

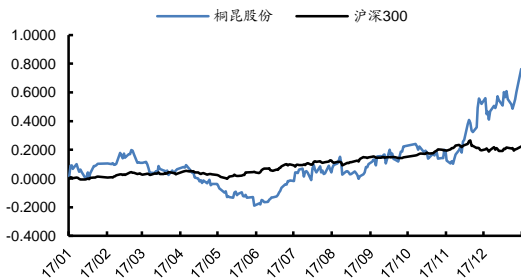
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：陈博 S0300116010021  
010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn  
联系人：谷航 S0350117040024  
021-58901053 guh@ghzq.com.cn

## 嘉兴 PTA 二期将使公司 PTA 完全自给，参股浙石化业绩大增和产业链继续延伸

### ——桐昆股份（601233）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	15.9	44.2	76.2
沪深 300	2.2	6.5	22.3

市场数据 2018-01-02

当前价格（元）	24.74
52 周价格区间（元）	11.15 - 24.74
总市值（百万）	32196.16
流通市值（百万）	29814.24
总股本（万股）	130138.07
流通股（万股）	120510.27
日均成交额（百万）	260.20
近一月换手（%）	44.58

相关报告

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：

近日公司公告，嘉兴石化年产 200 万吨 PTA 项目进入试生产阶段，该项目采用英威达 P8 工艺技术，引进世界先进设备，并与国产设备进行技术嫁接，建成具备世界先进技术水平的 PTA 生产线。

投资要点：

- 嘉兴石化 200 万吨 PTA 试生产成功后，公司涤纶长丝的原料 PTA 实现 100% 自给，产业链利润进一步增加。目前公司拥有涤纶长丝产能约 460 万吨/年，其中 POY 约 290 万吨/年，FDY 约 100 万吨/年，DTY 约 50 万吨/年，其他约 20 万吨/年。另外，嘉兴石化 200 万吨/年 PTA 产能达产后，公司 PTA 总产能约 370 万吨/年，按照聚酯的 PTA 单耗 0.86 计算，公司生产聚酯所需 PTA 从 65% 自给率提升至 100%，基本实现完全自供。另外，价差方面 PTA-0.655\*PX 在 2017 年第四季度均价为 1538 元/吨，较第三季度均价上涨 0.93%；2017 年均价为 1383 元/吨，较 2016 年上涨 21.71%。
- 预计到 2020 年全球 PTA 产能仍过剩，具有上下游配套的规模化装置才具有竞争力。根据现有产能和未来新增产能投放情况，预计 2016~2020 年 PTA 产能年均增长率为 4.7%，预计到 2020 年全球 PTA 产能达到 106 亿吨/年。需求方面，消费结构变化不大，预计 2020 年 PTA 消费量约 7000 万吨，全球 PTA 供需总体仍宽松状态，因此上下游配套的一体化、规模化项目才具有成本优势。
- 公司是涤纶长丝龙头，受益于行业景气度回升，价差同比增长。目前公司涤纶长丝产能 460 万吨/年，考虑新建项目未来总产能将增长至 600 万吨/年，市场占有率将提升至 18% 以上。从价差情况看，DTY-0.86\*PTA-0.336\*MEG 的 2017 年第四季度均价为 3190 元/吨，较第三季度均价上涨 6.48%；2017 年均价为 3103 元/吨，较 2016 年上涨 12.24%。POY-0.86\*PTA-0.336\*MEG 的 2017 年第四季度均价为 1636 元/吨，较第三季度均价上涨 8.88%；2017 年均价为 1527 元/吨，较 2016 年上涨 28.16%。FDY-0.86\*PTA-0.336\*MEG 的 2017 年第四季度均价为 2026.57 元/吨，较第三季度均价下降 3.64%；2017 年均价为 1953.54 元/吨，较 2016 年上涨 8.55%。涤纶长丝价差上涨，行业回暖。从供需看，我国涤纶长丝新增产能增速约 4%，随着国家

二孩政策、消费升级的影响，涤纶需求总量和质量仍保持较高增长，预计需求增速超过 7%，供需格局向好。

- **参股浙石化 4000 万吨/年大炼化一体化项目，收益大幅提升，产业链进一步延伸。** 规模化、基地化既是国际石化产业发展的经验，也是我国石化工业发展的方向。浙石化一期 2000 万吨/年炼化一体化项目是我国石化行业“十三五”重点发展的七大基地化项目，产品方案包括乙烯、丙烯、汽煤柴油、PX 等，其中 PX 产能 400 万吨，将大幅提升 PX 自给率。根据浙石化公告的项目可行性研究报告数据，按照布伦特原油 60 美元/桶价格体系，一期项目达产后年均利润约 98 亿元，公司 20% 股权的收益可达 19.6 亿元。此外，公司的原料、产品销售等也将受益于大炼化项目。
- **盈利预测和投资评级：** 公司是全球领先的涤纶长丝企业，一方面受益于涤纶需求稳步增长，行业回暖。另一方面公司参股浙石化实现产业链延伸和一体化程度提高，公司业绩将大幅提升。我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 16.43/20.36/34.20 亿元，EPS 分别为 1.26/1.56/2.63 元，对应最新收盘价 PE 为 19.59/15.81/9.41 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 项目建设不及预期、原油价格和产品价格大幅波动。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	25582	31965	36357	53083
增长率(%)	17.6%	25.0%	13.7%	46.0%
净利润（百万元）	1132	1643	2036	3420
增长率(%)	883%	45%	24%	68%
摊薄每股收益（元）	0.92	1.26	1.56	2.63
ROE(%)	10.28%	12.17%	13.32%	18.69%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 桐昆股份盈利预测表

证券代码:	601233.sh		股票价格:		24.74	投资评级:	买入		日期:	2018/1/2
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	10%	12%	13%	19%	EPS	0.92	1.26	1.56	2.63	
毛利率	9%	11%	12%	12%	BVPS	8.91	10.34	11.72	14.03	
期间费率	4%	5%	5%	4%	<b>估值</b>					
销售净利率	4%	5%	6%	6%	P/E	26.92	19.59	15.81	9.41	
<b>成长能力</b>					P/B	2.78	2.39	2.11	1.76	
收入增长率	18%	25%	14%	46%	P/S	1.19	1.01	0.89	0.61	
利润增长率	883%	45%	24%	68%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	1.35	1.35	1.36	1.62	营业收入	25582	31965	36357	53083	
应收账款周转率	25.96	24.24	22.73	20.79	营业成本	23326	28498	32163	46511	
存货周转率	11.17	10.84	10.38	10.09	营业税金及附加	62	64	73	106	
<b>偿债能力</b>					销售费用	91	160	182	265	
资产负债率	42%	43%	43%	44%	管理费用	592	959	1127	1699	
流动比	1.15	1.19	1.19	1.28	财务费用	181	282	317	268	
速动比	0.83	0.88	0.87	0.92	其他费用/(-收入)	26	4	4	4	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	1355	2005	2499	4237	
现金及现金等价物	1700	3000	3275	3496	营业外净收支	50	59	59	59	
应收款项	985	1319	1600	2554	利润总额	1404	2064	2558	4296	
存货净额	2088	2635	3107	4620	所得税费用	262	421	522	876	
其他流动资产	2694	3046	3501	5643	净利润	1143	1643	2036	3420	
流动资产合计	7468	10001	11483	16313	少数股东损益	11	0	0	0	
固定资产	8911	9718	11208	14874	归属于母公司净利润	1132	1643	2036	3420	
在建工程	1930	3180	3360	910	<b>现金流量表 (百万元)</b>		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
无形资产及其他	538	558	545	539	经营活动现金流	3041	2587	2563	3527	
长期股权投资	38	38	38	38	净利润	1143	1643	2036	3420	
<b>资产总计</b>	<b>19001</b>	<b>23659</b>	<b>26820</b>	<b>32857</b>	少数股东权益	11	0	0	0	
短期借款	1856	2356	2756	2156	折旧摊销	1028	796	866	988	
应付款项	3233	4194	4821	7228	公允价值变动	(6)	0	0	0	
预收帐款	162	289	329	772	营运资金变动	865	147	(339)	(882)	
其他流动负债	1251	1543	1744	2622	投资活动现金流	(4209)	(2902)	(2558)	(2201)	
流动负债合计	6502	8382	9650	12778	资本支出	(1553)	(2854)	(2536)	(2204)	
长期借款及应付债券	1437	1737	1837	1737	长期投资	(29)	0	0	0	
其他长期负债	42	42	42	42	其他	(2627)	(48)	(22)	3	
长期负债合计	1480	1780	1880	1780	筹资活动现金流	1959	1636	256	(1110)	
负债合计	7982	10162	11530	14558	债务融资	(1888)	800	500	(700)	
股本	1232	1301	1301	1301	权益融资	2959	1000	0	0	
股东权益	11018	13497	15289	18299	其它	888	(164)	(244)	(410)	
负债和股东权益总计	19001	23659	26820	32857	现金净增加额	791	1320	261	215	

资料来源: Wind 资讯、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。