

方正证券研究所证券研究报告

桐昆股份(601233)

公司研究

化工行业

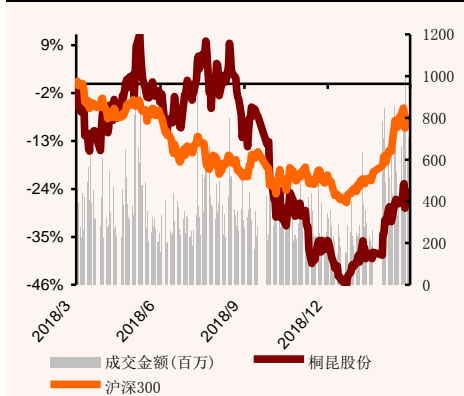
公司财报点评

2019.10.26/强烈推荐

首席化工分析师：李永磊
 执业证书编号：S1220517110004
 TEL：
 E-mail liyonglei@foundersec.com

联系人：董伯骏
 TEL：
 E-mail dongbojun@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《PTA 量价齐升带动 Q3 业绩创新高，全年有望保持高增长》2018.10.26

《量价齐升带动 H1 业绩增长 119%，全年有望继续保持高增长》2018.08.16

《量价齐升带动公司半年度业绩增长 112.7%-122.4%，全年有望继续保持高增长》2018.07.03

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：

2019 年 10 月 26 日，公司发布 2019 年三季度报：实现营收 372.40 亿元，同比+20.66%；实现归母净利 24.51 亿元，同比-2.10%；加权平均净资产收益率为 14.20%，同比减少 3.01 个百分点。

点评：

1、前三季度业绩同比-2.10%，基本符合预期。

2019Q3，公司实现归母净利润 10.61 亿元，同比-7.09%，主要受去年三季度 PTA 和长丝价差暴涨影响，目前盈利依旧处于历史中高位。

价差方面，2019Q3，PTA 均价差为 1061 元/吨，同比-17.18%，环比-18.37%。涤纶长丝 POY 均价差为 1631 元/吨，同比-7.44%，环比+14.55%；FDY 均价差为 1786 元/吨，同比-0.32%，环比-5.57%；DTY 均价差为 2978 元/吨，同比-4.71%，环比-1.64%。

销量方面，2019 前三季度，实现涤纶长丝销量 419.69 万吨，同比+28.89%，其中 POY 销量 280.88 万吨（同比+24.40%），不含税平均售价 7306.22 元/吨（同比-13.74%），FDY 销量 83.27 万吨（同比+56.40%），不含税平均售价 7778.72 元/吨（同比-13.05%），DTY 销量 55.54 万吨（同比+19.18%），不含税平均售价 8892.71 元/吨（-10.91%）。

2、涤纶长丝供需持续改善，公司持续放量，有望充分受益

预计今年涤纶长丝需求增速预计在 5%-7%。行业新增产能主要来自龙头，行业集中度提升，竞争格局向好。公司目前有长丝产能 600 万吨（恒邦 30 万吨已投产），2019Q4 公司还将新增 60 万吨/年长丝产能，产能达到 660 万吨，进一步抢占市占率。

3、2019 年 PTA 景气度有望持续

民营炼化 PX 的逐渐投产，导致 PX 价格下行，利润向 PTA 和聚酯端转移，预计 PTA 景气度有望持续。2019Q3，PTA 价差中枢仍处于相对较高的位置公司嘉兴石化一期拥有年产 150 万吨 PTA 产能，二期年产 220 万吨 PTA 项目已于 17 年底投产，目前基本实现 PTA 自给。

4、桐昆股份可转债已通过证监会审核，上期转债已转股占比 1.43%

2019 年 3 月 14 日，公司发布公告称将公开发行总额不超过人民币 23 亿元可转换公司债券，拟将募集资金投入年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目和年产 30 万吨绿色纤维项目。在募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。公司年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目已于 2019 年 5 月 27 日取得不动产权证书。2019 年 10 月 18 日中国证监会发审委已审核通过可转债申请。

5、参股浙石化，实现产业链一体化布局

公司参股浙石化 20% 股权，浙石化炼化项目一期 2000 万吨/年炼油能力、产品包括 400 万吨/年 PX、140 万吨/年乙烯等。项目投产后，公司将实现“PX-PTA-涤纶长丝”全产业链布局，规模优势和全产业链优势兼备，目前一期项目已试运行。

6、桐昆洋口港石化聚酯一体化项目大幅扩能

2019 年 2 月 14 日，公司发布公告称与江苏如东洋口港经济开发区管委会签订《桐昆集团（洋口港）石化聚酯一体化项目投资合作协议》，拟在洋口港经济开发区投资 160 亿元新建年产 2*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 项目，预计一期开工建设时间为 2019 年 12 月至 2022 年 12 月，二期开工建设时间为 2023 年 12 月至 2025 年 12 月。该项目拟采用英威达公司 PTA P8+ 全球领先技术，具有运行稳定度高、生产能力强、装置能耗最低的特点，实现聚酯一体化生产的转型升级。同时该项目投产后将提高 PTA 在公司内部下游企业的自给率，生产出具有较高附加值的差别化纤维产品，进一步提升市占率。

7、投资评级与估值：预计公司 2019/20/21 年归母净利润分别为 32.6/45.5/52.6 亿元，对应 PE 为 7/5/4 倍，维持“强烈推荐”评级。

8、风险提示：宏观经济环境变化；原材料和产品价格波动；产业链延伸和拓展风险；安全环保风险；劳动力成本持续上涨

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	41600.75	52968.25	55886.12	63187.47
(+/-) (%)	26.78	27.33	5.51	13.06
净利润	2120.25	3259.36	4545.02	5256.93
(+/-) (%)	20.42	53.73	39.45	15.66
EPS(元)	1.15	1.79	2.49	2.89
P/E	11.15	7.15	5.13	4.43

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11976.00	7056.98	6678.85	11011.05	营业总收入	41600.75	52968.25	55886.12	63187.47
现金	5646.27	288.38	-357.15	3188.86	营业成本	36742.47	46239.68	48493.09	54773.42
应收账款	285.12	626.97	628.73	691.52	营业税金及附加	81.13	397.26	419.15	473.91
其它应收款	39.01	67.59	59.74	67.54	营业费用	125.84	450.23	475.03	537.09
预付账款	540.19	723.53	743.51	845.55	管理费用	584.85	900.46	838.29	947.81
存货	4147.15	4094.59	4354.73	4894.64	财务费用	573.22	177.27	137.49	129.63
其他	1318.27	1255.92	1249.29	1322.94	资产减值损失	293.54	40.54	2.58	5.35
非流动资产	22684.67	26057.02	31310.41	34032.23	公允价值变动收益	17.88	-18.00	8.00	10.00
长期投资	5289.89	5520.89	6654.89	8078.89	投资净收益	19.90	117.00	1000.00	1300.00
固定资产	16224.73	19157.03	23075.52	24182.03	营业利润	2778.10	4327.98	5965.79	6994.44
无形资产	1067.55	1276.61	1477.50	1668.81	营业外收入	16.18	0.00	0.00	0.00
其他	102.49	102.49	102.49	102.49	营业外支出	6.56	0.00	0.00	0.00
资产总计	34660.67	33114.00	37989.26	45043.28	利润总额	2787.72	4345.82	5980.29	7009.24
流动负债	13661.56	8423.62	8190.25	9280.15	所得税	656.27	999.54	1315.66	1612.13
短期借款	7581.34	546.19	0.00	0.00	净利润	2131.45	3346.28	4664.63	5397.12
应付账款	2929.15	3164.08	3346.40	3769.20	少数股东损益	11.20	86.92	119.61	140.18
其他	3151.08	4713.35	4843.85	5510.96	归属母公司净利润	2120.25	3259.36	4545.02	5256.93
非流动负债	4867.65	5212.65	5656.65	6223.65	EBITDA	5071.51	6453.99	7563.02	8758.82
长期借款	1715.00	2060.00	2504.00	3071.00	EPS (元)	1.15	1.79	2.49	2.89
其他	3152.65	3152.65	3152.65	3152.65					
负债合计	18529.22	13636.27	13846.90	15503.81	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	60.61	147.53	267.13	407.32	成长能力				
股本	1821.93	1821.93	1821.93	1821.93	营业收入	0.27	0.27	0.06	0.13
资本公积	5918.47	5918.47	5918.47	5918.47	营业利润	0.24	0.56	0.38	0.17
留存收益	7579.98	10839.35	15384.37	20641.30	归属母公司净利润	0.20	0.54	0.39	0.16
归属母公司股东权益	16070.84	19330.21	23875.23	29132.16	获利能力				
负债和股东权益	34660.67	33114.00	37989.26	45043.28	毛利率	0.12	0.13	0.13	0.13
					净利率	0.05	0.06	0.08	0.08
					ROE	0.13	0.17	0.19	0.18
					ROIC	0.16	0.18	0.17	0.18
					偿债能力				
					资产负债率	0.53	0.41	0.36	0.34
					净负债比率	0.77	0.29	0.23	0.21
					流动比率	0.88	0.84	0.82	1.19
					速动比率	0.57	0.36	0.29	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	1.36	1.56	1.57	1.52
					应收账款周转率	119.70	116.15	89.01	95.72
					应付账款周转率	15.91	17.39	17.17	17.76
					每股指标(元)				
					每股收益	1.15	1.79	2.49	2.89
					每股经营现金	1.31	3.72	3.41	4.05
					每股净资产	8.70	10.46	12.92	15.76
					估值比率				
					P/E	11.15	7.15	5.13	4.43
					P/B	1.47	1.22	0.99	0.81
					EV/EBITDA	5.91	0.83	0.78	0.33

数据来源：wind 方正证券研究所

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, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度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并进行证券或期权交易, 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, 本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com