

2019-10-26

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

桐昆股份 (601233)

行业龙头优势显著, Q3 业绩表现靓丽

报告要点

■ 事件描述

公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营业收入 372.4 亿元, 同比增长 20.7%; 实现归属净利润 24.5 亿元, 同比下滑 2.1%; 扣非净利润 23.6 亿元, 同比下滑 4.0%。Q3 单季实现营业收入 126.1 亿元, 同比增长 3.4%, 环比下滑 2.7%; 实现归属净利润 10.6 亿元, 同比下滑 7.2%, 环比增长 22.0%。

■ 事件评论

销量提升推动营收增长, POY 价差同比下跌。公司为涤纶长丝龙头, 截至 6 月底, 拥有长丝产能 570 万吨/年, 聚合产能 520 万吨/年, 且配套上游原料并参股浙石化。2019 年前三季度, 公司收入增长主要来自新增产能投放, 共销售涤纶长丝 419.7 万吨, 同比增长 28.9%。根据中纤网数据, 受行业景气影响, 前三季度 POY/DTY /FDY 售价分别下跌 13.9%、14.0%和 12.0%。受益于上游原料产能释放, 价差缩窄幅度显著小于价格, POY/DTY /FDY 价差较去年同期分别变化-6.8%、-0.7%及 2.0%。

Q3 需求平淡, 原料跌价增厚长丝环节利润。受到外部环境影响, 涤纶行业景气度低迷, Q3 传统旺季需求并未显著恢复。由于上游产能大幅释放, 今年以来 PX 价格整体呈现单边下跌走势, 而 7 月之后坯布库存较高, 聚酯减产, PTA 价格也在 7 月大幅回落。Q3 单季 POY 价格同比下滑 26.3%, 环比下滑 3.4%, 但价差同比缩减 3.5%, 环比增加 14.5%, 一定程度上支撑单季度利润。长期来看, 纺服终端需求有一定刚性, 公司作为产业链配套完全的龙头, 将持续占据竞争优势。

期间费用率缩减, 盈利能力下降。2019 年前三季度, 公司期间费用率为 4.6%, 较去年同期下降 1.2 pct, 主要源于银行利息收入增加、汇兑损失减少使得财务费用率同比缩减 0.7 pct, 此外管理费用率和研发费用率分别同比缩减 0.2 pct 和 0.3 pct。受行业景气度下行影响, 公司前三季度毛利率为 13.2%, 净利率为 6.6%, 分别较去年同期降低 3.3 pct 和 1.5 pct。

新建项目稳步推进, 浙石化项目进展顺利。公司在建的聚酯产能逐步投放, Q3 期末固定资产较 Q3 期初增加 17.2 亿元, 新增产能逐步投放, 将进一步巩固公司行业龙头地位。公司参股的浙石化一期进展顺利, 不仅稳定公司的原料供应, 还将为上市公司贡献投资收益。

公司为涤纶长丝龙头, 秉持“宝塔型”发展策略, 打造聚酯行业航母巨轮。
预计 19-21 年公司 EPS 分别为 1.64/2.20/2.52 元, 维持“买入”评级。

风险提示:

1. 纺服产业链下游需求持续低迷;
2. 公司项目进度低于预期。

分析师 马太

☎ (8621) 61118717

✉ matai@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490516100002

分析师 施航

☎ (8621) 61118717

✉ shihang@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490519100002

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《销量提升推动增长, 聚酯航母继续前行》
2019-8-16

《聚酯巨轮已启航, 产业格局待重塑》2019-4-27

《纤维之事利民生, 桐昆原是凤凰栖》2017-10-12

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	41601	48357	53726	62766
增长率(%)	27%	16%	11%	17%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	2120	3034	4070	4651
增长率(%)	20%	43%	34%	14%
每股收益(元)	1.15	1.64	2.20	2.52
净资产收益率 (%)	13%	16%	18%	17%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	41601	48357	53726	62766	货币资金	5646	3500	4000	5000
营业成本	36742	42092	47451	55430	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4858	6265	6275	7335	应收账款	613	959	1059	1207
%营业收入	12%	13%	12%	12%	存货	4147	3400	4022	4698
营业税金及附加	81	106	116	134	预付账款	540	626	724	833
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1030	1040	1043	1050
销售费用	126	152	167	195	流动资产合计	11976	9524	10848	12788
%营业收入	0%	0%	0%	0%	可供出售金融资产	8	8	8	8
管理费用	585	629	725	879	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	5247	5247	5247	5247
财务费用	573	428	289	170	投资性房地产	35	35	35	35
%营业收入	1%	1%	1%	0%	固定资产合计	14893	15368	15593	15845
资产减值损失	294	0	0	0	无形资产	1068	1068	1068	1068
公允价值变动收益	18	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	20	0	1500	1500	递延所得税资产	102	102	102	102
营业利润	2778	4128	5538	6328	其他非流动资产	1332	832	2332	4332
%营业收入	7%	9%	10%	10%	资产总计	34661	32184	35233	39424
营业外收支	10	0	0	0	短期贷款	7581	4950	2815	1107
利润总额	2788	4128	5538	6328	应付款项	5270	5182	6099	7078
%营业收入	7%	9%	10%	10%	预收账款	180	235	252	294
所得税费用	656	1032	1384	1582	应付职工薪酬	132	136	164	188
净利润	2131	3096	4153	4746	应交税费	413	441	505	590
归属于母公司所有者的净利润	2120	3034	4070	4651	其他流动负债	86	183	187	211
少数股东损益	11	62	83	95	流动负债合计	13662	11127	10022	9468
EPS (元/股)	1.15	1.64	2.20	2.52	长期借款	1715	1715	1715	1715
					应付债券	3042	0	0	0
					递延所得税负债	4	4	4	4
					其他非流动负债	106	106	106	106
					负债合计	18529	12952	11848	11293
					归属于母公司	16071	19109	23179	27830
					少数股东权益	61	123	206	301
					股东权益	16131	19232	23385	28131
					负债及股东权益	34661	32184	35233	39424
					基本指标				
					EPS	1.15	1.64	2.20	2.52
					BVPS	8.70	10.34	12.54	15.06
					PE	11.15	7.79	5.81	5.08
					PEG	0.55	0.18	0.17	0.36
					PB	1.47	1.24	1.02	0.85
					EV/EBITDA	5.91	5.78	5.48	4.19
					ROE	13%	16%	18%	17%



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知情形范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。