

评级：买入(维持)

市场价格：14.24

目标价格：20

分析师：王席鑫

执业证书编号：S0740517010008

电话：021-20315135

Email: wangxx@r.qizq.com.cn

分析师：孙琦祥

执业证书编号：S0740517020007

Email: sungx@r.qizq.com.cn

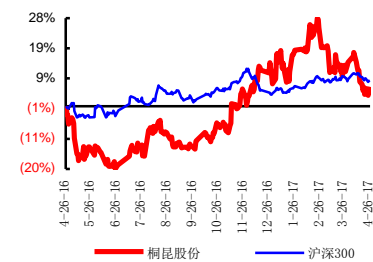
联系人：李扬

Email: liyang@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,232
流通股本(百万股)	964
市价(元)	14.24
市值(百万元)	17,543
流通市值(百万元)	13,722

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 业绩符合预期，17 年涤纶长丝景气有望持续

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,753.68	25,581.57	30,185.58	34,713.42	38,184.76
增长率 yoy%	-13.31%	17.60%	18.00%	15.00%	10.00%
净利润	115.20	1,132.15	1,604.01	1,923.42	2,189.15
增长率 yoy%	3.00%	882.73%	41.68%	19.91%	13.82%
每股收益(元)	0.12	0.92	1.30	1.56	1.78
每股现金流量	1.62	2.47	1.48	3.02	2.86
净资产收益率	1.66%	10.31%	13.11%	13.58%	13.39%
P/E	109.99	15.63	11.44	9.54	8.38
PEG	36.66	0.02	0.27	0.48	0.61
P/B	1.82	1.61	1.50	1.30	1.12

备注：中泰证券研究所

投资要点

- **一季度业绩同比大幅增长**：桐昆股份发布 2017 年一季报，2017 年 1-3 月公司实现营业收入 61.45 亿元，同比增长 26.41%；归属于上市公司股东的净利润 3.22 亿元，同比大幅增长 105.63%，毛利率创两年内新高，达 10.44%。
- **受油价回调和农历春节期间下游需求下滑等因素的影响，Q1 业绩略低于预期**：农历春节期间下游织造企业停工造成短期需求下滑，节后涤纶长丝库存高位，长丝企业为了降库存会给予下游企业和经销商让利，因此会影响到一季度的业绩，另外 3 月份国际油价下跌超 10%，对长丝价格造成一定影响，但我们预计从二季度起公司盈利会重回上升通道。
- **国际油价在 50-60 美元区间为长丝成本端提供支撑**。涤纶长丝作为芳烃产业链的下游产品，成本端主要受国际油价的影响，目前国际油价在 50 美元附近震荡也为涤纶长丝成本端提供了良好的支撑，只要下游需求端保持稳定增长，涤纶行业周期复苏继续上行趋势就不会发生逆转；一季度涤纶长丝价差维持窄幅震荡格局，根据我们的测算吨净利维持在 400 元左右，明显好于去年同期水平，价差每扩大 100 元，公司年化净利润增厚 2.6 亿元，弹性巨大。
- **公司拥有完整的 PTA-涤纶产业链，规模效应下涤纶长丝单吨净利润行业领先**：公司拥有 PTA170 万吨（嘉兴石化 PTA 二期 220 万吨预计 2017 年三季度投产）+涤纶长丝 410 万吨，是目前全球规模最大的涤纶长丝生产企业，产品包括 POY、FDY、DTY 和复合丝四个大类 1000 多个品种，是目前国内涤纶长丝产能最大和品种最全的生产商，国内长丝市场占有率达到 13%，全球市场占有率达 9%；公司成立 30 年来一直专注长丝生产，是公认涤纶长丝行业标杆，在规模效应和高效的管理体系下公司也是国内成本控制优秀的长丝企业，上市 6 年来即使在行业景气最差甚至全行业亏损的年份仍保持盈利，规模效应下涤纶长丝单吨净利润行业领先水平，单吨成本比同类企业低 200-300 元。
- **供给侧改革下，涤纶行业供需状况明显好转**：2015 年以来随着部分产成小成本高的小型涤纶企业逐步退出，整个行业供需基本面明显好转，2016 年和 2017 年国内新增涤纶长丝产能仅 120 万吨和 140 万吨，而且新增产能一半以上来自桐昆和新凤鸣等行业龙头企业；涤纶的下游需求主要是纺织服装行业，比较刚性且增长较为稳定，人民币贬值会促进纺织产品出口增长从而拉动涤纶长丝需求增长，我们预计 2017 年涤纶长丝供需情况会继续改善，盈利状况会好于去年。
- **公司后续涤纶长丝项目稳步推进中，2019 年总产能有望达到 600 万吨**：公司自 2011 年上市后不断投资建设长丝项目，市场占有率不断提高，截止目前国内市场占有率达 13%，今年预计恒邦二期项目共计 50 万吨长丝建成投产，另外 2018 年和 2019 年规划建设 140 万吨聚酯长丝项目，到 2019 年底公司长丝总产能有望达到 600 万吨，巩固行业龙头地位，市场占有率进一步提高。
- **盈利预期和投资建议**：我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.30 元、1.56 元和 1.78 元，对应 PE 分别为 11.4 倍、9.5 倍和 8.4 倍，给予“买入”评级，目标价 20 元。
- **风险提示事件**：国际油价大幅下跌、项目建设不及预期

图表 1: 桐昆股份财务预测

损益表 (人民币万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,509,492	2,175,368	2,558,157	3,018,558	3,471,342	3,818,476
增长率	13.36%	-13.3%	17.6%	18.0%	15.0%	10.0%
营业成本	-2,403,193	-2,060,503	-2,332,640	-2,667,930	-3,072,121	-3,379,334
% 销售收入	95.8%	94.7%	91.2%	88.4%	88.5%	88.5%
毛利	106,299	114,865	225,517	350,628	399,220	439,142
% 销售收入	4.2%	5.3%	8.8%	11.6%	11.5%	11.5%
营业税金及附加	-1,663	-1,309	-6,209	-3,264	-4,142	-5,062
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-6,139	-7,415	-9,118	-8,685	-10,671	-12,338
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-61,559	-66,763	-59,179	-79,522	-90,861	-101,517
% 销售收入	2.5%	3.1%	2.3%	2.6%	2.6%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	36,938	39,379	151,011	259,157	293,546	320,225
% 销售收入	1.5%	1.8%	5.9%	8.6%	8.5%	8.4%
财务费用	-29,074	-29,723	-18,119	-21,130	-24,299	-26,729
% 销售收入	1.2%	1.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-383	-318	-2,563	0	0	0
公允价值变动收益	415	549	-617	0	0	0
投资收益	2,164	-4,623	5,764	1,024	1,082	812
% 税前利润	11.6%	—	4.1%	0.4%	0.4%	0.3%
营业利润	10,061	5,263	135,477	239,051	270,329	294,308
营业利润率	0.4%	0.2%	5.3%	7.9%	7.8%	7.7%
营业外收支	8,601	9,837	4,957	8,565	7,990	7,837
税前利润	18,662	15,100	140,433	247,616	278,319	302,145
利润率	0.7%	0.7%	5.5%	8.2%	8.0%	7.9%
所得税	-5,684	-3,106	-26,165	-58,766	-64,985	-65,177
所得税率	30.5%	20.6%	18.6%	23.7%	23.3%	21.6%
净利润	12,977	11,994	114,268	188,850	213,334	236,968
少数股东损益	0	0	0	28,449	20,992	18,054
归属于母公司的净利润	11,185	11,520	113,215	160,401	192,342	218,915
净利率	0.4%	0.5%	4.4%	5.3%	5.5%	5.7%

现金流量表 (人民币万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12,977	11,994	114,268	188,850	213,334	236,968
少数股东损益	0	0	0	28,449	20,992	18,054
非现金支出	85,591	93,603	105,401	100,858	108,296	114,342
非经营收益	24,922	22,782	13,830	-9,589	-9,072	-8,649
营运资金变动	235,592	28,123	70,551	-97,822	59,599	9,563
经营活动现金净流	359,083	156,502	304,050	210,746	393,148	370,278
资本开支	158,153	142,033	272,326	76,544	74,614	84,507
投资	-3,916	-5,977	-77	0	0	0
其他	-33,685	-22,103	-148,461	1,024	1,082	812
投资活动现金净流	-195,754	-170,114	-420,864	-75,520	-73,532	-83,695
股权募资	0	0	295,949	0	0	0
债权募资	-139,993	119,731	-136,544	-185,614	-222,737	-245,010
其他	-49,422	-101,426	37,577	0	-34,494	0
筹资活动现金净流	-189,415	18,305	196,983	-185,614	-257,231	-245,010
现金净流量	-26,086	4,694	80,168	-50,389	62,385	41,572

资产负债表 (人民币万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	60,613	141,794	170,043	91,205	132,598	156,117
应收款项	68,177	41,217	98,528	146,361	106,583	121,690
存货	180,726	209,723	208,823	235,786	270,641	304,930
其他流动资产	127,012	130,928	269,373	272,273	276,850	277,205
流动资产	436,529	523,661	746,767	745,625	786,672	859,941
% 总资产	31.7%	34.7%	39.3%	39.6%	41.4%	44.1%
长期投资	1,280	2,245	5,860	5,860	5,860	5,860
固定资产	887,220	928,845	1,084,114	1,069,377	1,044,643	1,023,201
% 总资产	64.5%	61.6%	57.1%	56.8%	55.0%	52.5%
无形资产	49,072	49,058	53,841	52,829	51,872	51,315
非流动资产	938,922	985,240	1,153,285	1,137,536	1,111,845	1,089,847
% 总资产	68.3%	65.3%	60.7%	60.4%	58.6%	55.9%
资产总计	1,375,451	1,508,901	1,900,051	1,883,160	1,898,516	1,949,788
短期借款	283,774	391,808	185,614	222,737	245,010	269,511
应付款项	241,754	247,268	346,377	335,888	392,917	449,408
其他流动负债	16,376	30,734	118,229	143,085	110,814	113,637
流动负债	541,904	669,810	650,219	701,710	748,742	832,557
长期贷款	11,866	9,000	14,000	14,000	14,000	14,000
其他长期负债	129,359	129,595	130,040	130,040	130,040	130,040
负债	683,129	808,405	794,259	845,749	892,781	976,596
普通股股东权益	683,301	694,645	1,097,691	1,223,597	1,415,939	1,634,854
少数股东权益	5,223	3,518	4,344	32,793	53,785	71,839
负债股东权益合计	1,375,451	1,508,901	1,900,051	1,883,160	1,898,516	1,949,788

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.116	0.120	0.919	1.302	1.561	1.777
每股净资产(元)	7.091	7.209	8.910	9.932	11.494	13.271
每股经营现金净流(元)	3.726	1.624	2.468	1.480	3.021	2.859
每股股利(元)	0.000	0.000	0.280	0.280	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.64%	1.66%	10.31%	13.11%	13.58%	13.39%
总资产收益率	0.82%	0.76%	5.97%	7.63%	8.14%	8.16%
投入资本收益率	2.44%	2.88%	9.79%	12.95%	13.08%	12.83%
增长率						
营业总收入增长率	13.36%	-13.31%	17.60%	18.00%	15.00%	10.00%
EBIT增长率	116.02%	6.61%	283.48%	71.61%	13.27%	9.09%
净利润增长率	55.46%	3.00%	882.73%	41.68%	19.91%	13.82%
总资产增长率	-11.03%	9.84%	25.87%	-0.89%	0.82%	2.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.6	3.2	5.7	3.3	3.7	4.0
存货周转天数	29.0	34.6	32.7	32.3	32.2	32.9
应付账款周转天数	31.9	30.5	24.1	31.0	29.4	28.7
固定资产周转天数	119.4	140.0	121.2	105.4	86.4	71.8
偿债能力						
净负债/股东权益	52.91%	55.65%	14.46%	21.91%	17.43%	15.07%
EBIT利息保障倍数	1.3	1.3	8.3	12.3	12.1	12.0
资产负债率	49.80%	53.66%	41.88%	40.23%	37.79%	36.40%

来源: wind 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。