



2018年08月20日

增持(首次评级)

当前价: 17.26 元

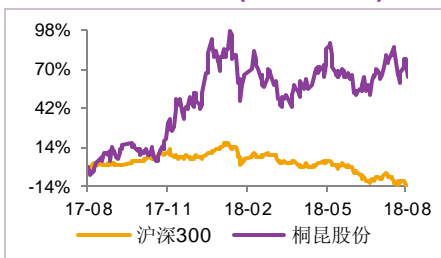
分析师: 于庭泽

执业编号: S0300518070002

电话: 010-66235689

邮箱: yutingze@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	32813	40360	48433	53276
(+/-)	28.3%	23.0%	20.0%	10.0%
归母净利润	1766.	2827.	3167.	3574.
(+/-)	56.0	60.1	12.0	12.9
EPS(元)	1.36	1.55	1.74	1.96
P/E	13.0	11.3	10.1	9.0

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

桐昆股份(601233.SH)

【联讯化工】桐昆股份 (601233) - 量价齐升业绩再创新高, 民营大炼化龙头蓄势待发

投资要点

◇ 事件

公司发布半年报, 报告期实现营业收入 187 亿, 同比增加 28%, 归母净利润 13.6 亿, 同比增加 119%, 符合前期预告区间。

◇ 点评

1、受益产品量价齐升, 公司二季度业绩创历史新高

公司 2018Q2 实现营业收入 108 亿, 环比增加 38%, 归母净利润为 8.6 亿, 环比 Q1 增 72%, 创历史新高。受原材料价格上涨以及需求提振影响, 公司主要产品 POYH1 成交均价 8000 元/吨, 同比+14%, 其中 Q2 均价 8254 元/吨, 环比+6.6%, 同期主要原材料 PX, PTA, MEG 等价格涨幅分别是 5.65%, 9.47%, 8.9%, 价差持续扩大; 从销量看, 2018H1 涤纶产品销售量 215 万吨, 其中 Q1 销售量 94 万吨, Q2 销量 121 万吨, 环比增加 28.7%, 下游库存去化充分, 开工率提升。公司 PTA 基本自产, 充分受益价差扩大, 公司产品量价齐升, 报告期内毛利率达到 15.24%, 净利率达到 7.31%, 均创历史新高。

2、下半年产品价差有望持续扩大, 参股浙江石化有望享受丰厚投资收益

截止目前, PTA 与 PX 价差已经突破 1200 元/吨, 考虑到全年 pta 新增产能有限, 下半年价差有望维持并进一步扩大。此外公司目前参股浙江石化 20% 股权, 进入炼化一体化领域, 使公司的产业链延伸更进一步。浙石化炼化一体化项目总规模为 4000 万吨/年炼油、1040 万吨/年芳烃和 280 万吨/年乙烯, 建设总投资约 1600 亿元, 预计一期将在今年底投产, 公司有望享受丰厚投资收益。

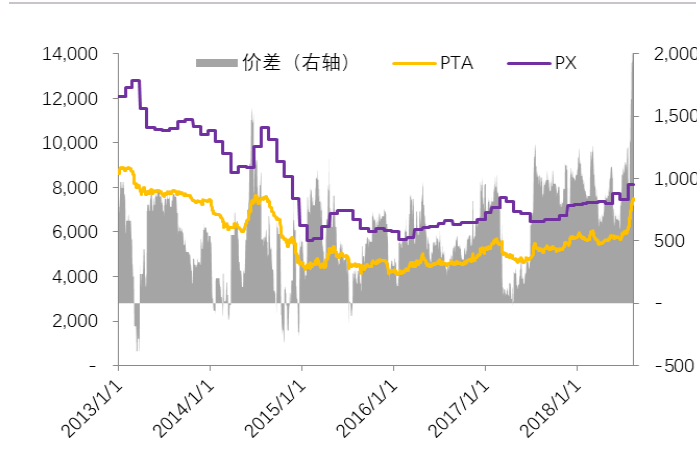
3、看好公司涤纶全产业链布局, 民营大炼化龙头蓄势待发

公司现有涤纶长丝产能 540 万吨, 涤纶长丝的国内市场占有率超过 14%, 全球占比超过 10%, 连续十多年在国内市场实现产量及销量第一, 是当之无愧的行业龙头。我们看好公司在涤纶全产业链的布局及产能投放节奏, 此外年底投产的浙江石化项目看点颇多, 在全球重回高油价周期下, 民营大炼化板块值得期待。预计公司今明两年实现净利润 28.3 亿/31.7 亿, eps1.55/1.74, 对应 PE11.3/10.1 倍, 首次覆盖审慎推荐。

风险提示: 原油价格波动 需求不达预期

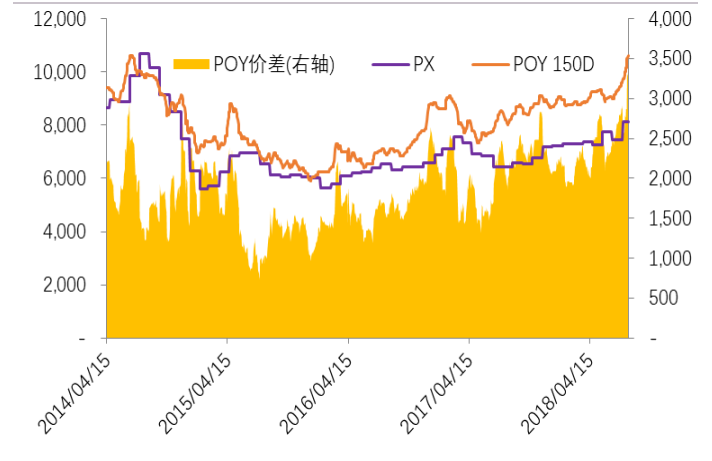


图1: PTA、PX 价格走势及价差 (单位: 元/吨)



资料来源: wind、联讯证券

图2: POY、PX 价格走势及价差 (单位: 元/吨)



资料来源: wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7877.7	8505.1	11019.3	11602.7	经营活动现金流	2190.5	4381.3	4873.6	5219.0
现金	3259.0	3059.5	4432.2	4356.9	净利润	1766.6	2827.6	3167.6	3574.9
应收账款	766.9	920.0	1104.0	1214.4	折旧摊销	1130.7	1175.5	1322.0	1397.3
其它应收款	16.1	19.9	23.8	26.2	财务费用	247.5	403.0	355.0	259.8
预付账款	515.9	601.7	730.5	803.5	投资损失	-23.2	-60.0	-60.0	-60.0
存货	2667.0	3101.2	3765.2	4141.7	营运资金变动	-921.4	14.6	66.0	25.8
其他	652.8	803.0	963.6	1060.0	其它	-9.7	20.6	23.0	21.3
非流动资产	18680.0	20002.1	20678.9	20781.3	投资活动现金流	-4482.4	-2440.0	-1940.0	-1440.0
长期投资	3878.8	3878.8	3878.8	3878.8	资本支出	-2738.1	-2500.0	-2000.0	-1500.0
固定资产	13871.9	15273.0	16020.8	16187.1	长期投资	51.2	0.0	0.0	0.0
无形资产	789.4	710.5	639.4	575.5	其他	-1795.5	60.0	60.0	60.0
其他	139.8	139.8	139.8	139.8	筹资活动现金流	3989.6	-2140.8	-1560.9	-3854.4
资产总计	26557.8	28507.3	31698.2	32384.0	短期借款	3349.7	112.8	-657.6	-2944.3
流动负债	11876.3	11735.5	12292.0	10136.1	长期借款	2335.9	-1199.9	300.0	300.0
短期借款	5205.9	5318.6	4661.1	1716.7	其他	-1696.0	-1053.7	-1203.3	-1210.0
应付账款	4601.9	5367.3	6516.5	7168.1	现金净增加额	1697.7	-199.5	1372.8	-75.4
其他	2068.5	1049.6	1114.5	1251.3					
非流动负债	1249.1	1149.1	1449.1	1649.1	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	1176.0	1076.0	1376.0	1576.0	成长能力				
其他	73.1	73.1	73.1	73.1	营业收入	28.3%	23.0%	20.0%	10.0%
负债合计	13125.4	12884.6	13741.1	11785.2	营业利润	65.8%	67.1%	12.1%	13.0%
少数股东权益	51.9	65.3	80.4	97.5	归属母公司净利润	56.0%	60.1%	12.0%	12.9%
归属母公司股东权益	13380.4	15557.3	17876.6	20501.3	获利能力				
负债和股东权益	26557.7	28507.2	31698.2	32383.9	毛利率	10.4%	15.0%	14.0%	14.0%
					净利率	5.4%	7.0%	6.5%	6.7%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	13.2%	18.2%	17.7%	17.4%
营业收入	32813.8	40360.9	48433.1	53276.5	ROIC	9.1%	14.0%	14.1%	15.5%
营业成本	29414.6	34306.8	41652.5	45817.7	偿债能力				
营业税金及附加	80.6	121.1	96.9	106.6	资产负债率	49.4%	45.2%	43.3%	36.4%
营业费用	103.1	201.8	242.2	266.4	净负债比率	28.9%	23.1%	19.7%	11.1%
管理费用	800.1	1614.4	1937.3	2131.1	流动比率	0.66	0.72	0.90	1.14
财务费用	220.1	403.0	355.0	259.8	速动比率	0.44	0.46	0.59	0.74
资产减值损失	-14.3	20.0	0.0	0.0	营运能力				
公允价值变动收益	-19.1	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.24	1.42	1.53	1.65
投资净收益	56.0	60.0	60.0	60.0	应收账款周转率	63.58	90.61	91.56	87.92
营业利润	2246.5	3753.8	4209.3	4754.9	应付账款周转率	15.19	13.78	14.03	13.41
营业外收入	20.9	20.9	20.9	20.9	每股指标(元)				
营业外支出	6.6	6.6	6.6	6.6	每股收益	1.36	1.55	1.74	1.96
利润总额	2260.7	3768.1	4223.6	4769.2	每股经营现金	1.68	2.40	2.67	2.86
所得税	485.7	927.0	1040.9	1177.3	每股净资产	10.28	8.54	9.81	11.25
净利润	1775.0	2841.0	3182.7	3591.9	估值比率				
少数股东损益	8.4	13.5	15.1	17.0	P/E	12.95	11.33	10.12	8.96
归属母公司净利润	1766.6	2827.6	3167.6	3574.9	P/B	1.87	2.25	1.96	1.71
EBITDA	3566.8	5332.3	5886.3	6412.0	EV/EBITDA	15.57	10.41	9.43	8.66
EPS（元）	1.36	1.55	1.74	1.96					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

于庭泽：清华大学本硕，2018年5月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com