



2017-10-31

公司点评报告

增持/首次

桐昆股份(601233)

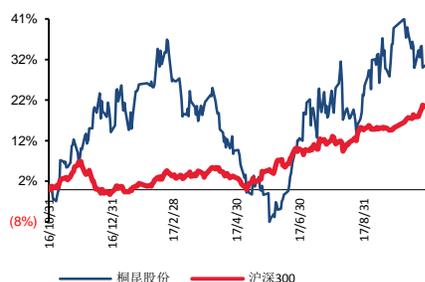
目标价: 19.00

昨收盘: 16.05

材料 材料 II

三季报符合预期，全产业链布局打开成长空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,232/1,205
总市值/流通(百万元)	19,773/19,342
12个月最高/最低(元)	17.43/11.62

相关研究报告:

证券分析师: 张波

电话: 18116322862

E-MAIL: zhangbo@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117100028

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

◆ **事件:** 公司近日发布 2017 年三季报, 实现营业收入 233.04 亿元, 同比 +31.63%; 实现归母净利润 11.47 亿元, 同比 +104.98%。公司 EPS 0.93 元。其中三季度单季度实现净利润 5.27 亿元, 同比+150.68%。公司业绩基本符合预期。

◆ **长丝维持景气, PTA 价差扩大, 公司毛利率上升。** 根据公司披露的数据, 公司前三季度共销售涤纶长丝 281.91 万吨, Q1/Q2/Q3 分别为 70.31/108.93/102.67 万吨。前三季度 POY 均价为 7150 元/吨, 同比 16 年前三季度均价 5864 元/吨上升 1286 元/吨。前三季度 (POY-0.865*PTA-0.34*MEG) 价差为 1311 元/吨, 同比 16 年的前三季度均价差 1003 元/吨上升了 308 元/吨。三季度 PTA 价格在下游需求旺盛, 供给端恒力等装置检修停车, 行业库存低等多重利好下快速反弹。7、8、9 月份跟踪的 PTA 盘面加工费为 778 元/吨、688 元/吨和 751 元/吨, 季度平均在 739 元/吨, 环比二季度上升约 400 元/吨。公司前三季度毛利率 9.75%, 相较于去年的 7.60% 上升了 2.15%。公司第三季度单季度毛利率 11.39%, 环比二季度的 7.55% 上升了 3.84%。

◆ **公司全产业链布局, 盈利中枢不断上移。** 未来两年, 公司一方面继续扩大涤纶长丝规模, 按照公司规划, 18-19 年公司涤纶长丝规模分别达到 500 和 600 万吨, PTA 产能达到 240 万吨。另一方面, 2017 年上半年公司出资 30 亿元成立子公司桐昆投资, 受让控股股东桐昆集团旗下持有的浙石化 20% 股权。浙石化一共两期, 具备 4000 万吨/年的炼化能力, 对应 PX800 万吨/年。一期 2000 万吨/年预计 18 年底建成, 届时公司产业链将进一步延伸至 PX 端, 实现全产业链布局, 盈利中枢不断上移。

◆ **估值与评级。** 预测公司 2017-2019 年净利润为 15.6 亿、18.2 亿和 24.6 亿元, EPS 分别为 1.27 元、1.48 元和 1.99 元, 对应 PE 分别为 13 倍、11 倍和 8 倍。初次覆盖, 给予“增持”评级。

◆ **风险提示。** 原油价格大幅波动, 涤纶长丝景气下行, 浙石化推进不达预期。

◆ 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	21,753.68	25,581.57	31,658.34	36,356.41	41,311.14
增长率 (%)	-13.31%	17.60%	23.75%	14.84%	13.63%
净利润(百 万元)	119.94	1,142.68	1,558.67	1,818.01	2,456.49
增长率 (%)	3.00%	882.73%	37.67%	16.64%	35.12%
净资产收益 率(%)	1.66%	10.32%	26.55%	24.96%	26.72%
每股收益(元)	0.12	1.03	1.27	1.48	1.99
PE	133.75	15.58	12.69	10.88	8.05
PB	2.23	1.80	0.79	0.64	0.50

资产负债表			单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5253	7468	8668	9739	10893	营业收入	21754	25582	31658	36356	41311	营业成本	20605	23326	28666	32908	37534
货币资金	1418	1700	2104	2417	2746	营业税金及附加	13	62	77	88	100	营业费用	74	91	113	130	147
应收账款	170	622	694	797	905	管理费用	668	592	732	841	956	财务费用	297	181	200	200	200
其他应收款	94	69	85	98	111	资产减值损失	3.18	25.63	20.00	20.00	20.00	公允价值变动收益	5.49	-6.17	0.00	0.00	0.00
预付款项	145	234	343	469	612	投资净收益	-46.23	57.64	0.00	0.00	600.00	营业利润	53	1355	1851	2169	2954
存货	2097	2088	2513	2885	3291	营业外收入	170.76	85.64	80.00	80.00	80.00	营业外支出	72.39	36.08	15.00	15.00	15.00
其他流动资产	1157	2460	2581	2675	2774	利润总额	151	1404	1916	2234	3019	所得税	31	262	357	416	562
非流动资产合计	9852	11533	10777	10063	9314	净利润	120	1143	1559	1818	2456	少数股东损益	5	11	0	0	0
长期股权投资	10	38	0	0	0	归属于母公司净利润	115	1132	1559	1818	2456	EBITDA	1283	2564	3173	3583	4403
固定资产	8074.73	8910.72	9057.02	8755.16	8238.66	BPS (元)	0.12	1.03	1.27	1.48	1.99	主要财务比率					
无形资产	491	538	485	431	377						2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
其他非流动资产	36	80	13	13	13						成长能力						
资产总计	15105	19001	19445	19803	20207						营业收入增长	-13.3%	17.6%	23.8%	14.8%	13.6%	
流动负债合计	6698	6502	13100	12044	10539						营业利润增长	-47.7%	2474.1%	36.6%	17.2%	36.2%	
短期借款	3797	1856	8816	7069	4805						归属于母公司净利润增长	3.0%	882.7%	37.7%	16.6%	35.1%	
应付账款	1502	1575	1963	2254	2571						获利能力						
预收款项	84	162	258	368	494						毛利率(%)	5%	9%	9%	9%	9%	
一年内到期的非流动负债	121	0	0	0	0						净利率(%)	1%	4%	5%	5%	6%	
非流动负债合计	1427	1480	393	393	393						总资产净利润(%)	1%	6%	8%	9%	12%	
长期借款	90	140	140	140	140						ROE(%)	2%	10%	27%	25%	27%	
应付债券	1295	1297	201	201	201						偿债能力						
负债合计	8125	7982	13493	12437	10932						资产负债率(%)	54%	42%	70%	63%	54%	
少数股东权益	35	43	43	43	43						流动比率	0.78	1.15	0.66	0.81	1.03	
实收资本(或股本)	964	1232	289	289	289						速动比率	0.47	0.83	0.47	0.57	0.72	
资本公积	2827	5519	144	144	144						营运能力						
未分配利润	2847	3791	4404	5119	6085						总资产周转率	1.51	1.50	1.65	1.86	2.07	
归属母公司股东权益合计	6945	10975	5871	7284	9194						应收账款周转率	116	65	48	49	49	
负债和所有者权益	15105	19001	19407	19765	20169						应付账款周转率	12.63	16.63	17.89	17.24	17.12	
现金流量表			单位:百万元										每股指标(元)				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						每股收益(最新摊薄)	0.12	1.03	1.27	1.48	1.99	
经营活动现金流	1565	3041	1843	3184	3261						每股净现金流(最新摊薄)	0.08	0.64	1.03	1.15	-0.87	
净利润	120	1143	1559	1818	2456						估值比率						
折旧摊销	932.84	1028.38	1122.74	1213.31	1249.15						P/E	133.75	15.58	12.69	10.88	8.05	
财务费用	297	181	200	200	200						P/B	2.23	1.80	0.79	0.64	0.50	
应付账款的变化	0	0	388	291	317						EV/EBITDA						
预收账款的变化	0	0	96	110	125						15.09	8.33	3.69	2.69	1.60		
投资活动现金流	-1701	-4209	-500	-520	80												
公允价值变动收益	5	-6	0	0	0												
长期投资	10	38	0	0	0												
投资收益	-46	58	0	0	600												
筹资活动现金流	209	1959	-1044	-2352	-3011												
短期借款	3797	1856	8816	7069	4805												
长期借款	90	140	140	140	140												
普通股增加	0	268	-943	0	0												
资本公积增加	32	2692	-5375	0	0												
现金净增加额	73	791	299	312	329												

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。