

# 2019Q3 长丝盈利提升对冲 PTA 下行

## ——桐昆股份 (601233.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价/目标价：12.79/18.90 元

### 分析师

傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)

021-52523823

[fukm@ebsec.com](mailto:fukm@ebsec.com)

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

[qiuXF@ebsec.com](mailto:qiuXF@ebsec.com)

### 市场数据

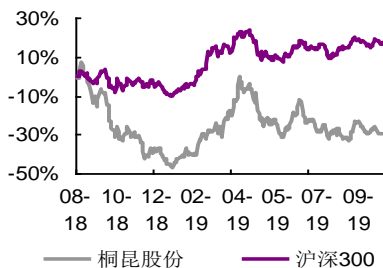
总股本(亿股)：18.48

总市值(亿元)：236.35

一年最低/最高(元)：9.27/18.70

近3月换手率：68.41%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.20	-2.70	-17.27
绝对	-0.31	-0.69	4.96

资料来源：Wind

### 相关研报

PTA 盈利显著提升，业绩稳步增长——桐昆股份 (601233.SH) 2019 年中报点评

..... 2019-08-16

二季度 PTA 和涤纶长丝盈利预计环比大增——桐昆股份 (601233.SH) 2019 年一季报点评

..... 2019-04-26

PTA 景气度提升，扩产巩固“涤纶长丝+PTA”龙头地位——桐昆股份 (601233.SH) 2018 年报点评

..... 2019-03-14

### 事件：

10月25日，公司发布2019年三季度报，实现营业收入372亿元，同比+21%；实现归母净利润24.51亿元，同比-2%，即2019Q3单季度实现净利润10.60亿元，环比+1.9亿元，业绩符合我们的预期。

### 点评：

#### ◆2019Q3 长丝盈利提升，PTA 下行。

2019Q3，公司销售涤纶长丝合计135万吨，环比-13万吨；其中POY、FDY和DTY分别销售90万吨、27万吨和18万吨，环比分别-9万吨、-3万吨和-1万吨。2019Q3公司实现净利润10.6亿元，按长丝口径计算的单吨利润为788元/吨（含PTA部分利润），环比2019Q2扩大200元/吨。

根据我们观察的行业数据，2019Q3，涤纶长丝POY平均价格环比-290元/吨，平均价差环比+175元/吨；涤纶长丝FDY平均价格环比-652元/吨，平均价差环比-146元/吨；PTA平均价格环比-655元/吨，平均价差环比-206元/吨。

#### ◆2019Q4-2020Q1，PTA 和涤纶长丝仍面临下行压力。

根据我们观察的行业数据，2019Q4截止10月25日，涤纶长丝POY平均价格环比-631元/吨，平均价差环比-260元/吨；涤纶长丝FDY平均价格环比-634元/吨，平均价差环比-233元/吨；PTA平均价格环比-490元/吨，平均价差环比-295元/吨，预计2019Q4盈利环比2019Q3下滑明显。

2019Q4-2021年，PTA行业将迎来新一轮的产能周期，景气度将大幅下滑，第一轮新凤鸣220万吨和恒力石化250万吨PTA产能将分别在2019Q4和2019年底投产。涤纶长丝环节受2019年下半年产能的集中投放，将有一定消化压力。

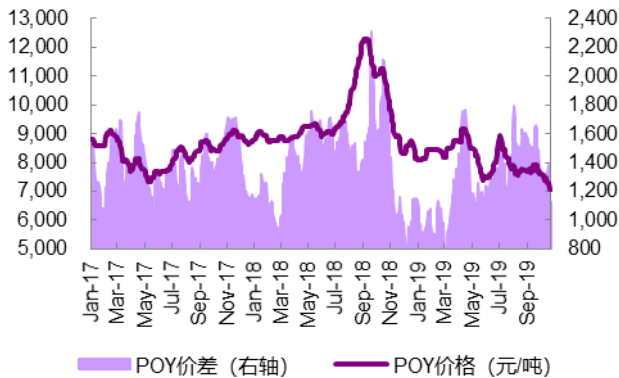
#### ◆扩产巩固“涤纶长丝+PTA”龙头地位。

公司现有涤纶长丝产能570万吨，2019年新增120万吨到690万吨，集中在下半年投产。2019年后还有290万吨涤纶长丝和500万吨PTA扩产计划。公司PTA新增产能覆盖自身涤纶长丝需求，实现“涤纶长丝+PTA”的一体化。随着下游产能的扩张，公司在原料PX环节将形成需求缺口。

#### ◆浙石化一期将贡献投资收益。

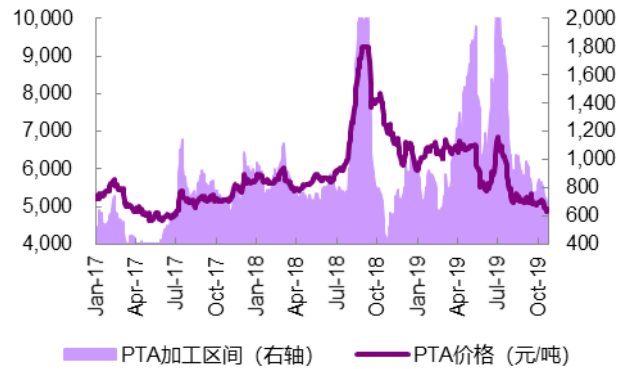
公司拥有浙石化4000万吨炼化一体化项目20%股权，一期2000万吨将在2019Q4逐步投产。在完成向上一一体化的同时，投资收益也将显著增厚。

图 1：涤纶长丝 POY 价差波动



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：PTA 价差波动



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

◆维持盈利预测，维持“买入”评级和目标价 18.9 元。

基于对一体化企业整体效益的看好，我们维持 2019-2021 年 EPS 为 1.50 元、1.75 元和 2.25 元。当前股价对应 PE 为 9/7/6 倍，维持“买入”评级和目标价 18.9 元。

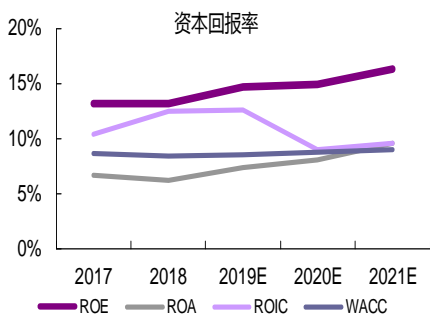
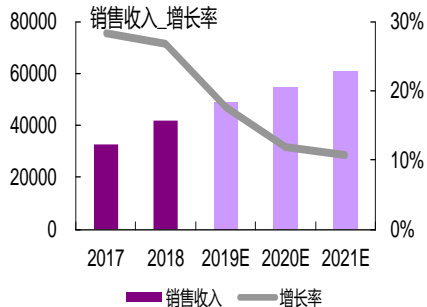
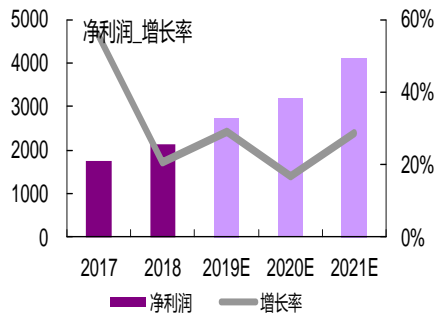
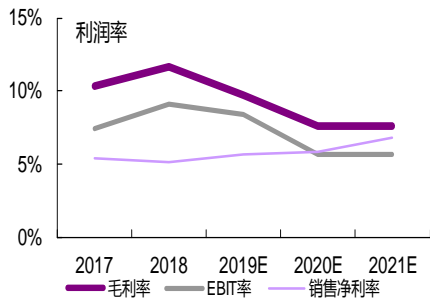
◆风险提示：

长丝景气周期结束；PTA 景气上行不及预期；浙石化项目投产进度和盈利不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	32,814	41,601	48,915	54,748	60,580
营业收入增长率	28.27%	26.78%	17.58%	11.92%	10.65%
净利润（百万元）	1,761	2,120	2,732	3,193	4,105
净利润增长率	55.52%	20.42%	28.84%	16.88%	28.58%
EPS（元）	0.96	1.16	1.50	1.75	2.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.16%	13.19%	14.70%	14.85%	16.24%
P/E	13	11	9	7	6
P/B	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>32,814</b>	<b>41,601</b>	<b>48,915</b>	<b>54,748</b>	<b>60,580</b>
营业成本	29,415	36,742	44,171	50,607	55,998
折旧和摊销	1,131	1,493	1,925	2,062	2,201
营业税费	81	81	95	107	118
销售费用	103	126	148	166	183
管理费用	800	585	688	770	852
财务费用	220	573	549	516	452
公允价值变动损益	-19	18	0	0	0
投资收益	23	20	20	1,600	2,400
<b>营业利润</b>	<b>2,241</b>	<b>2,778</b>	<b>3,578</b>	<b>4,181</b>	<b>5,375</b>
<b>利润总额</b>	<b>2,255</b>	<b>2,788</b>	<b>3,588</b>	<b>4,191</b>	<b>5,384</b>
少数股东损益	8	11	11	11	11
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,761</b>	<b>2,120</b>	<b>2,732</b>	<b>3,193</b>	<b>4,105</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>26,558</b>	<b>34,661</b>	<b>37,699</b>	<b>40,119</b>	<b>43,411</b>
流动资产	7,878	11,976	14,671	16,653	18,494
货币资金	3,255	5,646	6,639	7,431	8,222
交易型金融资产	4	0	0	0	0
应收账款	410	285	335	375	415
应收票据	357	328	385	431	477
其他应收款	16	39	46	51	57
存货	2,667	4,147	5,342	6,120	6,772
可供出售投资	8	8	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,859	5,247	5,247	5,247	6,399
固定资产	9,952	14,893	15,355	15,687	15,886
无形资产	789	1,068	1,014	963	915
<b>总负债</b>	<b>13,125</b>	<b>18,529</b>	<b>19,043</b>	<b>18,540</b>	<b>18,044</b>
无息负债	5,444	6,191	7,418	8,473	9,367
有息负债	7,682	12,339	11,625	10,067	8,677
<b>股东权益</b>	<b>13,432</b>	<b>16,131</b>	<b>18,656</b>	<b>21,579</b>	<b>25,367</b>
股本	1,301	1,822	1,825	1,825	1,825
公积金	6,971	6,677	6,828	6,828	6,828
未分配利润	5,110	6,821	9,181	12,092	15,869
少数股东权益	52	61	72	83	94

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,190</b>	<b>2,426</b>	<b>4,796</b>	<b>4,024</b>	<b>4,192</b>
净利润	1,761	2,120	2,732	3,193	4,105
折旧摊销	1,131	1,493	1,925	2,062	2,201
净营运资金增加	-875	2,179	1,491	949	969
其他	174	-3,366	-1,351	-2,180	-3,083
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-4,482</b>	<b>-7,715</b>	<b>-2,350</b>	<b>-900</b>	<b>-1,252</b>
净资本支出	-2,726	-2,898	-2,500	-2,500	-2,500
长期投资变化	3,859	5,247	0	0	-1,152
其他资产变化	-5,616	-10,063	150	1,600	2,400
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,990</b>	<b>4,823</b>	<b>-1,453</b>	<b>-2,333</b>	<b>-2,149</b>
股本变化	69	521	3	0	0
债务净变化	4,388	4,657	-713	-1,558	-1,390
无息负债变化	755	747	1,227	1,055	894
<b>净现金流</b>	<b>1,686</b>	<b>-486</b>	<b>993</b>	<b>792</b>	<b>792</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	28.27%	26.78%	17.58%	11.92%	10.65%
净利润增长率	55.52%	20.42%	28.84%	16.88%	28.58%
EBITDA 增长率	41.68%	47.91%	14.54%	-14.46%	9.08%
EBIT 增长率	63.67%	55.29%	8.85%	-24.59%	10.66%
<b>估值指标</b>					
PE	13	11	9	7	6
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	6	6	5	5	5
EV/EBIT	9	8	7	9	8
EV/NOPLAT	11	11	10	12	10
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	10.36%	11.68%	9.70%	7.56%	7.56%
EBITDA 率	10.85%	12.66%	12.33%	9.42%	9.29%
EBIT 率	7.40%	9.07%	8.40%	5.66%	5.66%
税前净利润率	6.87%	6.70%	7.33%	7.65%	8.89%
税后净利润率 (归属母公司)	5.37%	5.10%	5.58%	5.83%	6.78%
ROA	6.66%	6.15%	7.28%	7.99%	9.48%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.16%	13.19%	14.70%	14.85%	16.24%
经营性 ROIC	10.33%	12.44%	12.54%	8.97%	9.48%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.66	0.88	0.88	1.06	1.26
速动比率	0.44	0.57	0.56	0.67	0.80
归属母公司权益/有息债务	1.74	1.30	1.60	2.14	2.91
有形资产/有息债务	3.35	2.71	3.16	3.89	4.90
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.96	1.16	1.50	1.75	2.25
每股红利	0.10	0.12	0.15	0.18	0.23
每股经营现金流	1.20	1.33	2.63	2.21	2.30
每股自由现金流(FCFF)	0.64	-0.22	0.43	0.54	0.74
每股净资产	7.33	8.81	10.18	11.78	13.85
每股销售收入	17.98	22.80	26.81	30.00	33.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