

2016年12月13日

公司研究

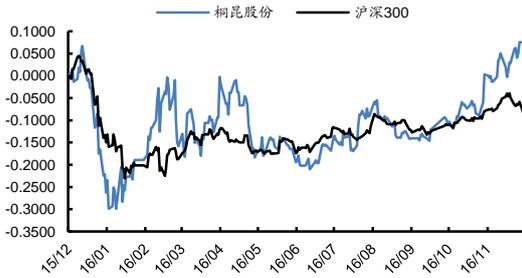
评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：张翠翠 S0350115090020  
021-20281096 zhangcc@ghzq.com.cn

## 涤纶长丝行业盈利改善，定增强龙头地位 ——桐昆股份（601233）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	7.2	25.3	10.3
沪深300	-0.2	4.6	-5.5

市场数据

2016/12/13

当前价格（元）	14.48
52周价格区间（元）	9.16 - 14.80
总市值（百万）	17838.44
流通市值（百万）	13952.93
总股本（万股）	123193.63
流通股（万股）	96360.00
日均成交额（百万）	158.39
近一月换手（%）	34.03

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

### 事件：

桐昆股份发布非公开发行预案，公司拟募集资金不超过10亿元，用于“年产30万吨功能性纤维项目”、“年产20万吨多孔扁平舒感纤维技改项目”及“引进全自动智能化包装流水线建设项目”。

### 投资要点：

- **2016年涤纶长丝行业格局改善，产品出现供不应求的局面，龙头公司优先受益。**2016年涤纶长丝新增产能大幅减少，同时下游企业需求稳定增长，涤纶长丝供应格局改善，截至目前，涤纶长丝库存水平仍处于低位。价格方面，受益于石油价格从年初的低于30美元/桶上升至50美元/桶，上游材料成本推动涤纶长丝价格上涨，同时原材料、半成品、产成品库存增值收益。经过前几年行业洗牌，部分落后产能逐步退出市场，行业集中度提升，2016年涤纶长丝龙头公司将优先受益行业盈利能力改善。
- **公司是国内涤纶长丝产能最大的企业，定增项目将巩固行业龙头地位。**2001-2015年公司涤纶长丝销量稳居第一，市场占有率超过13%。公司目前拥有400万吨/年涤纶长丝生产能力，此次公司定增30万吨功能性纤维项目及20万吨多孔扁平舒感纤维项目，30万吨功能性纤维包括具有阻燃超细、静电超细、吸湿排汗、抗紫外等功能POY产品，20万吨多孔扁平舒感纤维具有较高的产品附加值，随着项目投入实施，公司在扩充涤纶长丝同时提高了产品的差异化率，从而提高市场占有率，巩固了行业龙头地位。
- **公司凭借产业链一体化及先进的工艺设备，成本优势明显。**公司目前拥有PTA产能180万吨，形成PTA-聚酯-纺丝-加弹一体化生产，成本优势明显。目前POY子行业净利润400元/吨左右，FDY子行业净利润700元/吨，随着行业好转，涤纶长丝利润有望持续增加，公司凭借产业链一体化及先进的工艺设备，成本优势明显，盈利有望高于行业平均水平。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**2016年涤纶长丝行业格局改善，产品出现供不应求的局面，龙头公司优先受益。公司是国内涤纶长丝产能最大的企业，定增项目将巩固行业龙头地位公司，同时凭借产业链一体化及先进的工艺设备，成本优势明显，将优先受益行业盈利改善。我们认为公司前景广阔，基于审慎性风险，暂不考虑本次

定增影响，预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.64、0.91 和 1.05 元，对应市盈率分别为 22.6 倍、15.9 倍、13.7 倍，给予“买入”评级。

- 风险提示：定增项目实施的不确定性风险；产品价格上升不及预期；涤纶长丝行业改善不及预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	21754	24113	28841	33217
增长率(%)	-13.3%	10.8%	19.6%	15.2%
净利润（百万元）	115	790	1121	1299
增长率(%)	3.0%	585.9%	41.8%	16.0%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.64	0.91	1.05
ROE(%)	1.7%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 桐昆股份盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	601233.SH				股价:	14.48	投资评级:	买入	日期:	2016/12/13
<b>财务指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	2%	15%	16%	17%	EPS	0.12	0.64	0.91	1.05	
毛利率	5%	8%	8%	8%	BVPS	7.21	5.00	4.99	4.94	
期间费率	5%	4%	4%	4%	<b>估值</b>					
销售净利率	1%	3%	4%	4%	P/E	121.1	22.6	15.9	13.7	
<b>成长能力</b>					P/B	2.0	2.9	2.9	2.9	
收入增长率	-13%	11%	20%	15%	P/S	0.6	0.7	0.6	0.5	
利润增长率	3%	586%	42%	16%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
总资产周转率	1.44	1.63	1.91	2.19	<b>营业收入</b>	<b>21754</b>	<b>24113</b>	<b>28841</b>	<b>33217</b>	
应收账款周转率	52.78	36.50	36.50	36.50	营业成本	20605	22296	26496	30516	
存货周转率	9.82	9.86	9.86	9.86	营业税金及附加	13	48	58	66	
<b>偿债能力</b>					销售费用	74	72	87	100	
资产负债率	54%	58%	58%	59%	管理费用	668	723	865	997	
流动比	0.78	0.78	0.91	1.00	财务费用	297	231	204	196	
速动比	0.47	0.47	0.54	0.59	其他费用/(-收入)	(44)	70	80	90	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>812</b>	<b>1211</b>	<b>1433</b>	
现金及现金等价物	1418	1160	1420	1463	营业外净收支	98	159	169	169	
应收款项	412	661	790	910	<b>利润总额</b>	<b>151</b>	<b>971</b>	<b>1380</b>	<b>1602</b>	
存货净额	2097	2265	2692	3100	所得税费用	31	148	213	248	
其他流动资产	1325	1495	1788	2059	<b>净利润</b>	<b>120</b>	<b>823</b>	<b>1167</b>	<b>1354</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>5253</b>	<b>5581</b>	<b>6691</b>	<b>7533</b>	少数股东损益	5	33	47	54	
固定资产	8075	7702	7160	6663	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>115</b>	<b>790</b>	<b>1121</b>	<b>1299</b>	
在建工程	1214	914	814	714	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
无形资产及其他	491	506	343	211	<b>经营活动现金流</b>	<b>1565</b>	<b>1568</b>	<b>1439</b>	<b>1446</b>	
长期股权投资	10	10	10	10	净利润	120	823	1167	1354	
<b>资产总计</b>	<b>15105</b>	<b>14776</b>	<b>15081</b>	<b>15194</b>	少数股东权益	5	33	47	54	
短期借款	3797	3797	3797	3797	折旧摊销	933	869	810	711	
应付款项	2346	2755	2910	2933	公允价值变动	5	0	0	0	
预收帐款	84	66	79	91	营运资金变动	502	(157)	(585)	(673)	
其他流动负债	472	509	605	697	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1701)</b>	<b>(196)</b>	<b>(169)</b>	<b>(114)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>6698</b>	<b>7127</b>	<b>7391</b>	<b>7517</b>	资本支出	(416)	(196)	(169)	(114)	
长期借款及应付债券	1385	1385	1385	1385	长期投资	(0)	0	0	0	
其他长期负债	41	41	41	41	其他	(1285)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>1427</b>	<b>1427</b>	<b>1427</b>	<b>1427</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>209</b>	<b>(1581)</b>	<b>(1126)</b>	<b>(1367)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>8125</b>	<b>8553</b>	<b>8817</b>	<b>8944</b>	债务融资	942	0	0	0	
股本	964	1232	1232	1232	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	6981	6222	6264	6250	其它	(734)	(1581)	(1126)	(1367)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15105</b>	<b>14776</b>	<b>15081</b>	<b>15194</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>73</b>	<b>(210)</b>	<b>144</b>	<b>(36)</b>	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

单击此处输入文字。

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。