

2017年03月27日

桐昆股份 (601233.SH)

公司动态分析

证券研究报告

其他石化

长丝高景气促业绩大幅提升,一体化经营巩固龙头地位

■16年业绩快速增长,4季度盈利大幅提升:2016年公司实现营业收入256亿元,同比上升17.6%,归母净利润11.3亿,同比上升883%,EPS为1.03元。2016年1-4季度公司净利分别为1.56亿、1.93亿、2.10亿、5.78亿,其中4季度单季净利同比、环比均大幅改善。

■中长期涤纶供需增长平衡,长丝价格底部向上:下游纺织业经过三年调整期后需求开始回升。卓创数据,2016年我国涤纶长丝有效产能3389万吨,2017年预计新增产能140万吨,实际增速不超过5%,产能增速放缓;2016涤纶长丝需求量约3000万吨,2017年预计增速6%,有望实现供需平衡。我们预计油价有望反弹,中长期看好涤纶长丝盈利。

■完善全产业链布局,一体化经营巩固龙头地位:公司涤纶长丝产能约为410万吨,17年预计新投产50万吨;聚酯聚合产能约为350万吨,PTA产能150万吨,2017年预计新投产220万吨。此外,公司参股舟山炼化项目打通上游PX产业链,一体化经营降低成本。

■募投项目强化主营,高附加值产品打造未来业绩增长点:公司于2016年12月公告拟增发不超过10亿元加码“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”,“引进全自动智能化包装流水线建设项目”。募投项目提升主营产品市占率,高附加值的功能性纤维打造公司未来业绩增长点,增强业绩弹性。

■投资建议:预计涤纶长丝景气周期持续,公司有序拓展一体化经营思路,提振龙头企业规模优势和上游议价能力,募投高附加值产品有望增强业绩弹性,首次评级增持-A,预计2016-2019年EPS至1.19元、1.36元和1.63元,6个月目标价19.04元,对应2017年16倍PE。

■风险提示:油价反弹不及预期;PTA市场波动较大等。

投资评级 **增持-A**

首次评级

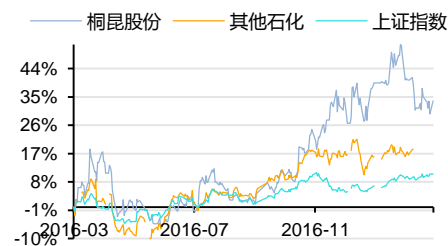
6个月目标价: **19.04元**

股价(2017-03-27) **15.17元**

交易数据

总市值(百万元)	18,688.47
流通市值(百万元)	14,617.81
总股本(百万股)	1,231.94
流通股本(百万股)	963.60
12个月价格区间	10.68/17.20元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.06	-5.28	18.93
绝对收益	-9.65	-0.65	28.58

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-83321058

相关报告

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	21,753.7	25,581.6	30,186.3	36,223.5	40,570.3
净利润	115.2	1,132.1	1,466.4	1,675.6	2,004.1
每股收益(元)	0.09	0.92	1.19	1.36	1.63
每股净资产(元)	5.64	8.91	9.96	11.24	12.74

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	162.2	16.5	12.7	11.2	9.3
市净率(倍)	2.7	1.7	1.5	1.3	1.2
净利润率	0.5%	4.4%	4.9%	4.6%	4.9%
净资产收益率	1.7%	10.3%	12.0%	12.1%	12.8%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.9%	0.5%	0.8%
ROIC	2.6%	11.6%	12.0%	13.0%	19.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,753.7	25,581.6	30,186.3	36,223.5	40,570.3	成长性					
减:营业成本	20,605.0	23,326.4	27,469.5	32,963.4	36,797.3	营业收入增长率	-13.3%	17.6%	18.0%	20.0%	12.0%
营业税费	13.1	62.1	37.1	51.4	68.7	营业利润增长率	-47.7%	2474.1%	32.6%	17.8%	20.6%
销售费用	74.1	91.2	94.8	122.1	136.2	净利润增长率	3.0%	882.7%	29.5%	14.3%	19.6%
管理费用	667.6	591.8	788.4	965.3	1,026.4	EBITDA 增长率	3.2%	99.9%	8.3%	11.5%	14.0%
财务费用	297.2	181.2	-	-	-	EBIT 增长率	-10.6%	339.0%	17.0%	17.8%	20.6%
资产减值损失	3.2	25.6	10.9	13.2	16.6	NOPLAT 增长率	2.1%	349.7%	19.9%	12.1%	20.6%
加:公允价值变动收益	5.5	-6.2	-	-	-	投资资本增长率	2.8%	15.7%	3.3%	-18.2%	-1.5%
投资和汇兑收益	-46.2	57.6	11.0	7.5	25.4	净资产增长率	1.4%	57.8%	12.6%	13.3%	13.7%
营业利润	52.6	1,354.8	1,796.6	2,115.6	2,550.5	利润率					
加:营业外净收支	98.4	49.6	78.0	75.3	67.6	毛利率	5.3%	8.8%	9.0%	9.0%	9.3%
利润总额	151.0	1,404.3	1,874.6	2,190.9	2,618.1	营业利润率	0.2%	5.3%	6.0%	5.8%	6.3%
减:所得税	31.1	261.7	310.8	450.9	538.8	净利润率	0.5%	4.4%	4.9%	4.6%	4.9%
净利润	115.2	1,132.1	1,466.4	1,675.6	2,004.1	EBITDA/营业收入	5.9%	10.0%	9.2%	8.5%	8.7%
						EBIT/营业收入	1.6%	6.0%	6.0%	5.8%	6.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	138	120	101	74	58
货币资金	1,417.9	1,700.4	2,414.9	4,753.9	6,815.8	流动营业资本周转天数	18	15	22	18	14
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	80	90	95	100	111
应收帐款	264.3	691.1	72.5	957.1	274.4	应收帐款周转天数	4	7	5	5	5
应收票据	147.9	294.2	1,353.2	600.8	819.5	存货周转天数	32	29	29	30	29
预付帐款	144.8	233.9	316.2	329.6	355.5	总资产周转天数	239	240	226	199	192
存货	2,097.2	2,088.2	2,746.5	3,241.0	3,346.6	投资资本周转天数	176	164	152	117	93
其他流动资产	1,180.7	2,459.8	1,531.3	1,724.0	1,905.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	8.0	2.7	3.6	4.7	ROE	1.7%	10.3%	12.0%	12.1%	12.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	6.0%	8.3%	8.2%	9.4%
长期股权投资	9.6	38.4	38.4	38.4	38.4	ROIC	2.6%	11.6%	12.0%	13.0%	19.2%
投资性房地产	12.8	12.2	12.2	12.2	12.2	费用率					
固定资产	8,074.7	8,910.7	7,957.2	7,003.8	6,050.3	销售费用率	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	1,213.7	1,930.4	1,930.4	1,930.4	1,930.4	管理费用率	3.1%	2.3%	2.6%	2.7%	2.5%
无形资产	490.6	538.4	511.7	484.9	458.2	财务费用率	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	50.9	94.7	53.0	66.2	71.3	三费/营业收入	4.8%	3.4%	2.9%	3.0%	2.9%
资产总额	15,105.2	19,000.5	18,940.3	21,145.9	22,082.4	偿债能力					
短期债务	3,796.7	1,856.1	1,652.2	-	-	资产负债率	53.8%	42.0%	34.5%	33.6%	27.7%
应付帐款	1,545.1	1,644.1	2,782.2	2,360.7	3,206.4						
应付票据	843.7	1,658.1	56.4	2,444.4	567.2						

其他流动负债	512.6	1,343.9	707.1	953.8	994.9	负债权益比	116.4%	72.4%	52.7%	50.5%	38.2%
长期借款	90.0	140.0	-	-	-	流动比率	0.78	1.15	1.62	2.02	2.83
其他非流动负债	1,336.6	1,339.9	1,337.6	1,338.0	1,338.5	速动比率	0.47	0.83	1.09	1.45	2.13
负债总额	8,124.7	7,982.1	6,535.6	7,096.9	6,107.1	利息保障倍数	1.18	8.48			
少数股东权益	35.2	43.4	140.8	205.2	280.4	分红指标					
股本	963.6	1,231.9	1,231.9	1,231.9	1,231.9	DPS(元)	-	0.05	0.14	0.08	0.13
留存收益	5,982.9	9,745.0	11,032.0	12,611.9	14,463.1	分红比率	0.0%	5.4%	11.9%	5.8%	7.7%
股东权益	6,980.6	11,018.4	12,404.8	14,049.0	15,975.4	股息收益率	0.0%	0.3%	0.9%	0.5%	0.8%

现金流量表
业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	119.9	1,142.7	1,466.4	1,675.6	2,004.1	EPS(元)	0.09	0.92	1.19	1.36	1.63
加:折旧和摊销	932.8	1,028.4	980.2	980.2	980.2	BVPS(元)	5.64	8.91	9.96	11.24	12.74
资产减值准备	3.2	25.6	-	-	-	PE(X)	162.2	16.5	12.7	11.2	9.3
公允价值变动损失	-5.5	6.2	-	-	-	PB(X)	2.7	1.7	1.5	1.3	1.2
财务费用	223.0	189.3	-	-	-	P/FCF	21.3	-7.3	25.0	7.8	8.7
投资损失	46.2	-57.6	-11.0	-7.5	-25.4	P/S	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	4.7	10.5	97.4	64.4	75.2	EV/EBITDA	12.9	7.5	7.0	5.0	3.8
营运资金的变动	205.7	273.9	-1,371.0	1,366.3	-823.5	CAGR(%)	143.9%	22.1%	129.3%	143.9%	22.1%
经营活动产生现金流量	1,565.0	3,040.5	1,162.0	4,079.0	2,210.7	PEG	1.1	0.7	0.1	0.1	0.4
投资活动产生现金流量	-1,701.1	-4,208.6	16.4	6.6	24.2	ROIC/WACC	0.3	1.3	1.3	1.4	2.1
融资活动产生现金流量	208.8	1,958.7	-463.8	-1,746.6	-173.1	REP	5.2	1.2	1.1	1.0	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034