分析师：顾敏豪
执业证书编号：S0730512100001
联系方式：021-50588666-8012
gumh00@ccnew.com

未来有望受益于涤纶行业景气提升和大宗商品价格上涨

——桐昆股份（601233）年报点评报告

证券研究报告-公司点评　　买入（维持）

发布日期：2016 年 4 月 21 日

报告关键要素：

公司全年销售量升价跌，一方面产能增长带动了销量的提升，另一方面受原材料价格下跌的影响，涤纶长丝价格大幅下滑。公司盈利能力略有提升，带动了业绩的小幅增长。未来涤纶行业复苏的趋势有望继续持续，产业链利润重心持续下移。公司作为国内涤纶行业龙头企业，业绩弹性较大，有望充分受益于行业景气复苏带来的盈利提升。此外随着国际油价带动大宗商品价格反弹，下游补库存需求将进一步推动行业景气，并为公司带来库存的增值。预计公司2016、2017年EPS分别为0.55元和0.86元，以4月18日收盘价12.66元计算，对应PE分别为23.02倍和14.72倍，维持“买入”的投资评级。

事件：

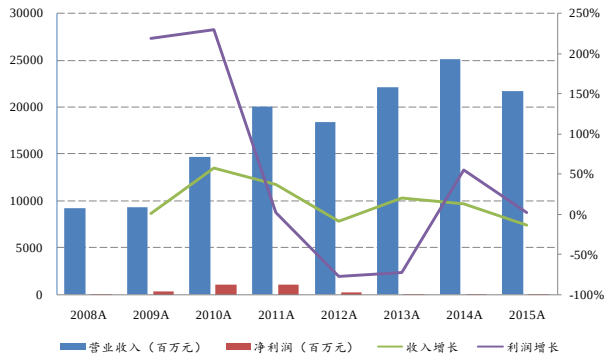
- **桐昆股份（601233）发布2015年年报。**2015年，公司实现营业收入217.54亿元，同比下滑13.31%，实现归属于上市公司股东的净利润1.15亿元，同比增长3%，基本每股收益0.12元。其中四季度实现净利润1500万元，环比实现扭亏。公司同时发布了2016年一季度业绩预告，预计一季度实现净利润1.5亿-1.8亿元，同比增长47%-77%。

点评：

- **全年量升价跌，业绩小幅增长。**公司是我国涤纶长丝的龙头企业，随着恒腾二期40万吨项目年内投产，公司涤纶长丝产能已扩大至400万吨。2015年公司涤纶长丝销量298万吨，同比增长6.44%。但受油价下跌导致的原材料价格下滑，公司涤纶长丝销售呈现量升价跌的态势。根据测算，2015年公司涤纶长丝销售均价6564元/吨，较去年的8376元/吨下跌21.64%。受此影响，公司全年收入217.54亿元，同比下滑13.31%。由于产品价格下降幅度小于原材料降幅，公司盈利能力有所提升，推动公司全年业绩小幅增长。

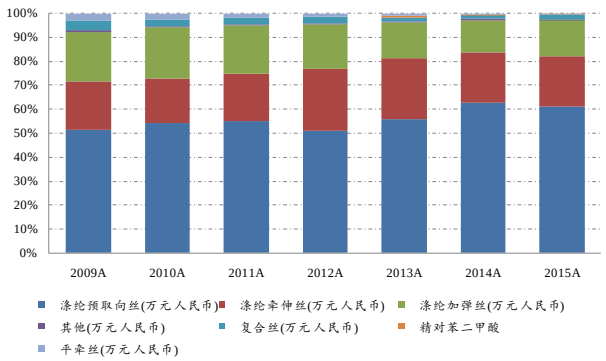
  分季度来看，公司四个季度净利润分别为1.02、2.15、-2.17和0.15亿元，业绩波动较大。主要是受原油价格波动导致库存损益变化影响。此外三季度人民币大幅贬值导致了较大的汇兑损益。未来国际油价有望继续回暖，再度大幅下跌的可能性不大。在油价低位震荡阶段，公司涤纶长丝产品有望实现稳定盈利。

图1：公司历年业绩增长



资料来源：中原证券、wind

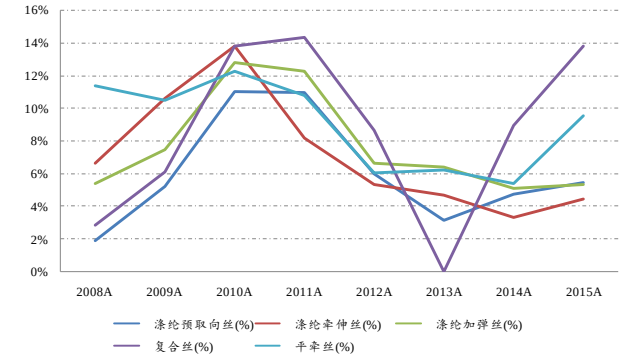
图 2：公司主营业务构成



资料来源：中原证券、wind

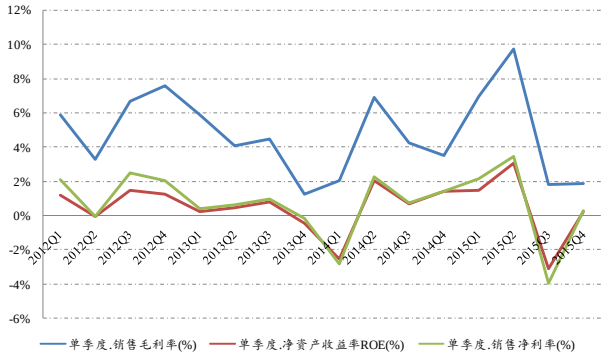
- **盈利能力小幅提升。**公司全年综合毛利率为5.28%，较去年同期的4.24%提升1.04个百分点。其中主营产品涤纶长丝毛利率为5.35%，同比提升0.99个百分点。毛利率的提升主要由于产品价格跌幅小于原材料的下跌幅度。未来涤纶行业竞争格局正逐步好转，产业链利润重心下移，加上国际油价的逐步回暖，涤纶长丝行业有望迎来复苏，带来盈利能力的提升。

图3：公司主营产品毛利率



资料来源：中原证券、wind

图 4：公司各季度盈利能力



资料来源：中原证券、wind

- **涤纶行业逐步复苏，公司有望充分受益。**随着行业新增产能的放缓以及下游需求的稳定增长，涤纶长丝行业供给正逐步好转，有望推动行业的逐步复苏。未来几年内PX的大幅扩产将带来上游的产能过剩，下游PTA、涤纶长丝领域议价能力有望加强，产业的利润重心有望下移。公司作为涤纶长丝龙头企业，并拥有80万吨PTA产能，业绩弹性较大，有望充分受益行业景气复苏。

- **大宗商品价格回暖，进一步推动公司盈利提升。**一季度以来以原油为代表的大宗商品价格出现较大幅度反弹。目前原油价格已较前期低点上涨55%以上，PTA、涤纶价格亦上涨了14%和9%左右。产业链价格的上涨有望带动下游企业的补库存需求，进一步推动行业价格上涨与景气的提升。此外库存的增值亦有望带动业绩增长。

图 5：国际原油价格走势

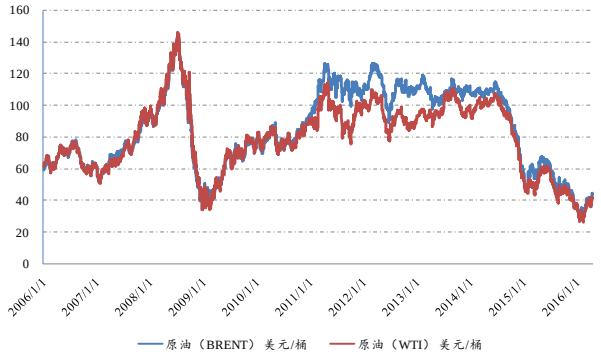
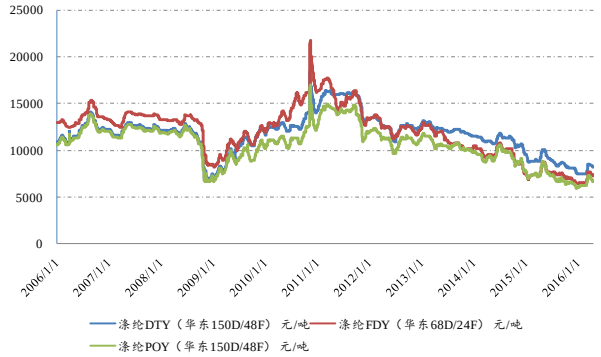


图 6：涤纶长丝价格走势



资料来源：中原证券、百川资讯

- **盈利预测和投资建议：**预计公司2016、2017年EPS分别为0.55元和0.86元，以4月18日收盘价12.66元计算，对应PE分别为23.02倍和14.72倍，维持“买入”的投资评级。

- **风险提示：涤纶复苏力度不及预期，油价大幅下跌。**

盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	25094.92	21753.68	26660	35150
增长比率（%）	13.36	-13.31	22.55	31.85
净利润（百万元）	111.85	115.20	528.69	826.21
增长比率（%）	55.46	3.00	358.93	56.27
每股收益（元）	0.12	0.12	0.55	0.86
市盈率（倍）	105.50	105.94	23.02	14.72

资料来源：中原证券

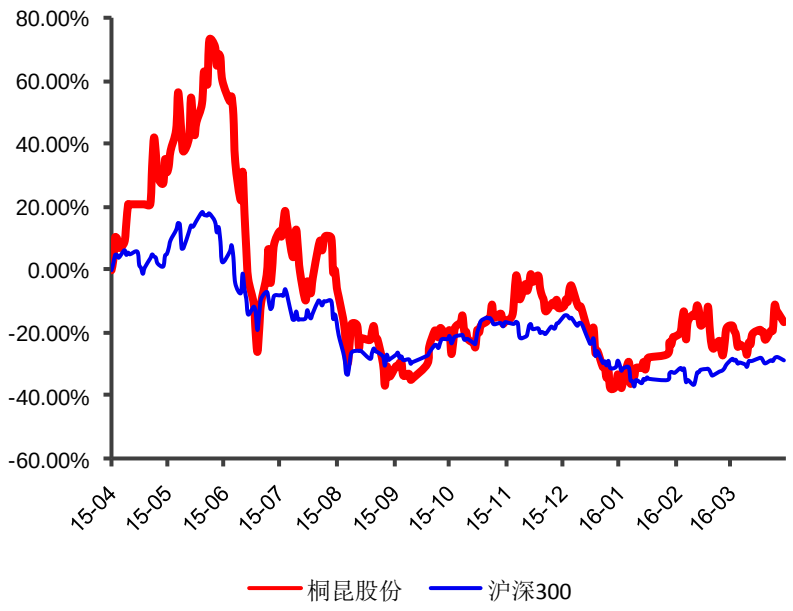
市场数据（2016年4月18日）

收盘价（元）	12.66 元
一年内最高/最低（元）	27.68/9.20
沪深300 指数	3228.45
市净率（倍）	1.76
流通市值（亿元）	121.99

基础数据（2015年12月31日）

每股净资产（元）	7.21
每股经营现金流（元）	1.62
毛利率（%）	5.28
净资产收益率（%）	1.67
资产负债率（%）	53.79
总股本/流通股（万股）	96360/96360
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：　未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：　未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：　未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：　未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。