

# 桐昆股份 (601233)

——全球最大的涤纶长丝生产商，参股舟山炼油项目开启新篇章

行业名称	化工
投资建议	买入
当前价格:	11.8元
目标价格:	15元

## 投资要点:

- 公司是全球规模最大的涤纶长丝生产商，规模效应下涤纶长丝单吨净利润行业领先

公司是目前全球规模最大的涤纶长丝生产企业，拥有400万吨长丝和170万吨PTA产能，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，国内长丝市场占有率达到13%，全球市场占有率达9%。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5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。公司旗下的嘉兴石化二期220万吨PTA装置预计2017年底建成投产，届时公司PTA总产能将达到390万吨，基本满足公司长丝产能的原材料需求，企业盈利能力将进一步提升。

- 供给侧改革下，涤纶行业供需状况明显好于去年，下半年行业复苏有望延续

涤纶长丝行业自2012年以来持续低迷，但从2015年上半年开始，随着部分产能小成本高的小型长丝企业逐步退出，行业供需基本面逐步开始好转。2016年国内新增长丝产能不足120万吨（增长不到4%），其中包含桐昆恒腾二期50万吨产能，考虑到近几年我国纺织服装销售额一直维持在5%~6%的增长率，我们预计未来涤纶长丝供需形势会明显改善，价差有望继续扩大。我们测算价差每扩大50元，公司业绩增加2亿元，EPS增厚0.16元，弹性巨大。

- 公司试水互联网金融，新丝路金服上线贡献利润

公司自2014年下半年开始试水互联网金融，先与工商银行合作开发“工银聚”、“桐昆贷”交易平台，为客户提供小微金融服务。2015年4月份公司设立了桐昆互联网金融服务有限公司，9月新丝路金服上线，致力于为小微商户和企业提供便捷、低成本的融资服务，今年上半年规模已达5个多亿，全年预计突破10亿规模，预计能为公司贡献几百万利润。

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,232/964
流通 A 股市值 (百万元)	11,370
每股净资产 (元)	7.37
资产负债率 (%)	55.90
一年内最高/最低 (元)	18.53/9.20

## 一年内股价相对走势



李振永 分析师  
 执业证书编号: S1110513070001  
 电话: 021-68376098  
 邮箱: lizhy@sh.tfzq.com

李扬 联系人  
 电话:  
 邮箱: liyang@sh.tfzq.com

## 相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	25,094.92	21,753.68	25,127.68	27,725.88	29,175.94
增长率 (%)	13.36%	-13.31%	15.51%	10.34%	5.23%
EBITDA (百万元)	1,243.43	1,282.71	1,778.62	1,906.05	2,149.48
净利润 (百万元)	111.85	115.20	819.73	966.36	1,237.74
增长率 (%)	55.46%	3.00%	611.54%	17.89%	28.08%
EPS (元/股)	0.09	0.09	0.67	0.78	1.00
市盈率 (P/E)	129.97	126.18	17.73	15.04	11.74
市净率 (P/B)	2.13	2.09	1.85	1.68	1.49
EV/EBITDA	11.17	12.89	10.47	8.63	6.26

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

➤ **参股舟山炼油一体化项目布局上游炼化板块，打造全产业链企业**

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，预计一期2000万吨将于2018年底投产。该项目主要产品包括汽柴油和芳烃PX等，其中一期2000万吨炼油能生产大概450万吨PX，会进一步降低公司原材料的对外依存度。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型企业，行业龙头地位进一步巩固。

➤ **盈利预期和投资建议**

预计公司2016-2018年EPS分别为0.67元、0.78元、1.00元，对应PE分别为18倍、15倍、12倍，首次覆盖给予“买入”评级，目标价15元。

➤ **风险提示**

国际原油价格大幅下跌，舟山炼油项目进展不及预期。

**图表 1: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	606.13	1,417.94	2,010.21	2,218.07	2,833.52	<b>营业收入</b>	<b>25,094.92</b>	<b>21,753.68</b>	<b>25,127.68</b>	<b>27,725.88</b>	<b>29,175.94</b>
应收账款	227.92	264.27	150.18	-515.85	-542.83	营业成本	24,031.93	20,605.03	22,991.82	25,369.18	26,550.11
预付账款	319.15	144.80	390.25	177.33	425.90	营业税金及附加	16.63	13.09	15.90	17.53	18.15
存货	1,807.26	2,097.23	1,946.19	2,488.71	2,174.90	营业费用	61.39	74.15	52.50	57.93	61.27
其他	1,407.28	1,328.59	3,572.30	2,216.74	2,041.97	管理费用	615.59	667.63	771.42	851.18	895.70
<b>流动资产合计</b>	<b>4,367.74</b>	<b>5,252.83</b>	<b>8,069.13</b>	<b>6,585.01</b>	<b>6,933.47</b>	财务费用	290.74	297.23	182.68	138.05	8.18
长期股权投资	9.60	9.61	9.61	9.61	9.61	资产减值损失	3.83	3.18	6.43	4.48	4.70
固定资产	8,608.74	8,074.73	8,128.31	7,993.20	7,731.89	公允价值变动收益	4.15	5.49	15.25	-10.17	1.69
在建工程	263.46	1,213.71	764.23	506.54	333.92	投资净收益	21.64	-46.23	-5.56	-5.56	-5.56
无形资产	490.72	490.58	467.17	443.75	420.34	其他	-51.59	81.48	-19.39	31.46	7.73
其他	16.71	63.76	37.03	42.38	47.72	<b>营业利润</b>	<b>100.61</b>	<b>52.63</b>	<b>1,116.61</b>	<b>1,271.79</b>	<b>1,633.97</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,389.22</b>	<b>9,852.40</b>	<b>9,406.35</b>	<b>8,995.48</b>	<b>8,543.49</b>	营业外收入	149.47	170.76	158.88	159.70	163.11
<b>资产总计</b>	<b>13,756.97</b>	<b>15,105.23</b>	<b>17,475.48</b>	<b>15,580.49</b>	<b>15,476.95</b>	营业外支出	63.46	72.39	61.20	65.68	66.42
短期借款	2,827.74	3,796.66	4,411.46	2,525.06	0.00	<b>利润总额</b>	<b>186.62</b>	<b>151.00</b>	<b>1,214.30</b>	<b>1,365.81</b>	<b>1,730.66</b>
应付账款	1,961.72	1,545.12	2,696.99	1,794.95	2,911.16	所得税	56.84	31.06	249.78	280.95	356.00
其他	629.59	1,356.32	787.63	965.61	1,053.40	<b>净利润</b>	<b>111.85</b>	<b>115.20</b>	<b>819.73</b>	<b>966.36</b>	<b>1,237.74</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,419.04</b>	<b>6,698.10</b>	<b>7,896.08</b>	<b>5,285.62</b>	<b>3,964.56</b>	少数股东损益	17.92	4.73	144.79	118.50	136.93
长期借款	118.66	90.00	210.03	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>129.77</b>	<b>119.94</b>	<b>964.52</b>	<b>1,084.86</b>	<b>1,374.66</b>
应付债券	1,293.04	1,295.18	1,293.08	1,293.76	1,294.01	每股收益(元)	0.09	0.09	0.67	0.78	1.00
其他	43.42	41.39	35.65	40.15	39.06						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,455.12</b>	<b>1,426.56</b>	<b>1,538.76</b>	<b>1,333.92</b>	<b>1,333.07</b>						
<b>负债合计</b>	<b>6,874.16</b>	<b>8,124.66</b>	<b>9,434.83</b>	<b>6,619.54</b>	<b>5,297.63</b>						
少数股东权益	52.23	35.18	172.73	289.26	423.14						
股本	963.60	963.60	1,231.90	1,231.90	1,231.90						
资本公积	2,795.32	2,827.28	2,827.28	2,827.28	2,827.28						
留存收益	5,869.41	5,982.85	6,636.02	7,439.80	8,524.29						
其他	-2,797.75	-2,828.35	-2,827.28	-2,827.28	-2,827.28						
<b>股东权益合计</b>	<b>6,882.81</b>	<b>6,980.56</b>	<b>8,040.65</b>	<b>8,960.95</b>	<b>10,179.33</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,756.97</b>	<b>15,105.23</b>	<b>17,475.48</b>	<b>15,580.49</b>	<b>15,476.95</b>						

  

<b>现金流量表</b>					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	129.77	119.94	819.73	966.36	1,237.74
折旧摊销	852.08	932.84	479.32	496.21	507.34
财务费用	267.21	223.01	182.68	138.05	8.18
投资损失	-21.64	46.23	5.56	5.56	5.56
营运资金变动	2,127.50	205.72	-1,559.12	947.85	1,457.13
其它	235.91	37.28	160.04	108.33	138.62
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,590.83</b>	<b>1,565.02</b>	<b>88.22</b>	<b>2,662.37</b>	<b>3,354.56</b>
资本支出	1,267.26	1,351.00	65.73	75.50	51.09
长期投资	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
其他	-3,224.80	-3,052.16	-161.80	-140.72	-110.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,957.54</b>	<b>-1,701.14</b>	<b>-96.07</b>	<b>-65.22</b>	<b>-58.95</b>
债权融资	4,249.44	5,303.25	5,974.63	3,882.65	1,375.78
股权融资	-219.09	-263.90	102.56	-116.89	4.17
其他	-5,918.84	-4,830.51	-5,477.06	-6,155.05	-4,060.10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,888.50</b>	<b>208.84</b>	<b>600.13</b>	<b>-2,389.29</b>	<b>-2,680.16</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>-255.21</b>	<b>72.72</b>	<b>592.27</b>	<b>207.86</b>	<b>615.45</b>

  

<b>主要财务比率</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.36%	-13.31%	15.51%	10.34%	5.23%
营业利润	324.28%	-47.68%	2,021.56%	13.90%	28.48%
归属于母公司净利润	55.46%	3.00%	611.54%	17.89%	28.08%
<b>获利能力</b>					
毛利率	4.24%	5.28%	8.50%	8.50%	9.00%
净利率	0.45%	0.53%	3.26%	3.49%	4.24%
ROE	1.64%	1.66%	10.42%	11.14%	12.69%
ROIC	2.30%	2.64%	9.55%	9.37%	12.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.97%	53.79%	53.99%	42.49%	34.23%
净负债率	28.21%	28.92%	17.45%	16.18%	5.10%
流动比率	0.81	0.78	1.02	1.25	1.75
速动比率	0.47	0.47	0.78	0.77	1.20
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	125.67	88.39	121.26	-151.64	-55.12
存货周转率	13.13	11.14	12.43	12.50	12.51
总资产周转率	1.72	1.51	1.54	1.68	1.88
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.09	0.09	0.67	0.78	1.00
每股经营现金流	2.91	1.27	0.07	2.16	2.72
每股净资产	5.54	5.64	6.39	7.04	7.92
<b>估值比率</b>					
市盈率	129.97	126.18	17.73	15.04	11.74
市净率	2.13	2.09	1.85	1.68	1.49
EV/EBITDA	11.17	12.89	10.47	8.63	6.26
EV/EBIT	35.50	47.24	14.33	11.66	8.19

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)