

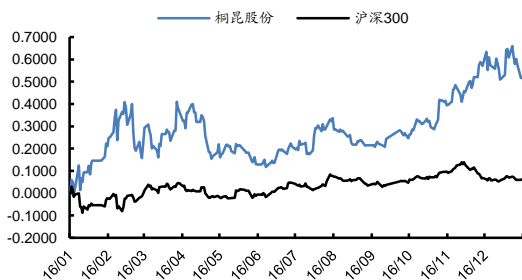
油价上涨叠加涤纶长丝底部复苏，公司盈利大幅改善

——桐昆股份（601233）事件点评

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

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	-3.1	22.2	53.5
沪深 300	-0.6	0.2	6.2

市场数据 2017/01/18

当前价格（元）	14.49
52 周价格区间（元）	9.16 - 16.02
总市值（百万）	17850.76
流通市值（百万）	13962.56
总股本（万股）	123193.63
流通股（万股）	96360.00
日均成交额（百万）	159.74
近一月换手（%）	27.15

相关报告

《桐昆股份（601233）事件点评：涤纶长丝行业盈利改善，定增强龙头地位》——2016-12-13

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 2016 年业绩预增公告，预计 2016 年实现归属于上市公司股东净利润 11-11.6 亿，同比上涨 85%-907%。

投资要点：

- **涤纶长丝行业供应格局改善，产品出现供不应求的局面，同时油价上涨增厚库存收益，公司四季度业绩超预期。**公司前三季度分别实现净利润 1.6 亿、1.9 亿、2.1 亿，根据业绩预告预计第四季度实现净利润 5.4-6 亿。主要原因在于 2016 年新增产能大幅减少，同时下游企业需求稳定增长，涤纶长丝供应格局明显好转，截至目前，涤纶长丝库存水平处于历史低位。此外受益于石油价格从年初的低于 30 美元/桶上升至 53 美元/桶，上游材料成本推动涤纶长丝价格上涨，同时增厚原材料、半成品、产成品库存收益。
- **2017 年涤纶长丝景气度望继续向好，公司作为行业龙头将优先受益。**11 月 30 日，OPEC 达成八年来首个减产协议，产量削减 120 万桶/日，12 月 11 日，OPEC 与非 OPEC 产油国十五年来首个减产协议，非 OPEC 产油国同意减产 55.8 万桶/天，2017 年油价有望继续上行。同时下游聚酯工厂和江浙织机涤纶长丝库存都处在历史低位，随着春季下游开工及涤纶长丝仍处于上升通道，下游补库存需求强烈，将继续推动长丝价格上涨。公司是国内涤纶长丝产能最大的企业，目前拥有 400 万吨/年涤纶长丝生产能力，将优先受益产品价格上涨。
- **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。
- **维持公司“买入”评级。**涤纶长丝行业供应格局改善，产品出现供不应求的局面，同时油价上涨增厚库存收益，公司四季度业绩超预期，2017 年涤纶长丝景气度望继续向好，公司作为行业龙头将优先

受益。上调公司 2016-2018 年 EPS 至 0.90、1.27 和 1.47 元，对应市盈率分别为 16.0 倍、11.4 倍、9.9 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：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	27244	38002	43753
增长率(%)	-13.3%	25.2%	39.5%	15.1%
净利润（百万元）	115	1115	1561	1808
增长率(%)	3.0%	867.6%	40.0%	15.8%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.90	1.27	1.47
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

证券代码:	601233.SH				股价:	14.49	投资评级:	买入	日期:	2017/01/18
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	2%	15%	16%	17%	EPS	0.12	0.90	1.27	1.47	
毛利率	5%	9%	9%	9%	BVPS	7.21	4.73	4.73	4.65	
期间费率	5%	5%	4%	4%	估值					
销售净利率	1%	4%	4%	4%	P/E	121.2	16.0	11.4	9.9	
成长能力					P/B	2.0	3.1	3.1	3.1	
收入增长率	-13%	25%	39%	15%	P/S	0.6	0.7	0.5	0.4	
利润增长率	3%	868%	40%	16%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	1.44	1.78	2.27	2.58	营业收入	21754	27244	38002	43753	
应收账款周转率	52.78	36.50	36.50	36.50	营业成本	20605	24757	34763	40022	
存货周转率	9.82	9.86	9.86	9.86	营业税金及附加	13	54	76	88	
偿债能力					销售费用	74	82	114	131	
资产负债率	54%	61%	64%	65%	管理费用	668	954	1140	1313	
流动比	0.78	0.80	0.93	1.02	财务费用	297	257	241	238	
速动比	0.47	0.47	0.54	0.58	其他费用/(-收入)	(44)	70	80	90	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	53	1210	1748	2052	
现金及现金等价物	1418	1191	1388	1315	营业外净收支	98	159	169	169	
应收款项	412	746	1041	1199	利润总额	151	1369	1917	2221	
存货净额	2097	2515	3532	4066	所得税费用	31	208	291	338	
其他流动资产	1325	1689	2356	2713	净利润	120	1161	1626	1883	
流动资产合计	5253	6142	8317	9292	少数股东损益	5	46	65	75	
固定资产	8075	7702	7160	6663	归属于母公司净利润	115	1115	1561	1808	
在建工程	1214	914	814	714	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
无形资产及其他	491	506	343	211	经营活动现金流	1565	1762	1537	1785	
长期股权投资	10	10	10	10	净利润	120	1161	1626	1883	
资产总计	15105	15337	16708	16953	少数股东权益	5	46	65	75	
短期借款	3797	3997	4197	4197	折旧摊销	933	869	810	711	
应付款项	2346	3059	3818	3846	公允价值变动	5	0	0	0	
预收帐款	84	75	104	120	营运资金变动	502	(315)	(964)	(884)	
其他流动负债	472	569	794	914	投资活动现金流	(1701)	(196)	(169)	(114)	
流动负债合计	6698	7699	8913	9077	资本支出	(416)	(196)	(169)	(114)	
长期借款及应付债券	1385	1685	1785	1885	长期投资	(0)	0	0	0	
其他长期负债	41	41	41	41	其他	(1285)	0	0	0	
长期负债合计	1427	1727	1827	1927	筹资活动现金流	209	(1731)	(1269)	(1802)	
负债合计	8125	9425	10739	11003	债务融资	942	500	300	100	
股本	964	1232	1232	1232	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	6981	5911	5968	5950	其它	(734)	(2231)	(1569)	(1902)	
负债和股东权益总计	15105	15337	16708	16953	现金净增加额	73	(165)	100	(131)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【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。