

桐昆股份 (601233)

证券研究报告

2018年05月02日

销售淡季开门红，桐昆股份 18 年值得期待

一季度业净利润同比增长 55.86%

公司近期公布 18Q1 业绩，实现营业收入 78.3 亿元 (YoY +27.46%)，净利润 5.0 亿元 (YoY +55.86%)，EPS 0.39 元。业绩在业绩预告区间，符合预期。18Q1 销售费用率 0.30% (-0.07PCT)，管理费用率 2.48% (-0.23PCT)，财务费用率 0.29% (-0.50PCT，系因汇兑收益增加所致)。报告期末，公司存货较期初增加 40.43%，系因春节导致的行业淡季，公司库存商品增加。

18Q1 公司实现 POY/FDY/DTY 销量分别为 64.13/14.12/13.55 万吨；销售均价 7746.4/8414.5/9400.2 元/吨，分别同比增长 3.68%/1.98%/3.31%。此外，公司恒邦二期 CP1 及 CP2 长丝分别于 17 年 6 月和 10 月满产 (公司公告)，产销量预计同比增加 10 万吨左右；嘉兴石化 PTA 17 年底投产 (公司公告)，Q1 产销量预计增加 25 万吨左右。

行业去库存加速进行，销售旺季提前

一季度受下游织造企业春节放假影响，涤纶行业阶段性销售淡季。17 年行业库存从 1 月初至 3 月末库存持续增加，从 3.5 天增加至 17.5 天。18 年春节前行业库存从 2 月初的 8.5 天增加至 3 月中旬的 15.5 天，之后库存便持续降低，目前仅 5.5 天的低位 (中纤网)。我们认为行业寡头格局已现、供给平稳，需求稳定增长的背景下，18 年涤纶长丝的去库存周期缩短，行业提前进入旺季。

涤纶长丝、PTA 扩产，龙头企业继续加强主业

公司长丝持续扩产，加强主业。17 年底公司长丝产能为 460 万吨，18 年预计扩产 120 万吨达到 580 万吨，规划到 2020 年达到 700 万吨 (公司公告，百川资讯)。此外公司积极布局 PTA，保障原料供给。公司嘉兴石化二期 17 年底投产，预计 5 月满产，届时公司 PTA 产能 380 万吨，基本自给。

大炼化 19 年投产，盈利再上新台阶

公司参股 20% 的浙江石化已经全面开工建设，预计于 18 年底投产。近期浙江石化与浙能合资成立浙石油，建立健全销售渠道。考虑一体化低成本和民营资本运作能力，浙石化盈利值得期待。假设 19 年炼化区负荷 70%，化工区域预计于 20 年逐步达产，我们测算浙石化 19 年有望实现净利润 55.6 亿元，其中桐昆投资收益将达到 11 亿元左右。

维持“买入”评级

18 年油价中枢再上新台阶，PX-PTA-涤纶长丝产业链顺油价周期，盈利将继续改善。公司涤纶长丝产能投放超预期、油价上涨，18 年盈利再上新台阶，我们预计公司 2018-2020 年净利润为 23.9/35.9/42.9 亿元，现价对应 2018 年 PE 13X。维持目标价 33.0 元，“买入”评级。

风险提示：原油价格下跌；需求不及预期；PTA、涤纶项目投产低于预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25,581.57	32,813.78	42,877.67	48,912.78	55,680.49
增长率(%)	17.60	28.27	30.67	14.08	13.84
EBITDA(百万元)	2,564.34	3,564.42	3,716.05	5,284.50	6,221.92
净利润(百万元)	1,132.15	1,760.74	2,392.03	3,593.03	4,292.79
增长率(%)	882.73	55.52	35.85	50.21	19.48
EPS(元/股)	0.87	1.35	1.84	2.76	3.30
市盈率(P/E)	26.44	17.00	12.51	8.33	6.97
市净率(P/B)	2.73	2.24	1.99	1.70	1.45
市销率(P/S)	1.17	0.91	0.70	0.61	0.54
EV/EBITDA	7.49	9.42	10.06	6.21	5.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	23.00 元
目标价格	33.0 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,301.38
流通 A 股股本(百万股)	1,205.10
A 股总市值(百万元)	29,931.76
流通 A 股市值(百万元)	27,717.36
每股净资产(元)	10.67
资产负债率(%)	50.94
一年内最高/最低(元)	29.45/11.40

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 联系人
wudi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《桐昆股份-公司点评:一季度业绩超预期，桐昆 18 年再上新台阶》2018-04-02
- 《桐昆股份-年报点评报告:长丝扩产加强主业，大炼化持续推进，桐昆 18 年再上新台阶》2018-03-14
- 《桐昆股份-公司点评:涤纶长丝销量大增，盈利改善，桐昆 17 年业绩超预期》2018-01-23



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,700.43	3,255.10	3,430.21	3,913.02	4,454.44
应收账款	691.09	426.09	1,241.37	117.32	1,429.36
预付账款	233.89	515.87	125.94	607.35	227.63
存货	2,088.23	2,666.99	3,751.11	3,581.80	4,768.07
其他	2,754.03	1,013.68	3,097.15	2,992.80	3,248.54
流动资产合计	7,467.67	7,877.73	11,645.78	11,212.30	14,128.05
长期股权投资	38.39	3,859.24	6,480.24	6,480.24	6,480.24
固定资产	8,910.72	9,952.32	12,136.24	13,357.98	13,990.42
在建工程	1,930.42	3,919.61	4,151.76	2,851.06	2,070.64
无形资产	538.41	789.43	753.25	717.08	680.91
其他	114.91	159.42	(2,506.27)	(2,491.52)	(2,486.46)
非流动资产合计	11,532.85	18,680.02	21,015.23	20,914.84	20,735.74
资产总计	19,000.51	26,557.75	32,661.01	32,127.14	34,863.79
短期借款	1,856.14	5,205.87	7,928.89	5,501.71	4,563.70
应付账款	1,644.15	2,393.47	3,125.93	3,202.06	4,005.72
其他	3,001.90	4,276.95	3,895.32	4,941.25	4,947.10
流动负债合计	6,502.19	11,876.30	14,950.15	13,645.01	13,516.51
长期借款	140.00	1,176.00	1,642.34	0.00	0.00
应付债券	1,297.45	0.00	864.21	720.55	528.25
其他	42.47	73.11	52.32	55.97	60.47
非流动负债合计	1,479.91	1,249.11	2,558.87	776.52	588.72
负债合计	7,982.10	13,125.41	17,509.01	14,421.53	14,105.23
少数股东权益	43.44	51.86	95.25	133.74	181.74
股本	1,231.94	1,301.38	1,301.38	1,301.38	1,301.38
资本公积	5,518.84	6,439.02	6,439.02	6,439.02	6,439.02
留存收益	9,744.97	12,080.95	13,755.37	16,270.48	19,275.44
其他	(5,520.78)	(6,440.86)	(6,439.02)	(6,439.02)	(6,439.02)
股东权益合计	11,018.41	13,432.35	15,152.00	17,705.60	20,758.56
负债和股东权益总	19,000.51	26,557.75	32,661.01	32,127.14	34,863.79

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,142.68	1,769.16	2,392.03	3,593.03	4,292.79
折旧摊销	1,028.38	1,130.66	620.10	715.14	784.16
财务费用	189.32	247.49	180.00	180.00	180.00
投资损失	(57.64)	(23.21)	(11.54)	(1,100.00)	(1,500.00)
营运资金变动	273.90	179.64	(2,383.90)	1,908.43	(1,764.28)
其它	463.86	(1,113.28)	30.04	40.71	50.97
经营活动现金流	3,040.50	2,190.46	826.73	5,337.31	2,043.64
资本支出	2,656.60	8,202.68	3,020.79	596.36	595.50
长期投资	28.78	3,820.85	2,621.00	0.00	0.00
其他	(6,894.01)	(16,505.95)	(8,625.11)	(97.21)	303.36
投资活动现金流	(4,208.64)	(4,482.41)	(2,983.32)	499.14	898.86
债权融资	3,293.59	7,681.72	10,909.20	6,813.46	5,880.22
股权融资	2,777.84	769.62	(178.16)	(180.00)	(180.00)
其他	(4,112.68)	(4,461.72)	(8,399.33)	(11,987.10)	(8,101.30)
筹资活动现金流	1,958.75	3,989.62	2,331.70	(5,353.64)	(2,401.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	790.61	1,697.66	175.11	482.81	541.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,581.57	32,813.78	42,877.67	48,912.78	55,680.49
营业成本	23,326.40	29,414.59	38,508.59	43,997.49	50,099.26
营业税金及附加	62.09	80.62	34.30	39.13	44.54
营业费用	91.18	103.06	150.07	171.19	194.88
管理费用	591.79	800.13	1,071.94	1,222.82	1,392.01
财务费用	181.19	220.10	180.00	180.00	180.00
资产减值损失	25.63	(14.26)	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	(6.17)	(19.10)	(13.35)	2.23	2.97
投资净收益	57.64	23.21	11.54	1,100.00	1,500.00
其他	(102.95)	(35.16)	3.62	(2,204.45)	(3,005.93)
营业利润	1,354.77	2,240.57	2,915.95	4,389.37	5,257.76
营业外收入	85.64	20.87	92.43	66.31	59.87
营业外支出	36.08	6.58	38.35	27.00	23.98
利润总额	1,404.33	2,254.87	2,970.03	4,428.68	5,293.65
所得税	261.65	485.71	534.60	797.16	952.86
净利润	1,142.68	1,769.16	2,435.42	3,631.52	4,340.80
少数股东损益	10.54	8.42	43.39	38.49	48.00
归属于母公司净利润	1,132.15	1,760.74	2,392.03	3,593.03	4,292.79
每股收益(元)	0.87	1.35	1.84	2.76	3.30

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	17.60%	28.27%	30.67%	14.08%	13.84%
营业利润	2474.05%	65.38%	30.14%	50.53%	19.78%
归属于母公司净利润	882.73%	55.52%	35.85%	50.21%	19.48%
获利能力					
毛利率	8.82%	10.36%	10.19%	10.05%	10.02%
净利率	4.43%	5.37%	5.58%	7.35%	7.71%
ROE	10.32%	13.16%	15.89%	20.45%	20.86%
ROIC	11.57%	15.45%	14.35%	16.64%	21.78%
偿债能力					
资产负债率	42.01%	49.42%	53.61%	44.89%	40.46%
净负债率	12.74%	22.25%	14.44%	17.90%	17.80%
流动比率	1.15	0.66	0.78	0.82	1.05
速动比率	0.83	0.44	0.53	0.56	0.69
营运能力					
应收账款周转率	53.55	58.74	51.43	72.00	72.00
存货周转率	12.22	13.80	13.36	13.34	13.34
总资产周转率	1.50	1.44	1.45	1.51	1.66
每股指标(元)					
每股收益	0.87	1.35	1.84	2.76	3.30
每股经营现金流	2.34	1.68	0.64	4.10	1.57
每股净资产	8.43	10.28	11.57	13.50	15.81
估值比率					
市盈率	26.44	17.00	12.51	8.33	6.97
市净率	2.73	2.24	1.99	1.70	1.45
EV/EBITDA	7.49	9.42	10.06	6.21	5.05
EV/EBIT	12.51	13.80	12.08	7.19	5.77

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com