

桐昆股份(601233)/化学纤维

H1 业绩略低于预期, 三季度业绩有望环比大涨

评级: 买入(维持)

市场价格: 14.64

目标价格: 20

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

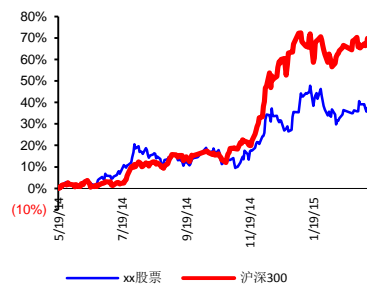
联系人: 李扬

Email: liyang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,232
流通股本(百万股)	1,205
市价(元)	14.64
市值(百万元)	18,036
流通市值(百万元)	17,643

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 Q1 业绩同比大幅增长 106%, 17 年盈利中枢有望达 16 亿元
- 2 业绩符合预期, 17 年涤纶长丝景气有望持续

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,753.68	25,581.57	30,185.58	34,713.42	38,184.76
增长率 yoy%	-13.31%	17.60%	18.00%	15.00%	10.00%
净利润	115.20	1,132.15	1,508.85	1,806.52	2,054.33
增长率 yoy%	3.00%	882.73%	33.27%	19.73%	13.72%
每股收益(元)	0.12	0.92	1.22	1.47	1.67
每股现金流量	1.62	2.47	1.39	2.92	2.74
净资产收益率	1.66%	10.31%	12.43%	12.95%	12.84%
P/E	109.99	15.63	12.16	10.15	8.93
PEG	36.66	0.02	0.37	0.51	0.65
P/B	1.82	1.61	1.51	1.32	1.15

备注:

投资要点

事件: 公司公布 2017 年上半年业绩, 2017 年 1-6 月公司实现营业收入 146 亿元, 同比增长 28.8%, 归属于上市公司股东的净利润 6.2 亿元, 同比大幅增长 77.5%, 基本每股收益 0.5 元。截止上半年公司拥有 PTA 产能 150 万吨、聚酯聚合产能 410 万吨、涤纶长丝产能 450 万吨, 国内市场占有率超过 13%, 全球市占率超过 9%。

- 半年报略低于预期, 三季度业绩有望大幅增长: 一季度受农历春节和节后国际油价下跌造成涤纶长丝库存高位、价格下降, 长丝企业为了降库存会给出下游企业和经销商让利, 二季度随着原材料 PTA 和乙二醇价格下降, 涤纶长丝价差有所回升, 根据测算, 一季度和二季度涤纶长丝-PTA-MEG 平均价差分别为 1420 元/吨和 1460 元/吨, 通过公司公布的上半年经营数据来看基本实现满产满销, 其中 POY 产量 128 万吨、销量 125 万吨, FDY 产量 31 万吨, 销量 31 万吨, DTY 产量 24 万吨, 销量 23 万吨, 三季度是传统的涤纶长丝行业旺季, 我们认为在涤纶长丝旺盛需求带动下, 公司三季度业绩有望大幅增长;
- 国际油价在 50-60 美元区间为长丝成本端提供支撑。涤纶长丝作为芳烃产业链的下游产品, 成本端主要受国际油价的影响, 目前国际油价在 50 美元附近震荡也为涤纶长丝成本端提供了良好的支撑, 只要下游需求端保持稳定增长, 涤纶行业周期复苏继续上行趋势就不会发生逆转, 价差每扩大 100 元, 预计公司年化净利润增厚 2.6 亿元, 弹性大。
- 公司拥有完整的 PTA-涤纶产业链, 规模效应下涤纶长丝单吨净利润行业领先: 公司拥有完整的 PTA-涤纶长丝产业链, 是目前全球规模最大的涤纶长丝生产企业, 产品包括 POY、FDY、DTY 和复合丝四个大类 1000 多个品种, 是目前国内涤纶长丝产能最大和品种最全的生产商, 公司成立 30 年来一直专注长丝生产, 是公认涤纶长丝行业标杆, 在规模效应和高效的管理体系下公司也是国内成本控制优秀的长丝企业, 上市 6 年来即使在行业景气最差甚至全行业亏损的年份仍保持盈利, 规模效应下涤纶长丝单吨净利润行业领先水平。
- 供给侧改革下, 涤纶行业供需状况明显好转: 2015 年以来随着部分产能小成本高的新型涤纶企业逐步退出, 整个行业供需基本面明显好转, 2016 年和 2017 年国内新增涤纶长丝产能仅 120 万吨和 140 万吨左右, 而且新增产能一半以上来自桐昆和新凤鸣等行业龙头企业; 涤纶的下游需求主要是纺织服装行业, 比较刚性且增长较为稳定, 人民币贬值会促进纺织产品出口增长从而拉动涤纶长丝需求增长, 我们预计 2017 年涤纶长丝供需情况会继续改善, 盈利状况会好于去年。
- 公司后续涤纶长丝项目稳步推进中, 2019 年总产能有望达到 600 万吨: 公司自 2011 年上市后不断投资建设长丝项目, 市场占有率不断提高, 公司公布将实施 2017-2019 年三年的扩产计划, 今年预计恒邦二期项目共计 50 万吨长丝建成投产, 预计到 2019 年年底聚酯长丝的产能将超过 600 万吨/年, 继续巩固行业龙头地位, 市场占有率进一步提高。
- 看好浙石化 4000 万吨炼化一体化项目: 公司投资参股 20% 的舟山 4000 万吨炼化一体化项目目前已开工建设, 预计一期 2000 万吨将于 2018 年底建成并投产。该项目主要产品线包括 PX、乙烯、乙二醇和汽柴煤油等, 其中一期 200 万吨预计生产大概 450 万吨 PX, 进一步降低公司原材料对外依存度。公司借助此项目将产业链进一步向上游拓展, 打造炼油→芳烃(PX)→PTA→PET→涤纶长丝产业链, 此举有助于公司进一步降低生产成本, 提高竞争力。公

司将成为集炼油、化工和涤纶长丝为一体的全产业链企业，行业龙头地位进一步巩固。

- **盈利预期和投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.22 元、1.47 元和 1.67 元，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 9 倍，给予“买入”评级，目标价 20 元。
  
- **风险提示事件：**国际油价大幅下跌、项目建设不及预期

图表 1: 桐昆股份财务预测摘要

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,509,492	2,175,368	2,558,157	3,018,558	3,471,342	3,818,476
增长率	13.36%	-13.3%	17.6%	18.0%	15.0%	10.0%
营业成本	-2,403,193	-2,060,503	-2,332,640	-2,682,620	-3,089,037	-3,397,941
% 销售收入	95.8%	94.7%	91.2%	88.9%	89.0%	89.0%
毛利	106,299	114,865	225,517	335,938	382,305	420,535
% 销售收入	4.2%	5.3%	8.8%	11.1%	11.0%	11.0%
营业税金及附加	-1,663	-1,309	-6,209	-3,264	-4,142	-5,062
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-6,139	-7,415	-9,118	-8,685	-10,671	-12,338
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-61,559	-66,763	-59,179	-79,522	-90,861	-101,517
% 销售收入	2.5%	3.1%	2.3%	2.6%	2.6%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	36,938	39,379	151,011	244,467	276,631	301,618
% 销售收入	1.5%	1.8%	5.9%	8.1%	8.0%	7.9%
财务费用	-29,074	-29,723	-18,119	-21,130	-24,299	-26,729
% 销售收入	1.2%	1.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-383	-318	-2,563	0	0	0
公允价值变动收益	415	549	-617	0	0	0
投资收益	2,164	-4,623	5,764	1,024	1,082	812
% 税前利润	11.6%	—	4.1%	0.4%	0.4%	0.3%
营业利润	10,061	5,263	135,477	224,361	253,414	275,701
营业利润率	0.4%	0.2%	5.3%	7.4%	7.3%	7.2%
营业外收支	8,601	9,837	4,957	8,565	7,990	7,837
税前利润	18,662	15,100	140,433	232,926	261,404	283,538
利润率	0.7%	0.7%	5.5%	7.7%	7.5%	7.4%
所得税	-5,684	-3,106	-26,165	-55,280	-61,036	-61,163
所得税率	30.5%	20.6%	18.6%	23.7%	23.3%	21.6%
净利润	12,977	11,994	114,268	177,646	200,368	222,375
少数股东损益	1,792	473	1,054	26,761	19,716	16,942
归属于母公司的净利润	11,185	11,520	113,215	150,885	180,652	205,433
净利率	0.4%	0.5%	4.4%	5.0%	5.2%	5.4%

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	60,613	141,794	170,043	80,340	108,855	117,890
应收账款	68,177	41,217	98,528	146,361	106,583	121,690
存货	180,726	209,723	208,823	237,085	272,131	306,609
其他流动资产	127,012	130,928	269,373	272,417	277,020	277,376
流动资产	436,529	523,661	746,767	736,202	764,589	823,565
% 总资产	31.7%	34.7%	39.3%	39.3%	40.7%	43.0%
长期投资	1,280	2,245	5,860	5,860	5,860	5,860
固定资产	887,220	928,845	1,084,114	1,069,377	1,044,643	1,023,201
% 总资产	64.5%	61.6%	57.1%	57.1%	55.7%	53.5%
无形资产	49,072	49,058	53,841	52,829	51,872	51,315
非流动资产	938,922	985,240	1,153,285	1,137,536	1,111,845	1,089,847
% 总资产	68.3%	65.3%	60.7%	60.7%	59.3%	57.0%
资产总计	1,375,451	1,508,901	1,900,051	1,873,738	1,876,433	1,913,412
短期借款	283,774	391,808	185,614	222,737	245,010	269,511
应付账款	241,754	247,268	346,377	337,655	394,987	451,777
其他流动负债	16,376	30,734	118,229	143,099	110,831	113,655
流动负债	541,904	669,810	650,219	703,491	750,828	834,944
长期贷款	11,866	9,000	14,000	14,000	14,000	14,000
其他长期负债	129,359	129,595	130,040	130,040	130,040	130,040
负债	683,129	808,405	794,259	847,530	894,868	978,983
普通股股东权益	683,301	694,645	1,097,691	1,214,082	1,394,733	1,600,166
少数股东权益	5,223	3,518	4,344	31,105	50,821	67,763
负债股东权益合计	1,375,451	1,508,901	1,900,051	1,873,738	1,876,433	1,913,412

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.116	0.120	0.919	1.225	1.466	1.668
每股净资产 (元)	7.091	7.209	8.910	9.855	11.321	12.989
每股经营现金净流 (元)	3.726	1.624	2.468	1.392	2.916	2.742
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.280	0.280	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.64%	1.66%	10.31%	12.43%	12.95%	12.84%
总资产收益率	0.82%	0.76%	5.97%	7.21%	7.72%	7.76%
投入资本收益率	2.44%	2.88%	9.79%	12.22%	12.33%	12.08%
增长率						
营业总收入增长率	13.36%	-13.31%	17.60%	18.00%	15.00%	10.00%
EBIT 增长率	116.02%	6.61%	283.48%	61.89%	13.16%	9.03%
净利润增长率	55.46%	3.00%	882.73%	33.27%	19.73%	13.72%
总资产增长率	-11.03%	9.84%	25.87%	-1.38%	0.14%	1.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.6	3.2	5.7	3.3	3.7	4.0
存货周转天数	29.0	34.6	32.7	32.3	32.2	32.9
应付账款周转天数	31.9	30.5	24.1	31.0	29.4	28.7
固定资产周转天数	119.4	140.0	121.2	105.4	86.4	71.8
偿债能力						
净负债/股东权益	52.91%	55.65%	14.46%	22.98%	19.36%	17.71%
EBIT 利息保障倍数	1.3	1.3	8.3	11.6	11.4	11.3
资产负债率	49.80%	53.66%	41.88%	40.50%	38.24%	36.99%

来源: wind 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。