

一季报大幅增长，涤纶长丝盈利好转

桐昆股份 (601233.SH)

推荐 维持评级

分析师：王 强 电话：(8621) 20252621 邮箱：wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

分析师：袁孝锋 电话：(8621) 20252676 邮箱：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

1. 事件

公司2016年一季度报告显示，一季度公司实现营业收入48.61亿元，同比增长0.58%；实现归母净利润1.56亿元，同比增长53.40%；实现每股收益0.16元；基本符合预期。

2. 我们的分析与判断

(一)、原油价格触底反弹、涤纶长丝供需改善，一季度利润同比大幅增长

2016年第一季度，国际原油价格触底反弹、目前Brent价格已突破45美元/桶，同时涤纶长丝行业去产能、去库存效果显著，国内产能释放增速放缓，同时下游需求稳定增长，涤纶长丝供需好转、价差不断扩大。与此同时，公司凭借多年经营发展积累的领先优势，依托新建项目投产，加强成本控制、提升管理水平，利用技术优势、装备优势开发高附加值的产品，进一步优化产品结构，产品盈利能力显著增强；**总体效益相比2015年同期有较大幅度增长，公司经营实现开门红，在营业收入与去年同期基本持平的情况下，实现归母净利润1.56亿元、同比增长53.40%。**

(二)、PX-PTA-聚酯产业链利润向中下游转移，涤纶长丝有望迎来景气周期

聚酯行业的投资热情在2014年已有所消退，原定项目有些推迟、有些取消，全年新增产能约350万吨/年，仅为年初计划的一半。2015年全年新增产能较2014年进一步减少，仅为240万吨左右，且主要来自上年延后的产能释放。从产量看，尽管最近几年增长有所放缓，聚酯生产总量仍保持年均200万吨的稳定增长，预计2015~2016年仍可实现4%~5%的增长，在产能不再有大幅扩张的情况下，2016年总产量预计达3900万吨左右，产能的供需格局将得到极大改善。

在过去的数年间，由于PX-PTA-聚酯产业链不同环节产能投放节奏的错位，供需关系发生变化，产业链的整体结构已经发生了深刻变革。2014年下半年国际原油价格大幅调整以来，在内部和外部因素共同作用下，市场推动下的供给侧结构性改革持续发力，显著增强了包括聚酯在内的中下游环节盈利能力。我国聚酯供需格局相对健康，产能产量稳定增长，下游纺织服装行业底部企稳并呈复苏迹象，涤纶在各类化纤产品中率先反弹，迎来了新一轮景气周期。

公司目前聚酯聚合产能约为350万吨、涤纶长丝产能约为400万吨，PTA产能120万吨；长丝产量连续十多年在国内市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率超过12%，全球占比超过8%，是当之无愧的行业龙头企业。涤纶长丝价差每扩大50元/吨，可扩大桐昆股份利润约1.3亿元，EPS增厚约0.14元/股。可以预期，国际原油价格回升并带动涤纶纤维价格、价差的扩大，将进一步打开桐昆股份的利润空间。

(三)、下游需求稳定增长，低油价凸显涤纶优势

作为聚酯产业链的下游，纺织服装行业在近期的企稳和回升势头，为涤纶长丝需求的稳定增长奠定了基础。受国际经济复苏缓慢以及人民币汇率升值（2015年汇改前）等因素影响，近年来我国纺织服装出口增长有所放缓、甚至在一定时期出现负增长，但是内需依然保持相对稳定的增长。我国的服装鞋帽针纺织品零售总额在经过6年高达20%左右的告诉增长后，增速出现了阶梯式下滑，自2013年起进入了年均增长率约10%的“新常态”。尽管内需增长也在逐步放缓，但2015年超过1000亿元的增量和13000亿元的零售总量，再加上人民币升值促进的出口逐步企稳，共同为上游涤纶长丝产业的稳定发展起到强大的支撑作用。受益于此，2015年以来，江浙织机涤纶长丝库存显著下降，各类长丝产品库存基本保持在20天左右，纺织服装业产成品存货增速也显著放缓，从2011年高于30%的增速降至2015年的5%。

2014年下半年以来，国际原油价格大幅下跌，预计仍将长期低位运行。低油价一方面使得化学纤维制造业的利润空间受到一定压缩，但另一方面也有利于聚酯纤维产品对再生纤维（纤维素基化纤）产品的替代。目前，涤纶纤维价格仍低位运行，而粘胶纤维已进入上行周期，涤纶的价格优势、特别是与东南亚棉纤维相比的价格优势明显，在全球棉质服装消费萎缩、化纤替代的大趋势中有望进一步扩大市场。

在过去数年的行业低迷和变革时期，桐昆股份不断谋求发展，沿聚酯产业链谋篇布局：**(1) 延伸产业链——进军上游、布局炼化；(2) 夯实产业链——优化产品供给、促进结构升级；(3) 拓展产业链——依托龙头优势打造平台，双管齐下试水互联网金融。**凡此种种，使得桐昆在技术和产品、规模与成本、管理和人才等方面均具备了独特的优势，极大地增强了公司的抗风险和盈利能力。

3. 投资建议

桐昆股份作为涤纶长丝龙头生产商，已率先在行业复苏中受益。我们预计公司2016-2018年归属于母公司净利润分别为4.72亿元、6.14亿元和7.37亿元，对应EPS分别为0.49元、0.64元和0.76元，维持“推荐”评级。

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，石化和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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010- 66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010- 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn