2016 年 10 月 28 日
证券研究报告•2016 年三季报点评
桐昆股份（601233）化工

买入（首次）
当前价：12.52 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

行业持续复苏，新产能进一步巩固龙头地位

投资要点

- **事件：**公司发布三季报，前三季度共实现营业收入 177 亿元，同比增长 6.8%；实现归母净利润 5.6 亿元，同比增长 458.8%；扣非净利润为 5.2 亿元，同比增长 281.5%；实现基本每股收益 0.52 元，业绩符合预期。

- **涤纶长丝行业明显复苏，公司盈利明显增厚。**涤纶长丝行业经过 4 年多时间艰难的供需再平衡过程，目前景气度明显提升：新增产能十分有限且基本属于行业龙头，集中度进一步提高；下游需求旺盛并且保持稳定增长；另外叠加原油价格复苏以及 G20 限产的影响，长丝价格一路走高。以华东地区的 POY 150D/48F 为例，价格已从年初的 6050 元/吨上涨至目前的 7400 元/吨，涨幅超过 20%。公司拥有 400 万吨长丝产能，国内占比高达 13%，前三季度归母净利润分别为 1.6、1.9 和 2.1 亿元，业绩提升明显。预计第四季度行业景气度仍有较强支撑，公司盈利或将进一步改善。

- **公司新产能持续投放，差异化竞争确保价格优势。**公司积极推进年产 40 万吨差别化纤维项目和年产 38 万吨 DTY 项目，确保公司的行业龙头地位。公司对新产能坚持走差异化和高端化路线，避免同质竞争，有力确保价格优势。另外，行业联合会议达成共识，推行“小步漫涨、气氛拉长”的策略，确保行业上下游协同健康运行并实现共赢。

- **产业链一体化将进一步优化产品结构，降低生产成本。**PTA 二期（嘉兴石化二期）预计 2017 年底建成投产，投产后公司 PTA 产量有望达到 400 万吨，基本可以实现 PTA 自给自足，生产成本将进一步大幅降低。目前 PTA 的平均加工成本约 600 元/吨，公司凭借嘉兴石化发达的交通运输和仓储物流优势，有望将 PTA 加工成本降至 450 元/吨，成本优势显著。另外，公司控股股东桐昆集团积极布局舟山炼化 PX 项目，持续向上游推荐，形成“PX-PTA-涤纶长丝”完整产业链，使各个板块协同发展。

- **盈利预测与投资建议。**涤纶长丝行业持续复苏，公司估值低，安全边际充分且具有巨大弹性。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.64 元、0.97 元、1.22 元，对应动态 PE 为 20 倍、13 倍和 10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**油价大幅波动的风险，项目进度不及预期的风险，涤纶长丝下游需求出现恶化的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	21753.68	24119.43	29559.94	32515.93
增长率	-13.31%	10.88%	22.56%	10.00%
归属母公司净利润（百万元）	115.20	784.39	1195.76	1500.13
增长率	3.00%	580.87%	52.44%	25.45%
每股收益 EPS（元）	0.09	0.64	0.97	1.22
净资产收益率 ROE	1.72%	9.86%	13.40%	14.91%
PE	133	20	13	10
PB	2.20	1.92	1.71	1.52

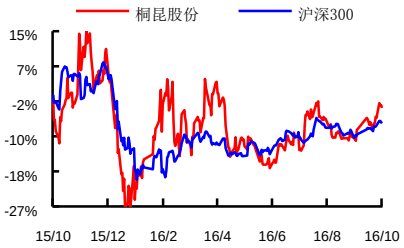
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：商艾华
执业证号：S1250513070003
电话：021-50755259
邮箱：shah@swsc.com.cn

联系人：徐文浩
电话：010-57631196
邮箱：xuwenh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.32
流通 A 股(亿股)	9.64
52 周内股价区间(元)	9.48-14.98
总市值(亿元)	154.24
总资产(亿元)	186.93
每股净资产(元)	8.32

相关研究

关键假设：

假设 1：涤纶长丝行业持续复苏，公司的差异化丝项目 2017 年建成投产，未来三年的毛利率分别为 8.3%、9.2%、10%；

假设 2：PTA 供需格局逐渐好转，公司 PTA 二期项目 2017 年投产并贡献利润，未来三年毛利率分别为 4%、6%、6%；

假设 3：公司的其他业务保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
涤纶长丝	收入	19569.72	21526.69	25832.03	28415.23
	增速	-16.59%	10.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	5.35	8.30	9.20	10.00
PTA	收入	72.86	80.15	841.53	925.69
	增速	135.72%	10.00%	950.00%	10.00%
	毛利率	9.10	4.00	6.00	6.00
切片及其他	收入	69.09	62.18	68.40	75.24
	增速	-41.38%	-10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	9.05	6.50	6.50	6.50
其他营业收入	收入	2042.01	2450.41	2817.97	3099.77
	增速	37.66%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	4.30	2.00	2.00	2.00
合计	收入	21,753.68	24,119.43	29,559.94	32,515.93
	增速	-13.31%	10.88%	22.56%	10.00%
	毛利率	5.28%	7.64%	8.42%	9.12%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	21753.68	24119.43	29559.94	32515.93
营业成本	20605.03	22276.46	27072.09	29551.98
营业税金及附加	13.09	15.00	18.18	20.07
销售费用	74.15	74.47	94.43	102.72
管理费用	667.63	578.87	709.44	780.38
财务费用	297.23	182.76	166.03	157.63
资产减值损失	3.18	10.00	10.00	10.00
投资收益	-46.23	40.00	40.00	40.00
公允价值变动损益	5.49	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	52.63	1021.88	1529.76	1933.15
其他非经营损益	98.37	15.00	25.00	25.00
利润总额	151.00	1036.88	1554.76	1958.15
所得税	31.06	247.48	354.01	453.03
净利润	119.94	789.39	1200.76	1505.13
少数股东损益	4.73	5.00	5.00	5.00
归属母公司股东净利润	115.20	784.39	1195.76	1500.13

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	119.94	789.39	1200.76	1505.13
折旧与摊销	932.84	1351.12	1431.81	1450.00
财务费用	297.23	182.76	166.03	157.63
资产减值损失	3.18	10.00	10.00	10.00
经营营运资本变动	125.45	-331.48	-274.58	-163.04
其他	86.36	-49.04	-50.48	-49.92
经营活动现金流净额	1565.02	1952.76	2483.54	2909.80
资本支出	-436.68	-300.00	-300.00	-300.00
其他	-1264.45	40.00	40.00	40.00
投资活动现金流净额	-1701.14	-260.00	-260.00	-260.00
短期借款	968.92	-1114.99	-181.67	0.00
长期借款	-28.66	0.00	0.00	0.00
股权融资	31.96	268.34	0.00	0.00
支付股利	-33.73	-36.39	-242.98	-371.19
其他	-729.66	-298.10	-161.03	-152.63
筹资活动现金流净额	208.84	-1181.14	-585.68	-523.81
现金流量净额	46.94	511.61	1637.86	2125.98

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1417.94	1929.55	3567.41	5693.39
应收和预付款项	556.97	708.36	821.02	925.19
存货	2097.23	2266.39	2754.98	3007.31
其他流动资产	1180.69	1291.12	1582.35	1740.58
长期股权投资	9.61	9.61	9.61	9.61
投资性房地产	12.84	12.84	12.84	12.84
固定资产和在建工程	9288.45	8295.91	7222.69	6131.28
无形资产和开发支出	490.58	431.99	373.40	314.81
其他非流动资产	50.92	50.92	50.92	50.92
资产总计	15105.23	14996.70	16395.22	17885.94
短期借款	3796.66	2681.67	2500.00	2500.00
应付和预收款项	2458.21	2532.57	3075.10	3388.15
长期借款	90.00	90.00	90.00	90.00
其他负债	1779.79	1689.48	1769.38	1813.11
负债合计	8124.66	6993.72	7434.47	7791.26
股本	963.60	1231.94	1231.94	1231.94
资本公积	2827.28	2827.28	2827.28	2827.28
留存收益	3155.57	3903.58	4856.35	5985.29
归属母公司股东权益	6945.38	7962.80	8915.57	10044.51
少数股东权益	35.18	40.18	45.18	50.18
股东权益合计	6980.56	8002.98	8960.75	10094.69
负债和股东权益合计	15105.23	14996.70	16395.22	17885.94

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	-13.31%	10.88%	22.56%	10.00%
营业利润增长率	-47.68%	1841.56%	49.70%	26.37%
净利润增长率	-7.58%	558.16%	52.11%	25.35%
EBITDA 增长率	3.16%	99.25%	22.37%	13.21%
获利能力				
毛利率	5.28%	7.64%	8.42%	9.12%
三费率	4.78%	3.47%	3.28%	3.20%
净利率	0.55%	3.27%	4.06%	4.63%
ROE	1.72%	9.86%	13.40%	14.91%
ROA	0.79%	5.26%	7.32%	8.42%
ROIC	2.22%	7.48%	11.11%	14.36%
EBITDA/销售收入	5.90%	10.60%	10.58%	10.89%
营运能力				
总资产周转率	1.51	1.60	1.88	1.90
固定资产周转率	2.61	2.95	3.85	5.01
应收账款周转率	115.52	134.25	139.96	132.94
存货周转率	10.55	10.21	10.78	10.26
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.76%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	53.79%	46.64%	45.35%	43.56%
带息债务/总负债	63.78%	58.15%	52.26%	49.87%
流动比率	0.78	1.11	1.45	1.79
速动比率	0.47	0.71	1.00	1.32
股利支付率	29.27%	4.64%	20.32%	24.74%
每股指标				
每股收益	0.09	0.64	0.97	1.22
每股净资产	5.67	6.50	7.27	8.19
每股经营现金	1.27	1.59	2.02	2.36
每股股利	0.03	0.03	0.20	0.30

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	1282.71	2555.76	3127.61	3540.78
PE	133.35	19.58	12.85	10.24
PB	2.20	1.92	1.71	1.52
PS	0.71	0.64	0.52	0.47
EV/EBITDA	12.33	6.81	4.98	3.80
股息率	0.22%	0.24%	1.58%	2.42%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn