



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 供应偏紧，涤纶长丝盈利处于上升通道

——桐昆股份（601233）调研简报

2016年11月29日

强烈推荐/维持

桐昆股份

调研简报

### 报告摘要：

近期涤纶长丝行业订单充足，以桐昆股份为代表的涤纶长丝企业开工率上升，产销两旺。涤纶长丝需求的增长推动其价格上涨，部分产品价格较年初涨幅超过20%。目前涤纶长丝企业处于一年中盈利最好的时期。

- ◆ **过去两年涤纶长丝行业产能结构调整成效显著。**2015年以来涤纶长丝扩产步伐有所放缓，同时生产效率较低的切片法产能陆续被淘汰，行业的开工率稳步回升。目前我国涤纶长丝总产能约3600万吨，预计今年全年我国涤纶长丝产量有望达到3150万吨，较2015年增加约200万吨。据测算，预计2016年涤纶长丝行业整体开工率在85%-90%左右。
- ◆ **行业龙头规模优势显现，涤纶长丝行业市场集中度不断上升。**2012年行业前5大公司的市场份额为32.2%，到2015年上升至39%。其中桐昆股份目前已经具备400万吨/年的涤纶长丝生产能力，预计今年产量在360-380万吨之间，占据约12%的市场份额。
- ◆ **上游原料PTA供应充裕，涤纶长丝盈利能力震荡向上。**国内PTA产能充裕，PTA价格在底部徘徊，使得涤纶长丝行业成本压力减轻。通过价差分析，我们看到2016年3季度以来，涤纶长丝进入持续盈利区间，目前POY产品吨净利润约400-500元。
- ◆ **公司坚持一体化战略，力争更大市场份额。**桐昆股份目前具备PTA产能180万吨，聚酯聚合产能约350万吨，涤纶长丝产能约400万吨。形成PTA、聚酯、纺丝、加弹上下游一体化的涤纶长丝全产业链。

**盈利预测及估值：**桐昆股份作为细分行业龙头，在行业景气上行周期中有望实现业绩大幅增长。预计公司2016-2018年EPS分别为0.70元，0.84元和0.91元。当前股价对应PE分别为20.1倍、16.7倍和15.4倍。我们预计公司4季度业绩有望实现环比大幅增长，给予公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	25,095	21,754	23,944	27,255	30,690
增长率(%)	13.4%	-13.3%	10.1%	13.8%	12.6%
净利润(百万元)	129.8	119.9	858.9	1,035.8	1,124.2
增长率(%)	31.2%	-7.6%	616.1%	20.6%	8.5%
净资产收益率(%)	1.6%	1.7%	10.9%	12.0%	11.9%
每股收益(元)	0.12	0.12	0.70	0.84	0.91
PE	117.0	117.0	20.1	16.7	15.4
PB	2.0	1.9	1.6	1.4	1.3

### 梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

### 交易数据

52周股价区间(元)	9.16-15.43
总市值(亿元)	169.14
流通市值(亿元)	132.3
总股本/流通A股(万股)	123194/96360
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.37

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 过去两年涤纶长丝行业产能结构调整成效显著 .....	3
2. 行业龙头规模优势显现，涤纶长丝行业市场集中度不断上升 .....	4
3. 上游原料 PTA 供应充裕，涤纶长丝盈利能力震荡向上 .....	5
4. 公司坚持一体化战略，力争更大市场份额 .....	6
5. 盈利预测及估值 .....	6

## 表格目录

表 1: 2016 年涤纶长丝新增产能一览表 .....	3
表 2: 涤纶长丝行业前十大公司产能情况 .....	4
表 3: 公司盈利预测表 .....	7

## 插图目录

图 1: 我国涤纶长丝产能和产量 .....	3
图 2: 涤纶长丝产量增长，行业集中度上升 .....	4
图 3: 涤纶长丝 FDY 价格较年初涨幅超 20% .....	4
图 4: 涤纶长丝 POY 产品吨净利润在 400-500 元左右 .....	5
图 5: 桐昆股份单季度收入及营业利润率走势 .....	6
图 6: 桐昆股份毛利率走势 .....	6

