

**桐昆股份 (601233)**

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

**15.48-15.56**

分析师

燕云

S0740513110001

021-20315127

yanyun@r.qizq.com.cn

2014年12月23日

**涤纶长丝: 周期归来兮, 龙头归来兮**
**基本状况**

总股本(百万股)	963.60
流通股本(百万股)	959.27
市价(元)	10.07
市值(百万元)	9600
流通市值(百万元)	9600

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	18,420.	22,137.	28,099.	32,225.	36,096.
营业收入增速	-8.44%	20.18%	26.93%	14.68%	12.02%
净利润增长率	-77.02%	-72.05%	386.18	82.96%	94.55%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.07	0.36	0.66	1.29
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	26.92	80.49	26.94	14.73	7.57
PEG	—	—	0.07	0.18	0.08
每股净资产(元)	7.03	7.00	7.34	8.00	9.30
每股现金流量(元)	0.19	0.25	1.10	1.38	2.44
净资产收益率	3.80%	1.07%	4.95%	8.30%	13.90%
市净率	1.02	0.86	1.33	1.22	1.05
总股本(百万元)	963.60	963.60	963.60	963.60	963.60

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**投资要点**

- 蝴蝶效应, PX 催生涤纶长丝产业盈利。** PX 一直是涤纶长丝产业链的霸主, 由于供给长期被国外(日本、韩国等)垄断, PX 一直享受超额利润, 占据了产业链 80% 以上的利润。2014 年开始 PX 产能进入释放期, 尤其是三季度后, 由于亚洲和我国 PX 新增产能集中释放, 导致 PX 利润塌陷, 很快地, 下游涤纶长丝行业开始盈利。涤纶长丝(POY、DTY、FDY)与 PTA/MEG 原材料的价差均明显扩大, 回到 2012 年甚至更佳水平。
- 涤纶长丝产业链较长(原油—PX—PTA—涤纶长丝—纺织), 其利润表现受到各环节的影响。但去繁化简之后, 本质上还是研究供需力量的动态变化, 以及产业链上下游各自格局的变化, 其背后的逻辑在于这些变化改变了产业链各环节的议价能力, 并由此撬动利润空间。**
- 涤纶长丝行业盈利的本质是供需格局向好。** 下游纺织织造产业悄悄回暖支撑需求、涤纶长丝自身产能扩张接近尾声、资金链断裂导致中小产能开始退出、银行差异化融资条件增高行业再进入门槛, 众多因素推动 2015 年的产能利用率提升。中性假设下, 假设需求与今年持平并不考虑小产能退出, 我们预计涤纶长丝的产量 3110 万吨, 产能近 3830 万吨, 产能利用率达到 83%, 相比 2014 年的 79% 显著提升。
- 错位的产能周期, 重塑产业链议价能力。** 上游 PX 和 PTA 的产能扩张周期仍未结束, 预计 2018 年亚洲 PX 的产能扩张才会告一段落, PTA 过剩的现象也将在未来 2 年继续持续。因此, 叠加产能利用率上升和需求支撑, 产能投放即将进入尾声的涤纶长丝将成为整个产业链最有利的环节, 产业链利润将向涤纶长丝及下游挪动。

- **逆势扩张的优质龙头，竞争优势赢得 7.5-12 亿的盈利优势，弹性十足。**公司是涤纶长丝的国内龙头，市占率约 10%，收入 90%以上来自于涤纶长丝，行业低迷时的逆势扩张使公司具备了行业走向景气时的巨大向上弹性，公司现具有 300 万吨涤纶长丝产能、150 万吨 PTA 产能。预计涤纶长丝价差每扩大 100 元为公司增厚 EPS 0.23 元。公司自身的规模采购优势、经营管理优势、生产设备优势为其带来 250-400 元/吨的成本优势，对应 300 万吨产能相当于 7.5-12 亿的盈利优势。长远来看，公司的带息负债收入占比仅为 26%，依然具有较大的杠杆和融资空间，未来成长没有停止。
- **投资建议：**公司具有卓越的行业地位、稳健的经营风格、充裕的现金流，行业反转时盈利弹性大，且兼具成长空间。我们预计公司 2014-2016 年的收入分别为 281 亿，322 亿，361 亿，同比增长 27%、15%和 12%，净利润分别为 3.5 亿、6.4 亿、12.5 亿，同比增长 386%、83%和 96%。作为涤纶长丝龙头，公司的业绩充分显示了高弹性。按重置成本法估值，给予公司 150 亿的市值，对应目标价 15.56，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**PTA 及产品跌价风险；中小产能恢复超预期。

## 内容目录

核心观点 .....	- 5 -
蝴蝶效应 .....	- 6 -
PX: 蝴蝶的翅膀动了一下 .....	- 6 -
行业起飓风：涤纶长丝开始盈利 .....	- 7 -
明天会更好 .....	- 10 -
有理由相信：纺织悄悄回暖 .....	- 10 -
涤纶长丝：产能周期向上 .....	- 16 -
产能利用率显著提升 .....	- 17 -
议价能力重塑 .....	- 20 -
错位的产能周期（PX、PTA、涤纶长丝） .....	- 20 -
产业链议价能力重塑 .....	- 23 -
英雄显本色 .....	- 24 -
桐昆股份：涤纶长丝龙头，逆势扩产迎接景气 .....	- 24 -
现金流充裕（有钱！任性！） .....	- 26 -
精耕主业，精细管理 .....	- 27 -
规模效应带来成本优势 .....	- 28 -
地理位置优势 .....	- 29 -
人才优势：更长远发展的基础 .....	- 29 -
投资建议 .....	- 30 -
业绩预测 .....	- 30 -
重置成本法 .....	- 31 -
PE 相对估值 .....	- 31 -
投资建议 .....	- 31 -
风险提示 .....	- 32 -
PTA 及产品跌价的影响测算 .....	- 32 -

中小聚酯厂产能恢复超预期 ..... - 32 -

## 图表目录

图表 1: PX 产品价格从 2014 年 8 月之后急剧下跌 .....	- 6 -
图表 2: PX 进口单价: 2014 年 1-10 月的平均单价已经达到 2011 年以来新低 .....	- 6 -
图表 3: PX-石脑油价差于 2013 年起已经呈现缩小趋势 .....	- 7 -
图表 4: 涤纶长丝产业链 .....	- 8 -
图表 5: 2014 年 8 月之后, 涤纶长丝产品的价差显著扩大, 回升至 2012 年甚至更高水平 .....	- 8 -
图表 6: 涤纶长丝 POY 价差扩大, 回到 2012 年水平 .....	- 9 -
图表 7: 涤纶 DTY 价差扩大, 超过 2012 年水平 .....	- 9 -
图表 8: 涤纶 FDY 价差扩大, 回到 2012 年水平 .....	- 10 -
图表 9: 江浙织机的装置开工率已经达到 2010 年以来的高位 .....	- 11 -
图表 10: 江浙地区是全国化纤行业的最主要地区 .....	- 11 -
图表 11: 网购服装在纺织收入中的占比快速提升 .....	- 12 -
图表 12: 网络渠道大规模替代传统渠道: 传统轻纺城里的面料, 阿里巴巴都能买到 .....	- 12 -
图表 13: 女装是阿里巴巴最火爆的行业, 冬季 30 天卖出 1.7 亿条打底裤 (主要是化纤面料) .....	- 12 -
图表 14: 2013 年 9 月以来涤纶长丝的开工率整体高于聚酯切片 .....	- 13 -
图表 15: 2008-2014 我国成衣出口数量变化比较 .....	- 14 -
图表 16: 纺织行业的收入和税前净利润逐步回升 .....	- 14 -
图表 17: 纺织业固定资产投资见底 .....	- 14 -
图表 18: 涤纶长丝产量增速拐点向上 .....	- 15 -
图表 19: 传统大型零售渠道的销售弱于整体平均 .....	- 15 -
图表 20: 中国轻纺城成交量 .....	- 15 -
图表 21: 化纤行业固定资产投资基本见底 .....	- 16 -
图表 22: 2015 年涤纶长丝产能投放基本结束 .....	- 17 -
图表 23: 涤纶长丝历年产量及增速 (2007-2015E) .....	- 18 -
图表 24: 涤纶长丝的产能利用率将显著上升 .....	- 18 -
图表 25: 涤纶长丝产能利用测算表 .....	- 18 -
图表 26: 涤纶长丝 2014 新增产能 .....	- 19 -
图表 27: 涤纶长丝 2015 新增产能 .....	- 19 -
图表 28: 涤纶长丝产品 (FDY、DTY、POY) 库存均处于低位 .....	- 19 -
图表 29: 2008 年涤纶长丝利润并没有随油价大跌而增长 .....	- 20 -
图表 30: PTA 产能扩张仍在继续 .....	- 21 -
图表 31: 下游聚酯产能增长情况 .....	- 22 -

图表 32: 国内 PX 产能扩张没有结束.....	- 22 -
图表 33: 亚洲 PX 产能扩张周期也没有结束.....	- 22 -
图表 34: 产业链各环节的产能扩张速度比较: 涤纶长丝增长最低.....	- 23 -
图表 35: 涤纶长丝的需求增速高于产能扩张速度.....	- 23 -
图表 36: 织造开工率上升, 聚酯(含涤纶长丝)的开工率也有向上势头, 而 PTA 在下降趋势.....	- 24 -
图表 37: 未来 PX 的利润将持续向涤纶长丝传导, 且 PTA 依然处于弱势.....	- 24 -
图表 38: 公司历年营业总收入.....	- 25 -
图表 39: 公司的净利润显示高弹性.....	- 25 -
图表 40: 公司业务构成.....	- 25 -
图表 41: 公司在行业低迷时逆势扩张.....	- 25 -
图表 42: 公司主要产品产能.....	- 26 -
图表 43: 公司与同行业的资产负债率比较.....	- 26 -
图表 44: 实际带息债务仅 39 亿, 资产占比 26%.....	- 27 -
图表 45: 应付款在收入占比逐步提升.....	- 27 -
图表 46: 股权结构.....	- 28 -
图表 47: 涤纶长丝企业是典型的劳动密集型企业, 桐昆的生产员工人数上万.....	- 30 -
图表 48: 盈利预测假设.....	- 31 -
图表 49: 财务预测.....	- 33 -

## 核心观点

- **蝴蝶效应：**PX 一直是涤纶长丝产业链的霸主，由于供给长期被国外（日本、韩国等）垄断，PX 一直享受超额利润，占据了产业链 80%以上的利润。2014 年开始 PX 产能进入释放期，尤其是三季度后，由于亚洲和我国 PX 新增产能集中释放，同比增长 24%和 16%，导致 PX 利润塌陷，很快地，下游涤纶长丝开始盈利。涤纶长丝（POY、DTY、FDY）与 PTA/MEG 原材料的价差均明显扩大，回到 2012 年甚至更佳水平。
- **本质是供需变化和议价能力的重新演绎。**解释以上蝴蝶效应看似复杂，因为涤纶长丝产业链较长（原油—PX—PTA—涤纶长丝—纺织），其利润表现受到各环节的影响。但去繁化简之后，本质上还是研究供需力量的动态变化，以及产业链上下游各自格局的变化，其背后的逻辑在于这些变化改变了产业链各环节的议价能力，并由此撬动利润空间。
- **涤纶长丝产品具有同质性，行业较为分散，基本完全竞争，因此产业的利润空间由边际成本和企业自身成本决定。本产业和公司的利润研究的核心在于 1）供需带来的产能利用率的变化，这将影响产品的价格，即边际成本，2）产业链上下游的产能周期变化，这将重塑产业链各环节的议价能力，3）企业自身的竞争优势，这决定企业的成本。**
- **需求并不差，下游开工率回暖。**由于纺织服装产业的消费属性，其需求具有相对刚性。同时，电商渠道的普及大大促进了低端织造产品的消费和周转速度，削弱了出口和大型零售需求不振的带来的需求下降。江浙地区的织机开工负荷率已经达到过去 5 年的最好水平，织机的开工率已经接近 70%，几乎是 2010 年以来的高点，显示下游正在悄悄回暖。
- **产能周期向上。**涤纶长丝行业的产能周期一般 3-4 年。上一轮行业的景气高点和投资高峰是 2011 年，2015 年上一轮投放的产能将基本结束，2015 年的产能增速将从 2014 年的 18%降至 6%，上轮行业扩张基本见底。同时，由于资金流断裂、产能设备落后等原因，在经历了 2-3 年的行业低迷后，2014 年开始有产能退出。据不完全统计，萧绍地区 2014 年有 85 万吨产能完全停产，占当地总产能的 8.5%左右。预计未来这种趋势仍将持续。同时，未来银行逐步实施差异化融资，行业的进入门槛得到提升。
- **产能利用率显著上升。**在中性假设下，我们假设下游需求与今年持平（即没有考虑下游纺织需求回暖），产能投放如期进行（即没有考虑产能暂缓投放和小产能退出），则预计涤纶长丝的产量为 3110 万吨，产能为近 3830 万吨，产能利用率 83%，相比 2014 年的 79%显著提升。由于库存处于低位，不排除超预期可能。
- **错位的产能周期，重塑产业链议价能力。**而上游 PX 和 PTA 的产能扩张周期仍未结束，预计 2018 年亚洲 PX 的产能扩张才会告一段落，PTA 过剩的现象也将在未来 2 年继续持续。因此，叠加产能利用率上升和需求支撑，产能投放进入尾声的涤纶长丝将成为整个产业链最有利的环节，产业链利润将向涤纶长丝及下游挪动。
- **桐昆股份**作为产业龙头，具有无可比拟的规模优势、资金优势、地理位置优势、坚实的人才基础，公司自身的竞争优势可为其获得 250-400 元/吨的成本优势，相对同行的盈利优势可达 7.5-12 亿，作为涤纶长丝行

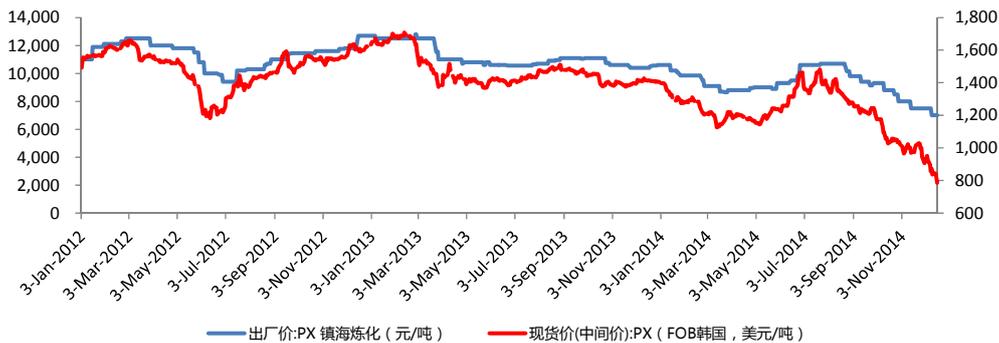
业弹性最大的龙头，将率先受益于行业景气度提升。

## 蝴蝶效应

### PX: 蝴蝶的翅膀动了一下

- 过去三年，PX 一直是聚酯产业链的霸主，由于供给长期被国外（日本、韩国）垄断，PX 一直享受超额利润，占据了产业链 80% 以上的利润。
- 2014 年，蝴蝶的翅膀挥动了一下：
  - 2014 年 3 季度亚洲 PX 新增产能集中释放，到 2014 年底新增产能将达到 800 万吨以上，这是新释放产能最多的一年，亚洲地区的总产能将上升至 4273 万吨，同比上升 24%。
  - 与此同时，我国的 PX 产能也超过了 1250 万吨。继 2013 年增产 21.2% 之后，今年国内 PX 新产能增速仍高达 15.7%。2013 年推迟投放的产能也于今年 8 月后投产，这使得 PX 实际的供应量大大上升。
  - 由此，国内 PX 供应长期偏紧的局面被彻底打破，2014 年 8 月之后 PX 产品价格同步急剧下降。PX 的价格（韩国 FOB）从 2014 年 7 月 22 日的 1480 美元下降至 2014 年 12 月 17 日的 787 美元，跌幅几近 50%。
  - 不可否认，今年下半年以来 PX 价格下降的一个重要原因是原油价格同步下跌，但事实上 PX 的价格压力自 2013 年起就已经隐现（从石脑油与 PX 的价差自 2013 年起变已呈缩小趋势），而且本轮价格下跌中 PX 与石脑油的价格差价呈现缩小趋势，说明 PX 下跌速度快于石脑油，可见 PX 自身产能的大幅投放依然是重要影响因素。

**图表 1: PX 产品价格从 2014 年 8 月之后急剧下跌**



备注：2014 年 4 月份 PX 也曾加速下跌，是因为 PX 产能大幅投放预期，后因 PX 大幅减产并连续 4 个月降库存，才使得价差重新扩大，而当 8 月推迟的 PX 新增产能投放市场、下游 PTA 限产联盟打破，形成 PX 实质性产量增加，叠加原油下跌，最终 PX 的高额利润从此被彻底瓜分。

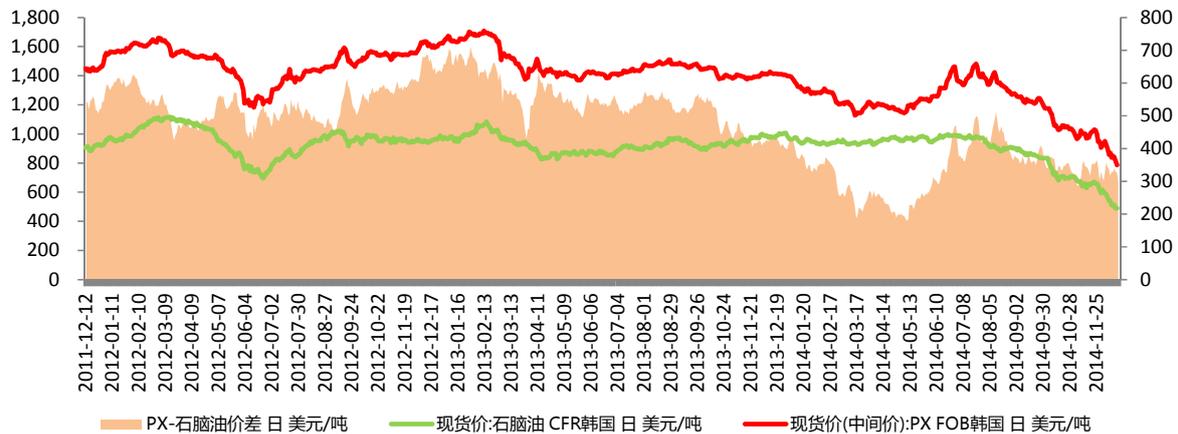
来源：wind，齐鲁证券研究所

**图表 2: PX 进口单价: 2014 年 1-10 月的平均单价已经达到 2011 年以来新低**



来源: wind, 海关总署, 齐鲁证券研究所

**图表 3: PX-石脑油价差于 2013 年起已经呈现缩小趋势**

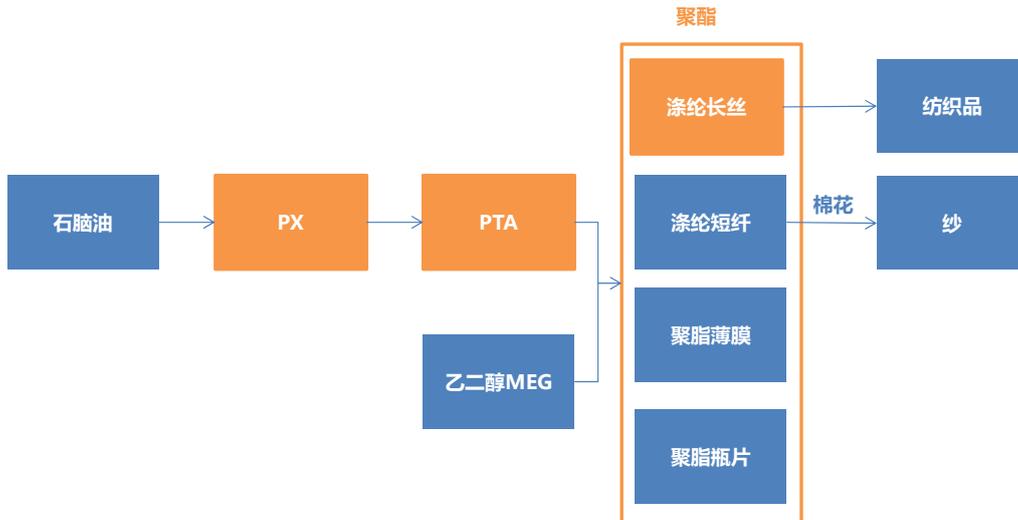


来源: wind, 金银岛, 齐鲁证券研究所

### 行业起飓风: 涤纶长丝开始盈利

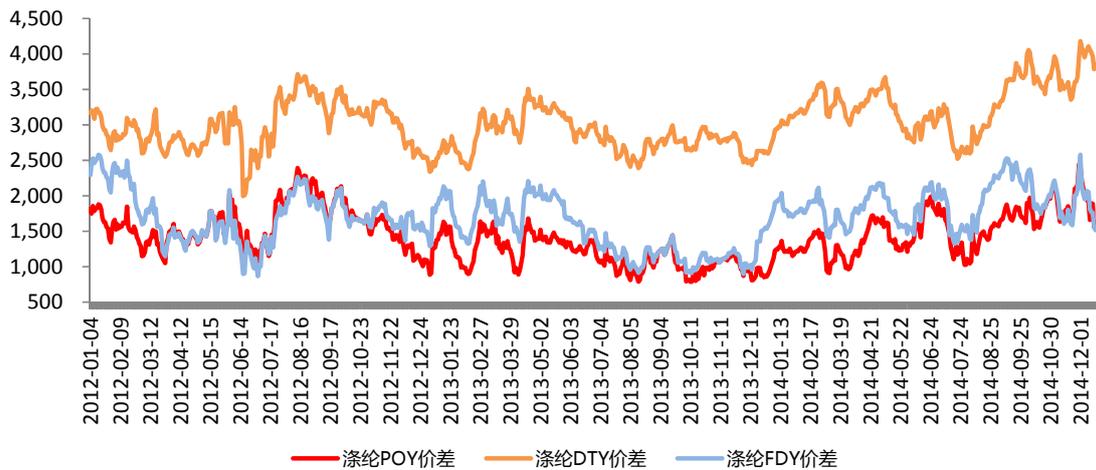
- PX 作为聚酯产业链的上游原材料, 其供应垄断得到破解之后, 大大降低聚酯的原料成本, 产业链利润被重新分配。
- 原来由 PX 所侵占的大部分利润很快通过 PTA 传导至下游, 被化纤行业、纺织行业以及消费者所分享。显著地, 化纤行业在 2014 年第四季度已经出现了相当的利润增长, 涤纶长丝 (POY、DTY、FDY) 与 PTA/MEG 原材料的价差均明显扩大, 回到 2012 年甚至更佳水平。(涤纶长丝是聚酯纤维 (涤纶的学名) 的主要产品, 约占聚酯的 62%。)

图表 4: 涤纶长丝产业链



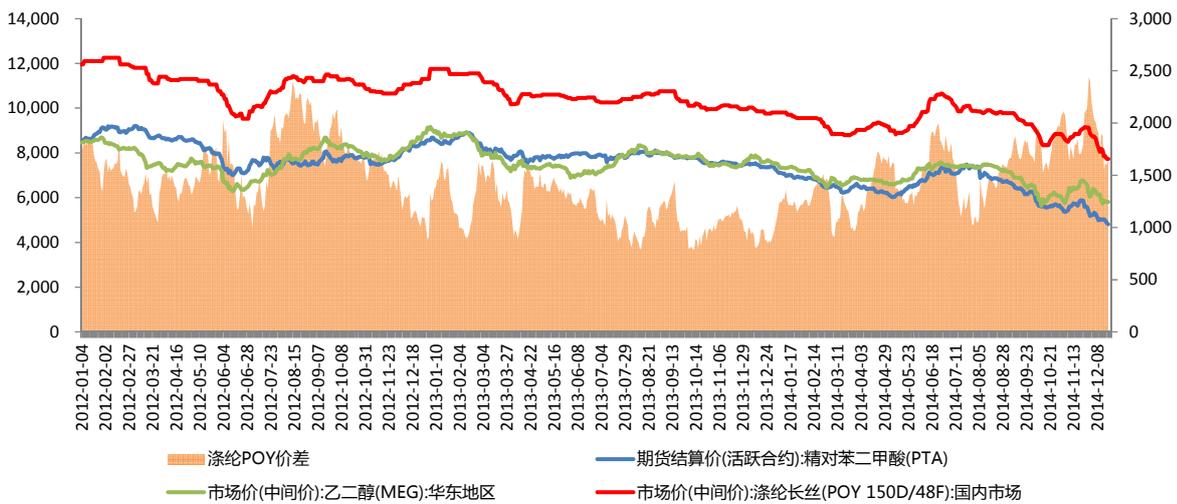
来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 2014 年 8 月之后，涤纶长丝产品的价差显著扩大，回升至 2012 年甚至更高水平



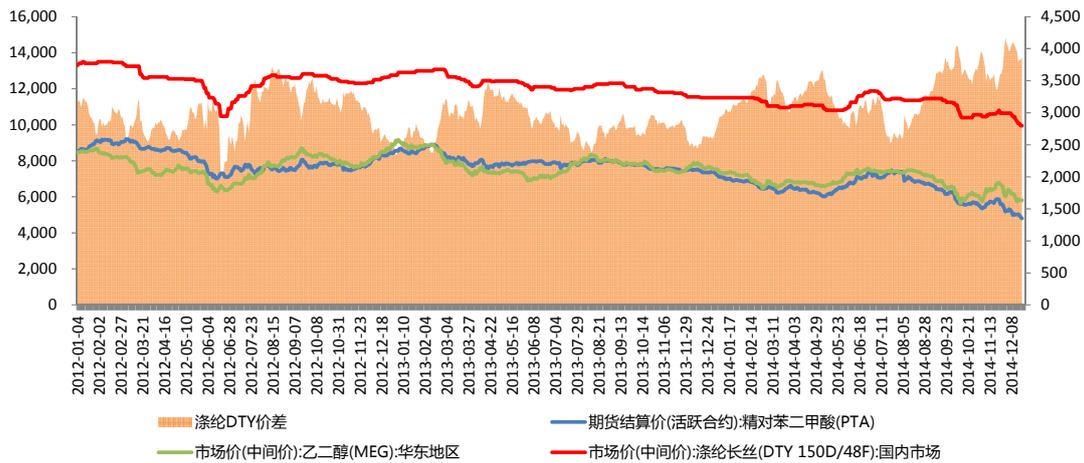
来源：wind，郑州期货交易所，金银岛，齐鲁证券研究所

图表 6: 涤纶长丝 POY 价差扩大, 回到 2012 年水平

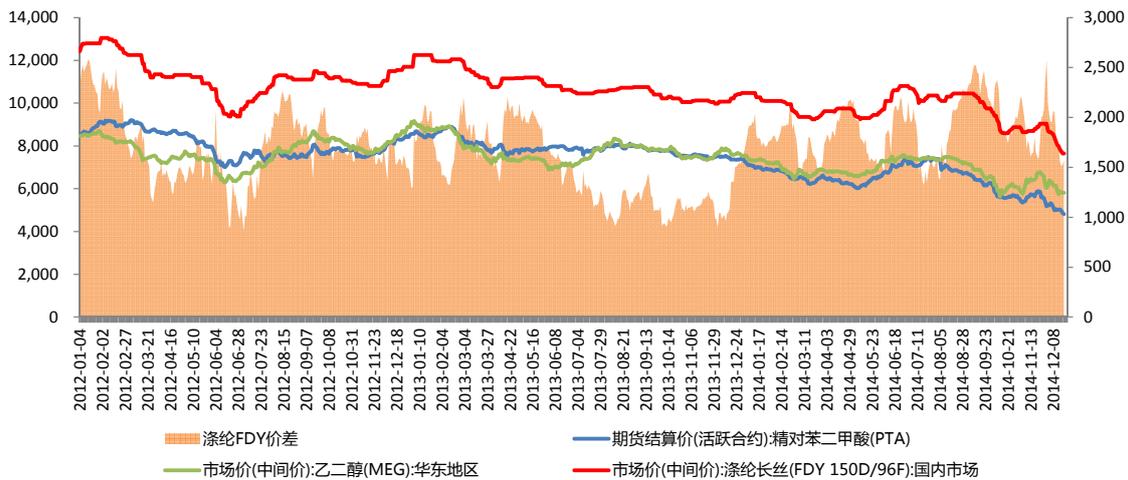


来源: wind, 郑州期货交易所, 金银岛, 齐鲁证券研究所 (价差计算=涤纶 POY-0.86\*PTA-0.334\*MEG)

图表 7: 涤纶 DTY 价差扩大, 超过 2012 年水平



来源: wind, 郑州期货交易所, 金银岛, 齐鲁证券研究所 (价差计算=涤纶 DTY-0.86\*PTA-0.334\*MEG)

**图表 8: 涤纶 FDY 价差扩大, 回到 2012 年水平**


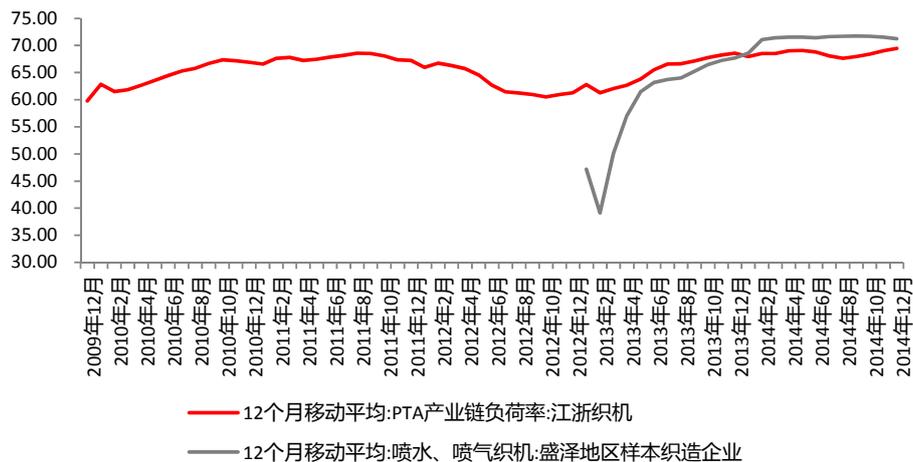
来源: wind, 郑州期货交易所, 金银岛, 齐鲁证券研究所 (价差计算=涤纶 FDY-0.86\*PTA-0.334\*MEG)

## 明天会更好

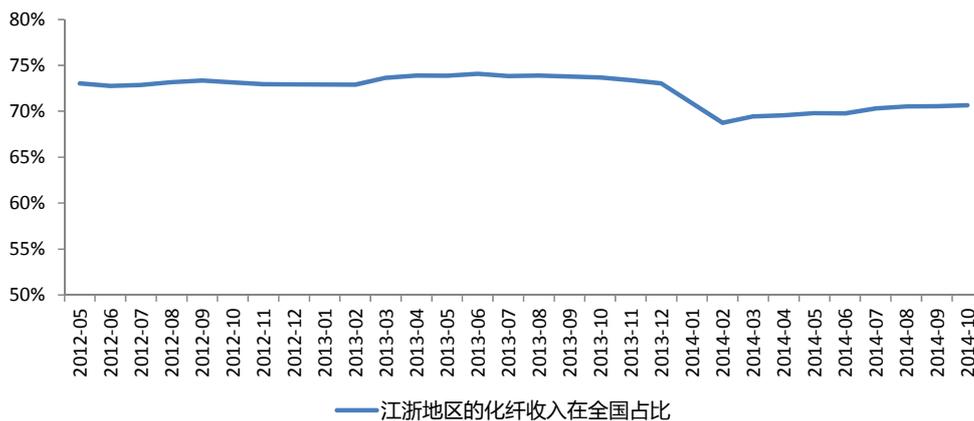
- 涤纶长丝产业链较长 (原油—PX—PTA—涤纶长丝—纺织), 其利润表现受到各环节的影响, 看似错综复杂。
- 但去繁化简之后, 本质上成本趋势取决于最上游原油的价格变化, 需求取决于最下游的纺织, 而 PX/PTA/涤纶长丝的产能周期决定各环节的议价能力和利润空间。
- 同质化产品在充分竞争的情况下, 其价格取决于行业的边际成本, 而边际成本与产能利用率大为相关, 因此产能利用率的变化决定了行业未来的盈利趋势。随着纺织业的悄悄回暖, 我们认为 2015 年涤纶长丝的需求至少能保持稳定增长, 甚至会有加速增长, 涤纶长丝的产能投放接近尾声, 需求的增速与产能投放的减速将推动产业的产能利用率上升。

### 有理由相信: 纺织悄悄回暖

- 涤纶长丝的下游包括服装、家纺和产业。其中产业占比较小, 仅为 10-20%, 因此行业的需求主要取决于纺织 (包括服装和家纺)。
- 惊人的发现! 织机开工率恢复到 2011 年高峰水平。江浙地区作为我国纺织行业的主要区域, 是很好的观察样本。根据 12 个月的移动平均计算, 我们惊奇的发现, 江浙地区的织机开工负荷率已经达到过去 5 年的最好水平, 织机的开工率已经接近 70%, 几乎是 2010 年以来的高点。以丝绸为主要产品的盛泽地区也同样走出了 2013 年的低点。

**图表 9: 江浙织机的装置开工率已经达到 2010 年以来的高位**


来源: wind, 齐鲁证券研究所

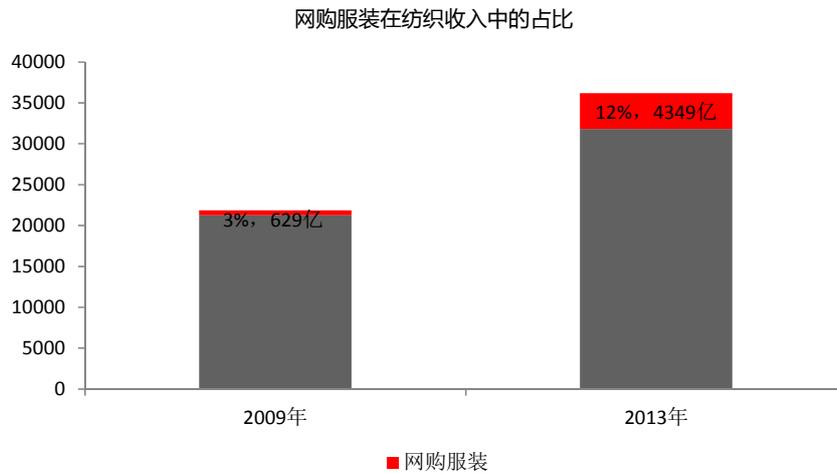
**图表 10: 江浙地区是全国化纤行业的最主要地区**


来源: wind, 齐鲁证券研究所

- 关于需求回暖的三点判断:
- 第一, 我们倾向于认为, 本次纺织业的回暖, 主要是受益于由电商渠道驱动的国内低端纺织消费的需求上升, 我们预计电商渠道可以为纺织业收入增长贡献一个百分点的增量, 这是第一层次的判断。
  - 随着国内电商网络的崛起, 大大促进了纺织品尤其是以涤纶长丝为代表的化纤纺织品的消化。现在电商渠道所销售的纺织品已经在纺织中占据了相当重要的规模。以服装为例, 根据中国电子商务中心统计, 2009 年网购服装规模仅为 629 亿, 而 2013 年上升至 4349 亿, CAGR62%, 预计 2014 年网购服装规模达 6153 亿, 同比增长 41.5%。按照这个增量计算, 仅网购服装的增长就可以贡献纺织需求增长 1 个百分点 (纺织业 2013 年收入 3.6 万亿)。
  - 一个感性的认知是, 随着淘宝低价产品的出现 (大部分比传统商铺渠道低 50%), 很多纺织品变成了一次性或季节性消耗品, 加快了消费流转的速度和消耗量。传统商场里卖一件衣服的价格, 可以在

淘宝上买好几件，穿坏了或者不喜欢了再买新的，消耗量大幅增加。

**图表 11: 网购服装在纺织收入中的占比快速提升**



备注：网购服装规模的年复合增长率（2009-2013）：62%；纺织服装收入的年复合增长率（2009-2013）：13%

来源：wind，齐鲁证券研究所

**图表 12: 网络渠道大规模替代传统渠道：传统轻纺城里的面料，阿里巴巴都能买到**



来源：阿里巴巴纺织市场，齐鲁证券研究所

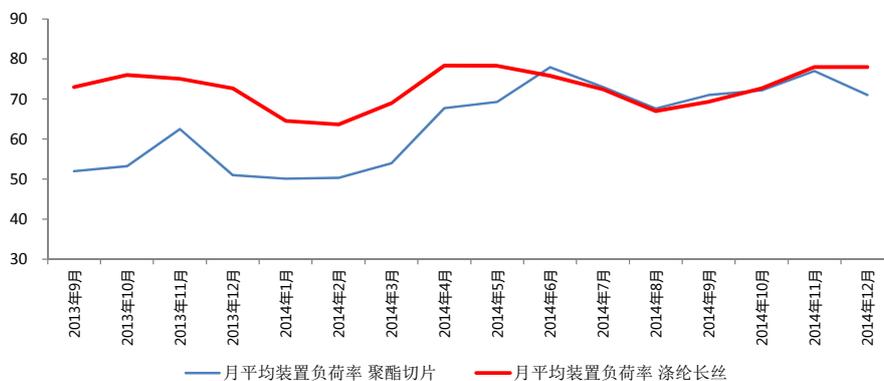
**图表 13: 女装是阿里巴巴最火爆的行业，冬季 30 天卖出 1.7 亿条打底裤（主要是化纤面料）**



来源：阿里巴巴，齐鲁证券研究所

- 第二，由于电商渠道的纺织品以化纤等低端制品为主，因此涤纶长丝所对应的那部分纺织需求的增长可能比整体纺织业更高。基于这个判断，涤纶长丝的需求回暖情况应该好于纺织业整体。今年以来涤纶长丝的开工率整体好于聚酯行业总体的事实也支持这个判断。

图表 14: 2013 年 9 月以来涤纶长丝的开工率整体高于聚酯切片



来源：wind，齐鲁证券研究所

- 同时，我们认为化纤的出口可能也对需求有一定的支撑，尽管总体纺织出口依然下滑，但出口的下滑主要体现在棉纺织品，而我国的非棉纺织品依然具有一定的竞争优势。
- 纺织业景气度回升的另一个参考证据是，行业的税前净利润也在回升。

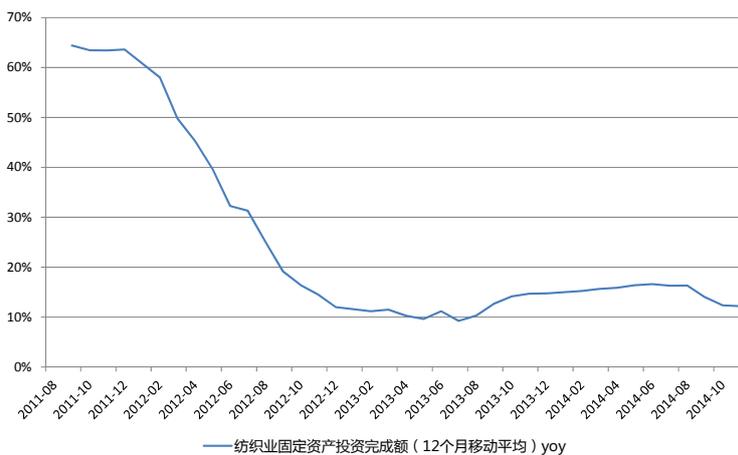
**图表 15: 2008-2014 我国成衣出口数量变化比较**

	出口数量		增长
	2008	2014	
1. 针织成衣	211.4	206.1	-3%
棉制	115.5	100.5	-13%
<b>化纤制</b>	<b>80.5</b>	<b>85.8</b>	<b>7%</b>
2. 梭织成衣	109.3	121.5	11%
棉制	37.5	41.6	11%
<b>化纤制</b>	<b>52.9</b>	<b>67.6</b>	<b>28%</b>
成衣总计	320.7	327.5	2%

来源: 第一纺织网, 美尔雅期货, 齐鲁证券研究所

**图表 16: 纺织行业的收入和税前净利润逐步回升**


来源: wind, 齐鲁证券研究所

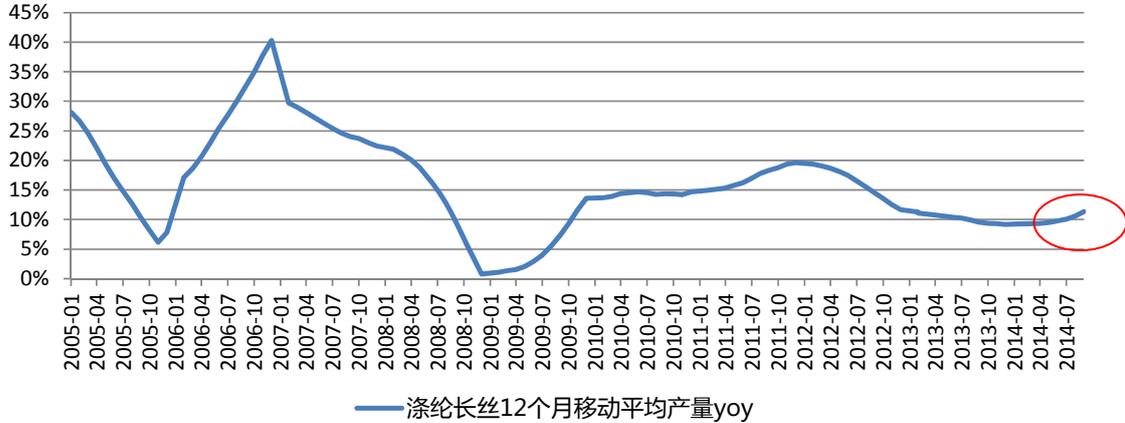
**图表 17: 纺织业固定资产投资见底**


来源: wind, 齐鲁证券研究所

- **受益需求回暖, 涤纶长丝产量大幅向上。**受益于需求回暖, 很明显的, 涤纶长丝产量在 2014 年已经呈现拐点向上的态势, 产量增速远高于以

往（2013年产量增速11%），截止2014年9月，累计产量达1929万吨，增速同比增长14%，由于10月以后是旺季且今年实体行业需求更加旺盛，我们预计2014年全年产量增速可达14-15%。

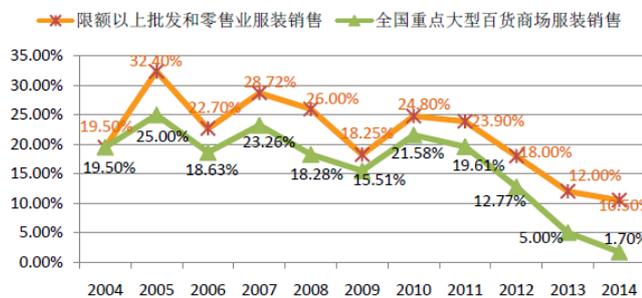
**图表 18: 涤纶长丝产量增速拐点向上**



来源: wind, 齐鲁证券研究所

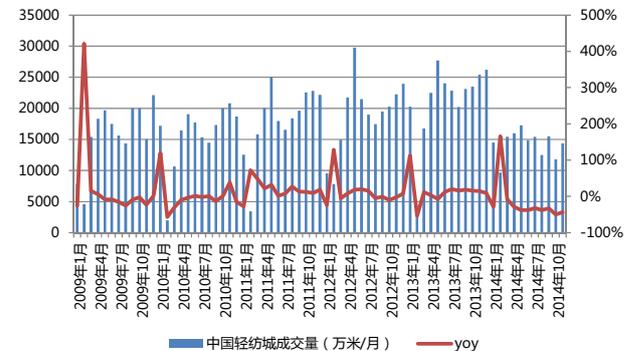
- 不可否认,我们注意到这个数据与传统纺织行业的景气度监测指标背离。
- 传统纺织行业的景气度监测数据包括:轻纺城面料成交数据、纺织服装的出口数据等。但这些数据并没显示出纺织业好转的迹象。
- 矛盾的数据背后,我们倾向于认为传统监测指标可能并不全面。
  - 轻纺城面料成交数据不能反映全貌: 1) 由于以电商为代表的虚拟渠道的崛起,对实体渠道产生了很大的影响,因此轻纺城所代表的实体渠道不是反映纺织行业景气度的完全样本; 2) 轻纺城实际上扮演的是经销商的角色,随着渠道的扁平化,轻纺城在实体渠道中所占的份额也在下降,其在行业内的重要性下降,因此其只能反映实体渠道的部分情况。
  - 出口数据,只是纺织需求的一部分,如果织机开工率上升的驱动力不是来自于出口,那么出口数据也不能反映全貌。

**图表 19: 传统大型零售渠道的销售弱于整体平均**



来源: 第一纺织网, 美尔雅期货, 齐鲁证券研究所

**图表 20: 中国轻纺城成交量**



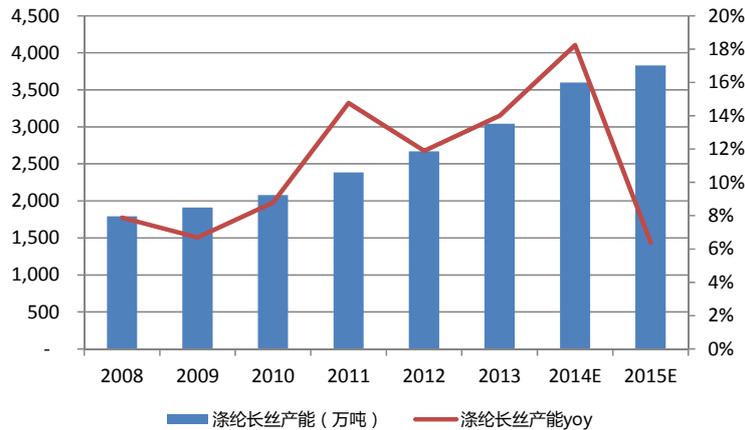
来源: wind, 齐鲁证券研究所

**涤纶长丝：产能周期向上**

- **涤纶长丝行业的产能周期一般 3-4 年。**上一轮行业的景气高点和投资高峰是 2011 年，从时间点来看，2015 年上一轮投放的产能基本结束，新增产能增速基本见底。
- **产能周期向上。**2014 年是涤纶长丝产能投放最多的一年，新增产能达 555 万吨，同比增长 18%，预计总产能将达到近 3600 万吨。但是 2015 年的增速将降至 6%，新增 230 万吨产能。新增产能的建设周期一般 2 年，由于 2013 年是行业的低点，鲜有企业产能扩张，因此这预示着上轮行业扩张基本见底。
- **落后产能渐次退出。**由于资金流断裂、产能设备落后等原因，在经历了 2-3 年的行业低迷后，2014 年开始有产能退出。据不完全统计，萧绍地区 2014 年有 85 万吨产能完全停产，占当地总产能的 8.5% 左右。预计未来这种趋势仍将持续。
- **差异化融资提高进入门槛。**随着银行逐步实施差异化融资，提升了行业的进入门槛。当下的每万吨投资成本高达 5000 万，最低投资规模 40 万吨，即最低进入门槛需要 20 亿，一般中小企业已经获得这么高额的信贷。

**图表 21：化纤行业固定资产投资基本见底**

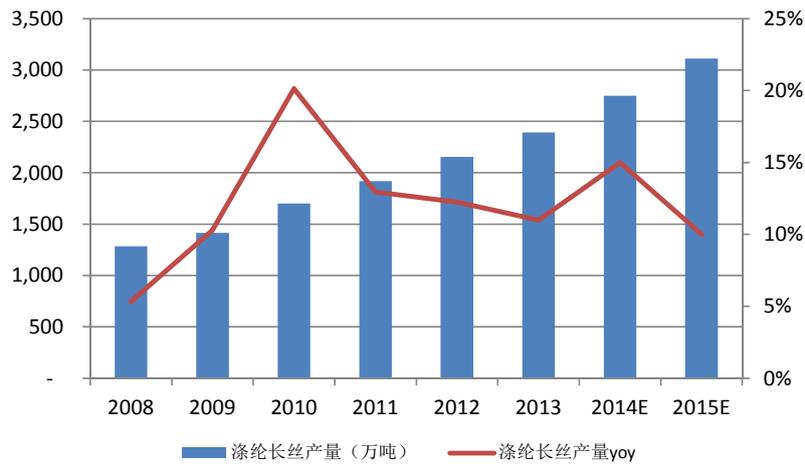

来源：wind，齐鲁证券研究所

**图表 22: 2015 年涤纶长丝产能投放基本结束**


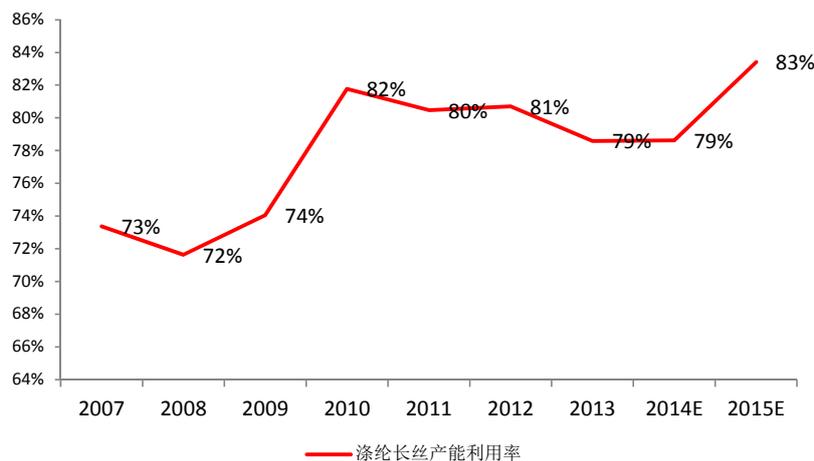
来源: wind, 齐鲁证券研究所

### 产能利用率显著提升

- **产能利用率景气回升。**在中性假设下,我们假设下游需求与今年持平(即没有考虑下游纺织需求回暖),产能投放如期进行(即没有考虑产能暂缓投放),则行业的产能利用率将从 2014 年的 79% 上升至 83%, 预计涤纶长丝的产量为 3110 万吨, 产能为近 3830 万吨, 产能利用率 83%, 相比 2014 年的 79% 显著提升。
- **事实上, 2014 年的需求并不差。**涤纶长丝的产量增长了 15%, 新增近 360 万吨), 但产能利用率没有显著提升的原因是新增产能的增量更高, 新增了 555 万吨产能, 淘汰 100 万吨, 净新增 455 万吨。事实上, 整个聚酯(涤纶长丝属于聚酯, 占比约 62%) 行业的现金流改善从今年已经出现。除 3 月份、5-7 月份, 由于 PTA 工厂减产保价, 导致聚酯出现负的现金流外, 全年大部分行情中, 聚酯工厂均拥有好的利润。
- **库存处于低位。**涤纶长丝的三种产品 DTY、POY、FDY 均处于两年以来的低位。
- **2015 年存在超预期可能。**乐观预测的话, 如果考虑落后产能的淘汰, 以及新增产能的投放低于预期, 加上补库效应, 那么 2015 年的产能利用率将继续大增。

**图表 23: 涤纶长丝历年产量及增速 (2007-2015E)**


来源: wind, 齐鲁证券研究所

**图表 24: 涤纶长丝的产能利用率将显著上升**


来源: wind, 齐鲁证券研究所

**图表 25: 涤纶长丝产能利用测算表**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
涤纶长丝产能 (万吨)	1,660	1,791	1,911	2,079	2,386	2,670	3,044	3,499	3,729
涤纶长丝新增产能 (万吨)		131	120	168	307	284	374	455	230
涤纶长丝产能yoy		8%	7%	9%	15%	12%	14%	15%	7%
涤纶长丝产量 (万吨)	1,218	1,283	1,415	1,700	1,920	2,155	2,392	2,751	3,110
涤纶长丝新增产量 (万吨)		65	132	285	220	235	237	359	359.00
涤纶长丝产量yoy		5%	10%	20%	13%	12%	11%	15%	10%
<b>涤纶长丝产能利用率</b>	<b>73%</b>	<b>72%</b>	<b>74%</b>	<b>82%</b>	<b>80%</b>	<b>81%</b>	<b>79%</b>	<b>79%</b>	<b>83%</b>

来源: wind, 齐鲁证券研究所

**图表 26: 涤纶长丝 2014 新增产能**

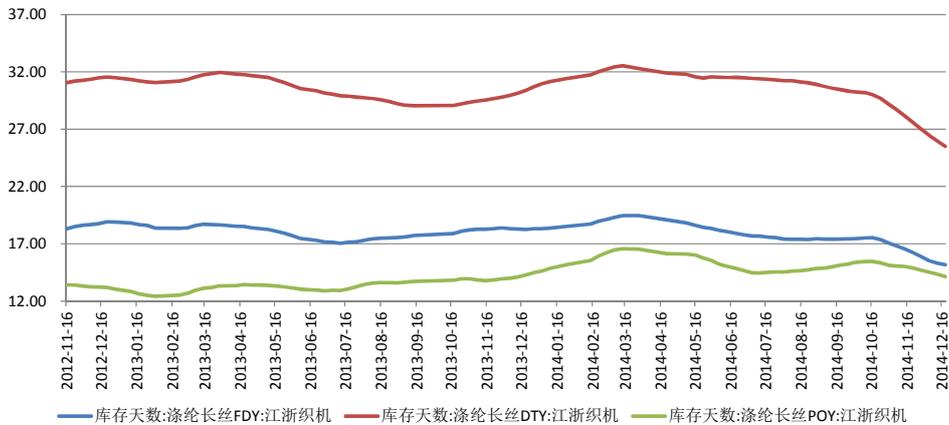
企业	新增产能 (万吨)
桐昆股份	40
浙江东南建筑膜材有限公司	40
浙江红剑集团有限公司	40
江苏恒力集团	20
中国华祥高纤股份有限公司	40
浙江华鑫化纤有限公司	40
福建鑫东华实业有限公司	20
龙栖湾化纤股份有限公司	20
双兔新材料	50
古纤道	50
欣欣化纤	20
三房巷	60
新凤鸣	25
立新化纤科技	40
国望高科	50
<b>小计</b>	<b>555</b>

来源: 中华商务网, 卓创资讯, 齐鲁证券研究所

**图表 27: 涤纶长丝 2015 新增产能**

企业	新增产能 (万吨)
桐昆股份	40
开氏集团有限公司 (天元)	50
双兔新材料	50
东南网架	40-50
杭州红剑	40
<b>小计</b>	<b>220-230</b>

来源: 中华商务网, 卓创资讯, 草根调研, 齐鲁证券研究所

**图表 28: 涤纶长丝产品 (FDY、DTY、POY) 库存均处于低位**


来源: wind, 齐鲁证券研究所 (按 12 个月移动平均测算)

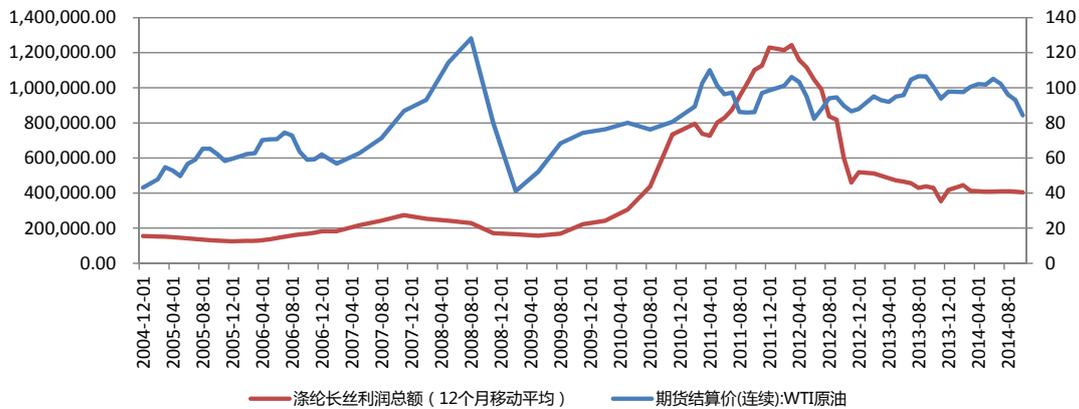
## 议价能力重塑

- 受益于错位的产能周期，看未来，我们认为涤纶长丝将成为整个产业链最有利的环节，产业链利润将向涤纶长丝及下游挪动。

### 错位的产能周期（PX、PTA、涤纶长丝）

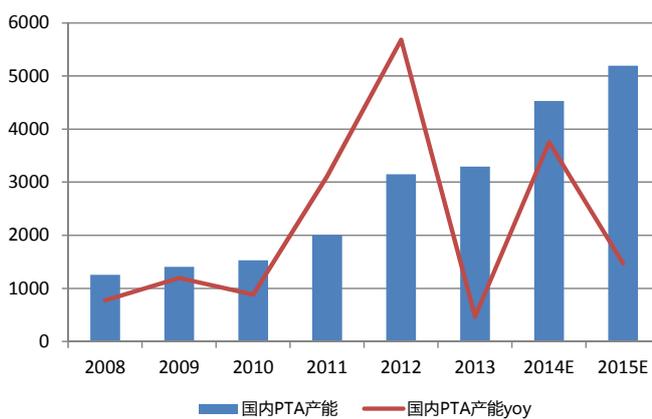
- 近期油价大跌，涤纶长丝的价差迅速扩大，由此有看法推断本行业是油价受益产业的简单逻辑，我们并不苟同。因为，是否将原材料下跌带来的成本下降转化成利润，取决于供需关系以及该环节在产业链上的议价能力。例如 2008 年油价大跌，涤纶长丝行业的利润其实并没有大幅增长，相反而是与油价呈现了正相关的关系。
- 但是，我们认为，站在这个时点往后看，错位的产能周期，叠加产能利用率的上升，本轮油价下跌将对涤纶长丝形成利好利润，更重要的是，当油价再度反弹时，涤纶长丝的利润将由于需求复苏和产能利用率上升的支撑而同步上升。
- 同时，纺织服装和涤纶长丝的固定资产投资基本见底，产能周期向上，而上游 PTA 和 PX 的产能扩张还没有结束，产业链议价能力正在发生重大变化。

图表 29：2008 年涤纶长丝利润并没有随油价大跌而增长



来源：wind，齐鲁证券研究所

- **PTA 产能过剩将加剧。**由于近几年国内 PTA 新增产能成爆发式增长，行业整体产能过剩，2014 年计划投放的产能超过 1100 万吨，当然实际投放产能我们预计不到 1000 万吨，但即便如此，依然产能过剩。截至 2014 年 10 月底，国内 PTA 累计产量为 1868.06 万吨左右，开工率保持在 60-75%之间，较去年同期的累计产量 1971.61 万吨同期减少 103.55 万吨左右。2015 年原计划投放 PTA 产能 985 万吨，预计实际将投放 665 万吨，同比增长 15%，其中一部分是 2014 年推迟到 2015 年投放的。明年新增聚酯不到 500 万吨，远少于 PTA 投放产能，显然 PTA 产能过剩的现象很难好转。

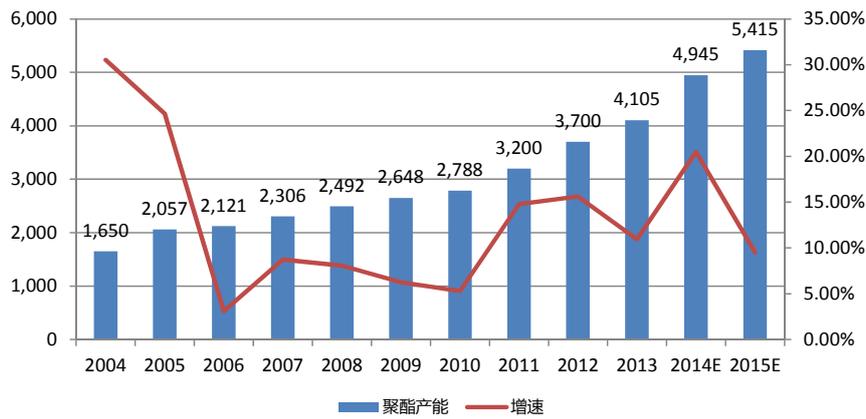
**图表 30: PTA 产能扩张仍在继续**


企业	计划新增产能 (万吨)
浙江宁波逸盛石化有限公司	220
翔鹭石化 (漳州) 有限公司	450
2014年新 增产能情况	
盛虹江苏虹港石化有限公司	150
逸盛大化 (大连) 石化有限公司	45
台化兴业 (宁波) 有限公司	150
宁波三菱化学有限公司	120
<b>合计</b>	<b>1135</b>
珠海BP化工有限公司	125
恒力石化 (大连) 有限公司	220
2015年新 增产能情况	
四川晟达化学新材料	100
江苏汉邦 (江阴) 石化有限公司	220
远东仪征 (扬州) 合资公司	200
江阴三房巷集团海伦化学有限公司	120
<b>合计</b>	<b>985</b>

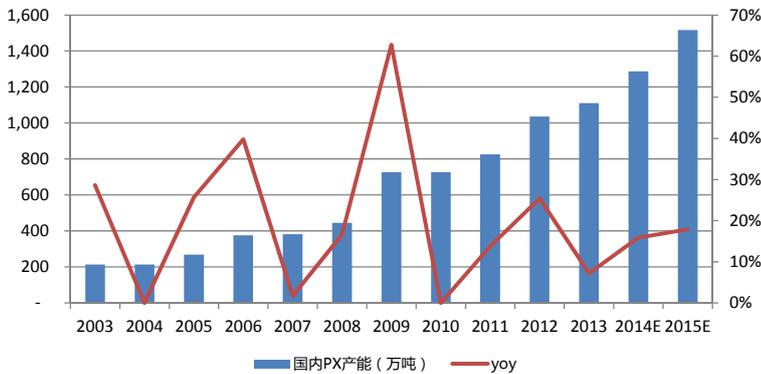
来源: wind, 美尔雅期货, 中国化纤信息网, 《合成技术及应用》, 齐鲁证券研究所

### ■ PX 产能扩张周期也还没有结束。

- 诚然, 我国的 PX 产能依然不足需要依赖进口, 主要是亚洲地区。但是由于亚洲地区的整体需求不足, 日本、韩国、沙特、印度等国的 PX 产能均向中国供货, 因此国内 PX 供应是趋于宽松的。这也是 PX 强势不再, 其利润向下游再分配的主要原因。
- 2014 年, 亚洲地区的总产能将上升至 4273 万吨, 同比上升 24%。
- 2015 年, 亚洲地区预计仍有 510 万吨的 PX 装置投产, 同比增加 11.9%, 达到 4783 万吨。
- 同时, 我国国内的 PX 产能也有 18% 的增长, 预计 2015 年产能将达到 1517 万吨, 对应国内聚酯需求 2616-2758 万吨。
- 明年新增的亚洲产能, 主要是针对中国需求投放的, 510 万吨 PX 产能可满足 880-930 万吨聚酯需求。国内新增的 230 万吨产能可满足 400-420 万吨聚酯需求。而我国明年新增的聚酯产能约 460-470 万吨年, 因此仅我国自己投放的 PX 产能就可以满足新增产能所带来的需求, 考虑到聚酯产能利用率不会达到 100%, 因此 PX 供应宽松的现象不会得到改善, 相反大概率是更加恶化。
- 扩张远没有结束。据 IHS 化学称, 全球 PX 总产能到 2018 年将增至近 6000 万吨/年。

**图表 31: 下游聚酯产能增长情况**


来源: wind, 美尔雅期货, 齐鲁证券研究所

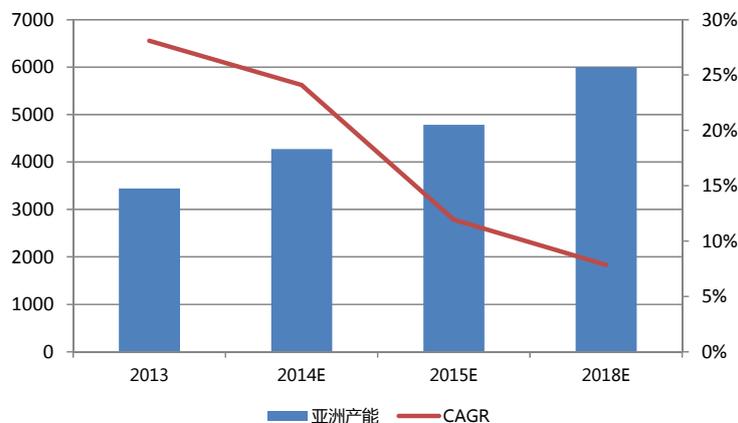
**图表 32: 国内 PX 产能扩张没有结束**


企业	产能
浙江宁波中金有限公司	70
2015年新 中国石化茂名石化分公司	60
增产能情况 大连福佳大化有限公司	100
<b>合计</b>	<b>230</b>
2016年新 中化泉州石化有限公司	80
增产能情况 <b>合计</b>	<b>80</b>
中国石化扬子分公司	70
2017年新 中国石化九江分公司	100
增产能情况 中国石化齐鲁分公司	100
中国石化洛阳分公司	60
<b>合计</b>	<b>330</b>

来源: wind, 美尔雅期货, 中国化纤信息网, 《化工进展》, 齐鲁证券研究所

**图表 33: 亚洲 PX 产能扩张周期也没有结束**

亚洲 PX 产能 2018 年将达到 6000 万吨

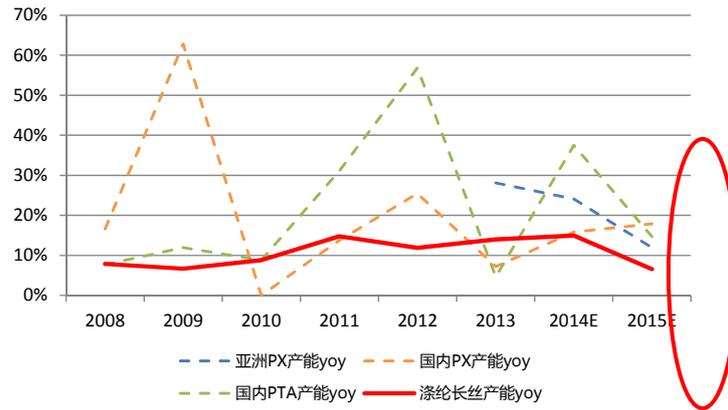


来源: wind, 中国 PTA 行业协会, 《化工进展》, 齐鲁证券研究所

产业链议价能力重塑

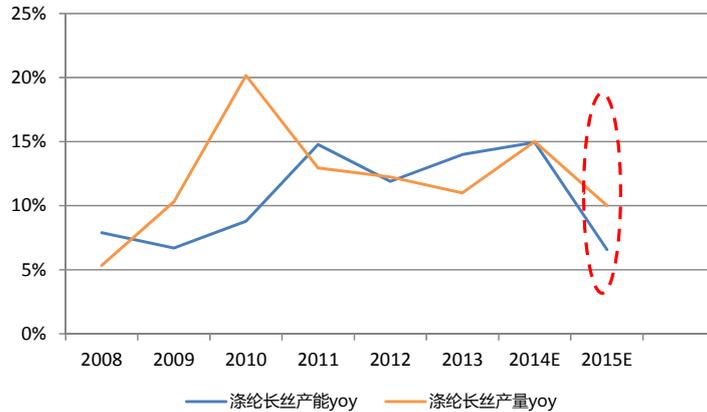
- PX 占据行业 80% 利润的现象已经过去，从今年 9 月份开始，PX 的利润向下游传导再分配。
- 消费者、织造企业和涤纶长丝企业将分享 PX 原来的利润，而 PTA 由于产能依然过剩严重，盈利很难扩大。同时，我们从现实数据上也得到了验证，2014 年下半年起，涤纶长丝（POY、FDY、DTY）的价差已经显著扩大，而 PX 的利润显著缩小。

图表 34：产业链各环节的产能扩张速度比较：涤纶长丝增长最低

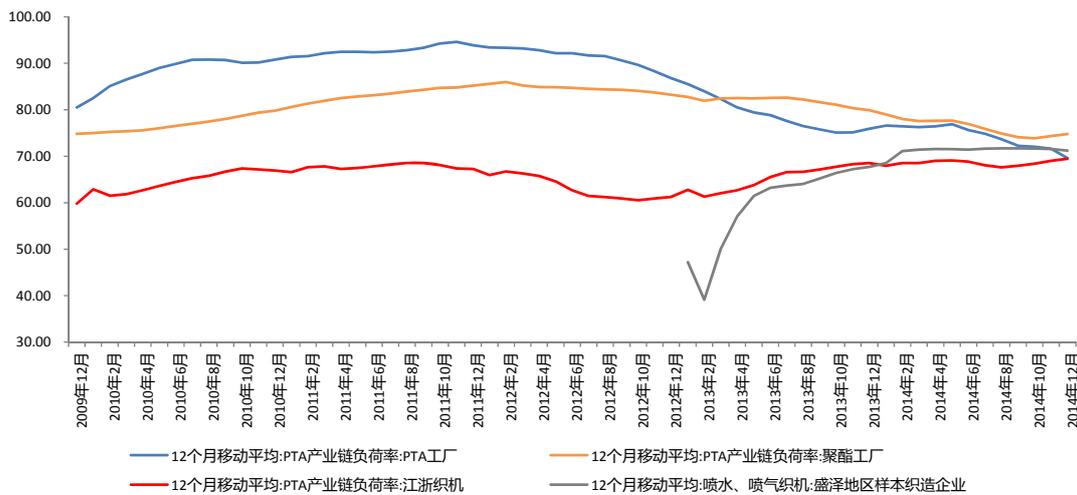


来源：wind，齐鲁证券研究所

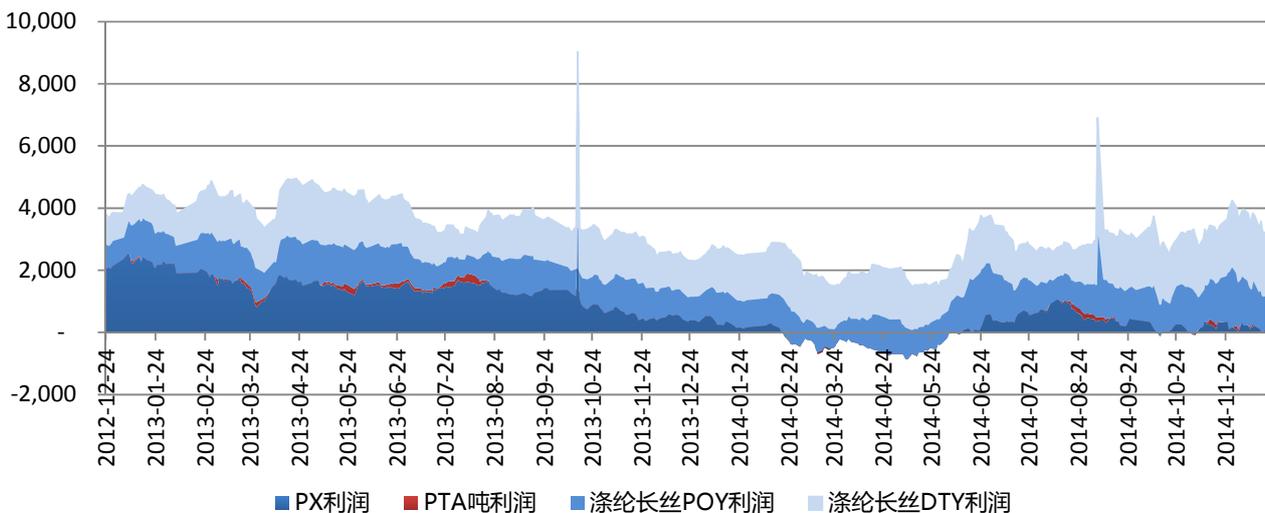
图表 35：涤纶长丝的需求增速高于产能扩张速度



来源：齐鲁证券研究所

**图表 36: 织造开工率上升, 聚酯(含涤纶长丝)的开工率也有向上势头, 而 PTA 在下降趋势**


来源: wind, 齐鲁证券研究所

**图表 37: 未来 PX 的利润将持续向涤纶长丝传导, 且 PTA 依然处于弱势**


来源: wind, 齐鲁证券研究所

## 英雄显本色

### 桐昆股份: 涤纶长丝龙头, 逆势扩产迎接景气

- 桐昆股份是涤纶长丝行业的龙头, 占据行业 9-10%的份额。截止 2014 年 11 月, 公司具有涤纶长丝产能约 300 万吨, 150 万吨 PTA。
- 公司的增长主要驱动主要来自于产能扩张, 预计 2015 年将有 40 万吨差别化纤维项目投产, 届时公司的涤纶长丝产能将超过 340 万吨。公司另有嘉兴石化年产 120 万吨 PTA 项目(嘉兴石化二期)待建。
- 涤纶长丝产品结构上, 公司约有 60-70%左右的 POY, 剩余为 DTY 和

FDY。

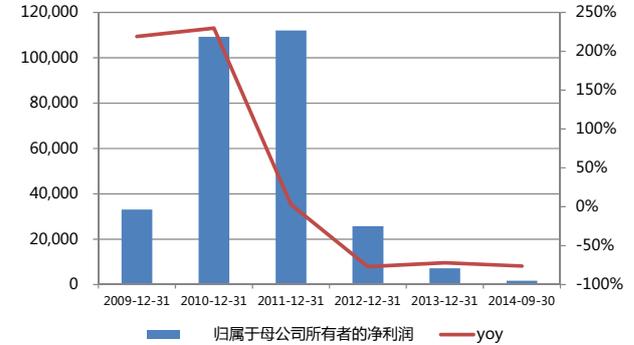
- 公司收入的 90%以上来自于涤纶长丝，高额的涤纶长丝业务占比将为公司迎接行业景气度提升带来高额弹性。

**图表 38: 公司历年营业总收入**



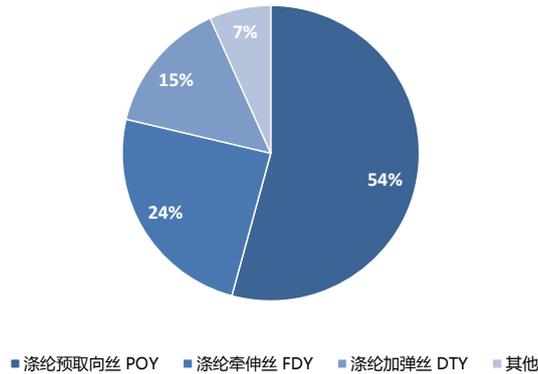
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 39: 公司的净利润显示高弹性**



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 40: 公司业务构成**



来源: 2013 年报, 齐鲁证券研究所

**图表 41: 公司在行业低迷时逆势扩张**

桐昆股份上市以来主要项目及进度				
项目名称	实现主体	简称	产能 (万吨/年)	投产时间
年产80万吨PTA工程	嘉兴石化	嘉兴石化一期	80	2012
年产40万吨POY及FDY差别化纤维项目	恒达厂区	恒通一期	40	2012
年产30万吨差别化纤维项目	恒达厂区	恒通二期	30	2012
年产40万吨差别化纤维项目	长兴恒腾	恒腾一期	40	2013
年产27万吨差别化纤维项目	恒嘉厂区	恒嘉项目	27	2014年底
年产40万吨超仿棉差别化纤维项目	恒邦厂区	恒邦项目	40	2014
年产40万吨差别化纤维项目	长兴恒腾	恒腾二期	40	2015
年产38万吨DTY项目	股份公司		38	待定
年产120万吨PTA项目	嘉兴石化	嘉兴石化二期	120	待定

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

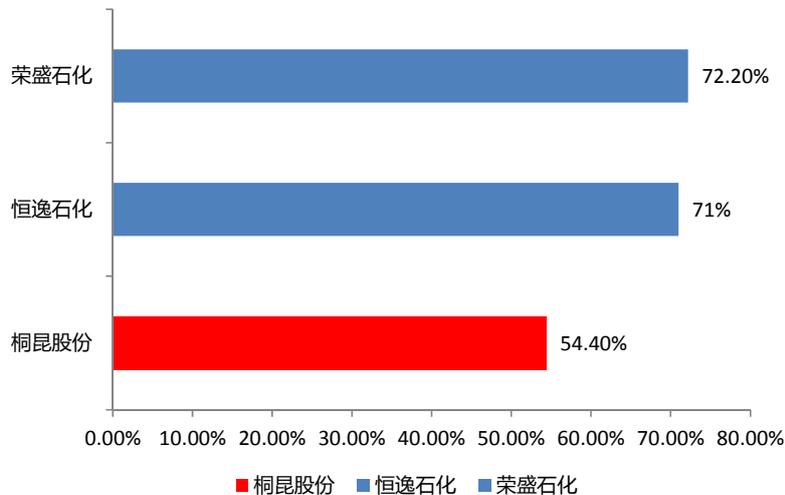
**图表 42: 公司主要产品产能**

年份	万吨	POY	DTY	FDY	涤纶长丝总产能	PTA产能(万吨)
2016E	产能	201	120	62	383	150
2015E	产能	201	82	62	347	150
2014E	产能	201.38	44	61.62	307	150
2013	产能	138.5	44	55.5	238	70

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**现金流充裕(有钱!任性!)**

- **典型的现金牛。**公司作为行业龙头,公司在规模上显著大于公司客户,对下游具有较高的议价能力,基本保持款到发货的销售模式,为公司带来稳定的现金流收入。公司 2013 年实现收入 220 亿,应收账款仅 27 亿。
- **财务健康,未来仍有融资空间。**截止 2014 年 3 季度实际带息债务仅 39 亿,占资产仅 26%。公司的资产负债率 54.4%,严重低于其他竞争对手。更重要的是,81 亿负债中,短期借款、长期借款和应付债券仅 39 亿,其余均为应付账款。可以明显看出来,公司近年的议价能力显著上升,应付账款/收入占比持续上升。
- **充裕的现金流和健康的财务状况**是公司在行业低迷时期经营的最佳屏障,当行业走向景气时,公司将以最完备的状态扩大市场份额。同时,健康的财务状况为公司提供了优良的信誉、优惠的融资条件,受益于银行差异化融资,当中小企业在融资有困难时,桐昆股份并无此担忧,是银行的优质客户。

**图表 43: 公司与同行业的资产负债率比较**


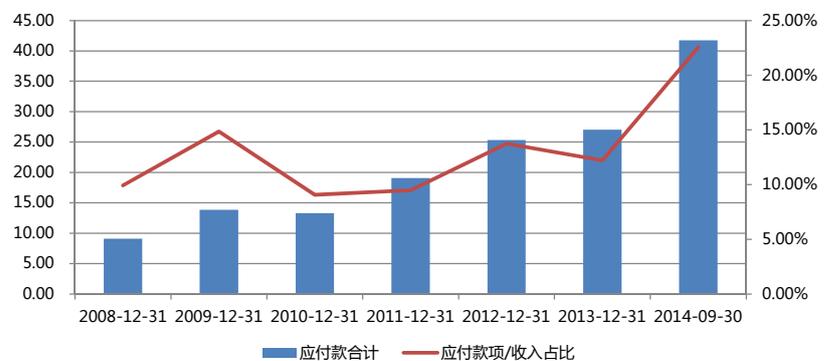
备注: 恒逸石化与荣盛石化的产品与桐昆股份类似,但产品结构占比不同,恒逸和荣盛的产品以 PTA 为主,涤纶长丝占比较低。

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 44: 实际带息债务仅 39 亿, 资产占比 26%**

亿元	2014-09-30
<b>流动负债：</b>	
<b>短期借款</b>	<b>24.76</b>
应付票据	6.40
应付账款	31.10
预收款项	1.58
应付职工薪酬	0.20
应交税费	0.28
应付利息	0.57
应付股利	1.40
其他应付款	0.22
<b>流动负债合计</b>	<b>66.52</b>
<b>非流动负债：</b>	
<b>长期借款</b>	<b>1.33</b>
<b>应付债券</b>	<b>12.93</b>
其他非流动负债	0.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.70</b>
<b>负债合计：</b>	<b>81.22</b>

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 45: 应付款在收入占比逐步提升**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

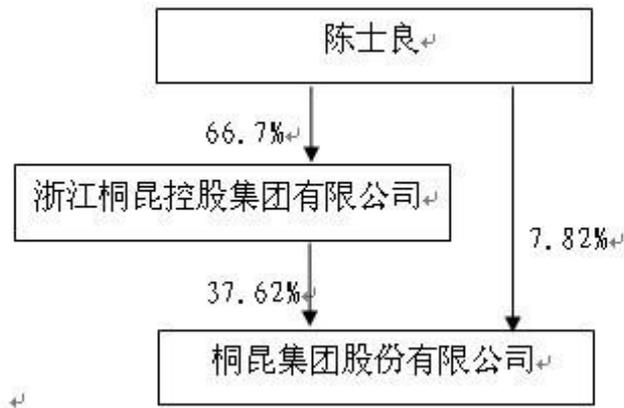
### 精耕主业，精细管理

- 公司决策层拥有 30 多年的从业经验，对行业发展做出准确及时的判断，稳健驾驭企业。
- 对于民营企业，实际掌舵人是公司的灵魂。作为桐昆集团的实际掌舵人，董事长陈士良在管理能力方面相对于同行竞争对手来说非常卓越，并且在化纤道路上专心致志且公司发展稳健低调，是化纤行业公认的龙头老大。同时，公司近年来在企业中大力推行"5S"管理、"TPM"管理、"六西格玛管理"、"精益生产"等新型的管理方法，促进了公司各项管理水平的

提升。

- 桐昆的生产运营管理效率显著高于行业内其他企业，预计能带来 50-100 元/吨的优势。

图表 46: 股权结构



来源：齐鲁证券研究所

#### 规模效应带来成本优势

- 公司系国内产能、产量、销量最大的涤纶长丝制造企业，2001-2013 年公司连续 13 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，具有较大的市场话语权。
- 此外，相比于下游纺织品服装企业，公司在规模上显著大于公司客户，因此具有较强的定价能力。
- 自 2011 年上市以来，公司又经历了快速的化纤产能扩张，目前的产能已经是上市时的 2 倍，预计明年年底产能会超越 360 万吨，行业低迷时扩张为公司迎接行业高峰的增量需求打下坚实基础。
- 同时生产设备的更新换代也为公司提升了产品的差异化程度。公司上市以后新上的设备都具备了先进的智能化及成本优势，公司涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、复合丝、中强丝等五大系列 300 多个品种，规格齐全，被称为化纤行业的“沃尔玛”超市，产品差别化率连续多年高于行业平均水平。基于产品结构和技术装备的优势，公司充分利用既有大容量的熔体纺设备，又有灵活可调的切片纺设备，针对市场需求的变动，快速调整其生产计划和产品结构以响应市场，满足不同客户的需求。
- 我们预计生产设备能为桐昆带来 100-150 元/吨的成本优势。同时，由于采购的规模效应，能为公司带来 100-150 元/吨的原材料成本优势。

### 地理位置优势

- 长三角地区的涤纶长丝消费量约占国内总量的 80%。公司坐落于浙江桐乡，上接江苏吴江，下壤萧绍（萧山绍兴），而吴江和萧绍正是中国纺织业最发达的两个地区之一，是化纤企业的集中地。公司紧邻中国绍兴钱清轻纺原料市场、中国柯桥轻纺城、萧绍化纤市场、盛泽化纤市场等专业市场和海宁马桥经编基地、许村家纺基地、长兴白坯布基地。
- 桐昆股份具有地理位置及运输上的绝对优势。涤纶丝从萧绍地区运到江苏吴江地区，运费大概 80 元。桐昆往萧绍、吴江地区运费折中，只要 40 元左右。对于一个几百万吨级的大规模工厂来说，运费优势每年几千万元。同时桐昆采购的原料港口优势也非常明显。如主要原料乙二醇比较靠近张家港、太仓港和乍浦港，运费相对便宜，同时采购的港口选择余地也非常有优势。而对于萧绍的和吴江的化纤厂来说，港口只能选择离自己较近的，选择余地较小，运输成本较高。

### 人才优势：更长远发展的基础

- 不同于上游 PTA 企业，涤纶长丝是劳动密集型企业。以公司 300 多万吨的产能为例，需要生产员工 13000 多人（2013 年收入 221 亿收入）。而荣盛石化（以 PTA 产能为主），只需要生产员工 6167 人（2013 年收入 293 亿）。
- 看得更长远一些，如果未来公司的行业份额进一步提升，必须伴随着产能的扩张和人员的进一步充实。
- 桐乡相对于萧绍、吴江地区的化纤厂来说最大的特点是员工的稳定性和忠诚度高。这是由地理位置的特点决定的。
- 桐昆的职工人员较为稳定且本地人较多。经历了多年的化纤发展后，桐昆形成了相对更具有稳定性的技术人员储备。而现在其他地区（如萧绍）的化纤厂基本上以外来人员为主，流动性相对较大，加上化纤属于传统产业对工人的吸引力不如新兴产业，未来人才的招募将是一个很大的问题。而桐昆坐落于桐乡地区，桐乡地区大型的工厂不多，当地人基本上会选择例如桐昆之类的工厂工作且工作年限都比较长。经过 20 余年的发展，已经形成了庞大的销售人才优势，这是新的聚酯工厂无法比拟的。这方面是桐昆发展更加长远的基础优势。

**图表 47: 涤纶长丝企业是典型的劳动密集型企业, 桐昆的生产员工人数上万**
**2013 年员工构成**

专业构成	
专业构成类别	专业构成人数
生产人员	13,482
销售人员	432
技术人员	979
财务人员	106
行政人员	137
合计	15,136
教育程度	
教育程度类别	数量 (人)
本科及以上学历	1,096
大专学历	2,176
其他	11,864
合计	15,136

来源: 2013 年报, 齐鲁证券研究所

## 投资建议

### 业绩预测

- 我们预计公司 2014-2016 年的收入分别为 281 亿, 322 亿, 361 亿, 同比增长 27%、15%和 12%, 净利润分别为 3.5 亿、6.4 亿、12.45 亿, 同比增长 386%、83%和 95%, 对应 EPS 0.36、0.67、1.29 元。
- 作为周期性行业, 公司的利润与涤纶长丝的价差相关, 预计价差每扩大 100 元, EPS 上升 0.23 元, 弹性十足 (价差计算方法: 以 POY 为例, 即涤纶长丝 POY 价差=涤纶长丝 POY 价格-0.86\*PTA-0.334MEG)。

**图表 48: 盈利预测假设**

项目	单位	2014E	2015E	2016E	
涤纶长丝POY	营业收入	百万元	17,792	17,117	17,117
	yoy				
	营业成本	百万元	16,646	15,519	14,045
	yoy				
	毛利率		6%	9%	18%
涤纶长丝DTY	营业收入	百万元	3,630	9,020	13,200
	yoy				
	营业成本	百万元	3,257	6,920	10,128
	yoy				
	毛利	百万元	373	2,100	3,072
	yoy				
	毛利率		10%	23%	23%
涤纶长丝FDY	营业收入	百万元	5,977	5,238	4,930
	yoy				
	营业成本	百万元	5,434	4,666	4,666
	yoy				
	毛利率		9%	11%	5%
PTA	营业收入	百万元	300	450	450
	yoy				
	营业成本	百万元	600	600	600
	yoy				
	毛利率		-100%	-33%	-33%
其他	项目	单位	2014E	2015E	2016E
	营业收入	百万元	400	400	400
	yoy				
	营业成本	百万元	388	388	388
	yoy				
	毛利率		3%	3%	3%

来源: 齐鲁证券研究所

### 重置成本法

- 公司目前具有涤纶长丝产能 300 万吨, PTA 产能 150 万吨。
- 行业目前投资涤纶长丝的投资额为每 1 万吨需要投资 5000 万人民币, 按重置成本法计算, 涤纶长丝产能对应重置成本 150 亿, 考虑部分产能有折旧, 给予 80% 的折算, 对应市值 120 亿, PTA 产能按 PB=1 计算即 30 亿, 因此桐昆股份的合理市值在 150 亿, 对应目标价 15.56。

### PE 相对估值

- 作为周期性行业, 一旦开始景气向上, 弹性会很大, 未来三年的业绩增长很快。我们给予公司 2016 年 12 倍 PE, 给予公司目标价 15.48。

### 投资建议

- 综合重置成本法和 PE 相对估值, 给予公司未来 12 个月 15.48-15.56 的目标价, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### PTA 及产品跌价的影响测算

- 虽然公司的主要业务是涤纶长丝，但仍以 150 万吨的 PTA。这 150 万吨 PTA 主要是供给自己的涤纶长丝，可以满足自身涤纶长丝 174 万的产量，约占涤纶长丝产能的 60%。
- **PTA 带来的风险主要来自于两方面：**1) 公司惯例在春节储备 28 天的涤纶长丝存货，由于春节期间下游并没有销售，因此原材料 PTA 下降可能带来存货的跌价，极端情况下跌 1000 元/吨。2) 公司外购的 PTA 随行就市不会亏损，自产的 150 万吨 PTA 有可能亏损。最差情况下，行业不进行保价限产，企业成本按可变成本作价，亏损幅度不超过折旧费用，约 200-300 元/吨。
- **最糟糕的情况是同时考虑这两种情况，极端情况下春节备货带来亏损 2.6 亿，PTA 全年亏损 3-4.5 亿，总计 5.6-7.1 亿。**
- **这是最坏的打算，由于油价和 PTA 近期已经快速下跌至 2008 年以来的低点，加上明年涤纶长丝产能利用率上升和下游需求支撑，我们倾向于认为未来桐昆出现如此巨幅亏损的可能性比较小。建议风险厌恶型的投资者，可以等风险敞口时间点过后再进行投资。**

### 中小聚酯厂产能恢复超预期

- 根据我们的测算，涤纶长丝行业明年的产能利用率将大幅上升，行业整体性的盈利有望好转，因此如果银行差异化融资的门槛有所放松，中小产能退出可能放缓。

图表 49: 财务预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	20,118	18,421	22,138	28,099	32,225	36,097
增长率	36.84%	-8.4%	20.2%	26.9%	14.7%	12.0%
营业成本	-17,981	-17,339	-21,308	-26,698	-30,194	-32,899
%销售收入	89.4%	94.1%	96.3%	95.0%	93.7%	91.1%
毛利	2,137	1,081	830	1,401	2,031	3,197
%销售收入	10.6%	5.9%	3.7%	5.0%	6.3%	8.9%
营业税金及附加	-37	-17	-14	-18	-20	-23
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-36	-53	-46	-70	-74	-86
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-530	-536	-598	-788	-888	-1,003
%销售收入	2.6%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	1,533	475	171	525	1,050	2,085
%销售收入	7.6%	2.6%	0.8%	1.9%	3.3%	5.8%
财务费用	17	-140	-139	5	-2	28
%销售收入	-0.1%	0.8%	0.6%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-5	3	-12	0	0	0
公允价值变动收益	-9	6	-3	0	0	0
投资收益	-4	3	8	8	8	8
%税前利润	—	0.8%	6.0%	1.3%	0.7%	0.4%
营业利润	1,532	348	24	538	1,055	2,121
营业利润率	7.6%	1.9%	0.1%	1.9%	3.3%	5.9%
营业外收支	62	11	109	60	60	76
税前利润	1,595	358	132	598	1,115	2,197
利润率	7.9%	1.9%	0.6%	2.1%	3.5%	6.1%
所得税	-351	-60	-33	-151	-282	-555
所得税率	22.0%	16.8%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
净利润	1,243	298	99	447	833	1,642
少数股东损益	123	41	27	97	193	397
归属于母公司的净利润	1,120	257	72	350	640	1,245
净利率	5.6%	1.4%	0.3%	1.2%	2.0%	3.4%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1,243	298	99	447	833	1,642
少数股东损益	0	0	0	97	193	397
非现金支出	361	433	740	850	984	1,130
非经营收益	75	123	141	-61	-60	-77
营运资金变动	-993	-668	-741	-176	-426	-340
经营活动现金净流	686	186	238	1,158	1,525	2,752
资本开支	2,775	2,417	2,182	1,203	1,251	1,393
投资	19	-25	-45	0	0	0
其他	1	14	0	8	8	8
投资活动现金净流	-2,755	-2,428	-2,227	-1,195	-1,244	-1,385
股权募资	3,131	1	0	0	0	0
债权募资	558	1,355	2,283	-317	1,930	1,913
其他	-453	-175	-283	-7	-29	-7
筹资活动现金净流	3,237	1,181	2,000	-325	1,901	1,906
现金净流量	1,169	-1,061	10	-362	2,182	3,272
资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,840	769	786	326	2,315	5,190
应收账款	1,680	1,579	2,699	3,352	3,849	4,309
存货	1,067	1,798	2,016	2,298	2,651	2,860
其他流动资产	809	925	960	767	767	767
流动资产	5,397	5,071	6,460	6,743	9,582	13,126
%总资产	49.7%	38.8%	41.8%	41.8%	49.6%	56.6%
长期投资	0	5	15	15	15	15
固定资产	5,211	7,509	8,436	8,852	9,185	9,528
%总资产	48.0%	57.5%	54.7%	54.9%	47.6%	41.1%
无形资产	240	475	490	487	482	478
非流动资产	5,456	7,998	8,949	9,362	9,689	10,028
%总资产	50.3%	61.2%	58.0%	58.0%	50.2%	43.3%
资产总计	10,852	13,068	15,437	16,133	19,299	23,182
短期借款	1,984	3,246	4,228	3,911	5,841	7,754
应付账款	1,876	2,478	2,577	3,130	3,545	3,867
其他流动负债	37	53	128	163	150	158
流动负债	3,897	5,777	6,933	7,204	9,536	11,778
长期贷款	66	159	105	105	105	105
其他长期负债	12	24	1,313	1,313	1,313	1,313
负债	3,975	5,960	8,351	8,622	10,954	13,196
普通股股东权益	6,509	6,770	6,744	7,072	7,712	8,957
少数股东权益	368	338	342	439	632	1,029
负债股东权益合计	10,852	13,068	15,437	16,133	19,299	23,182
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	1.163	0.267	0.075	0.363	0.664	1.292
每股净资产 (元)	6.755	7.026	6.999	7.339	8.003	9.295
每股经营现金净流 (元)	0.712	0.193	0.247	1.101	1.382	2.444
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.023	0.023	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.21%	3.80%	1.07%	4.95%	8.30%	13.90%
总资产收益率	10.32%	1.97%	0.47%	2.17%	3.32%	5.37%
投入资本收益率	16.87%	4.06%	1.08%	3.16%	5.94%	11.22%
增长率						
营业总收入增长率	36.84%	-8.44%	20.18%	26.93%	14.68%	12.02%
EBIT增长率	7.76%	-69.01%	-64.01%	207.26%	99.79%	98.64%
净利润增长率	2.60%	-77.02%	-72.05%	386.18%	82.96%	94.55%
总资产增长率	89.24%	20.42%	18.13%	4.52%	19.66%	20.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	19.8	30.2	32.7	31.4	32.0	31.7
应付账款周转天数	24.2	38.2	37.4	37.4	37.4	37.4
固定资产周转天数	48.3	93.1	117.9	104.3	95.9	90.3
偿债能力						
净负债/股东权益	3.14%	37.09%	67.63%	65.69%	58.44%	39.19%
EBIT利息保障倍数	-91.0	3.4	1.2	-113.8	467.0	-75.5
资产负债率	36.63%	45.60%	54.10%	53.44%	56.76%	56.92%

来源: 齐鲁证券研究所

## 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上  
**增持:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%  
**持有:** 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%  
**减持:** 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。