

桐昆股份(601233)

点评报告

行业公司研究——化学纤维行业

证券研究报告

全年业绩大幅增长，一体化优势更加明显

——桐昆股份业绩预告点评

✍️：杨云 执业证书编号：S0860510120006
☎️：021-80108120
✉️：caochengan@stocke.com.cn

事件

1月22日晚公司发布2017年业绩预告，预计2017年实现归母净利润17.5亿~18.2亿元，同比增长55%~61%，其中四季度单季归母净利润6亿~6.7亿元，同比增长4.9%~17.1%，环比增长13.9%~27.1%。

投资要点

□ 涤纶长丝维持高景气度，四季度业绩超预期

2017年三季度以来，受需求旺季影响，涤纶长丝价格不断上涨，盈利水平大幅提升。四季度淡季不淡，涤纶长丝主流产品POY/FDY/DTY市场均价分别为8774元、9160元、10304元/吨，较Q3均价分别上涨4.5%、1.8%、4.4%，价差分别扩大131元、-89元、181元/吨，加权价差扩大101元/吨，盈利状况持续向好。2017年恒邦二期和技改项目相继投产后，公司现有涤纶长丝产能460万吨/年，预计四季度产销量100万吨左右。

□ PTA行业景气度回升，一体化优势更加明显

国内PTA行业经历了近五年低迷期，2017年三季度开始景气度逐步回升，盈利状况大幅改善，三季度平均价差达到856元/吨，同比扩大约488元/吨，部分龙头企业税前利润达到约300元/吨。进入四季度，PTA平均价差841元/吨，继续维持在较高水平。公司新建220万吨/年PTA产能近期顺利投产，PTA总产能达到400万吨/年，基本实现自给自足，产业链一体化优势更加明显。

□ 扩产巩固行业龙头地位，浙石化项目有望带来丰厚收益

公司是全球第一大涤纶长丝生产企业，目前国内市场占有率13%，未来两年公司将扩产至600万吨/年以上，随着新产能的持续投产，公司行业龙头地位将进一步巩固。浙石化4000万吨炼化一体化项目进展顺利，其中浙石化一期有望2018年底投产，公司参股浙石化20%股权，有助公司实现“PX-PTA-涤纶长丝”全产业链布局，同时有望带来丰厚投资收益。

□ 盈利预测及估值

暂不考虑浙石化投资收益，预计2017-2019年公司归母净利润为17.9亿、22.3亿、27.1亿元，同比增长57.7%、25.1%、21.2%，对应EPS为1.37、1.72、2.08元，当前股价对应PE为20、16和13倍，维持“增持”评级。

财务摘要

(亿元)	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	255.82	319.44	369.69	424.08
(+/-)	17.60%	24.87%	15.73%	14.72%
净利润	11.32	17.85	22.32	27.05
(+/-)	882.73%	57.66%	25.06%	21.17%
每股收益(元)	0.87	1.37	1.72	2.08
P/E	31.36	19.89	15.90	13.13

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥27.28

单季度业绩

元/股

3Q/2017

0.43

2Q/2017

0.24

1Q/2017

0.26

4Q/2016

0.47



公司简介

桐昆集团是全球最大的涤纶长丝生产企业，主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售，以及涤纶长丝主要原料PTA（精对苯二甲酸）的生产，公司前身为成立于1982年桐乡县化学纤维厂，经过三十多年的发展，现拥有总资产200多亿元，连续16年上榜“中国企业500强”。

相关报告

1《桐昆股份(601233)深度报告：引领行业前行的全球涤纶长丝龙头》
2017.12.29

报告撰写人：杨云

数据支持人：曹承安

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 亿元	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	74.68	98.52	129.25	74.68
现金	17.00	46.07	68.11	17.00
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它应收款	9.16	8.07	9.12	9.16
预付账款	0.69	0.84	1.19	0.69
存货	2.34	2.88	2.97	2.34
其他	20.88	25.34	30.63	20.88
非流动资产	24.60	15.31	17.24	24.60
长期投资	0.38	0.19	0.22	0.27
固定资产	89.11	88.18	85.52	84.74
无形资产	5.38	5.31	5.28	5.31
其他	20.45	19.56	21.54	22.39
资产总计	190.01	211.77	241.81	272.12
流动负债	65.02	69.46	78.64	83.87
短期借款	18.56	28.27	28.27	25.03
应付账款	32.33	33.08	40.28	47.11
其他	14.13	8.11	10.10	11.74
非流动负债	14.80	14.78	14.78	14.79
长期借款	1.40	1.40	1.40	1.40
其他	13.40	13.38	13.38	13.39
负债合计	79.82	84.24	93.43	98.66
少数股东权益	0.43	0.60	0.81	1.06
归属母公司股东权益	109.75	126.93	147.58	172.40
负债和股东权益	190.01	211.77	241.81	272.12
现金流量表				
单位: 亿元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	30.41	28.84	34.71	40.20
净利润	11.43	18.02	22.53	27.30
折旧摊销	10.28	9.57	10.32	11.17
财务费用	1.81	1.93	2.09	2.18
投资损失	-0.58	-0.58	-0.58	-0.58
营运资金变动	-0.96	3.85	5.60	3.24
其它	8.42	-3.95	-5.26	-3.11
投资活动现金流	-42.09	-7.35	-8.94	-10.67
资本支出	-15.53	-8.02	-9.24	-10.93
长期投资	-0.36	0.27	-0.06	-0.05
其他	-26.20	0.39	0.36	0.31
筹资活动现金流	19.59	7.57	-3.72	-7.82
短期借款	-19.41	9.71	-0.00	-3.23
长期借款	0.50	0.00	0.00	0.00
其他	38.49	-2.13	-3.72	-4.59
现金净增加额	7.91	29.06	22.04	21.71

利润表				
单位: 亿元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	255.82	319.44	369.69	424.08
营业成本	233.26	285.28	327.98	374.46
营业税金及附加	0.62	0.78	0.90	1.03
营业费用	0.91	1.14	1.32	1.51
管理费用	5.92	7.99	9.24	10.60
财务费用	1.81	1.93	2.09	2.18
资产减值损失	0.26	0.14	0.19	0.28
公允价值变动收益	-0.06	0.04	0.04	0.04
投资净收益	0.58	0.58	0.58	0.58
营业利润	13.55	22.81	28.58	34.64
营业外收入	0.86	0.86	0.86	0.86
营业外支出	0.36	0.57	0.55	0.50
利润总额	14.04	23.10	28.88	35.00
所得税	2.62	5.08	6.35	7.70
净利润	11.43	18.02	22.53	27.30
少数股东损益	0.11	0.17	0.21	0.25
归属母公司净利润	11.32	17.85	22.32	27.05
EBITDA	25.25	33.67	40.12	46.65
EPS (元)	0.87	1.37	1.72	2.08
主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	17.60%	24.87%	15.73%	14.72%
营业利润	2474.05%	68.39%	25.28%	21.19%
归属母公司净利润	882.73%	57.66%	25.06%	21.17%
获利能力				
毛利率	8.82%	10.69%	11.28%	11.70%
净利率	4.47%	5.64%	6.09%	6.44%
ROE	12.58%	15.02%	16.18%	16.81%
ROIC	9.39%	11.97%	13.07%	13.90%
偿债能力				
资产负债率	42.01%	39.78%	38.64%	36.26%
净负债比率	25.01%	35.74%	32.34%	27.13%
流动比率	1.15	1.42	1.64	1.90
速动比率	0.83	1.05	1.25	1.50
营运能力				
总资产周转率	1.50	1.59	1.63	1.65
应收帐款周转率	64.56	60.73	74.54	64.70
应付帐款周转率	15.16	15.51	14.75	14.99
每股指标(元)				
每股收益	0.87	1.37	1.72	2.08
每股经营现金	2.34	2.22	2.67	3.09
每股净资产	8.91	9.75	11.34	13.25
估值比率				
P/E	31.36	19.89	15.90	13.13
P/B	3.06	2.80	2.41	2.06
EV/EBITDA	7.14	10.09	7.93	6.28

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>