

周期反转，价格协同，“棉价上涨+G20”助力

桐昆股份 (601233. SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

最近涤纶长丝连续提价 700 元每吨，行业盈利大幅好转。

2. 我们的观点

周期反转，价格协同，“棉价上涨+G20”助力-强烈推荐桐昆股份。按照最近涤纶长丝跟原料之间的价差，我们估计目前涤纶长丝的净利润在 400-500 元每吨，以公司目前 380 万吨的销售量来看，其年化的净利润在 15-19 个亿之间，折合每股收益 1.24-1.54 元之间。桐昆股份的股价上周五收于 11.23 元。动态 pe 仅为 7-9 倍，强烈建议买入。价差每扩大 100 元，其业绩弹性在 0.2 元。原因如下：

第一、最主要的一点是今明两年新增产能减少，周期有望反转；

第二、行业内龙头企业开始价格协同。POY、FDY 和 DTY 三大细分子行业全面开始价格协同；

第三、有利的涤棉价差，进一步促进涤纶长丝需求的增长；

第四、G20 期间三分之一产能停产将进一步提升价差；

第五、当前生产企业的库存非常低。目前聚酯工厂涤丝的库存降至今年最低水平；

第六、受益于人民币贬值，长丝直接出口显著提速。

分析师

袁孝锋

☎：(8621) 20252676

✉：qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

赵乃迪

☎：(8610) 66568641

✉：zhaonaidi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516070001

市场数据

时间 2016.07.29

A 股收盘价(元)	11.23
A 股一年内最高价(元)	17.29
A 股一年内最低价(元)	9.20
上证指数	2979.34
市净率	1.38
总股本(亿股)	12.32
实际流通 A 股(亿股)	9.64
流通 A 股市值(亿元)	108

相关研究

《桐昆股份 601233：供需改善，涤纶长丝将迎景气周期——供给侧改革报告二》	2016.02
《石化化工国企改革之中国化工集团篇——暨中国化工集团收购先正达》	2016.02
《PTA 行业有望迎来拐点——石化化工供给侧改革报告之一》	2016.02
《供给侧改革联合专题报告：不破不立，浴火重生》	2016.01
《惠博普(002554)：油气装备海外 EPC 保增长，环保及管道业务促成长》	2016.01
《石化行业 2016 年度策略：关注国企改革、天然气和 PTA》	2015.12

桐昆股份是涤纶长丝行业的龙头企业，目前具备 380 万吨涤纶长丝生产能力和 150 万吨 PTA 生产能力。根据中国化学纤维工业协会统计，自 2001 年期，桐昆股份已连续 14 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，市场份额也逐年攀升，长丝产量占全国总产量比例已由 2008 年的 6.7% 攀升至 2014 年的 12% 以上。

从年初以来，涤纶长丝的行业盈利就出现了明显改善的迹象，上半年桐昆的盈利已经出现显著好转，而近期盈利则明显出现了加速好转的迹象。根据我们的分析有如下的原因：

（一）今明两年新增产能减少，周期有望反转

根据我们的统计，涤纶长丝今明两年的新增产能仅为 113 万吨、125 万吨，折合成产能增长率的话就 3-4 个百分点左右，大大低于涤纶长丝本身的需求增长速度 8-12 个点。这一次新增产能是真的下来了，这一点从巴马格和 TMT 的订单状况可以得到验证。

表 1：今明两年涤纶长丝新增产能统计

生产企业	产能	投产时间
桐昆	50	已投
立新	8	已投
新凤鸣	30	已投
海欣	25	16 年下半年
2016 年合计	113	
山力	20	17 年上半年
经纬	20	17 年上半年
桐昆	60	17 年年底
新凤鸣	25	待定
2017 年合计	125	

资料来源：中国银河证券研究部整理

（二）行业内龙头企业开始价格协同，公司受益显著

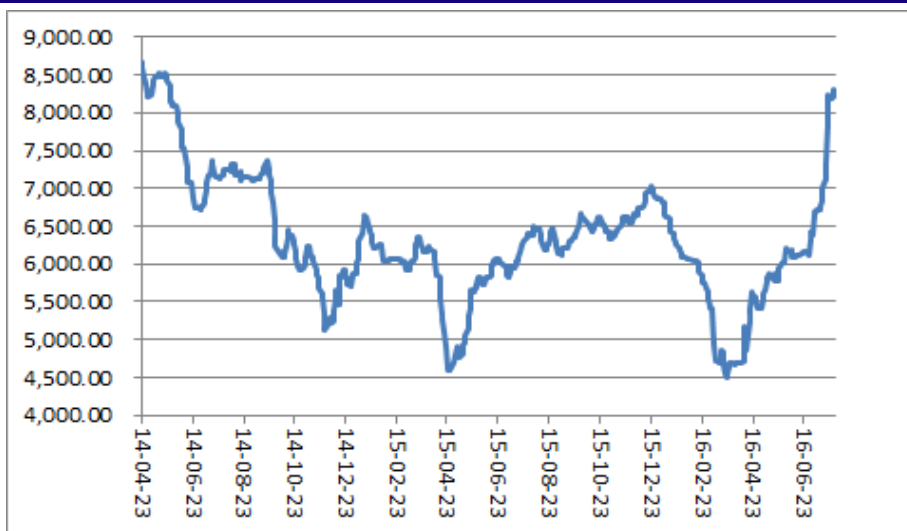
POY、FDY 和 DTY 三大细分子行业 全面开始价格协同。6 月 27 日，桐昆、恒逸、双兔、新凤鸣，POY 四大户齐聚首，四方统一定价，会议基本达成一致，建议每天按当天聚合原料均价的基础上 300D 加 1000 元，150D 加 1200 元，75D 加 1400 元，于次日开始执行。7 月 11 日，双兔/恒逸（萧山），新凤鸣/桐昆（桐乡），外加神秘嘉宾-申久（太仓），齐聚桐乡新凤鸣，举行第二次 POY 行业会议，会议经过 POY 行业协会充分讨论，一致认为：POY 基本没有下跌空间。7 月 18 日，POY 行业分析会在临安龙潭山居召开，本次参加 POY 行业分析会的聚酯工厂有：桐昆、新

凤鸣、双兔、申久、长乐等主流厂家，还有下游代表参会。当日不见其会先闻涨声，会议基本精神：近期 POY 将继续推行“小步漫涨、气氛拉长”，聚酯工厂库存偏低，低库存的工厂必会有新动作迎接 G20，下游又逢补货季。7 月 21 日，江浙地区聚酯工厂如桐昆、新凤鸣、盛虹、新民、荣盛、亿丰、恒逸、南方、双兔、古纤道等厂家齐聚绍兴南方控股集团，共同探讨/分析当前 G20 环境之下 FDY 行业的情况/操盘建议。7 月 27 日，恒力、桐昆、新凤鸣、恒逸、荣盛、兴惠、盛虹齐聚桐昆，召开了 DTY 行情研讨会，会议一致通过：**G20 峰会在即，下游刚需备货，原料厂家库存很低，前期 POY 涨幅较大，DTY 涨幅没跟上，DTY 加工差价大幅缩水，部分规格已亏损，因此一致同意，提振市场，明日统一提价。**

(三) 有利的涤棉价差，进一步促进涤纶长丝需求增长

棉花、涤纶长丝和粘胶作为纺织原料，彼此之间存在着竞争，目前棉花的价格是 15500 元每吨，粘胶的价格接近 16000 元每吨，而涤纶长丝的价格仅为 7250 元每吨，涤纶长丝的性价比非常明显。自 2009 年起，美国从全球进口服装中棉质服装所占比例开始下滑，由 2008 年高峰时的 60.40%连续七年下降、一路降至 2015 年（1-11 月）的 44.93%，显示出以美国市场为代表的全球棉质服装消费的萎缩态势。目前棉花和涤纶长丝的价差已经回到了历史高位，对涤纶长丝的需求将形成进一步的刺激。而可以预期的是未来一年由于原油价格位于低位，涤纶长丝将处于一个有利的位置。

图 2：棉花和涤纶长丝的价差



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

(四) G20 期间产能停产，加剧供求紧张，价差将进一步拉大

G20 期间三分之一产能停产将进一步提升价差。受 G20 影响最大的一个产品应该是涤纶长丝，根据我们的统计，从 8 月中旬开始，有三分之一的产能将全部停产 20 天，另外有五分之一的产能将降低负荷。这将加剧当前涤纶长丝供求的紧张，将进一步拉大涤纶长丝的价差。

表 2: G20 期间停产企业名单

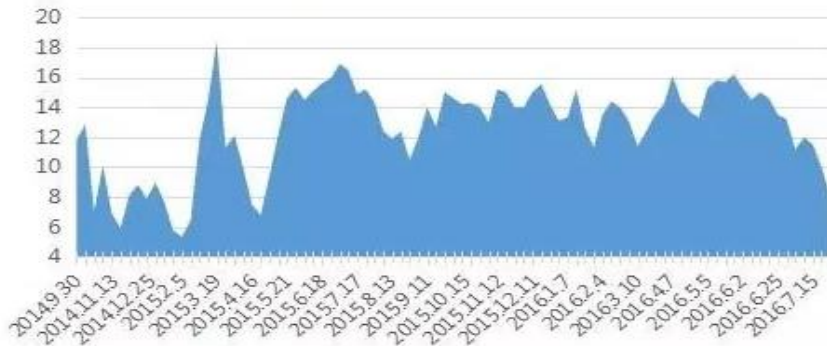
生产企业	产品	产能
天元	涤纶长丝	40
翔盛	涤纶长丝	40
联达	涤纶长丝	18
恒逸	涤纶长丝/聚酯切片	160
双兔	涤纶长丝	100
华欣	涤纶长丝	36
东南	涤纶长丝	40
瑞成辉	涤纶长丝	18
荣盛	涤纶长丝	100
荣盛	聚酯薄膜	40
万凯	聚酯瓶片	65
亿丰	涤纶长丝	80
佳宝	涤纶长丝	40
古纤道	涤纶长丝	110
南方	涤纶长丝	40
远东	涤纶长丝/涤纶短纤	80
合计		1007

资料来源：中国银河证券研究部整理

(五) 当前生产企业的库存非常低，进一步加剧供求紧张

目前聚酯工厂涤丝的库存降至今年最低水平。据统计，目前涤丝市场整体库存在 6-10 天附近。其中 POY 库存回落至 3-5 天附近，FDY 库存降至 5-10 天左右，而 DTY 库存则降至 10-19 天水平。

图 2：部分聚酯工厂涤纶长丝库存



资料来源：中国绸都网，中国银河证券研究部

（六）受益于人民币贬值，长丝直接出口显著提速

今年以来，我国涤纶长丝市场出口速度明显加快。根据海关统计数据显示，2016年1-6月，我国共计出口涤纶长丝100万吨，较去年同期大幅上升30%。这一块对开工率有1-2个点的提升。

3. 投资建议

按照最近涤纶长丝跟原料之间的价差，我们估计目前涤纶长丝的净利润在400-500元每吨，以公司目前380万吨的销售量来看，其年化的净利润在15-19个亿之间，折合每股收益1.24-1.54元之间。价差每扩大100元，其业绩弹性在0.2元。桐昆股份目前动态PE仅为7-9倍，强烈建议买入，给予“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、赵乃迪，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。

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

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn