

## 周期反转，G20 助力，业绩有望大增

桐昆股份 (601233. SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

## 1. 事件

公司 2016 年半年报报告显示，上半年公司实现营业收入 113.86 亿元，同比增长 1.77%；实现归母净利润 3.49 亿元，同比增长 10.18%；实现每股收益 0.28 元；基本符合预期。

## 2. 我们的观点

### (一) 油价触底反弹，人民币贬值利好，上半年净利润稳增长

上半年国际油价触底反弹，并逐步企稳，为公司带来库存增值收益，同时对受益人民币贬值，总体效益相比去年同期实现了稳定的增长。

### (二) 涤纶长丝价格反转，三大业务盈利能力加强

3 月份涤纶长丝价格反转，公司的 POY、FDY、DTY 业务盈利能力均有所加强。

### (三) 产能投放放缓，下游需求回暖，涤纶行业景气回升

未来两年涤纶长丝产能投放大幅减少，增长率降为 3-4 个点，有利的涤纶价差将进一步刺激涤纶长丝的需求增长。供需格局改善，涤纶长丝行业迎来景气回升。另外，7 月行业龙头频频聚首，全面开始价格协同，涤纶长丝价格有望迎来上涨周期。

### (四) G20 停产催化价差，桐昆股份受益最大

G20 期间产能停产催化价差进一步扩大，桐昆股份满负荷生产受益巨大。作为行业龙头，受益于行业景气回升，业绩弹性大。同时，拓展产业链上下游，具有很强的抗风险和盈利能力。

### (五) 投资建议:

作为涤纶长丝行业龙头，受益于行业反转，价格协同和 G20 催化作用，我们预计公司 2016-2017 年归属于母公司净利润分别为 9 亿元和 15 亿元，对应 EPS 分别为 0.73 元、1.22 元，维持“推荐”评级。

### 分析师

袁孝锋

☎: (8621) 20252676

✉: qiuxiaofeng@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 2016.08.17

A 股收盘价(元)	12.78
A 股一年内最高价(元)	16.85
A 股一年内最低价(元)	9.20
上证指数	3109.56
市净率	1.56
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)	123

### 相关研究

《原油周报: 产油国稳定油价预期助力油价大涨 6%\_20160813》

《桐昆股份(601233)周期反转, 价格协同, “棉价上涨+G20” 助力\_20160801》

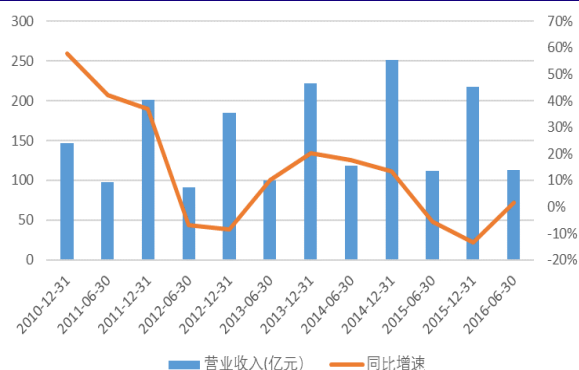
《桐昆股份(601233)一季报大幅增长, 涤纶长丝盈利好转\_20160428》

《桐昆股份(601233)供需改善, 涤纶长丝将迎来景气周期, 深耕多年, 桐昆股份受益油价企稳\_20160217》

## (一) 油价触底反弹，人民币贬值利好，上半年净利润稳增长

上半年国际油价触底反弹，并逐步企稳，公司净利润同比增长 10.2%。一方面油价回暖从成本角度推动涤纶长丝产品的价格上涨，另一方面在低油价时采购原材料，为公司带来原料、半成品、产成品的库存增值收益。2016 年上半年公司营业收入同比微增 1.8%，但净利润增长 10.2%。

图 1: 2010 至 2016 营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

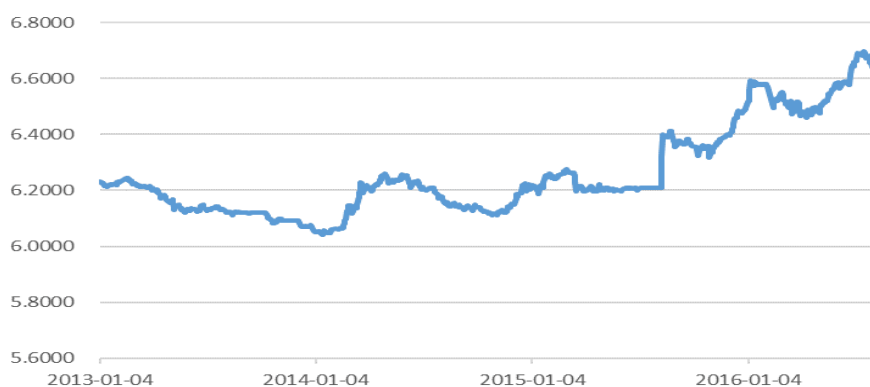
图 2: 2016 年油价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

受益于人民币贬值，长丝直接出口显著提速，境外营收大涨 40.6%。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%。受益于此，公司境外营收大涨 40.6%，增长至 7.76 亿元。

表 3: 人民币贬值趋势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

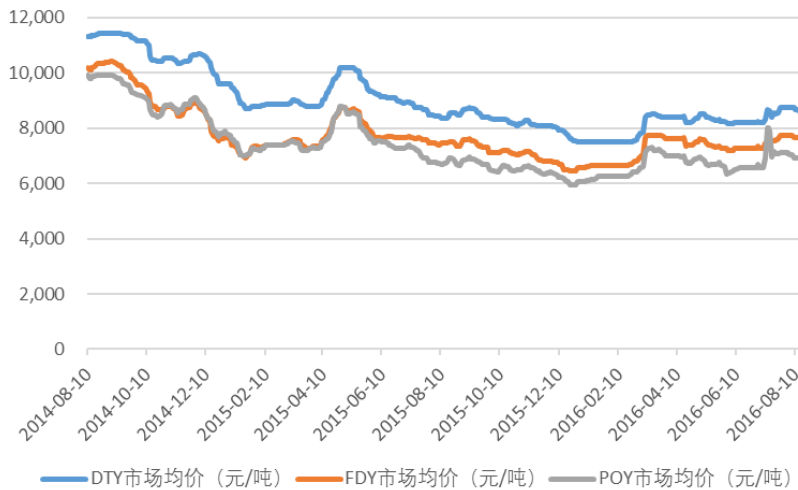
## (二) 涤纶长丝价格反转，三大业务盈利能力加强

**POY 营收同比增长显著。**2016 年上半年 POY 业务实现营业收入 64.47 亿元，同比增长 7.22%。虽然毛利率降低 1.39 个点，但自 13 年以来盈利能力在走上升渠道。公司 2016 年 2 月新增的 50 万吨产能，主要用于 POY 生产，预计未来 POY 营收比重进一步加大。

**FDY 盈利能力增强。**2016 年上半年 FDY 业务实现营收 20 亿元，同比降低 3.35%，但毛利率请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

增加 1.25 个点。3 月份受油价触底反弹，涤纶长丝价格反转，FDY 盈利能力增强。

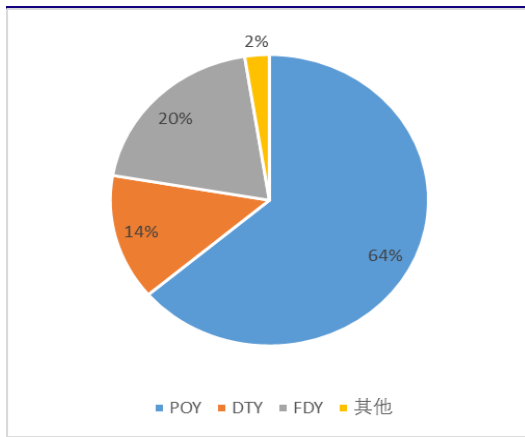
图 4: POY FDY DTY 三大子行业价格



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

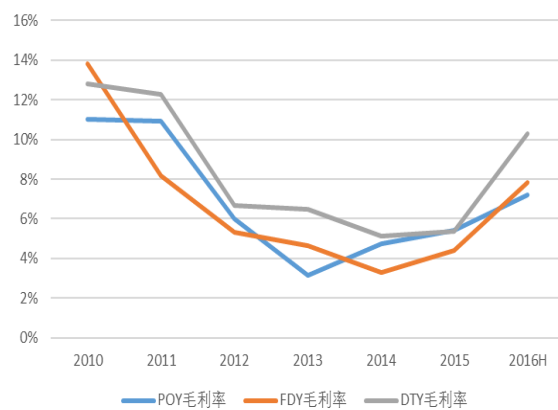
DTY 营收和盈利能力均有提高。2016 年上半年 FDY 业务实现营收 14.11 亿元,同比增长 2.31%, 毛利率增加 0.02 个点。公司的 DTY 项目盈利水平一直可观,一方面行业整体价差大,另一方面公司具有很好的价格控制力。

图 5: 2016 上半年公司主营收入构成



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 6: 2011-2016 年公司主营业务毛利率

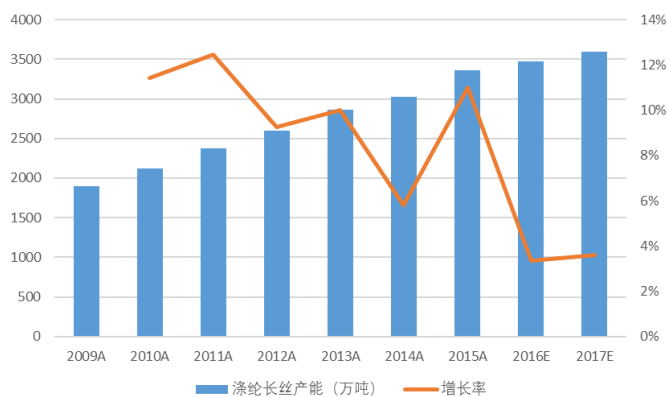


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

### (三) 产能投放放缓, 下游需求回暖, 涤纶行业景气回升

未来两年涤纶长丝产能投放大幅减少, 增长率降为 3-4 个点, 远远低于需求增长速度 8-12 个点。供需格局改善, 涤纶长丝行业迎来景气回升。

图 7：涤纶长丝产能投放近尾声



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究部

涤纶长丝产能投放近尾声，桐昆股份夯实龙头地位。根据统计，2016 和 2017 年全行业新增产能仅为 113 万吨和 125 万吨，同比增速为 3%和 4%。主要原因在于涤纶长丝行业长期低迷甚至亏损，中小企业已无力投资扩大产能。从数据上看，只有像桐昆和新凤鸣这样的行业龙头才有实力投资新产能。

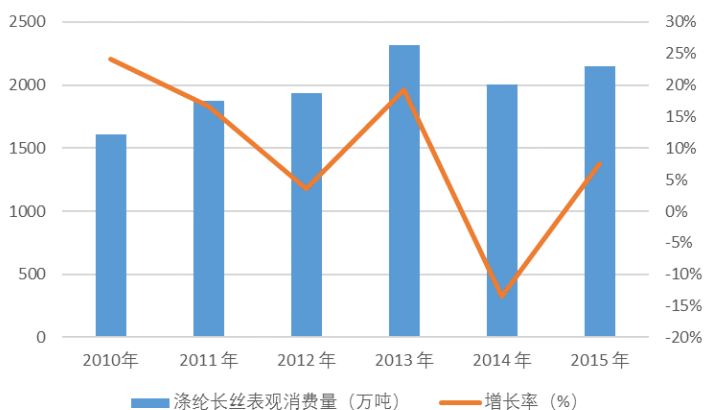
图 8：2016-2017 年涤纶长丝计划投放产能

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
<b>2016 年合计</b>	<b>113</b>	
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
<b>2017 年合计</b>	<b>125</b>	

资料来源：中国银河证券研究部整理

涤纶长丝作为聚酯纤维的主导产品，近年来的需求一直保持高速增长态势，表观消费量保持 8%以上的增长率。经过 2014 年的需求谷底，涤纶长丝的需求正稳步提升。

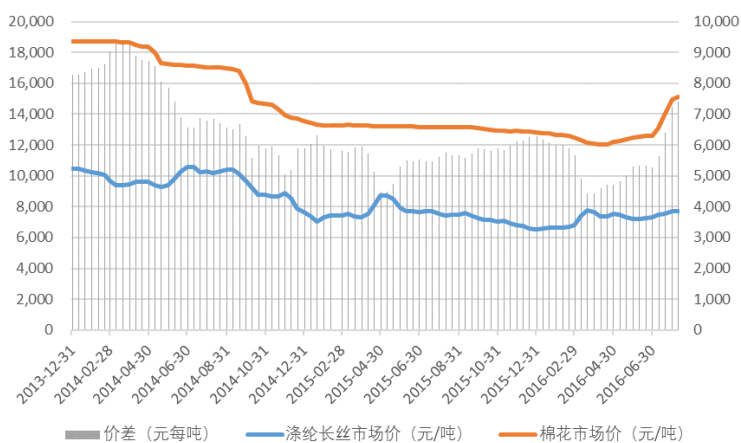
图 9: 涤纶长丝表观消费量



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究部

在下游纺织业稳定增长的前提下,有利的涤棉价差将进一步刺激涤纶长丝的需求增长。棉花、涤纶长丝和粘胶作为纺织原料,彼此之间存在着替代效应。目前棉花价格为 15105 元/吨,粘胶纤维接近 16000 元/吨,而涤纶长丝价格仅为 7694 元/吨,存在明显的价差优势。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 10: 涤棉价差上高位,涤纶长丝需求有望进一步增长



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究部

行业龙头频频聚首,全面开始价格协同,涤纶长丝价格有望迎来上涨周期。6月底到7月底,行业龙头多次举行会议,探讨三大子行业 POY、FDY、DTY 的行情,并达成统一定价共识。并在 7 月 27 日的 DTY 行情分析上,达成共识: 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。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 11：2016 年 7 月涤纶长丝行业会议

时间	与会企业	会议成果
6 月 27 日	桐昆、恒逸、双兔、新凤鸣	POY 行业会议，四方统一定价
7 月 11 日	双兔/恒逸、新凤鸣/桐昆、申久	POY 行业会议：POY 基本没有下跌空间
7 月 18 日	桐昆、新凤鸣、双兔、申久、长乐等及下游代表	POY 行业分析会，POY 将继续推行“小步漫涨、气氛拉长”
7 月 21 日	桐昆、新凤鸣、盛虹、新民、荣盛、亿丰、恒逸、南方等	分析当前 G20 环境之下 FDY 行业的情况和操盘建议
7 月 27 日	恒力、桐昆、新凤鸣、恒逸、荣盛、兴惠、盛虹	DTY 行情研讨会，DTY 提价

资料来源：中国银河证券研究部整理

#### （四）G20 停产催化价差，桐昆股份受益最大

G20 期间桐昆基本满负荷生产，将极大受益于价差扩大。8 月中旬开始，有三分之一的产能将全部停产 20 天，另外有五分之二的产能将降低负荷。目前主流厂家的库存水平保持低位，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。在行业近三分之一产能停产 20 天期间，桐昆的涤纶长丝基本满负荷生产，PTA 停产检修，石化业务检修 18 天。目前，涤纶长丝价格上涨趋势已现，预计 G20 期间和之后一两个月价差还会扩大，公司能持续受益。

规模优势明显，率先受益于行业景气回升。桐昆股份是国内产能、产量、销量最大的涤纶长丝制造企业，2001-2015 年公司连续 15 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一。目前国内市场的占有率超过 13%，国际市场的占有率超过 8%。以公司目前 380 万吨的销售量来看，价差每扩大 100 元，其业绩弹性在 0.3 元。

延伸上下游，拓展产业链，增强抗风险和盈利能力。嘉兴石化年产 120 万吨 PTA 项目的建成投产，构建 PTA——聚酯——纺丝——加弹一条龙的生产、销售格局，一方面增强了企业的整体综合实力，另一方面，公司的原料 PTA 采购于全资子公司嘉兴石化，运距短、成本低且供应稳定，与其他外购 PTA 的涤纶长丝企业相比，公司拥有更强的成本优势。此外，公司积极试点互联网金融，借助于公司坚实的化纤产业基础、密集的国内外客户网络，庞大的客户群体及较强的行业影响力等优势，促进企业进行产业升级，拓展企业的盈利空间，同时更好地服务于客户。

#### （五）投资建议

作为涤纶长丝行业龙头，受益于行业反转，价格协同和 G20 催化作用。我们预计公司 2016-2017 年归属于母公司净利润分别为 9 亿元和 15 亿元，对应 EPS 分别为 0.73 元、1.22 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、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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

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