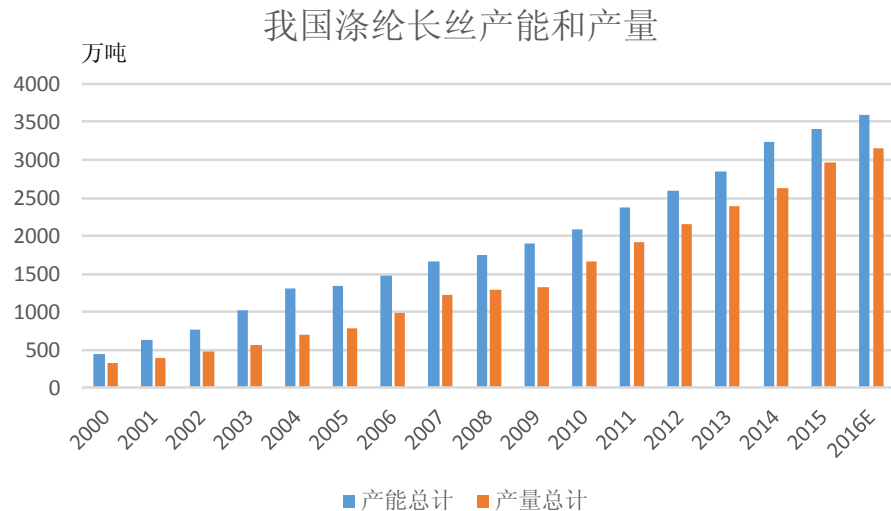
## 1. 过去两年涤纶长丝行业产能结构调整成效显著

涤纶长丝生产工艺分为熔体直纺法和切片法。其中熔体直纺法中间环节少、能耗低, 是当前的主流工艺, 切片法由于生产成本低, 产品质量稳定性不佳, 被逐步淘汰。目前我国涤纶长丝总产能约 3600 万吨, 其中切片法产能 700-800 万吨, 占总产能的比重约 20%, 较前几年大幅降低。行业生产效率明显提升。

2015 年以来涤纶长丝扩产步伐有所放缓, 且新增产能主要集中在几家大厂之间。据估算, 2016 年我国新增涤纶长丝产能约 188 万吨, 新增产能数量小于 2015 年, 其中 50 万吨来自行业龙头桐昆股份, 另外行业规模第二大的新凤鸣新增产能 30 万吨。

统计数据显示, 截至 2016 年 6 月底。今年 1-6 月我国涤纶长丝总产量约 1489 万吨, 同比增长 6.5%。预计今年全年我国涤纶长丝产量有望达到 3150 万吨, 较 2015 年增加约 200 万吨。据测算, 预计 2016 年涤纶长丝行业整体开工率在 85%-90% 左右, 较前两年有所提升。

图 1: 我国涤纶长丝产能和产量



资料来源: 中国化纤工业协会, 东兴证券研究所

表 1: 2016 年涤纶长丝新增产能一览表

企业名称	产能 (万/吨)	计划投产时间	产品
桐昆恒腾	50	2016.2.14 (已正常运行)	二期项目、涤纶长丝 POY
新凤鸣中盈	30	2016.4 (已正常运行)	二期项目、涤纶长丝 POY
江苏立新	10	2016.3.3 (已正常运行)	阳离子 POY、FDY
泗阳海欣	50	2016.6 (已正常运行)	POY+FDY、预先投产 25 万吨

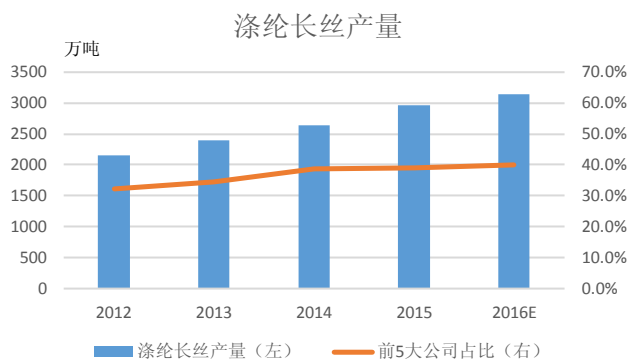
江苏立新化纤科技	8	2016.5 (已正常运行)	涤纶长丝差别化纤维
福建经纬	20	2016 年下半年	涤纶长丝差别化纤维(POY 和 FDY 各半)
福建山力	20	2016 年下半年	涤纶长丝差别化纤维(POY 和 FDY 各半)
合计	188		

资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

## 2. 行业龙头规模优势显现, 涤纶长丝行业市场集中度不断上升

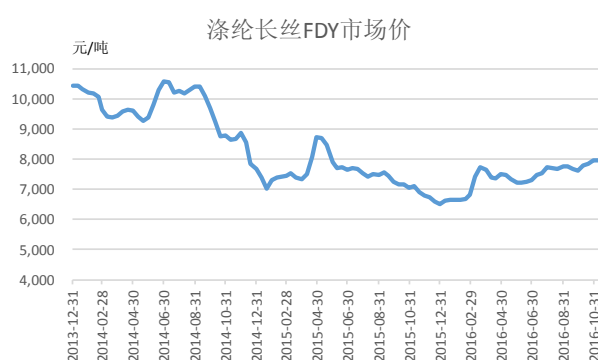
涤纶长丝行业上一轮景气高点出现在 2010 至 2011 年, 随后行业进入了低谷期, 企业盈利下降, 行业也出现分化。在 2012 至 2015 年龙头企业加快了扩产的步伐, 桐昆股份、新凤鸣、恒逸、盛虹、恒力等公司的市场份额稳步提升。2012 年行业前 5 大公司的市场份额为 32.2%, 到 2015 年上升至 39%。其中桐昆股份目前已经具备 400 万吨/年的涤纶长丝生产能力, 预计今年产量在 360-380 万吨之间, 占据约 12% 的市场份额。

图 2: 涤纶长丝产量增长, 行业集中度上升



资料来源: 中国化纤工业协会, 东兴证券研究所

图 3: 涤纶长丝 FDY 价格较年初涨幅超 20%



资料来源: Wind, 东兴证券研究所 (注: 产品规格为 FDY150D/96F)

表 2: 涤纶长丝行业前十大公司产能情况

公司	产能 (万吨)	产能占比
桐乡桐昆集团	400	11.1%
浙江新凤鸣	275	7.6%
萧山恒逸	165	4.6%
江苏盛虹化纤	165	4.6%
江苏恒力集团	160	4.4%
福建百宏实业	128	3.6%

浙江双兔化纤	100	2.8%
浙江荣盛化纤	100	2.8%
绍兴天圣化纤	90	2.5%
萧山翔盛化纤	76	2.1%
合计	1659	46.1%

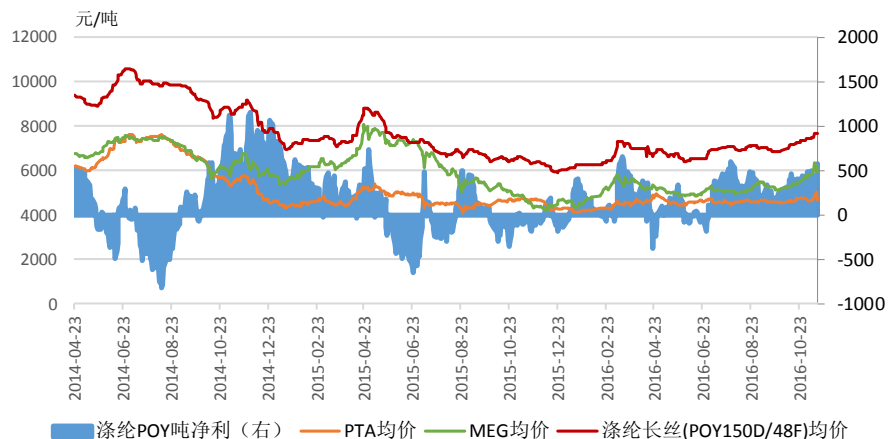
资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

### 3. 上游原料 PTA 供应充裕, 涤纶长丝盈利能力震荡向上

涤纶长丝主要原料为 PTA (精对苯二甲酸) 和 MEG (乙二醇), 原料成本约占涤纶长丝生产成本的 85% 左右。原材料价格的大幅波动, 对涤纶长丝价格产生显著影响。2014 年以来, 我国 PTA 行业长期处于产能过剩状态, PTA 价格从 7000-7500 元/吨区间下滑至 4500-5000 元/吨区间。同期, MEG 价格围绕 6000 元/吨为中枢波动。涤纶长丝 (以 POY 产品为例) 吨净利润水平在过去几年中波动较大。通过价差分析, 我们看到 2016 年 3 季度以来, 涤纶长丝进入持续盈利区间, 目前 POY 产品吨净利润约 400-500 元。

市场调研显示, 目前涤纶长丝企业订单充足, 产品库存低。因此我们预计涤纶长丝行业有望在未来 1、2 个季度内依然维持较高的盈利水平。

图 4: 涤纶长丝 POY 产品吨净利润在 400-500 元左右



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

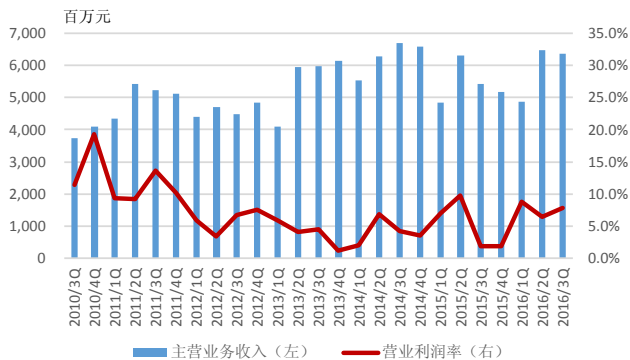
涤纶长丝非原料成本与设备、生产工艺、生产规模、企业管理等因素相关。桐昆股份作为国内规模最大的涤纶长丝生产商, 拥有行业最先进的生产设备, 在生产工艺、生产规模等方面也具有明显优势。据了解, 桐昆股份 POY 产品的非原料成本在 600-800 元/吨, 比行业平均水平低 100-200 元/吨。由于涤纶长丝行业本身利润率较低, 因此桐昆股份的成本优势使得公司在竞争中处于非常有利的地位。

## 4. 公司坚持一体化战略, 力争更大市场份额

桐昆股份目前具备 PTA 产能 180 万吨, 聚酯聚合产能约 350 万吨, 涤纶长丝产能约 400 万吨。形成 PTA、聚酯、纺丝、加弹上下游一体化的涤纶长丝全产业链。公司计划在 2017 年下半年投产 PTA 二期项目, 新增 PTA 产能约 220 万吨, 届时公司涤纶长丝业务的 PTA 自给率将从目前的 70% 左右上升到 100%。此外, 公司第一大股东桐昆控股参股了舟山炼化项目, 为公司将来 PX 原料的采购提供了保障。公司一体化战略正在有序推进。

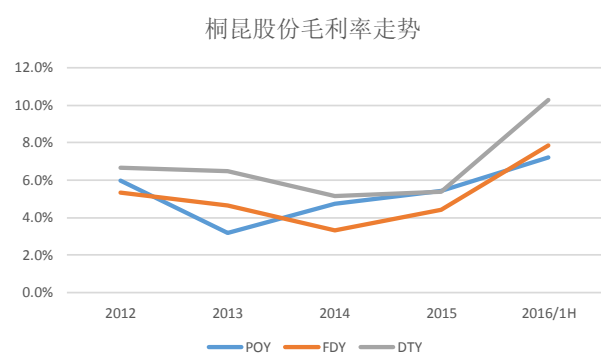
目前桐昆股份在涤纶长丝市场占有率约 12% 左右, 公司计划到十三五末期, 将占有率提升至 16% 左右。届时公司长丝产能从 400 万吨, 增长至约 550 万吨, 行业龙头地位将更加稳固。

图 5: 桐昆股份单季度收入及营业利润率走势



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 桐昆股份毛利率走势



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 5. 盈利预测及估值

在 2001-2015 年期间, 桐昆股份连续 15 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一, 国内市场的占有率超过 12%。公司依托持续的技术改进和产业链配套建设实现了生产效率的提升和规模扩张。2012-2015 年, 我国涤纶长丝行业经历了一段低谷期, 进入 2016 年后下游需求的增长以及新增产能的减少使得涤纶长丝行业的开工率上升, 产品价格稳步走高, 产品毛利率较去年增长明显。桐昆股份作为细分行业龙头, 在行业景气上行周期中有望实现业绩大幅增长。

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.70 元, 0.84 元和 0.91 元。当前股价对应 PE 分别为 20.1 倍, 16.7 倍和 15.4 倍。我们预计公司 4 季度业绩有望实现环比大幅增长, 给予公司“强烈推荐”评级。

**表 3: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	4368	5253	5431	6040	6688	<b>营业收入</b>	25095	21754	23944	27255	30690
货币资金	606	1418	1556	1772	1995	<b>营业成本</b>	24032	20605	22162	25158	28389
应收账款	206	170	197	224	252	营业税金及附加	17	13	72	82	92
其他应收款	22	94	103	118	132	营业费用	61	74	81	93	104
预付款项	319	145	189	239	296	管理费用	616	668	599	681	767
存货	1807	2097	2064	2343	2644	财务费用	291	297	200	214	209
其他流动资产	951	1157	1157	1157	1157	资产减值损失	3.83	3.18	16.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	9389	9852	10705	10849	10903	公允价值变动收益	4.15	5.49	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	10	550	550	550	投资净收益	21.64	-46.23	75.00	80.00	90.00
固定资产	8608.74	8074.73	8171.86	8564.98	8668.11	<b>营业利润</b>	101	53	889	1103	1213
无形资产	491	491	442	392	343	营业外收入	149.47	170.76	200.00	200.00	200.00
其他非流动资产	0	36	0	0	0	营业外支出	63.46	72.39	15.00	8.00	8.00
<b>资产总计</b>	13757	15105	16136	16889	17590	<b>利润总额</b>	187	151	1074	1295	1405
<b>流动负债合计</b>	5419	6698	6457	6233	5991	所得税	57	31	215	259	281
短期借款	2828	3797	3668	3047	2375	<b>净利润</b>	130	120	859	1036	1124
应付账款	1944	1502	1518	1723	1944	少数股东损益	18	5	0	0	0
预收款项	106	84	144	212	289	归属母公司净利润	112	115	859	1036	1124
一年内到期的非	10	121	121	121	121	EBITDA	1711	1750	2241	2673	2868
<b>非流动负债合计</b>	1455	1427	1785	1985	2085	<b>BPS (元)</b>	0.12	0.12	0.70	0.84	0.91
长期借款	119	90	490	690	790	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1293	1295	1295	1295	1295		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	6874	8125	8242	8218	8076	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	52	35	35	35	35	营业收入增长	13.4%	-13.3%	10.07%	13.83%	12.60%
实收资本 (或股	964	964	1232	1232	1232	营业利润增长	41.0%	-19.1%	1588.47%	24.09%	10.02%
资本公积	2795	2827	2827	2827	2827	归属于母公司净利润	55.5%	3.0%	645.57%	20.59%	8.54%
未分配利润	2771	2847	3276	3794	4356	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	6831	6945	7859	8636	9479	毛利率 (%)	4%	5%	7%	8%	7%
<b>负债和所有者权</b>	13757	15105	16136	16889	17590	净利率 (%)	1%	1%	4%	4%	4%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	3.82%		1%	1%	5%
	单位: 百万元					ROE (%)	2%	2%	11%	12%	12%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	3591	1565	2031	2534	2701	资产负债率 (%)	50%	54%	51%	49%	46%
净利润	130	120	859	1036	1124	流动比率	0.81	0.78	0.84	0.97	1.12
折旧摊销	1320.07	1400.01	0.00	1355.93	1445.93	速动比率	0.47	0.47	0.52	0.59	0.67
财务费用	291	297	200	214	209	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	16	205	221	总资产周转率	1.72	1.51	1.53	1.65	1.78
预收账款增加	0	0	60	68	77	应收账款周转率	138	116	130	130	129
<b>投资活动现金流</b>	-1958	-1701	-1938	-1425	-1415	应付账款周转率	11.94	12.63	15.86	16.82	16.74
公允价值变动收	4	5	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
长期股权投资减	10	10	550	550	550	每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.12	0.70	0.84	0.91
投资收益	22	-46	75	80	90	每股净现金流 (最新	-0.26	0.08	0.11	0.17	0.18
<b>筹资活动现金流</b>	-1888	209	45	-893	-1062	每股净资产 (最新摊	7.09	7.21	6.38	7.01	7.69
应付债券增加	2828	3797	3668	3047	2375	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	119	90	490	690	790	P/E	117.00	117.00	20.14	16.70	15.39
普通股增加	0	0	268	0	0	P/B	1.98	1.95	2.20	2.00	1.82
资本公积增加	-3	32	0	0	0	EV/EBITDA	10.03	9.95	9.51	7.74	6.93
<b>现金净增加额</b>	-255	73	138	215	223						

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。