

2018年05月21日

公司研究

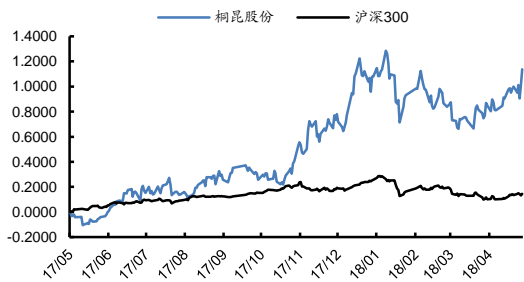
评级：买入（维持）

研究所  
证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈博 S0350518010001  
010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn  
联系人：谷航 S0350117040024  
010-88576933 guh@ghzq.com.cn  
联系人：卢昊  
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

## 涤纶长丝景气度提升，产品利润空间上行，公司 业绩有望再超预期

### ——桐昆股份（601233）动态点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
桐昆股份	15.6	10.6	116.5
沪深300	3.8	-1.6	14.7

市场数据	2018-05-18
当前价格（元）	19.27
52周价格区间（元）	7.92 - 20.92
总市值（百万）	35108.65
流通市值（百万）	32511.26
总股本（万股）	182193.30
流通股（万股）	168714.37
日均成交额（百万）	370.47
近一月换手（%）	29.50

#### 相关报告

《桐昆股份（601233）业绩预增点评：2018Q1业绩预计增长50%~62%，全年有望高速增长》——2018-04-02

《桐昆股份（601233）年报点评：2017业绩符合预期，持续内生增长+参股浙石化，盈利有望再上台阶》——2018-03-16

《桐昆股份（601233）事件点评：2017年业绩大增，后续内生高增长+参股浙石化，盈利有望再上台阶》——2018-01-24

#### 投资要点：

■ 涤纶长丝供需向好，公司是涤纶长丝龙头，产品价差自2018年2月下旬开始触底反弹，利润空间不断增大。公司新建项目的投产，产销量增加，涤纶长丝价差上行，单位产品盈利能力显著增强。我们跟踪的价差数据看，POY2018至今平均价差（ $POY-0.563*PX-0.336MEG$ ）为2884元/吨，最新价差3230元/吨；DTY2018至今平均价差（ $DTY-0.563*PX-0.336MEG$ ）为4367元/吨，最新价差4805元/吨；FDY2018年至今平均价差（ $FDY-0.563*PX-0.336MEG$ ）为3333元/吨，最新价差3705元/吨，均大幅上涨，当下正值涤纶长丝消费旺季，产品价格和价差有望持续上行。从涤纶长丝供需看，我国涤纶长丝新增产能增速约4%，随着国家一带一路、二孩政策、消费升级的政策影响，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。

■ 预计2018年公司涤纶长丝产能和产量可达570万吨/年和500万吨，增速分别为24%和25%，产品产能和产量再上台阶。当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。2018年增量主要是来自：1）2017年投产的恒邦二期30万吨POY，CP1聚合段4月份投产，涤纶长丝6月份满产；CP2在8月份投产，10月份涤纶长丝满产。2）2018年计划投产恒邦三期20万吨涤纶长丝（其中16万吨POY，4万吨FDY）和嘉兴石化30万吨FDY，这两个项目都是2016年下半年开始启动建设，计划2018年一季度聚合段投产，二季度末涤纶长丝满产，这两个项目预计贡献增量也在35万吨。3）恒腾三期60万吨。目前建设进度很快，预计聚合段在今年5、6月份投产，年底满产，预计全年贡献30万吨左右增量。总体来看，2018年公司涤纶长丝产能年底预计将达到570万吨，同比增长24%；产量预计上升到500万吨，同比增长25%，公司产品产能和产量再上台阶。此外，近期公司发布公告，开始建设恒邦四期30万吨和恒优化纤30万吨POY技改项目，预计建设期分别为两年和三年，持续扩大公司产能，奠定龙头地位。

■ 嘉兴石化220万吨PTA使原料基本实现自给，新技术降低综合成本，

《桐昆股份（601233）事件点评：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》——2018-01-03

《桐昆股份（601233）事件点评：油价上涨叠加涤纶长丝底部复苏，公司盈利大幅改善》——2017-01-18

#### 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%。

**产业链利润进一步增加。**目前公司 PTA 一期设计产能是 120 万吨，通过技改实际能达到 180 万吨。二期两套氧化反应器，一套精制反应器，实际可开到 240 万吨。2018 年，即便考虑突发状况及检修情况，400 万吨 PTA 产量也较为容易达到，实际可能更高。按照 500 万吨涤纶长丝 PTA 单耗 0.86 计算，公司 PTA 年需求 430 万吨，因此公司 PTA 基本实现自供。嘉兴石化二期 200 万吨/年 PTA 采用英威达 P8 工艺技术，引进世界先进装备并与国产设备进行技术嫁接，技术水平世界领先。该技术**第一个特点是能耗低**，采用中温反应，在氧化过程中精制，在精制过程中氧化。**第二个特点是物耗低**，PX 制备 PTA 单耗一般在 0.66-0.65，公司的单耗接近 0.65，可综合降低近 6 公斤 PX 单耗；醋酸单耗也会下降约 4 公斤。**第三个特点是设备折旧优势**，以前 180 万吨产能投资约 36 亿，现在 400 万吨产能投资约 60 亿，单吨折旧估计下降 50 元。**第四个特点是产生危险固废非常少**，一期大概产生 50 吨/天危险固废，需要交给有资质处理公司进行处理，处理危险固废一年需要 2000-3000 万元费用，新技术在精致过程中基本不产生固废，节省了危险固废处理费。**第五个特点是发电量大**，一期项目蒸汽发电可覆盖总装置的电耗，而二期项目开车后，在满足二期装置用电、厂区公用工程、办公用电后还有富余，因此公司在 PTA 装置下游再建 30 万吨耗电量相对大的 FDY 装置（FDY 耗电比 PDY 多 30%-40%，耗电在约 500 度/吨），综合算下来二期运用 P8 技术后，预计整体 PTA 成本有所下降。

- **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。**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 520 万吨，二期建成后 PX 产能 1040 万吨，将大幅提升 PX 自给率。按照公司参股浙石化 20%股权，公司有 208 万吨 PX 权益产能，而且荣盛石化也不能全部消化 PX，因此，大炼化项目的 PX 基本可以满足公司 400 万吨的 PTA 原料需求。另外，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 PTA 实现自给自足产业链利润进一步增强。此外，公司参股浙石化将实现 PX 原料保障，投资收益将大幅提升。我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 26.98/41.92/46.51 亿元，EPS 分别为 1.48/2.30/2.55 元，对应 5 月 18 日收盘价 PE 为 13.01/8.38/7.55 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设及产能释放不及预期、下游需求增长不及预期、原油价格和产品价格大幅波动。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	32814	44167	50057	51972
增长率(%)	28.3%	34.6%	13.3%	3.8%
净利润(百万元)	1761	2698	4192	4651
增长率(%)	56%	53%	55%	11%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.48	2.30	2.55
ROE(%)	13.11%	17.01%	21.44%	19.67%

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:	19.27	投资评级:	买入		日期:	2018/5/18
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	13%	17%	21%	20%	EPS	1.35	1.48	2.30	2.55		
毛利率	10%	12%	13%	12%	BVPS	10.28	8.68	10.70	12.95		
期间费率	4%	5%	5%	5%	<b>估值</b>						
销售净利率	5%	6%	8%	9%	P/E	14.24	13.01	8.38	7.55		
<b>成长能力</b>					P/B	1.87	2.22	1.80	1.49		
收入增长率	28%	35%	13%	4%	P/S	0.76	0.79	0.70	0.68		
利润增长率	56%	53%	55%	11%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
总资产周转率	1.24	1.40	1.39	1.33	营业收入	32814	44167	50057	51972		
应收账款周转率	41.90	37.59	28.72	23.23	营业成本	29415	38752	43663	45687		
存货周转率	11.03	10.71	9.84	9.34	营业税金及附加	81	88	100	104		
<b>偿债能力</b>					销售费用	103	177	200	208		
资产负债率	49%	50%	46%	40%	管理费用	800	1325	1552	1663		
流动比	0.66	0.77	0.92	1.12	财务费用	220	498	533	484		
速动比	0.44	0.52	0.62	0.77	其他费用/(-收入)	18	4	1199	1959		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>营业利润</b>	<b>2241</b>	<b>3330</b>	<b>5207</b>	<b>5784</b>		
现金及现金等价物	3255	4505	4930	5251	营业外净收支	14	59	59	59		
应收款项	783	1175	1743	2237	<b>利润总额</b>	<b>2255</b>	<b>3389</b>	<b>5266</b>	<b>5843</b>		
存货净额	2667	3628	4448	4905	所得税费用	486	691	1074	1192		
其他流动资产	1173	1665	2538	3258	<b>净利润</b>	<b>1769</b>	<b>2698</b>	<b>4192</b>	<b>4651</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>7878</b>	<b>10970</b>	<b>13654</b>	<b>15647</b>	少数股东损益	8	0	0	0		
固定资产	9952	10673	12184	15768	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1761</b>	<b>2698</b>	<b>4192</b>	<b>4651</b>		
在建工程	3920	5170	5350	2900	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
无形资产及其他	789	809	770	740	<b>经营活动现金流</b>	<b>2190</b>	<b>3632</b>	<b>3113</b>	<b>3845</b>		
长期股权投资	3859	3859	3859	3859	净利润	1769	2698	4192	4651		
<b>资产总计</b>	<b>26558</b>	<b>31658</b>	<b>36057</b>	<b>39224</b>	少数股东权益	8	0	0	0		
短期借款	5206	5706	6106	5506	折旧摊销	1131	908	970	1092		
应付款项	4602	6077	6607	6662	公允价值变动	(19)	0	0	0		
预收帐款	162	339	247	257	营运资金变动	(699)	26	(2049)	(1898)		
其他流动负债	1906	2127	1899	1607	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4482)</b>	<b>(2897)</b>	<b>(2724)</b>	<b>(2297)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>11876</b>	<b>14248</b>	<b>14859</b>	<b>14032</b>	资本支出	(3031)	(2879)	(2661)	(2227)		
长期借款及应付债券	1176	1476	1576	1476	长期投资	(3821)	0	0	0		
其他长期负债	73	73	73	73	其他	2369	(18)	(63)	(70)		
<b>长期负债合计</b>	<b>1249</b>	<b>1549</b>	<b>1649</b>	<b>1549</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3990</b>	<b>530</b>	<b>(3)</b>	<b>(1258)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>13125</b>	<b>15797</b>	<b>16508</b>	<b>15581</b>	债务融资	3088	800	500	(700)		
股本	1301	1822	1822	1822	权益融资	990	0	0	0		
股东权益	13432	15860	19549	23642	其它	(88)	(270)	(503)	(558)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26558</b>	<b>31658</b>	<b>36057</b>	<b>39224</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1698</b>	<b>1266</b>	<b>386</b>	<b>290</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年半券商行研经验。

谷航，北大化学系本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

## 【分析师承诺】

代鹏举、陈博，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。