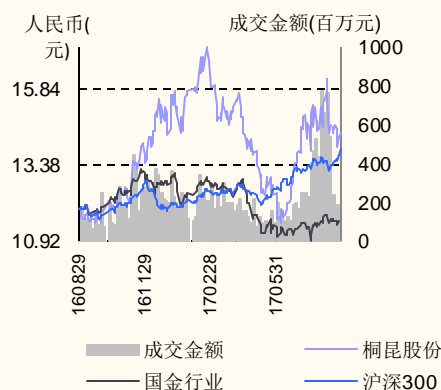


市场价格(人民币): 14.44元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 1,205.10 |
| 总市值(百万元) | 17,789.16 |
| 年内股价最高最低(元) | 17.20/11.49 |
| 沪深300指数 | 3842.71 |
| 上证指数 | 3362.65 |



相关报告

1. 《化工行业龙头系列深度报告: 桐昆股份——涤纶长丝景气度回升, 打...》, 2017.6.27

郭一凡 分析师 SAC 执业编号: S1130517050005
(8621)60230247
guoyf@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈斌 联系人
Chenbc2@gjzq.com.cn

何雄 联系人
hexiong@gjzq.com.cn

桐昆股份: 上半年净利润同比增长 77%, 三季度业绩有望环比大幅提升

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.120 | 0.919 | 1.254 | 1.443 | 1.676 |
| 每股净资产(元) | 7.21 | 8.91 | 10.06 | 11.41 | 12.98 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.62 | 2.47 | 1.99 | 2.51 | 2.90 |
| 市盈率(倍) | 109.99 | 15.63 | 11.51 | 10.01 | 8.62 |
| 行业优化市盈率(倍) | 22.66 | 22.66 | 22.66 | 22.66 | 22.66 |
| 净利润增长率(%) | 3.00% | 882.73% | 36.50% | 15.00% | 16.17% |
| 净资产收益率(%) | 1.66% | 10.32% | 12.47% | 12.65% | 12.91% |
| 总股本(百万股) | 963.60 | 1,231.94 | 1,231.94 | 1,231.94 | 1,231.94 |

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

■ 公司 2017 年上半年实现营业收入 146 亿元, 同比增长 28.79%; 实现归母净利润 6.2 亿元, 同比增长 77.49%。净利润的大幅提升主要得益于聚酯涤纶行业高景气度, 公司作为龙头企业效益大幅增长。其中, 二季度公司营收 84.58 亿元, 同比增长 30.57%; 净利润 2.99 亿元, 同比增长 54.72%。

经营分析

■ 涤纶产业链维持高景气度, 上半年公司涤纶长丝产品量价齐升。公司上半年营收同比显著增长 28.79%, 其中 POY 销售 124.81 万吨, 同比增长 11.04%, 营收同比增长 35.82%, FDY 销售 31.02 万吨, 同比增长 39.3%, 营收同比增长 20.21%, DTY 销售 23.41 万吨, 营收同比增长 44.19%。业绩增长主要归功于涤纶产业链的高景气度, 海外发达经济体复苏及人民币贬值带动纺织服装下游出口的回稳复苏, 国内消费也继续保持强劲, 带动下游需求增长明显。上半年涤纶长丝 FDY 价差 1849 元/吨, 比去年同期增长 13.2%; POY 价差 1501 元/吨, 比去年同期增长 41.3%。公司产品量价齐升, 营收与利润均有显著增长。

■ 二季度长丝销量环比大幅增长, 但价格和价差小幅回落。公司产品二季度销量大幅提升至 109 万吨(一季度销量 70 万吨), 其中 POY 环比增长 63.9%。但受企业高库存、油价下跌等因素的影响, 二季度长丝价格和价差有所回落, 二季度 POY 均价 7730 元/吨, 环比下跌 10.2%, 价差 1498 元/吨, 环比下跌 3.9%。PTA 价差也大幅缩窄, 平均价差仅为 275 元/吨。同时, 价格下行带来库存损失以及投资收益的亏损也影响了二季度业绩。

■ “金九银十”需求旺季, 公司三季度业绩有望大幅提升。涤纶长丝需求旺季即将来临, 下游需求有望提升。库存方面, 目前 POY 库存 17.5 天, FDY 与 DTY 库存在 8 天左右, 整体库存已经处于较低位置。价格方面, 17 年 6 月开始, 涤纶长丝价格显著提升, 7 月 POY 均价 8350 元/吨, 平均价差达到 1515 元/吨。8 月份由于淡季, 价差小幅回调, 但中旬已经开始回升, 旺季来临价差有望持续走强。PTA 价差也大幅扩大, 三季度以来平均价差达到 908 元/吨。公司三季度盈利有望超过 5 亿, 环比二季度大幅提升。

■ 收购浙石化股权, 打造涤纶全产业链。10 亿收购浙石化 20% 股权, 炼化项目分两期, 每期规模为 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置, 预计 18 年底投产。投产后, 公司将打通全产业链, 成为一体化龙头, 并将进一步增强公司的盈利能力。

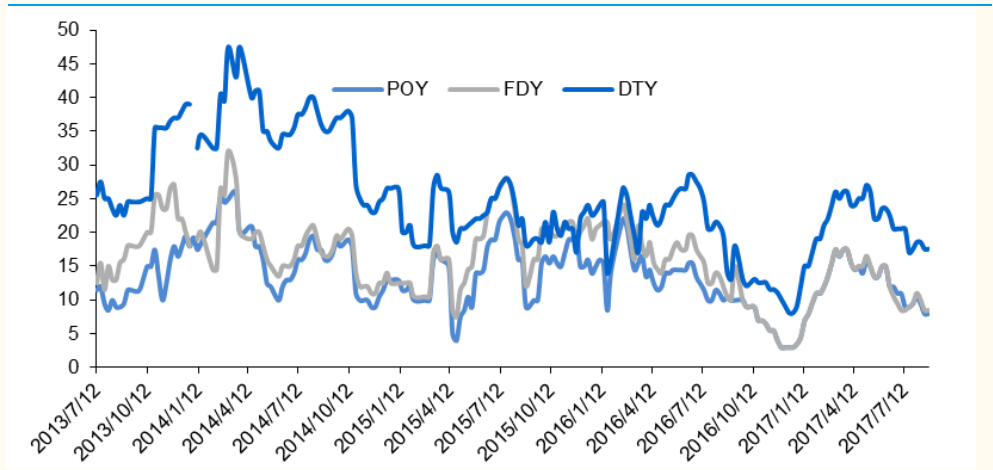
投资建议

- 涤纶长丝供需格局好转，公司行业龙头率先受益；四季度 PTA 新产能投产，190 万吨差别化丝在建，新产能助推盈利增长；注入浙石化，打造全产业链龙头，炼化环节高利润打开未来盈利空间。由于浙石化投产时间存在不确定性，不考虑浙石化利润的情况下，预计 2017-2019 年归母净利润 15.45 亿元，17.77 亿元，20.65 亿元，对应 PE 为 11，10，9 倍；考虑定增，则全面摊薄 EPS 为 1.13，1.35，1.57 元/股，对应 PE 为 12，11，9 倍。给予买入评级，目标价 18 元。

风险提示

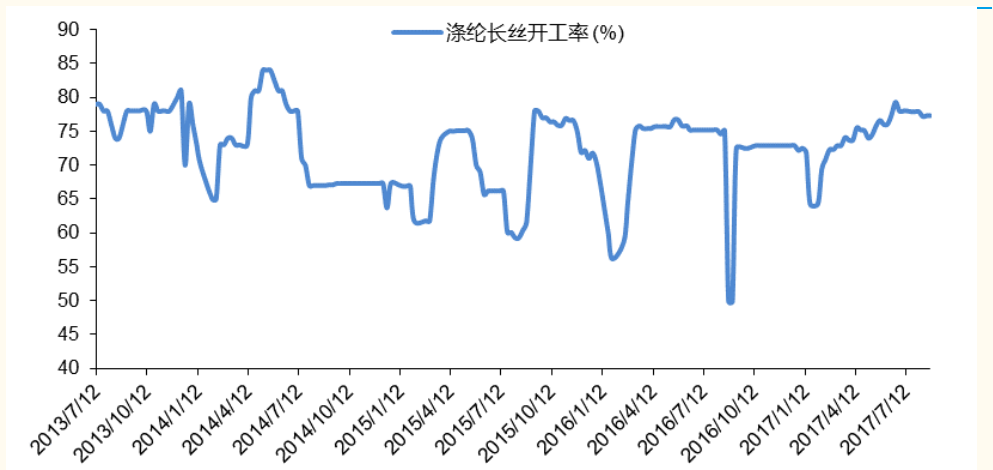
油价大幅下跌，行业需求疲软，新增产能超预期投产

图表 1: 涤纶长丝库存天数已降至低位



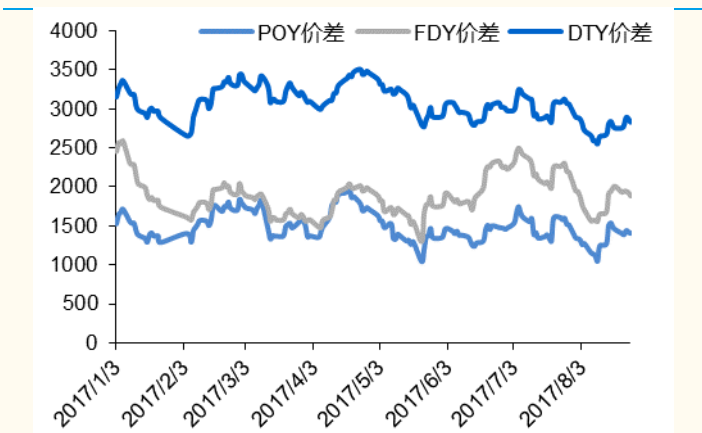
来源: 中纤网, 国金证券研究所

图表 2: 涤纶长丝开工率提升



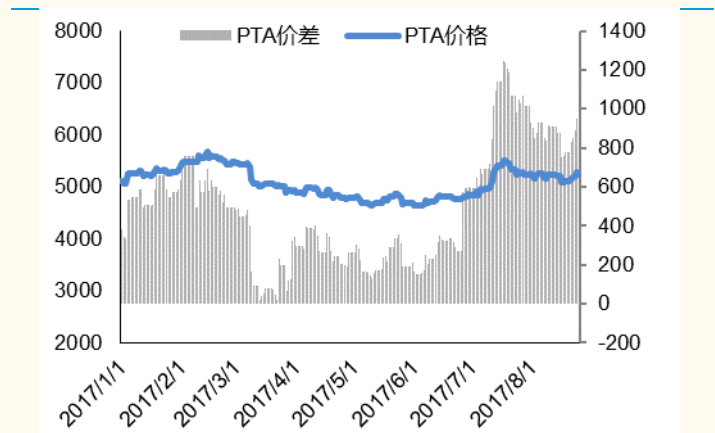
来源: 中纤网, 国金证券研究所

图表 3: 涤纶长丝价格价差增长



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表 4: PTA 价格价差增长



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 25,095 | 21,754 | 25,582 | 30,476 | 35,391 | 42,101 |
| 增长率 | | -13.3% | 17.6% | 19.1% | 16.1% | 19.0% |
| 主营业务成本 | -24,032 | -20,605 | -23,326 | -27,634 | -32,116 | -38,146 |
| %销售收入 | 95.8% | 94.7% | 91.2% | 90.7% | 90.7% | 90.6% |
| 毛利 | 1,063 | 1,149 | 2,255 | 2,842 | 3,276 | 3,956 |
| %销售收入 | 4.2% | 5.3% | 8.8% | 9.3% | 9.3% | 9.4% |
| 营业税金及附加 | -17 | -13 | -62 | -61 | -71 | -101 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 营业费用 | -61 | -74 | -91 | -101 | -117 | -139 |
| %销售收入 | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 管理费用 | -616 | -668 | -592 | -610 | -708 | -989 |
| %销售收入 | 2.5% | 3.1% | 2.3% | 2.0% | 2.0% | 2.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 369 | 394 | 1,510 | 2,071 | 2,380 | 2,727 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.8% | 5.9% | 6.8% | 6.7% | 6.5% |
| 财务费用 | -291 | -297 | -181 | -177 | -196 | -183 |
| %销售收入 | 1.2% | 1.4% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.4% |
| 资产减值损失 | -4 | -3 | -26 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 4 | 5 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 22 | -46 | 58 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 11.6% | n.a | 4.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 101 | 53 | 1,355 | 1,894 | 2,184 | 2,543 |
| 营业利润率 | 0.4% | 0.2% | 5.3% | 6.2% | 6.2% | 6.0% |
| 营业外收支 | 86 | 98 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 税前利润 | 187 | 151 | 1,404 | 1,944 | 2,234 | 2,593 |
| 利润率 | 0.7% | 0.7% | 5.5% | 6.4% | 6.3% | 6.2% |
| 所得税 | -57 | -31 | -262 | -389 | -447 | -519 |
| 所得税率 | 30.5% | 20.6% | 18.6% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 净利润 | 130 | 120 | 1,143 | 1,555 | 1,787 | 2,075 |
| 少数股东损益 | 18 | 5 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 归属于母公司的净利润 | 112 | 115 | 1,132 | 1,545 | 1,777 | 2,065 |
| 净利率 | 0.4% | 0.5% | 4.4% | 5.1% | 5.0% | 4.9% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 130 | 120 | 1,143 | 1,555 | 1,787 | 2,075 |
| 非现金支出 | 856 | 936 | 1,054 | 1,074 | 1,150 | 1,375 |
| 非经营收益 | 249 | 228 | 138 | 160 | 178 | 167 |
| 营运资金变动 | 2,356 | 281 | 706 | -332 | -29 | -42 |
| 经营活动现金净流 | 3,591 | 1,565 | 3,041 | 2,457 | 3,086 | 3,575 |
| 资本开支 | -1,582 | -1,420 | -2,723 | -2,939 | -2,563 | -2,883 |
| 投资 | -39 | -60 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -337 | -221 | -1,485 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -1,958 | -1,701 | -4,209 | -2,939 | -2,563 | -2,883 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 2,959 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -1,400 | 1,197 | -1,365 | 617 | -64 | -273 |
| 其他 | -494 | -1,014 | 376 | -333 | -352 | -341 |
| 筹资活动现金净流 | -1,894 | 183 | 1,970 | 283 | -416 | -613 |
| 现金净流量 | -261 | 47 | 802 | -199 | 107 | 79 |

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 606 | 1,418 | 1,700 | 1,501 | 1,608 | 1,687 |
| 应收款项 | 682 | 412 | 985 | 1,358 | 1,577 | 1,876 |
| 存货 | 1,807 | 2,097 | 2,088 | 2,604 | 3,027 | 3,595 |
| 其他流动资产 | 1,270 | 1,309 | 2,694 | 1,718 | 1,785 | 1,876 |
| 流动资产 | 4,365 | 5,237 | 7,468 | 7,181 | 7,997 | 9,033 |
| %总资产 | 31.7% | 34.7% | 39.3% | 34.8% | 34.9% | 35.4% |
| 长期投资 | 13 | 22 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 固定资产 | 8,872 | 9,288 | 10,841 | 12,731 | 14,195 | 15,754 |
| %总资产 | 64.5% | 61.6% | 57.1% | 61.7% | 62.0% | 61.8% |
| 无形资产 | 491 | 491 | 538 | 538 | 537 | 537 |
| 非流动资产 | 9,389 | 9,852 | 11,533 | 13,448 | 14,912 | 16,470 |
| %总资产 | 68.3% | 65.3% | 60.7% | 65.2% | 65.1% | 64.6% |
| 资产总计 | 13,755 | 15,089 | 19,001 | 20,629 | 22,908 | 25,503 |
| 短期借款 | 2,838 | 3,918 | 1,856 | 2,473 | 2,408 | 2,136 |
| 应付款项 | 2,418 | 2,473 | 3,464 | 3,981 | 4,626 | 5,496 |
| 其他流动负债 | 164 | 307 | 1,182 | 248 | 282 | 328 |
| 流动负债 | 5,419 | 6,698 | 6,502 | 6,702 | 7,317 | 7,960 |
| 长期贷款 | 119 | 90 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 其他长期负债 | 1,336 | 1,337 | 1,340 | 1,337 | 1,337 | 1,337 |
| 负债 | 6,874 | 8,125 | 7,982 | 8,179 | 8,794 | 9,437 |
| 普通股股东权益 | 6,831 | 6,945 | 10,975 | 12,397 | 14,051 | 15,993 |
| 少数股东权益 | 52 | 35 | 43 | 53 | 63 | 73 |
| 负债股东权益合计 | 13,757 | 15,105 | 19,001 | 20,629 | 22,908 | 25,503 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.116 | 0.120 | 0.919 | 1.254 | 1.443 | 1.676 |
| 每股净资产 | 7.089 | 7.208 | 8.909 | 10.063 | 11.406 | 12.982 |
| 每股经营现金净流 | 3.726 | 1.624 | 2.468 | 1.994 | 2.505 | 2.902 |
| 每股股利 | 0.030 | 0.050 | 0.280 | 0.100 | 0.100 | 0.100 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 1.64% | 1.66% | 10.32% | 12.47% | 12.65% | 12.91% |
| 总资产收益率 | 0.81% | 0.76% | 5.96% | 7.49% | 7.76% | 8.10% |
| 投入资本收益率 | 2.31% | 2.55% | 8.59% | 10.13% | 10.60% | 11.11% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 13.36% | -13.31% | 17.60% | 19.13% | 16.13% | 18.96% |
| EBIT 增长率 | 116.02% | 6.61% | 283.48% | 37.17% | 14.91% | 14.55% |
| 净利润增长率 | 55.46% | 3.00% | 882.73% | 36.50% | 15.00% | 16.17% |
| 总资产增长率 | -10.72% | 9.80% | 25.79% | 8.57% | 11.05% | 11.33% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 2.6 | 3.2 | 5.7 | 6.5 | 6.5 | 6.5 |
| 存货周转天数 | 29.0 | 34.6 | 32.7 | 34.4 | 34.4 | 34.4 |
| 应付账款周转天数 | 31.9 | 30.5 | 24.1 | 17.0 | 17.0 | 17.0 |
| 固定资产周转天数 | 125.2 | 135.5 | 127.1 | 111.4 | 104.8 | 98.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 52.93% | 55.66% | 14.46% | 19.35% | 15.86% | 11.74% |
| EBIT 利息保障倍数 | 1.3 | 1.3 | 8.3 | 11.7 | 12.1 | 14.9 |
| 资产负债率 | 49.97% | 53.79% | 42.01% | 39.65% | 38.39% | 37.00% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| 增持 | 0 | 4 | 6 | 6 | 7 |
| 中性 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 3.00 | 2.00 | 1.80 | 1.80 | 1.82 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2017-06-27 | 买入 | 13.47 | 18.00~18.00 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限中国大陆地区使用

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD