

桐昆股份 (601233)

一涤纶供需改善，业绩有望大幅提升

投资评级 增持 评级调整 首次评级 收盘价 12.64 元

投资要点:

- 公司是国内涤纶长丝行业龙头企业，目前已形成“PTA—聚酯—纺丝—加弹”一体化产业链格局，产品包括涤纶 POY、FDY、DTY、涤纶复合丝四大系列一千多个品种。公司现已具备年产 350 万吨聚合、400 万吨涤纶长丝和 150 万吨 PTA 产能，涤纶长丝产能和产量均为行业之首。2015 年公司涤纶长丝销量 298 万吨，国内、国外市场占有率分别达到 12%和 8%。
- PTA-涤纶产业链供需格局改善。2015 年国内 PTA 供需格局有明显改善，PTA 产量约 3033 万吨，名义产能 4700 万吨左右，由于部分工厂停产以及落后小产能退出，实际开工率接近 90%的历史较好水平，且 2016-2017 年新增产能少（预计不超过 400 万吨）、拟退出产能较多（2016-2017 年预计退出产能超过 1000 万吨）；国内前三大生产厂家占总产能比例超过 50%，行业有望摆脱无序扩张导致的长期低迷。涤纶长丝行业 2015 年需求增长 8%，未来几年仍有望保持 6%-8%的需求增速；同时，自 2011 年下半年行业陷入长期低迷以来，行业新增产能较少（2015 年不到 200 万吨，2016 年预计不到 100 万吨），落后产能正在逐步退出，行业洗牌完成后，业内优势企业有望巩固竞争优势。
- 一季度业绩大增，期待旺季更靓丽。2015 年上半年开始公司业绩开始复苏，三四季度受到原油价格大幅下跌以及汇率大幅波动影响，导致全年业绩低于预期。2016 年一季度公司实现营业收入 48.6 亿元，同比增长 0.58%；实现归属于上市公司净利润 1.56 亿元，同比增长 53.4%；每股收益 0.16 元。一季度业绩增长主要得益于原油价格触底反弹底价库存升值以及三月份后需求回暖，其中 3 月单月净利润超过 2 亿元；单季度销售毛利率和净利率分别达到 8.85%和 3.24%。二三季度为行业传统旺季，在原油价格企稳、行业供需格局改善情况下，全年业绩有望大幅增长。
- 产业链一体化未来仍有亮点。长丝方面，恒腾二期年产 30 万吨差别化纤维项目、恒瑞厂区年产 38 万吨 DTY 项目、恒邦二期年产 30 万吨差别化纤维项目等将陆续投产，公司也在关注能带来业务互补的并购；PTA 方面，嘉兴石化二期年产 120 万吨 PTA 项目将于 2017 年三季度末投产；上游炼化方面，公司拟参股（持股 20%）舟山一体化炼化项目（规划 4000 万吨/年炼化产能，一期 2000 万吨/年）。
- 涤纶产业链供给侧的收缩将推动行业复苏和盈利持续回升，我们预计 2016-2018 年公司实现每股收益分别为 0.79 元、1.08 元和 1.27 元。对应 PE 分别为 16 倍、12 倍和 10 倍，给予“增持”评级。
- 风险因素：油价、汇率大幅波动，涤纶长丝需求不及预期。

发布时间：2016 年 5 月 6 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	26.33/9.48
上证指数/深圳成指	2997.84/10474.01
50 日均成交额(百万元)	189.85
市净率(倍)	1.68
股息率	

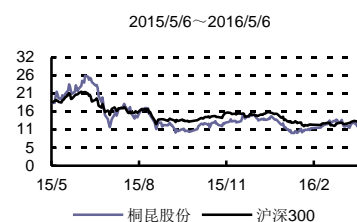
基础数据

流通股(百万股)	963.60
总股本(百万股)	963.60
流通市值(百万元)	12179.9
总市值(百万元)	12179.9
每股净资产(元)	7.21
净资产负债率	116.98%

股东信息

大股东名称	浙江桐昆控股集团有限公司
持股比例	37.62%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：李朝松
 执业证书编号：S0020512080005
 电话：021-51097188-1929
 电邮：lichao.song@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5253	6337	7684	9352	营业收入	21754	26487	30728	34769
现金	1418	2425	3200	4411	营业成本	20605	24308	27998	31656
应收账款	170	211	243	276	营业税金及附加	13	17	19	22
其他应收款	94	47	74	87	营业费用	74	93	111	122
预付账款	145	158	219	229	管理费用	668	742	871	995
存货	2097	2230	2585	2967	财务费用	297	213	243	259
其他流动资产	1329	1266	1363	1383	资产减值损失	3	9	8	12
非流动资产	9852	9871	9615	9558	公允价值变动	5	4	4	4
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	-46	25	17	10
固定资产	8075	8763	8831	8947	营业利润	53	1133	1502	1716
无形资产	491	470	448	427	营业外收入	171	61	80	113
其他非流动资产	1277	628	326	175	营业外支出	72	65	67	68
资产总计	15105	16208	17299	18910	利润总额	151	1129	1515	1762
流动负债	6698	6972	7151	7749	所得税	31	278	367	419
短期借款	3797	3537	3506	3565	净利润	120	850	1147	1343
应付账款	1502	1971	2193	2480	少数股东损益	5	92	102	116
其他流动负债	1399	1464	1453	1705	归属母公司净利润	115	758	1045	1227
非流动负债	1427	1401	1389	1369	EBITDA	1283	2188	2703	3034
长期借款	90	71	55	35	EPS (元)	0.12	0.79	1.08	1.27
其他非流动负债	1337	1329	1334	1333					
负债合计	8125	8373	8540	9118	主要财务比率				
少数股东权益	35	127	229	346	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	964	964	964	964	成长能力				
资本公积	2827	2827	2827	2827	营业收入	-13.3%	21.8%	16.0%	13.1%
留存收益	3156	3913	4730	5643	营业利润	-47.7%	2051%	32.6%	14.3%
母公司股东权益	6945	7704	8525	9442	归属母公司净利润	3.0%	558.1%	37.9%	17.4%
负债和股东权益	15105	16204	17295	18906	获利能力				
					毛利率(%)	5.3%	8.2%	8.9%	9.0%
					净利率(%)	0.5%	2.9%	3.4%	3.5%
					ROE(%)	1.7%	9.8%	12.3%	13.0%
					ROIC(%)	2.5%	9.7%	12.5%	14.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.8%	51.7%	49.4%	48.2%
					净负债比率(%)	49.33%	43.96%	42.60%	40.40%
					流动比率	0.78	0.91	1.07	1.21
					速动比率	0.47	0.59	0.71	0.82
					营运能力				
					总资产周转率	1.51	1.69	1.83	1.92
					应收账款周转率	110	132	128	127
					应付账款周转率	11.96	14.00	13.45	13.55
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.12	0.79	1.08	1.27

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1565	2421	1973	2731
净利润	120	850	1147	1343
折旧摊销	933	842	959	1059
财务费用	297	213	243	259
投资损失	46	-25	-17	-10
营运资金变动	281	501	-371	73
其他经营现金流	-112	39	12	7
投资活动现金流	-1701	-870	-685	-993
资本支出	1446	900	700	1000
长期投资	-60	-4	1	1
其他投资现金流	-315	26	15	8
筹资活动现金流	209	-544	-512	-528

短期借款	969	-259	-32	59	每股经营现金流	1.62	2.51	2.05	2.83
长期借款	-29	-19	-17	-19	每股净资产	7.21	7.99	8.85	9.80
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	32	0	0	0	P/E	105.56	16.04	11.63	9.91
其他筹资现金流	-763	-266	-464	-567	P/B	1.75	1.58	1.43	1.29
现金净增加额	47	1007	775	1211	EV/EBITDA	12	7	6	5

资料来源：国元证券研究中心

注：未考虑增发对业绩影响

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn