

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

涤纶景气推动业绩大幅增长, 一体化优势保障未来业绩

——桐昆股份(601233)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

市场数据(2018-01-25)

收盘价(元)	26.92
一年内最高/最低(元)	28.95/11.40
沪深300指数	4365.08
市净率(倍)	3.19
流通市值(亿元)	324.41

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	9.56
每股经营现金流(元)	1.94
毛利率(%)	9.75
净资产收益率-摊薄(%)	9.74
资产负债率(%)	48.32
总股本/流通股(万股)	123193.63/120510.27
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018年01月26日

投资要点: 公司公布2017年度业绩预增公告, 公司预计2017年实现净利润17.5-18.2亿元, 较2016年增加55%-61%。实现扣非后的净利润同比增长64%-71%。

● **涤纶量价齐升带动业绩大幅增长。** 公司是我国涤纶长丝的龙头企业, 目前拥有涤纶长丝产能约450万吨。2016年至今, 涤纶长丝行业供需好转, 产品保持上涨态势, 行业景气维持在较高水平。2017年, 涤纶行业景气稳步提升, 华东地区涤纶POY全年均价8379元/吨, 同比上涨19.93%。此外公司恒邦二期和技改项目今年投产, 带动了公司产量提升。涤纶长丝量价齐升是今年业绩大幅增长的主要动力。

● **供需改善、新项目扩产保障2018年业绩。** 受新增产能放缓, 落后产能退出等因素影响, 近年来涤纶长丝供需好转, 行业景气度复苏。未来行业年新增产能不到3%, 需求方面, 我国化纤、涤纶领域需求有望保持在6%-8%左右增速, 行业供需继续改善。2017年底公司200万吨PTA项目进入试生产, 2017-2019年公司涤纶长丝产能将进一步扩产至600万吨。新项目的投产与行业供需改善有望保障公司2018年业绩。

● **收购浙江石化股权, 产业链一体化进一步完善。** 公司持续向产业链上游延伸, 打造PX-PTX-涤纶长丝的一体化产业链。2017年公司以10.1亿元价格向大股东桐昆集团收购了浙江石化20%股权, 产业链一体化进一步完善。目前浙江石化4000万吨炼化一体化项目目前正稳步推进, 共包括4000万吨炼油、800万吨对二甲苯、280万吨乙烯。其中一期2000万吨预计2018年投产。届时公司有望将成为集炼油、化工和涤纶长丝为一体的全产业链企业, 行业龙头地位进一步巩固。

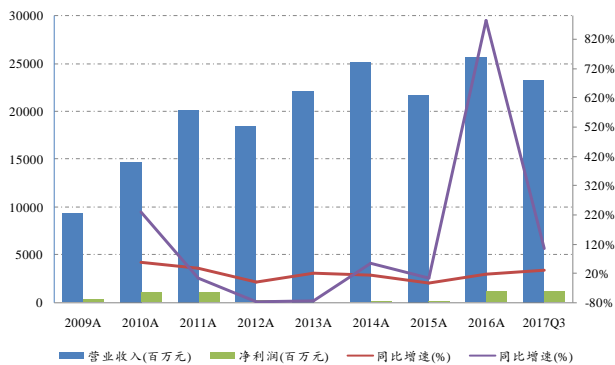
● **盈利预测和投资建议:** 预计公司2017、2018年EPS分别为1.37元和1.71元, 以1月26日收盘价27.11元计算, 对应PE分别为19.8倍和15.9倍。维持“买入”的投资评级。

风险提示: 原油价格大幅波动、行业扩产力度超出预期

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21753.7	25581.6	30953.7	35596.8	39868.4
增长比率	-13.3%	17.6%	21.0%	15.0%	12.0%
净利润(百万元)	115.2	1132.1	1786.3	2223.3	2657.1
增长比率	3.0%	882.7%	57.8%	24.5%	19.5%
每股收益(元)	0.09	0.87	1.37	1.71	2.04
市盈率(倍)	306.2	31.2	19.8	15.9	13.3

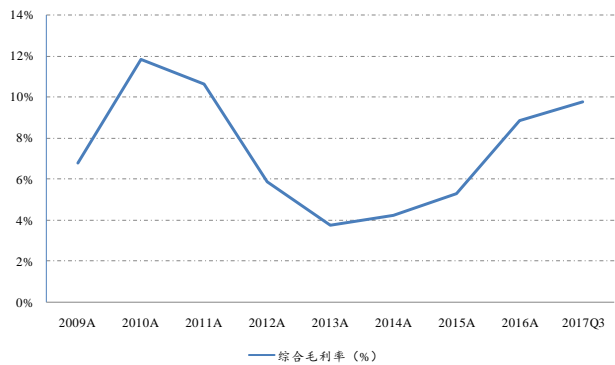
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



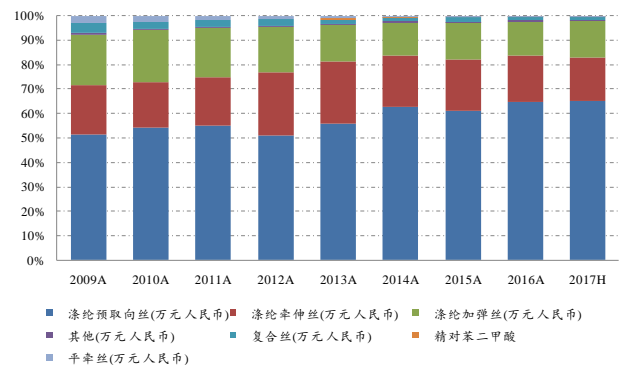
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



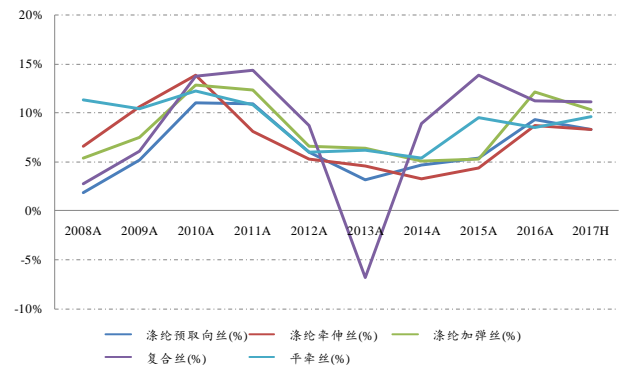
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	21753.7	25581.6	30953.7	35596.8	39868.4	成长性					
减: 营业成本	20,605.0	23,326.4	27,780.9	31,859.1	35,582.5	营业收入增长率	-13.3%	17.6%	21.0%	15.0%	12.0%
营业税费	13.1	62.1	61.9	71.2	79.7	营业利润增长率	-47.7%	2474.1%	62.4%	25.1%	19.9%
销售费用	74.1	91.2	108.3	124.6	139.5	净利润增长率	3.0%	882.7%	57.8%	24.5%	19.5%
管理费用	667.6	591.8	742.9	854.3	956.8	EBITDA 增长率	3.2%	99.9%	26.9%	13.5%	11.4%
财务费用	297.2	181.2	74.2	-39.6	-165.2	EBIT 增长率	-10.6%	339.0%	48.1%	19.3%	15.6%
资产减值损失	3.2	25.6	25.0	25.0	25.0	NOPLAT 增长率	2.1%	349.7%	45.6%	19.3%	15.6%
加: 公允价值变动收益	5.5	-6.2	-	-	-	投资资本增长率	2.8%	15.7%	3.7%	-18.4%	-1.7%
投资和汇兑收益	-46.2	57.6	40.0	50.0	50.0	净资产增长率	1.4%	57.8%	12.1%	12.8%	13.6%
营业利润	52.6	1,354.8	2,200.4	2,752.1	3,300.0	利润率					
加: 营业外净收支	98.4	49.6	55.0	55.0	55.0	毛利率	5.3%	8.8%	10.3%	10.5%	10.8%
利润总额	151.0	1,404.3	2,255.4	2,807.1	3,355.0	营业利润率	0.2%	5.3%	7.1%	7.7%	8.3%
减: 所得税	31.1	261.7	451.1	561.4	671.0	净利润率	0.5%	4.4%	5.8%	6.2%	6.7%
净利润	115.2	1132.1	1786.3	2223.3	2657.1	EBITDA/营业收入	5.9%	10.0%	10.5%	10.4%	10.3%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	1.6%	6.0%	7.3%	7.6%	7.9%
货币资金	1,417.9	1,700.4	2,476.3	4,630.0	6,664.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	138	120	98	76	59
应收帐款	264.3	691.1	91.9	919.8	290.3	流动营业资本周转天数	18	15	21	19	14
应收票据	147.9	294.2	1,395.1	590.4	805.4	流动资产周转天数	80	90	94	100	111
预付帐款	144.8	233.9	322.5	301.7	360.8	应收帐款周转天数	4	7	5	5	5
存货	2,097.2	2,088.2	2,801.3	2,985.6	3,384.5	存货周转天数	32	29	28	29	29
其他流动资产	1,180.7	2,459.8	1,531.3	1,724.0	1,905.0	总资产周转天数	239	240	222	201	193
可供出售金融资产	-	8.0	2.7	3.6	4.7	投资资本周转天数	176	164	148	119	95
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9.6	38.4	38.4	38.4	38.4	ROE	1.7%	10.3%	14.5%	16.1%	16.9%
投资性房地产	12.8	12.2	12.2	12.2	12.2	ROA	0.8%	6.0%	9.4%	10.9%	12.2%
固定资产	8,074.7	8,910.7	7,957.2	7,003.8	6,050.3	ROIC	2.6%	11.6%	14.6%	16.7%	23.7%
在建工程	1,213.7	1,930.4	1,930.4	1,930.4	1,930.4	费用率					
无形资产	490.6	538.4	511.7	484.9	458.2	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	50.9	94.7	53.0	66.2	71.3	管理费用率	3.1%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
资产总额	15,105.2	19,000.5	19,124.1	20,691.0	21,976.3	财务费用率	1.4%	0.7%	0.2%	-0.1%	-0.4%
短期债务	3,796.7	1,856.1	1,811.3	-	-	三费/营业收入	4.8%	3.4%	3.0%	2.6%	2.3%
应付帐款	1,545.1	1,644.1	2,832.4	2,138.2	3,245.1	偿债能力					
应付票据	843.7	1,658.1	75.8	2,341.2	571.0	资产负债率	53.8%	42.0%	35.4%	32.7%	28.0%
其他流动负债	512.6	1,343.9	714.1	941.1	1,001.1	负债权益比	116.4%	72.4%	54.8%	48.5%	38.9%
长期借款	90.0	140.0	-	-	-	流动比率	0.78	1.15	1.59	2.06	2.78
其他非流动负债	1,336.6	1,339.9	1,337.6	1,338.0	1,338.5	速动比率	0.47	0.83	1.07	1.51	2.08
负债总额	8,124.7	7,982.1	6,771.2	6,758.5	6,155.7	利息保障倍数	1.18	8.48	30.64	-68.53	-18.97
少数股东权益	35.2	43.4	61.5	83.9	110.8	分红指标					
股本	963.6	1,231.9	1,301.4	1,301.4	1,301.4	DPS(元)	-	0.27	0.41	0.51	0.61
留存收益	5,982.9	9,745.0	10,990.0	12,547.2	14,408.4	分红比率	0.0%	30.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	6,980.6	11,018.4	12,352.9	13,932.5	15,820.5	股息收益率	0.0%	1.0%	1.5%	1.9%	2.3%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	119.9	1,142.7	1,786.3	2,223.3	2,657.1	EPS(元)	0.09	0.87	1.37	1.71	2.04
加: 折旧和摊销	932.8	1,028.4	980.2	980.2	980.2	BVPS(元)	5.34	8.43	9.44	10.64	12.07
资产减值准备	3.2	25.6	-	-	-	PE(X)	306.2	31.2	19.8	15.9	13.3
公允价值变动损失	-5.5	6.2	-	-	-	PB(X)	5.1	3.2	2.9	2.5	2.2
财务费用	223.0	189.3	74.2	-39.6	-165.2	P/FCF	40.3	-13.7	29.9	12.5	12.6
投资收益	46.2	-57.6	-40.0	-50.0	-50.0	P/S	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	4.7	10.5	18.0	22.5	26.8	EV/EBITDA	23.4	13.6	11.0	8.7	7.3
营运资金的变动	205.7	273.9	-1,416.8	1,404.6	-812.3	CAGR(%)	165.5%	32.9%	140.5%	165.5%	32.9%
经营活动产生现金流量	1,565.0	3,040.5	1,402.0	4,540.9	2,636.7	PEG	1.8	0.9	0.1	0.1	0.4
投资活动产生现金流量	-1,701.1	-4,208.6	45.3	49.1	48.8	ROIC/WACC	0.3	1.1	1.4	1.7	2.3
融资活动产生现金流量	208.8	1,958.7	-671.5	-2,436.4	-650.8	REP	10.6	2.4	1.9	1.8	1.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。