708</b>

**利润表**

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	9183	9322	14702	20424	21384	24974
营业成本	8838	8692	12965	18472	19111	22269
营业税金及附加	12	13	27	41	43	50
营业费用	28	29	28	41	43	50
管理费用	141	184	260	327	385	450
财务费用	65	39	35	55	70	74

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
<b>营业利润</b>	<b>104</b>	<b>370</b>	<b>1404</b>	<b>1489</b>	<b>1733</b>	<b>2082</b>
营业外收入	30	32	46	0	0	0
营业外支出	16	15	26	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>117</b>	<b>388</b>	<b>1424</b>	<b>1489</b>	<b>1733</b>	<b>2082</b>
所得税	4	38	225	223	260	312
净利润	114	350	1200	1265	1473	1769
少数股东损益	10	19	108	114	133	159
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>104</b>	<b>331</b>	<b>1092</b>	<b>1151</b>	<b>1341</b>	<b>1610</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.32</b>	<b>1.03</b>	<b>2.27</b>	<b>2.39</b>	<b>2.78</b>	<b>3.34</b>

### 现金流量表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	<b>425</b>	<b>579</b>	<b>1013</b>	<b>1436</b>	<b>1868</b>	<b>2093</b>
净利润		331	1092	1151	1341	1610
折旧摊销		0	0	319	373	447
财务费用		0	0	55	70	74
投资收益		0	0	0	0	0
营运资金变动		0	0	(193)	(48)	(198)
其它		248	(79)	103	133	159
<b>投资活动现金流</b>	<b>(340)</b>	<b>(552)</b>	<b>(1352)</b>	<b>(1650)</b>	<b>(1550)</b>	<b>(450)</b>
资本支出		0	0	(1550)	(1550)	(450)
其他投资		(552)	(1352)	(100)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(352)</b>	<b>99</b>	<b>708</b>	<b>1795</b>	<b>(72)</b>	<b>(357)</b>
借款变动		0	0	(232)	400	200
普通股增加		0	0	0	0	0
资本公积增加		0	0	2400	0	0
股利分配		0	0	(345)	(402)	(483)
其他		99	708	(28)	(70)	(74)
<b>现金净增加额</b>	<b>(267)</b>	<b>126</b>	<b>369</b>	<b>1581</b>	<b>246</b>	<b>1286</b>

资料来源: 中国银河证券研究部

## 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。

**袁孝锋，石油化工行业证券分析师。**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

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