

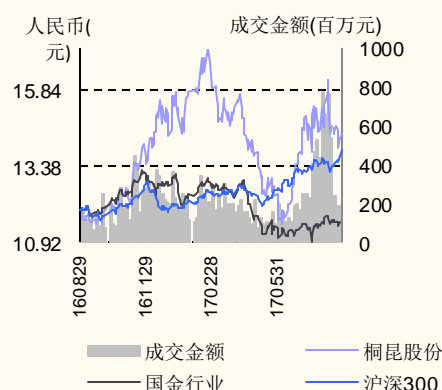
桐昆股份 (601233.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 27.28 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,205.10
总市值(百万元)	35,501.67
年内股价最高最低(元)	28.23/11.49
沪深 300 指数	4336.60
上证指数	3501.36



相关报告

- 1.《桐昆股份: 受益于涤纶高景气度, 三季度净利润同比大幅增长 150...》, 2017.10.31
- 2.《桐昆股份: 上半年净利润同比增长 77%, 三季度业绩有望环比大幅...》, 2017.8.29
- 3.《化工行业龙头系列深度报告: 桐昆股份——涤纶长丝景气度回升, 打...》, 2017.6.27

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈斌 联系人
Chencheng2@gjzq.com.cn

何雄 联系人
Hexiong@gjzq.com.cn

桐昆股份: 涤纶 PTA 景气共振, 全年业绩同比预增 55~61%

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.120	0.919	1.382	1.814	2.100
每股净资产(元)	7.21	8.91	10.37	12.06	14.04
每股经营性现金流(元)	1.62	2.47	2.16	2.88	3.26
市盈率(倍)	109.99	15.63	19.73	15.04	12.99
行业优化市盈率(倍)	22.66	22.66	22.66	22.66	22.66
净利润增长率(%)	3.00%	882.73%	58.89%	31.21%	15.78%
净资产收益率(%)	1.66%	10.32%	13.20%	14.89%	14.81%
总股本(百万股)	963.60	1,231.94	1,301.38	1,301.38	1,301.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布业绩预增公告, 17 年预计实现归母净利润 17.5-18.2 亿元, 同比增长 55%-61%。其中 Q4 单季度预计实现归母净利润 6.0-6.7 亿元, 同比增长 5.3%-17.5%, 环比增长 13.2%-26.4%。业绩同比提升主要受益于涤纶 PTA 行业景气提升, 以及公司新建项目投产, 产销同比增加。

经营分析

- 涤纶与 PTA 景气共振, Q4 业绩同比环比提升。据公司业绩预告, 公司四季度单季度实现归母净利润 6.0-6.7 亿元, 同比增长 5.3-17.5%, 环比增长 13.2-26.4%。业绩增长主要得益于涤纶与 PTA 景气共振, 价格价差均维持高位。根据价差数据, 长丝方面, 4 季度 POY 产品价差同比增长 9%, FDY 与 DTY 价差同比变化不大, 仍维持在全年较高水平。PTA 方面, Q4 价差继续维持高位, 同比增长 56%, 环比基本持平。17 年全年, POY 价差 1540 元/吨, 同比提升 26%, FDY 价差 1949 元/吨, 同比增长 6%, DTY 价差 3096 元/吨, 同比增长 13%, PTA 价差 611 元/吨, 同比增长 28%。
- 嘉兴石化 220 万吨 PTA 新产能投产, 聚酯产能继续扩张。日前公司采用最新技术的 220 万吨/年 PTA 二期已经开车, 公司基本实现涤纶 PTA 产能配套。我们预计 18 年 PTA 加工费可维持在 200-300 元/吨左右, 新增 PTA 产能贡献利润约 4-6 亿元。聚酯长丝方面, 公司预计 18 年, 19 年分别投产 100 万吨, 到 2019 年聚酯长丝产能达到 660 万吨。
- 参股浙石化, 打造涤纶全产业链, 实现盈利跨越式提升。公司参股浙石化 20% 股权, 炼化项目分两期, 每期规模为 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置, 一期预计 18 年底投产, 19 年出产品, 预计一期项目盈利中枢 100 亿元, 公司将实现投资收益 20 亿元。浙石化一期出产 400 万吨 PX, 桐昆权益产能 80 万吨, 公司向上游 PX 延伸, 进一步实现产业链一体化。

投资建议

- 不考虑浙石化利润的情况下, 预计 2017-2019 年归母净利润 17.99 亿元, 23.60 亿元, 27.33 亿元, 对应 PE 为 20, 15, 13 倍; 考虑到 18-19 年涤纶 PTA 行业景气度持续提升, 公司参股浙石化项目一期 2000 万吨将于 18 年底建成, 19 年投产出业绩, 我们维持公司“买入”评级。

风险提示 国际油价大幅下跌; 聚酯行业需求疲软, 将影响公司盈利能力, 拖累公司业绩; 浙石化项目进度大幅低于预期将影响公司业绩与市场情绪;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	25,095	21,754	25,582	36,612	42,517	53,874	货币资金	606	1,418	1,700	1,501	1,608	1,687
增长率	-13.3%	17.6%	43.1%	16.1%	26.7%		应收款项	682	412	985	1,631	1,894	2,400
主营业务成本	-24,032	-20,605	-23,326	-33,291	-38,355	-48,778	存货	1,807	2,097	2,088	3,138	3,615	4,597
%销售收入	95.8%	94.7%	91.2%	90.9%	90.2%	90.5%	其他流动资产	1,270	1,309	2,694	1,803	1,879	2,035
毛利	1,063	1,149	2,255	3,320	4,162	5,095	流动资产	4,365	5,237	7,468	8,072	8,996	10,719
%销售收入	4.2%	5.3%	8.8%	9.1%	9.8%	9.5%	%总资产	31.7%	34.7%	39.3%	33.3%	33.9%	36.0%
营业税金及附加	-17	-13	-62	-88	-85	-129	长期投资	13	22	59	2,680	3,680	5,180
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	8,872	9,288	10,841	12,852	13,178	13,206
营业费用	-61	-74	-91	-121	-140	-178	%总资产	64.5%	61.6%	57.1%	53.0%	49.7%	44.4%
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	491	491	538	538	537	537
管理费用	-616	-668	-592	-732	-850	-1,266	非流动资产	9,389	9,852	11,533	16,190	17,516	19,044
%销售收入	2.5%	3.1%	2.3%	2.0%	2.0%	2.4%	%总资产	68.3%	65.3%	60.7%	66.7%	66.1%	64.0%
息税前利润 (EBIT)	369	394	1,510	2,379	3,086	3,522	资产总计	13,755	15,089	19,001	24,263	26,512	29,763
%销售收入	1.5%	1.8%	5.9%	6.5%	7.3%	6.5%	短期借款	2,838	3,918	1,856	3,189	2,417	1,395
财务费用	-291	-297	-181	-218	-254	-193	应付款项	2,418	2,473	3,464	4,897	5,647	7,230
%销售收入	1.2%	1.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.4%	其他流动负债	164	307	1,182	568	609	687
资产减值损失	-4	-3	-26	-12	-3	-4	流动负债	5,419	6,698	6,502	8,655	8,672	9,312
公允价值变动收益	4	5	-6	12	4	4	长期贷款	119	90	140	586	586	586
投资收益	22	-46	58	80	80	50	其他长期负债	1,336	1,337	1,340	1,344	1,337	1,337
%税前利润	11.6%	n.a	4.1%	3.5%	2.7%	1.5%	负债	6,874	8,125	7,982	10,585	10,595	11,235
营业利润	101	53	1,355	2,241	2,913	3,379	普通股股东权益	6,831	6,945	10,975	13,624	15,853	18,455
营业利润率	0.4%	0.2%	5.3%	6.1%	6.9%	6.3%	少数股东权益	52	35	43	53	63	73
营业外收支	86	98	50	20	50	50	负债股东权益合计	13,757	15,105	19,001	24,263	26,512	29,763
税前利润	187	151	1,404	2,261	2,963	3,429							
利润率	0.7%	0.7%	5.5%	6.2%	7.0%	6.4%							
所得税	-57	-31	-262	-452	-593	-686							
所得税率	30.5%	20.6%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%							
净利润	130	120	1,143	1,809	2,370	2,743							
少数股东损益	18	5	11	10	10	10							
归属于母公司的净利润	112	115	1,132	1,799	2,360	2,733							
净利率	0.4%	0.5%	4.4%	4.9%	5.6%	5.1%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	130	120	1,143	1,809	2,370	2,743	每股指标						
非现金支出	856	936	1,054	1,153	1,287	1,405	每股收益	0.116	0.120	0.919	1.382	1.814	2.100
非经营收益	249	228	138	139	152	124	每股净资产	7.089	7.208	8.909	10.369	12.065	14.045
营运资金变动	2,356	281	706	-265	-26	17	每股经营现金净流	3.726	1.624	2.468	2.158	2.880	3.264
经营活动现金净流	3,591	1,565	3,041	2,836	3,784	4,289	每股股利	0.030	0.050	0.280	0.100	0.100	0.100
资本开支	-1,582	-1,420	-2,723	-3,169	-1,563	-1,383	回报率						
投资	-39	-60	-1	-2,621	-1,000	-1,500	净资产收益率	1.64%	1.66%	10.32%	13.20%	14.89%	14.81%
其他	-337	-221	-1,485	92	84	54	总资产收益率	0.81%	0.76%	5.96%	7.41%	8.90%	9.18%
投资活动现金净流	-1,958	-1,701	-4,209	-5,699	-2,479	-2,829	投入资本收益率	2.31%	2.55%	8.59%	10.15%	12.21%	12.92%
股权募资	0	0	2,959	982	0	0	增长率						
债权募资	-1,400	1,197	-1,365	2,064	-780	-1,022	主营业务收入增长率	13.36%	-13.31%	17.60%	43.12%	16.13%	26.71%
其他	-494	-1,014	376	-383	-418	-359	EBIT增长率	116.02%	6.61%	283.48%	57.56%	29.71%	14.12%
筹资活动现金净流	-1,894	183	1,970	2,663	-1,198	-1,381	净利润增长率	55.46%	3.00%	882.73%	58.89%	31.21%	15.78%
现金净流量	-261	47	802	-199	107	79	总资产增长率	-10.72%	9.80%	25.79%	27.69%	9.27%	12.26%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	2.6	3.2	5.7	6.5	6.5	6.5
							存货周转天数	29.0	34.6	32.7	34.4	34.4	34.4
							应付账款周转天数	31.9	30.5	24.1	17.0	17.0	17.0
							固定资产周转天数	125.2	135.5	127.1	92.1	76.9	58.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	52.93%	55.66%	14.46%	26.11%	16.91%	8.59%
							EBIT利息保障倍数	1.3	1.3	8.3	10.9	12.1	18.2
							资产负债率	49.97%	53.79%	42.01%	43.63%	39.96%	37.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	0	10	16	31	47
	0	6	6	13	28
	1	3	3	6	7
	0	0	0	0	0
	3.00	1.63	1.48	1.50	1.51

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-27	买入	13.47	18.00~18.00
2	2017-08-29	买入	14.44	N/A
3	2017-10-31	买入	16.05	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH