

桐昆股份 (601233.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.79 元

聚酯龙头再创佳绩!

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	18.48
已上市流通 A 股(亿股)	18.48
总市值(亿元)	236.35
年内股价最高最低(元)	13.25/12.52
沪深 300 指数	3897
上证指数	2955

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.353	1.164	1.600	2.166	2.451
每股净资产(元)	10.28	8.82	9.68	10.89	12.25
每股经营性现金流(元)	1.68	1.33	4.16	2.55	2.83
市盈率(倍)	16.62	8.39	7.99	5.91	5.22
净利润增长率(%)	55.52%	20.42%	39.45%	35.37%	13.18%
净资产收益率(%)	13.16%	13.19%	15.27%	18.39%	18.51%
总股本(百万股)	1,301.38	1,821.93	1,847.93	1,847.93	1,847.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

相关报告

- 1.《未来3年业绩将翻番?在平凡中显现奇崛! - 《2019-09-0...》, 2019.9.6
- 2.《18年业绩稳健增长,19年需求复苏利好中游-【国金大化工】年...》, 2019.9.14
- 3.《投产 PTA 聚酯巩固优势,19年价差重构现利好-【国金化工】公...》, 2019.9.15

业绩简评

- 桐昆股份 2019 年三季度实现归母净利润 10.60 亿元,前三季度实现归母净利润 23.64 亿元。考虑到 18 年三季度创造历史最高净利导致基数较高,2019 年三季度尽管创造第二高单季度净利,盈利略超预期,仍同比下滑 7.19%。

经营分析

- 3 季度长丝走势分化,POY 一枝独秀:三季度 POY 长丝利润较高,而 FDY/DTY 利润下滑显著。桐昆股份由于产能结构中 POY 比例较高,从而 POY 利润增厚对公司业绩弹性相比其他聚酯龙头较强。虽然 PTA 产品盈利能力有所下滑。三季报业绩仍然提升显著。
- 公司发行 23 亿元可转债,原有 38 亿元存量可转债进入转股期。公司再次发行 23 亿元可转债,可转债市值占比公司市值达到 26%,如果募投项目不及预期,存在较为显著的摊薄风险。
- 静候浙石化投产:桐昆股份持股浙石化 20%,浙石化投产会为桐昆股份带来盈利新增长点,有望推动公司业绩较大幅度增长。

盈利调整

- 考虑到短期 POY 盈利较强,而桐昆产品结构中 POY 占比很高,从而具备较强的盈利弹性。我们调升公司 2019 年净利润 25.64 亿元至 29.57 亿元,调升幅度 15.3%,维持 2020/2021 年公司实现净利润 40.02 亿/45.30 亿元的盈利预测。

投资建议

- 按照可转债现价转股进行摊薄,我们维持公司未来 12 个月 19.08 元目标价位,目标价位对应 2019 年/2020 年/2021 年市盈率分别为 14.98/ 11.07/ 9.78 倍。

风险提示

- 1. 管理层及股东减持风险 2. 增发/可转债募投项目收益不及预期 3. 中美贸易战严重恶化影响纺服需求 4. 民营大炼化投产进度不及预期 5. 原油以及化学品价格大幅变动风险 6. 可转债/增发项目摊薄收益 7. 2019 年 6 月定向增发机构配售的 3756.71 万股存有解禁风险 8. 其他不可抗力因素

刘蒙 联系人
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

受益于 POY 盈利增厚，桐昆股份三季度报略超预期

三季度长丝利润分化，POY 走强，FDY/DTY 走弱

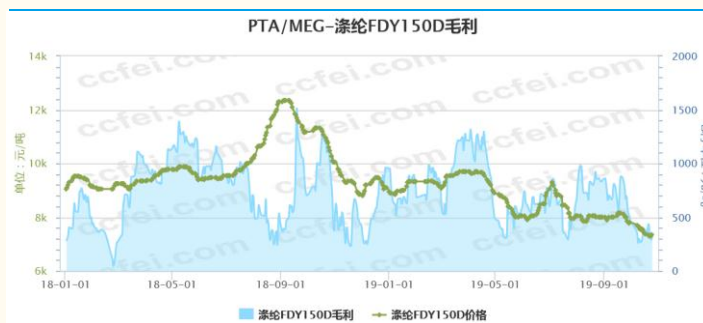
- 作为 POY 长丝产能最高的龙头企业，桐昆股份显著受益于聚酯 POY 价差走强，且盈利弹性较大。而 FDY 与 DTY 的结构性走弱对公司影响相对较小，原因在于桐昆股份的 FDY 与 DTY 在产品结构中占比较低。

图表 1: POY 毛利



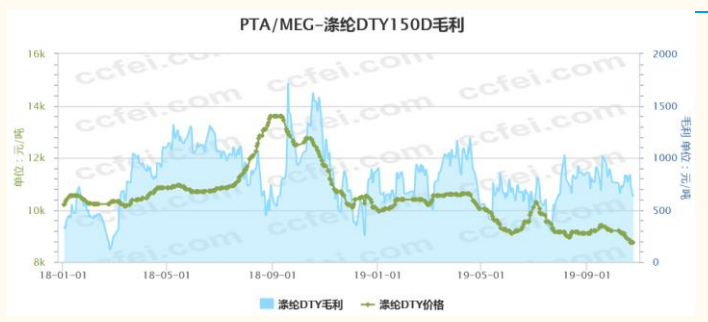
来源: ccfci, 国金证券研究所

图表 2: FDY 毛利



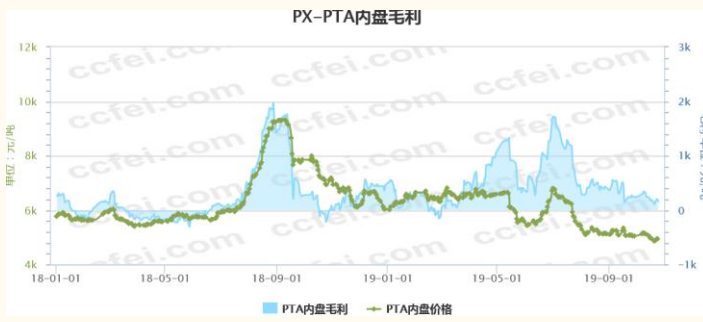
来源: ccfci, 国金证券研究所

图表 3: DTY 毛利



来源: ccfci, 国金证券研究所

图表 4: PTA 毛利



来源: ccfci, 国金证券研究所

- 根据桐昆股份的三季度经营数据披露，我们不难看出桐昆股份的长丝产量持续创出新高，通过 POY 价差扩张，使得桐昆股份的盈利达到历史第二高单季度盈利，单季度净利达到 10.6 亿元，略超市场一致预期。
- 利润拆解及产量结构预计如下图，我们测算桐昆理论上 POY 贡献净利 4.8 亿元，PTA 贡献净利 3.95 亿元，FDY 贡献净利 0.67 亿元，DTY 贡献净利 0.88 亿元。

图表 5: 桐昆三季度报利润拆解测算

		PTA- 0.655PX	POY- PTA/MEG	FDY- PTA/MEG	DTY- PTA/MEG
加工费	元/吨	500	800	1400	2100
单吨毛利	元/吨	584.50	684.53	313.08	622.53
销售量	万吨	90.00	93.49	28.41	18.88
分部毛利	亿元	5.26	6.40	0.89	1.18
分部净利	亿元	3.95	4.80	0.67	0.88
净利汇总	亿元	10.29			

来源: 经营数据, WIND, 国金证券研究所

- POY 价差走强的核心逻辑在于国内 POY 格局相比 FDY/DTY 较好。
- (1) 一方面源于 POY 长丝差异化属性较弱，且龙头集中度较强，龙头企业具备相对较强的议价能力。

- (2) 另一方面聚酯扩产项目以差异化长丝为主，而 POY 扩产较少。主要原因在于 POY 的单吨利润预期较低，通常利润仅有 100-200 元每吨。而这部分薄薄的利润来源主要为配套一系列的热电等公用工程以及上下游协同带来的对比优势，从而限制了规模较小的 POY 企业的进一步扩产。

桐昆股份四季度预期

四季度预期长丝 POY 强于 FDY/DTY

- 预计四季度长丝进入需求淡季，长丝盈利有走弱预期。然而由于产业格局的缘故，我们认为 POY 仍然强于 FDY、DTY 的盈利能力。

四季度 PTA 预计利润不必过于悲观

- 四季度 PTA 产能检修数量较大，恒力两条线，逸盛两条线，远东，川能投，辽阳石化等均具备检修的预期。虽然根据中纤网披露，新凤鸣独山能源半条线 10 月 26 日试车，12 月另外半条线实现开车，新装置投产拉低 PTA 提价预期。但是预计四季度检修产能达到 1000 万吨，按照平均维修时间 3 周，影响四季度产量约 80 万吨，明显高于新凤鸣投产的产能贡献影响。

图表 6: 近期 PTA 装置情况

公司名	装置产能 (万吨/年)	停车时间	备注
辽阳石化	27	2012年10月	停车
辽阳石化	53	2013年5月	停车
扬子石化	1#, 35	2014年11月11日附近	停车
	2#, 35	上一次检修至2月20日	正常运行
	3#, 60	上一次检修至8月19日	正常运行, 10月计划停车15天
华彬石化 (原远东石化)	60	2013年7月中旬	停车
	60	2014年9月25日	停车
	60	2015年3月下旬	停车
	140	上一次检修至9月27日	正常运行
逸盛宁波	2#, 65	2013年12月17日	技改IPA
	1#, 65	上一次检修至8月20日	正常运行
	3#, 200	上一次检修至5月10日	正常运行
	4#, 220	2019年10月18日	意外停车, 10月22日已重启
蓬威石化	90	2019年10月18日	10月25日升温重启
华南一厂	1#, 65	2014年1月23日	停车
	3#, 125	2019年3月底	正常运行
	2#, 110	上一次检修至18.11.25	正常运行
福化 (原翔鹭石化)	165	2015年1月1日	停车
	450	上一次检修至19.7月底	正常运行
汉邦石化	2#, 220	2019年10月25日	计划停车15天
宁波利万	1#, 70	上一次检修至19.10月初	正常运行
	70	上一次检修至8月23日	正常运行
恒力石化	1#, 220	2019年10月7日	停车检修, 10月18日重启
	2#, 220	上一次检修至18.11.17	正常运行, 暂定10月25日检修
	3#, 220	上一次检修至19.4.6	正常运行
逸盛大化	1#, 225	2019年10月10日	减产5成运行, 10月19日负荷提升
	2#, 375	上一次变动至4月初	2019年10月15日附近降产一半运行
海南逸盛	200	上一次检修至18.11.3	正常运行, 11-12月计划停车15天
亚东石化	80	上一次检修至19.10.12	正常运行
宁波台化	120	上一次检修至19.5.21	正常运行
嘉兴石化	1#, 140	上一次检修至19.6.7	正常运行
	2#, 220	上一次检修至19.4.27	正常运行
仪征化纤	65	上一次检修至19.6.17	正常运行
	35	上一次检修至19.9.10	正常运行
福建佳龙	60	2019年8月2日	停车检修, 计划10月底重启
上海石化	40	上一次检修至19.6.26	正常运行
河南洛化	32.5	上一次检修至19.7.21	正常运行
虹港石化	140	10月14日	停车检修, 计划维持两周
海伦石化	120	上一次检修至19.1.9	正常运行, 12月计划停车15天, 轮修
	120		正常运行, 12月计划停车15天, 轮修
川化能投	100	2019年10月10日	减产运行
天津石化	45	上一次检修至19.4.22	正常运行
独山能源 (新凤鸣)	220	2019年10月26日	投产, 初期试产半条线, 另外50%等12月试产

来源: ccfci, 国金证券研究所

调升 2019 年盈利预期

- 2019 年前三季度桐昆股份实现净利 23.64 亿元。我们调升 2019 年盈利预期从 25.64 亿元提升 15.3%至 29.57 亿元，并微调 2020-2021 年 40.02 亿 /45.30 亿元盈利预测。

风险提示

■ 浙石化原料为原油，原油风险因素包含

(1) 全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成对石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等），(2) 全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等）(3) 地缘政治事件（包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等）

■ 浙石化成品油风险在于：

(1) 成品油价格与成品油供需情况高度相关。需求端风险包括但不限于新能源汽车对于汽油汽车的替代超预期；国家政策对于燃油汽车的限制。IMO2020 航运新规政策落地不及预期等。

(2) 其他不可抗力造成的炼厂停产/减产。

■ 桐昆聚酯产业链风险

(1) 公司作为聚酯一体化产业龙头企业，聚酯下游为坯布—面料—染整—纺织服装。全球纺织服装的需求下滑对聚酯产业链有一定的影响，包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等。

(2) 产业政策，科技以及其他不可抗力造成的超预期供需变动。

■ 管理层以及大股东减持风险。

管理层以及股东进行转让或减持可转债以及股份带来波动影响。

■ 定增解禁风险

2019年6月30日解禁 3756.71 万股定向增发机构配售股份上市流通，占股本的 2.06%；

■ 增发/可转债项目/募投项目收益不及预期，摊薄现有收益的风险

未来浙石化二期项目/洋山港项目启动，桐昆股份还有再次发行可转债或者增发股份的可能，不排除进一步摊薄股东权益的可能。未来桐昆股份这些募投项目如果无法按期/按承诺完成并且收益达到预期，会对公司价值产生摊薄。桐昆的子公司恒瑞公司 DTY 设备负荷不足无法转固可能会带来的在建工程减值计提。

桐昆股份 2019 年 10 月 18 日获准发行 23 亿元可转债，募投长丝项目。考虑到存量 38 亿元的可转债，目前桐昆即将发行可转债总量达到 61 亿元，而目前桐昆股份现市值 236 亿元，可转债占目前市值的 26%。如果募投项目收益不及预期，存在摊薄收益的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	25,582	32,814	41,601	44,871	47,029	54,562
增长率		28.3%	26.8%	7.9%	4.8%	16.0%
主营业务成本	-23,326	-29,415	-36,742	-38,989	-41,436	-48,532
%销售收入	91.2%	89.6%	88.3%	86.9%	88.1%	88.9%
毛利	2,255	3,399	4,858	5,882	5,593	6,030
%销售收入	8.8%	10.4%	11.7%	13.1%	11.9%	11.1%
营业税金及附加	-62	-81	-81	-90	-94	-109
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-91	-103	-126	-135	-141	-164
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-592	-800	-585	-673	-705	-818
%销售收入	2.3%	2.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	0	0	-488	-538	-564	-655
%销售收入	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	1,510	2,415	3,579	4,446	4,088	4,284
%销售收入	5.9%	7.4%	8.6%	9.9%	8.7%	7.9%
财务费用	-181	-220	-573	-589	-659	-765
%销售收入	0.7%	0.7%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%
资产减值损失	-26	14	-294	-3	0	0
公允价值变动收益	-6	-19	18	0	0	0
投资收益	58	23	20	1	1,801	2,401
%税前利润	4.1%	1.0%	0.7%	0.0%	34.3%	40.4%
营业利润	1,355	2,241	2,778	3,855	5,230	5,919
营业利润率	5.3%	6.8%	6.7%	8.6%	11.1%	10.8%
营业外收支	50	14	10	24	16	17
税前利润	1,404	2,255	2,788	3,879	5,246	5,936
利润率	5.5%	6.9%	6.7%	8.6%	11.2%	10.9%
所得税	-262	-486	-656	-912	-1,233	-1,395
所得税率	18.6%	21.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
净利润	1,143	1,769	2,131	2,968	4,013	4,541
少数股东损益	11	8	11	11	11	11
归属于母公司的净利润	1,132	1,761	2,120	2,957	4,002	4,530
净利率	4.4%	5.4%	5.1%	6.6%	8.5%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,143	1,769	2,131	2,968	4,013	4,541
少数股东损益	11	8	11	11	11	11
非现金支出	1,054	1,116	1,787	1,732	2,057	2,418
非经营收益	138	231	470	724	-1,216	-1,779
营运资金变动	706	-926	-1,962	2,889	240	475
经营活动现金净流	3,041	2,190	2,426	8,314	5,094	5,655
资本开支	-2,723	-2,726	-2,898	-5,021	-3,598	-3,040
投资	-1	-3,856	-1,392	563	-1,360	-2,450
其他	-1,485	2,099	-3,425	1	1,801	2,401
投资活动现金净流	-4,209	-4,482	-7,715	-4,457	-3,157	-3,089
股权募资	2,959	990	0	1,513	0	0
债权募资	-1,365	3,532	5,304	-2,053	506	888
其他	376	-544	-502	-1,834	-2,202	-2,451
筹资活动现金净流	1,970	3,978	4,803	-2,374	-1,695	-1,563
现金净流量	802	1,686	-486	1,483	241	1,003

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,700	3,255	5,646	7,129	7,371	8,373
应收账款	985	786	652	813	899	1,043
存货	2,088	2,667	4,147	3,205	3,406	3,989
其他流动资产	2,694	1,170	1,531	1,362	1,460	1,659
流动资产	7,468	7,878	11,976	12,509	13,136	15,064
%总资产	39.3%	29.7%	34.6%	32.6%	31.3%	32.1%
长期投资	59	3,879	5,290	5,290	6,650	9,100
固定资产	10,841	13,872	16,225	19,475	20,869	21,498
%总资产	57.1%	52.2%	46.8%	50.7%	49.7%	45.8%
无形资产	538	789	1,068	1,134	1,297	1,307
非流动资产	11,533	18,680	22,685	25,899	28,816	31,905
%总资产	60.7%	70.3%	65.4%	67.4%	68.7%	67.9%
资产总计	19,001	26,558	34,661	38,408	41,952	46,970
短期借款	1,856	6,506	7,581	5,528	6,035	6,023
应付款项	3,557	4,940	5,534	7,813	8,184	9,447
其他流动负债	1,089	430	546	773	1,027	1,165
流动负债	6,502	11,876	13,662	14,114	15,245	16,634
长期贷款	140	1,176	1,715	1,715	1,715	2,615
其他长期负债	1,340	73	3,153	3,149	3,149	3,149
负债	7,982	13,125	18,529	18,978	20,109	22,398
普通股股东权益	10,975	13,380	16,071	19,358	21,760	24,478
其中：股本	1,232	1,301	1,822	1,999	1,999	1,999
未分配利润	3,791	5,110	6,821	8,595	10,997	13,715
少数股东权益	43	52	61	72	83	94
负债股东权益合计	19,001	26,558	34,661	38,408	41,952	46,970

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.919	1.353	1.164	1.600	2.166	2.451
每股净资产	8.909	10.282	8.821	9.685	10.886	12.246
每股经营现金净流	2.468	1.683	1.332	4.159	2.548	2.829
每股股利	0.252	0.500	0.420	0.592	0.801	0.907
回报率						
净资产收益率	10.32%	13.16%	13.19%	15.27%	18.39%	18.51%
总资产收益率	5.96%	6.63%	6.12%	7.70%	9.54%	9.64%
投入资本收益率	8.59%	8.98%	9.61%	11.45%	9.58%	9.04%
增长率						
主营业务收入增长率	17.60%	28.27%	26.78%	7.86%	4.81%	16.02%
EBIT 增长率	283.48%	59.95%	48.16%	24.24%	-8.05%	4.79%
净利润增长率	882.73%	55.52%	20.42%	39.45%	35.37%	13.18%
总资产增长率	25.79%	39.77%	30.51%	10.81%	9.23%	11.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.7	5.7	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	32.7	29.5	33.8	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	24.1	24.0	26.0	28.0	27.0	26.0
固定资产周转天数	127.1	110.7	130.7	127.9	140.4	128.4
偿债能力						
净负债/股东权益	14.46%	32.93%	41.49%	16.25%	15.66%	13.46%
EBIT 利息保障倍数	8.3	11.0	6.2	7.5	6.2	5.6
资产负债率	42.01%	49.42%	53.46%	49.41%	47.93%	47.69%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	4	16	35
增持	0	0	0	9	17
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.48	1.39

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

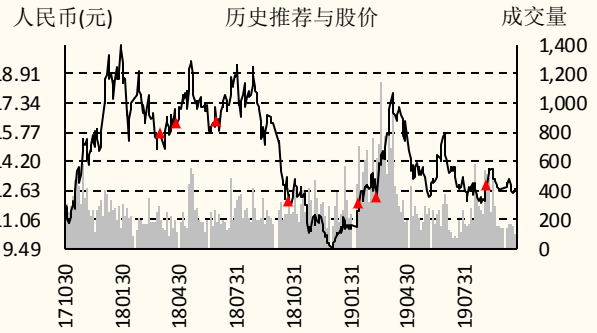
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-02	买入	22.05	N/A
2	2018-04-27	买入	23.03	N/A
3	2018-07-03	买入	16.24	N/A
4	2018-08-19	买入	17.26	N/A
5	2018-10-26	买入	12.44	N/A
6	2019-02-15	买入	12.20	N/A
7	2019-03-14	买入	13.09	N/A
8	2019-09-06	买入	12.83	19.08~19.08

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH