

FDY 下半年景气，涤纶长丝盈利再超预期 推荐 维持评级

分析师：裘孝锋 ✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王 强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

1. 事件

纺织行业进入了季节性的行情，每年的8月份到11月份都有一个季节性的密集成交的行情，涤纶长丝最受益于纺织行业的景气；特别是FDY价格2个月来上涨约15%，为此我们近期对桐昆股份又进行了调研。

2. 我们的分析与判断

（一）、涤纶长丝受益纺织行业旺季景气，FDY下半年开始景气

纺织行业确实进入了季节性的行情。每年的8月份到11月份都有一个季节性的密集成交的行情，从今年的情况来看，也不例外。纺织行业的景气情况从柯桥外贸景气指数的走势也可以看出来，外贸景气指数在5月份已经筑底。而且从历史的走势来看，确实也吻合。

涤纶长丝最受益于纺织行业的景气。棉花、粘胶等价格的大幅波动使得下游企业面临的经营风险加剧，使得其生产向涤纶长丝方向转移，这一点从分散染料的销售形势好于活性染料也可以看出。

图 1：中国轻纺城面料日总成交量

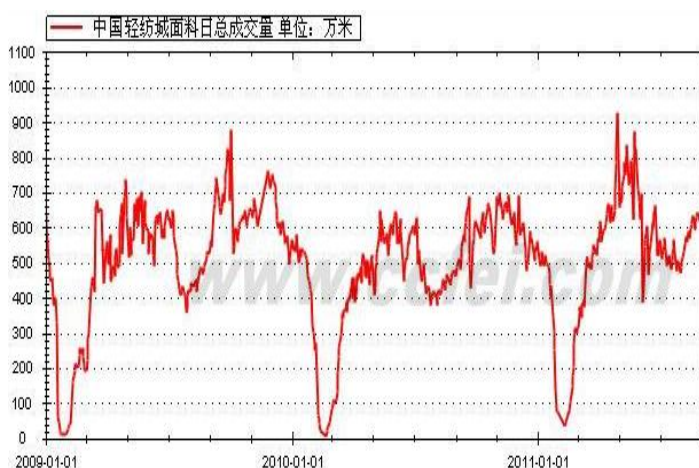
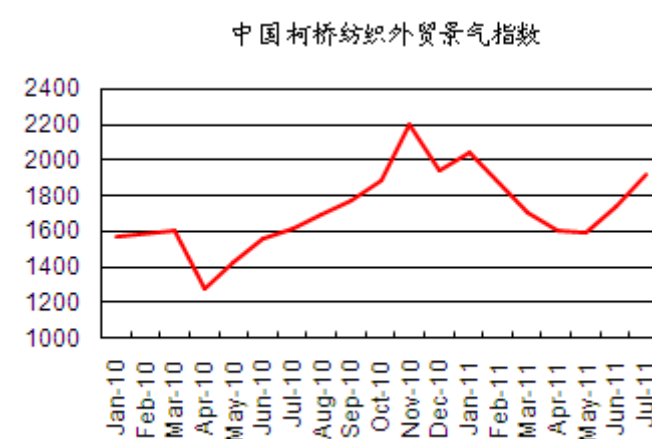


图 2：中国柯桥纺织外贸景气指数



资料来源：中国银河证券研究部

今年以来，POY 全年一直都比较好，DTY 是上半年比较好、下半年略有下行一些，FDY 则是上半年比较一般，下半年景气。

图 3: 涤纶长丝价格走势

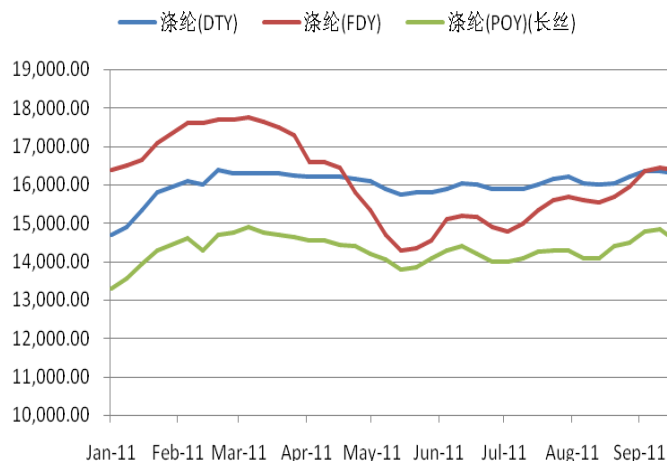
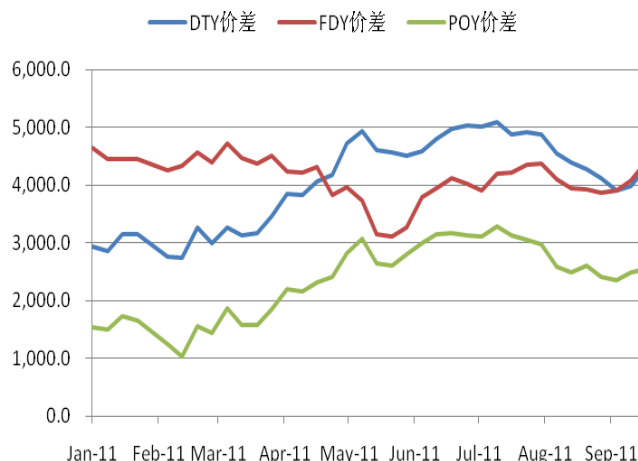


图 4: 涤纶长丝价差走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

我们认为, 一方面是三个产品的下游需求结构有关。POY 一般无法直接使用, 必须经延伸假捻(拉伸变形)draw-texturing 加工成零利纱(wooly yarn), 或伸缩丝, 高弹丝而使用于丝织(weaving)用途, 或加工成定形纱(set yarn), 低弹丝而使用于针织用途; DTY 低弹丝及 FDY 均可供针织织造面料使用, 二者之区别在于使用 DTY 之面料较膨松, 而 FDY 则较紧密厚实。因此 POY 一般是 DTY 的原丝, 和复合丝及其他面料的原料; DTY 现常用来织高档的女装衬布, 在夏秋服装中用得相对多一些; FDY 常用来织箱包布或男装领衬, 在冬装中用得相对多一些。

图 5: 涤纶长丝产品的不同性能

名称	产品标准	定义	产品特性	主要用途
POY	FZ/T 54003-2004	经高速纺丝获得的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的化纤长丝	具有强度高、丝筒成形好、产品均匀性好的特点, 使得产品在后加工时加工速度快、断头率低、退绕完全、消耗小、染色均匀。	适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝、缝纫线, 用于生产各种仿丝、仿毛类服装面料, 织造沙发面料、窗帘和汽车内部装饰布等, 其织物悬垂性好、手感丰满、细腻。
DTY	GB/T 14460-2008	利用 POY 做原丝, 进行拉伸和假捻变形加工制成的化纤长丝。	具有一定的弹性及收缩性	是针织(纬编、经编)或机织加工的理想原料, 适宜制作服装面料(如西装、衬衫)、床上用品(如被面、床罩、蚊帐)及装饰用品(如窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布)等。
FDY	GB/T 8960-2008	利用 POY 纺丝拉伸进一步制成的化纤长丝	具有强度高、丝筒成形好、染色均匀的特点, 使产品在后加工时断头率低、退绕完全、消耗小、织物疵点少、染色均匀。	适用于机织和针织加工, 生产网眼布、涤塔夫、牛津布、雪克、西装里料、鞋用材料, 并可用于生产各种绒类织物、雨披、伞面以及包覆纱等。

资料来源: 中国银河证券研究部

(二)、上半年 FDY 表现较弱受产能集中投放影响，下半年投放少

2010 年新增涤纶长丝产能约 145 万吨,较 2009 年底 1900 万吨的产能增长了约 7.6%; 2011 年新增涤纶长丝产能约 290 万吨,较 2010 年产能将增长约 14%,但仍低于近年来下游需求的平均增速;产能投放在四季度较集中,四季度新增产能约 110 万吨,而三季度则没有大的新增产能投放。

今年上半年新增的产能投放中,FDY 占了多数,受短时间的产能集中投放的影响,上半年 FDY 表现较弱;下半年进入 FDY 的需求旺季,再加上下半年新增产能投放少,FDY 迎来一波较长的景气行情。

表 1: 2011 年我国涤纶长丝新增产能投放情况

厂家	产地	新增产能(万吨)	投放时间	产品结构
吴江恒力	江苏吴江	20	2011 年 1 月	20 万吨 FDY 和 POY
新民科技	江苏吴江	20	2011 年 1 月	20 万吨 FDY 和 POY
宿迁恒力	江苏宿迁	20	2011 年 4 月	20 万吨 FDY 和 POY
新凤鸣	浙江桐乡	20	2011 年 4 月	20 万吨长丝
欣欣化纤	江苏张家港	15	2011 年 4 月	15 万吨 FDY
桐昆集团	浙江桐乡	30	2011 年 6 月	30 万吨 FDY
常熟恒意	江苏常熟	16	2011 年上半年	16 万吨 FDY
天圣化纤	浙江绍兴	40	2011 年 7 月	40 万吨差别化长丝
盛虹化纤	江苏吴江	50	2011 年底	40 万吨(FDY 和 POY 各 20 万吨)
盛泽立新	江苏吴江	20	2011 年底	20 万吨 FDY 和 POY
龙栖湾化纤	辽宁锦州	40	2011 年底	40 万吨差别化长丝
合计		291		

资料来源: 中国银河证券研究部

(三)、桐昆股份: 业绩续超市场预期

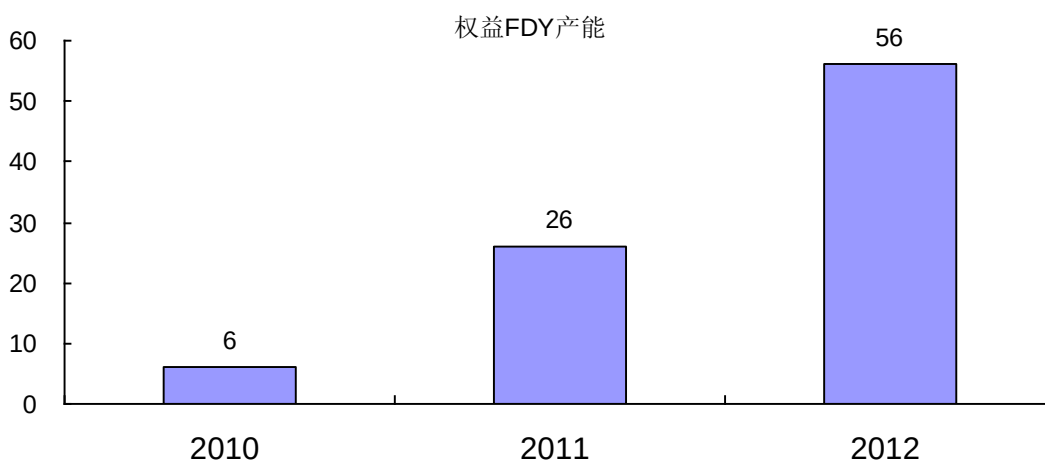
公司是国内最大的涤纶长丝供应商,连续十年国内涤纶长丝销量第一,2010 年销量占国内约 9.4%。截至 2010 年末公司产能已达到 135 万吨(其中 80 万吨 POY、27 万吨 DTY、28 万吨 FDY),拥有 POY、FDY、DTY 等多个系列的近百个品种,差别化率达 52%;30 万吨 FDY 差别化纤维项目下半年投产,恒嘉 27 万吨 FDY 差别化纤维明年底投产,而长兴恒腾 40 万吨低碳差别化纤维项目目前尚处于前期阶段,我们预计要到 2013 年才能投产;这样,公司将稳固全球最大的涤纶长丝制造商的地位,并保持国内市场占有率的稳中有升。

公司 POY 占 60%以上,POY 今年以来一直比较好,DTY 上半年好、9 月略有下来,FDY 下半年好,8 月份 PX 推动 PTA 价格上涨行情基本结束。从目前的状况来看,我们预计公司 7 月份单月经营状况好于 6 月份、8 月份业绩公司受益 7 月份的 PTA 抄底而也将不逊于 7 月份,9 月上半月稍低一些,预计将介于 5-6 月之间;总体来看,我们预计三季度单季度归属母公司净利润在 4 亿以上,摊薄后业绩将在 4 毛以上,将再超市场的普遍预期,基本符合我们的预期。

(四)、新民科技：受益 FDY 景气来临

2010 年公司具有 FDY8.2 万吨，由持股 75%的两家企业吴江新民高纤有限公司和吴江新民化纤有限公司生产，即公司权益产能为 6 万吨。公司开始大幅扩张 FDY 的产能，其中 2011 年预计增加权益产能 20 万吨，2012 年增加权益产能 30 万吨，20 万吨产能预计将在 2011 年 9 月份全部投产。30 万吨产能预计在 2012 年 2 季度以后陆续投产。公司权益产能从目前的 6 万吨将增加到 2012 的 56 万吨，产能增加 9 倍。随着公司未来两年 50 万吨涤纶 FDY 长丝的投产，公司将转型为国内差别化 FDY 企业的龙头。

图 6：新民科技权益 FDY 产能



资料来源：中国银河证券研究部

公司一季度赚了 0.076 元，二季度赚了 0.01 元，二季度的业绩比市场预期低很多，我们认为主要是三方面原因：第一、二季度 FDY 价格受新增产能影响，价格回落较为明显；第二，公司二季度投产了 20 万吨聚酯项目，为项目投产公司采购了大量的 PTA 和乙二醇，一季报末公司的存货是 3.6 亿元，而年初只有 1.8 个亿，二季度刚好是涤纶长丝、PTA 和乙二醇价格大幅回落的阶段；第三、管理费用和销售费用上升也有一部分。

下半年是 FDY 需求好的季节，近期 FDY 价格明显回升，FDY 的盈利趋势出现了明显的好转，吨毛利达到了 2000 元；公司权益产能快速增长，从 2010 年的 6 万吨增长到 2011 年的 26 万吨到 2012 年的 56 万吨，公司的盈利将出现快速的增长。

3. 投资建议

我们维持桐昆股份最新上调的 2011-2013 年 1.29、1.55 和 1.81 元的盈利预测，维持推荐评级。

我们预计新民科技 2011-2013 年的业绩分别为 0.33、0.88 和 1.09 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。

袁孝锋、王强，石油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

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 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn