分析师：顾敏豪
执业证书编号：S0730512100001
联系方式：021-50588666-8012
gumh00@ccnew.com

涤纶长丝景气推动业绩大幅增长

——桐昆股份（601233）2016 年报点评

证券研究报告-公司点评 买入（维持）

发布日期：2017 年 3 月 31 日

报告关键要素：

随着恒腾二期及恒瑞30万吨项目的投产，公司涤纶长丝产能扩张至410万吨。2016年公司销量354.05万吨，同比增长18.74%，带动收入增长17.60%。2016年以来，涤纶长丝行业供需好转，景气复苏，推动了公司业绩快速增长。2016年共实现营业收入255.82亿元，同比增长17.60%，净利润11.32亿元，同比增长882.73%。未来涤纶长丝供需有望继续改善，行业景气仍有提升空间。公司积极向上拓展产业链，布局炼化板块，打造产业链一体化企业。随着嘉兴石化二期和炼化项目的投产，公司将成为集炼油、化工和涤纶长丝为一体的全产业链企业，行业龙头地位进一步巩固。预计公司2017、2018年EPS分别为1.22元和1.53元，以3月29日收盘价15.02元计算，对应PE分别为12.34倍和9.79倍，维持“买入”的投资评级。

事件：

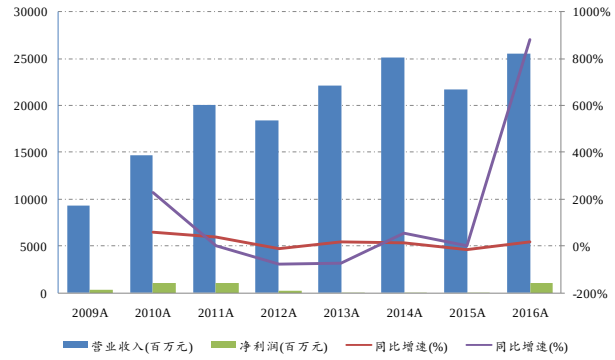
- **桐昆股份（601233）公布2016年年报。**2016年，公司实现营业收入255.82亿元，同比增长17.60%，归属于上市公司股东的净利润11.32亿元，同比增长882.73%，基本每股收益0.92元。其中四季度实现营业收入78.78亿元，同比增长52.22%；实现净利润5.72亿元，同比增长3707%，EPS0.46元。利润分配预案为每10股派发现金红利2.8元。

点评：

- **涤纶景气提升业绩大幅增长。**公司是我国涤纶长丝的龙头企业，2016年恒腾二期40万吨项目以及恒瑞30万吨差别化DTY项目投产后，公司涤纶长丝产能约410万吨。2016年公司涤纶长丝销量354.05万吨，同比增长18.74%。在销量增长的带动下，公司全年收入255.82亿元，同比增长17.60%。2016年初以来，涤纶长丝行业供需好转，景气提升，带动涤纶长丝盈利上行。受益于此，公司全年业绩大幅增长，共实现净利润11.32亿元，大幅增长882.73%。

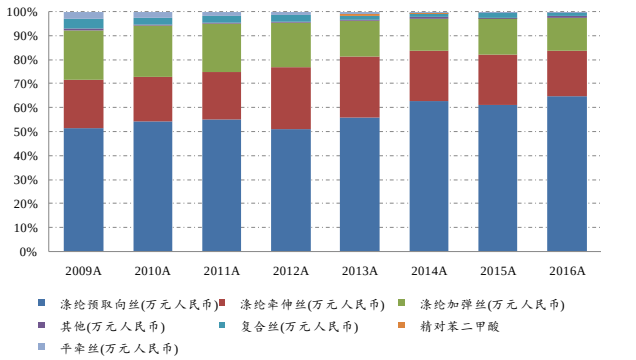
  分季度来看，公司四个季度净利润分别为1.56、1.93、2.10和5.72亿元。四季度以来，涤纶价格快速上涨，长丝POY价格由9月底的6950元/吨上涨至12月底的8950元/吨，涨幅28.8%，价差扩大了约350元/吨，带动了单季度盈利的大幅提升。四季度公司净利润5.72亿元，创上市以来新高。

图1：公司历年业绩增长



资料来源：中原证券、wind

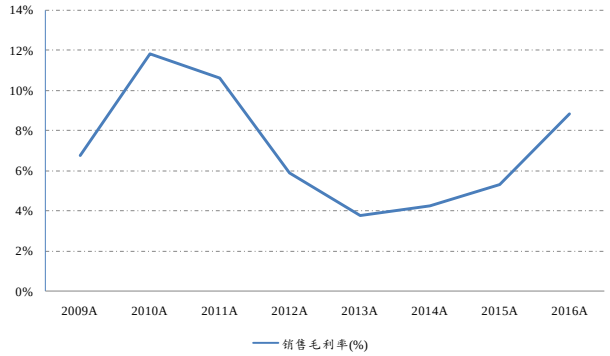
图 2：公司收入结构



资料来源：中原证券、wind

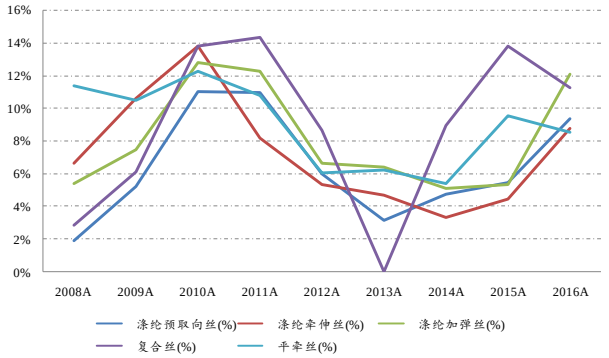
- **盈利能力大幅提升。**公司全年综合毛利率8.82%，同比提升3.54个百分点。受行业景气提升，价差扩大的推动，公司涤纶产品盈利能力均大幅好转。分产品看，涤纶长丝业务毛利率9.66%，同比提升4.31个百分点，其中最主要的预取向丝毛利率9.35%，同比提升3.92个百分点。未来涤纶行业供需有望继续好转，国际油价亦有望出现反弹，公司涤纶长丝盈利能力有望保持在较好水平。

图3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券、wind

图 4：公司分业务毛利率



资料来源：中原证券、wind

- **涤纶长丝行业景气长期向好。**受新增产能放缓，落后产能退出等因素影响，2016年以来涤纶长丝供需开始好转，行业景气度开始复苏。目前时点来看，未来行业新增产能仍相当有限，2016、2017年新增产能预计不到250万吨，主要为少数实力雄厚的龙头企业。需求方面，近年来我国纺织服装销售额仍保持5%以上的增速，加上人民币贬值对出口的提振作用，有望带动化纤需求平稳增长。未来我国化纤、涤纶领域需求有望保持在6%-8%左右的增速。在行业新增产能放缓的情况下，涤纶行业供需形势有望继续改善，行业景气复苏仍有向上空间。

- **向上游延伸，持续布局产业链一体化。**近年来，公司持续向产业链上游延伸，打造PX-PTX-涤纶长丝的一体化产业链。目前全资子公司嘉兴石化PTA产能120万吨，二期120万吨PTA产能预计于2017年三季度投产，届时公司PTA产能将达240万吨，除满足自用外，还有部分可对外销售。此外公司参股20%的舟山2000万吨炼化一体化项目目前正稳步推进，预计2018年投产。该项目产品主要包括成品油、PX等石化产品，未来有望进一步扩产至4000万吨。随着该项目的投产，公司产品线将进一步丰富，降低业绩对涤纶行业的依赖。产业链向上延伸也有助于公司降低成本，提升行业竞争力。未来公司将成为集炼油、化工和涤纶长丝为一体的全产业链企业，行业龙头地位进一步巩固。

- **盈利预测和投资建议：**预计公司2017、2018年EPS分别为1.22元和1.53元，以3月29日收盘价15.02元计算，对应PE分别为12.34倍和9.79倍，维持“买入”的投资评级。

- **风险提示：涤纶复苏力度不及预期，油价大幅下跌。**

盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	25581.57	29325.00	34875.00	40915.00
增长比率（%）	17.60	14.63	18.93	17.32
净利润（百万元）	1132.15	1499.56	1889.72	2272.55
增长比率（%）	882.73	32.45	26.02	20.26
每股收益（元）	1.03	1.22	1.53	1.84
市盈率（倍）	14.58	12.34	9.79	8.14

资料来源：中原证券

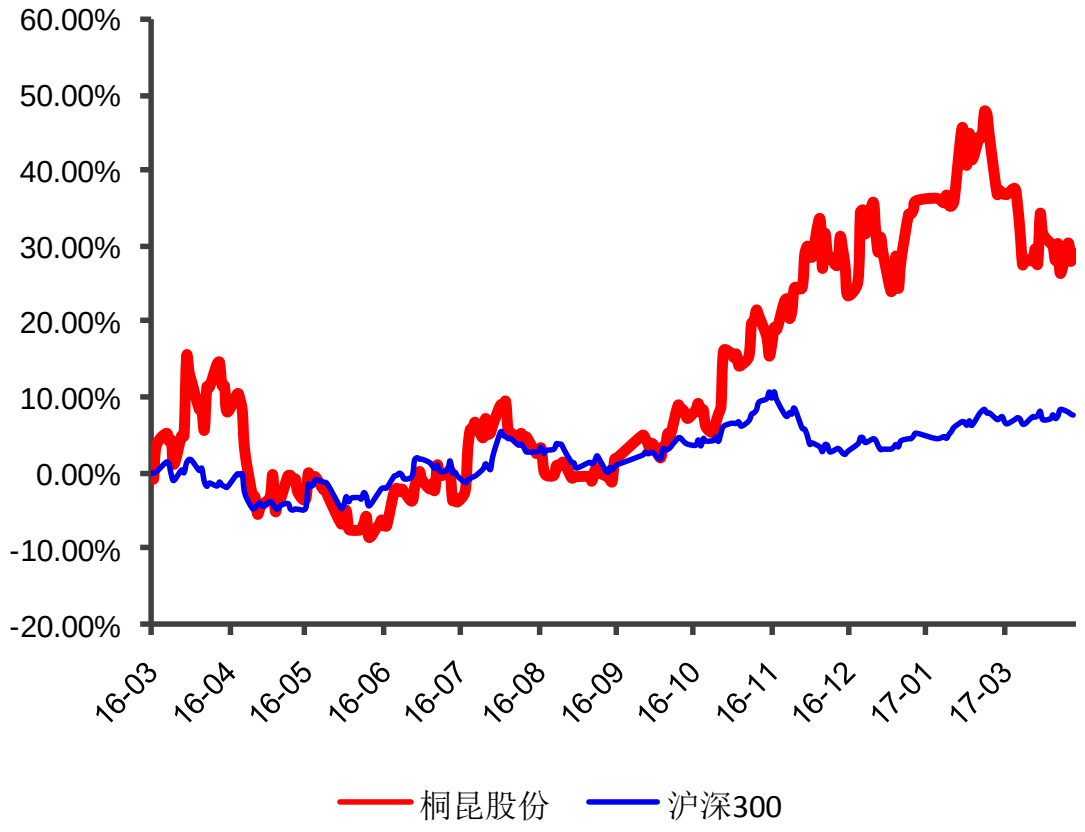
市场数据（2017年3月29日）

收盘价（元）	15.02 元
一年内最高/最低（元）	17.39/10.39
沪深300 指数	3465.19
市净率（倍）	1.69
流通市值（亿元）	144.73

基础数据（2016年12月31日）

每股净资产（元）	8.91
每股经营现金流（元）	2.47
毛利率（%）	8.82
净资产收益率（%）	10.32
资产负债率（%）	42.01
总股本/流通股（万股）	123194/96360
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深300走势



附表：财务报表预测

利润表 单位：百万元

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25581.57	29325.00	34875.00	40915.00
营业成本	23326.40	26670.58	31615.35	37053.70
营业税金及附加	62.09	58.65	69.75	81.83
销售费用	91.18	102.64	122.06	143.20
管理费用	591.79	703.80	837.00	981.96
财务费用	181.19	19.73	-12.87	-64.41
资产减值损失	25.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	1.00	1.00	1.00	0.00
投资收益	57.64	40.00	50.00	50.00
营业利润	1354.77	1810.61	2294.71	2769.72
营业外收入	85.64	100.00	100.00	100.00
营业外支出	36.08	50.00	50.00	50.00
利润总额	1404.33	1860.61	2344.71	2819.72
所得税	261.65	353.52	445.49	535.75
净利润	1142.68	1507.10	1899.21	2283.97
少数股东权益	10.54	7.54	9.50	11.42
归属母公司净利	1132.15	1499.56	1889.72	2272.55
每股收益（元）	**1.03**	**1.22**	**1.53**	**1.84**

现金流量表 单位：百万元

	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3040.50	2195.52	2891.23	3250.79
资产减值准备	25.63	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	1028.38	910.34	941.55	956.54
财务费用	181.19	19.73	-12.87	-64.41
投资活动现金流	-4208.64	46.60	50.00	50.00
筹资活动现金流	1958.75	-2031.70	-2145.53	-617.35
现金净流量	**790.61**	**210.42**	**795.70**	**1283.43**

资产负债表 单位：百万元

	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	**7467.67**	**7645.36**	**9009.19**	**12315.95**
现金	1700.43	1906.13	2702.82	5387.26
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	294.19	293.25	348.75	409.15
应收款项	691.09	351.90	418.50	490.98
存货	2088.23	2400.35	2845.38	3334.83
其他	2693.73	2693.73	2693.73	2693.73
非流动资产	11532.85	10622.91	9681.36	8724.81
长期股权投资	38.39	40.00	40.00	40.00
固定资产	8910.72	8992.89	8559.88	7869.28
无形资产	538.41	511.49	485.91	461.62
其他	2045.33	1078.53	595.56	353.92
资产总计	**19000.51**	**18268.26**	**18690.54**	**21040.76**
流动负债	**6502.19**	**6008.54**	**5098.52**	**5846.54**
短期价款	1856.14	1591.48	0.00	0.00
应付款项	1575.17	1600.23	1896.92	2223.22
预收账款	161.57	172.80	189.45	207.57
其他	2909.31	2644.02	3012.15	3415.75
长期负债	**48.34**	**1479.91**	**182.15**	**182.15**
长期借款	0.00	140.00	140.00	140.00
其他	1339.91	42.15	42.15	42.15
负债合计	**7982.10**	**6190.69**	**5280.67**	**6028.69**
股本	1231.94	1231.94	1231.94	1231.94
资本公积	5518.84	5518.84	5518.84	5518.84
未分配利润	3791.26	4690.99	5824.82	7188.35
少数股东权益	43.44	50.97	60.47	71.89
母公司所有者权益	10976.91	12026.60	13349.40	14940.19
负债及股东权益	**19000.51**	**18268.26**	**18690.54**	**21040.76**

资料来源：中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：　　未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。