

桐昆股份 (601233)

## 三季度涤纶长丝盈利环比改善

-2019 年三季度报点评

孙羲昱 (分析师)  
 021-38677369  
 sunxiyu@gtjas.com  
 证书编号 S0880517090003

### 本报告导读:

三季度涤纶长丝盈利环比改善, 我们预计 2020 年聚酯产业链环节中涤纶长丝议价能力最强。

### 投资要点:

**维持增持评级及目标价, 上调盈利预测。**我们上调 2019/2020/2021 年 EPS 为 1.78/1.99/2.17 元(前值 1.53/1.82/2.01 元), 考虑产业链需求受宏观经济及贸易形势波动较大, 我们维持目标价 22.22 元, 增持。**公司 2019 年三季度业绩小幅超市场预期。**公司 2019 年三季度实现归母净利润 10.5 亿元, 同比下滑 7.2%, 小幅超市场预期。2019 年三季度实现 POY/FDY/DTY 销量 90/27/19 万吨, 同比分别增长 17%/35%/19%。2019 年三季度涤纶长丝景气度环比改善, POY/FDY/DTY 价差同比分别下降 147/30/162 元/吨至 1428/1569/2574 元/吨, 环比增加 360/133/70 元/吨。同时, PTA 行业景气度三季度环比下滑, 价差环比下降 259 元/吨至 967 元/吨。

**公司产能扩张, 市占率持续提升。**截止 2019 年 6 月末, 公司涤纶长丝产能为 570 万吨。预计到 2019 年底, 公司涤纶长丝将扩张至 660 万吨。同时, 公司计划投资 160 亿元, 建设年产 2\*250 万吨 PTA, 90 万吨 FDY, 150 万吨 POY 产能。项目分为二期, 其中一期投资 120 亿元。一期项目预计开工建设时间为 2019 年 12 月至 2022 年 12 月。

**2020 年我们判断聚酯产业链 PX-PTA-长丝环节长丝议价能力最强。**2020 年涤纶长丝产能投放较少, 在上游扩产周期背景下议价能力增强。假定 2020 年涤纶长丝需求增速为 7%, 则涤纶长丝供需不恶化, 盈利水平保持。

**风险提示:** 油价下跌风险, 涤纶需求低迷风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,814	41,601	50,338	56,768	59,708
(+/-)%	28%	27%	21%	13%	5%
经营利润 (EBIT)	2,462	3,317	4,198	3,243	3,576
(+/-)%	66%	35%	27%	-23%	10%
净利润 (归母)	1,761	2,120	3,298	3,677	4,017
(+/-)%	56%	20%	56%	11%	9%
每股净收益 (元)	0.95	1.15	1.78	1.99	2.17
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	7.5%	8.0%	8.3%	5.7%	6.0%
净资产收益率 (%)	13.2%	13.2%	17.2%	16.1%	14.9%
投入资本回报率 (%)	13.8%	14.5%	16.7%	11.1%	11.7%
EV/EBITDA	5.9	6.3	4.7	4.9	3.7
市盈率	13.6	11.3	7.3	6.5	6.0
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 22.22

上次预测: 22.22

当前价格: 12.95

2019.10.29

### 交易数据

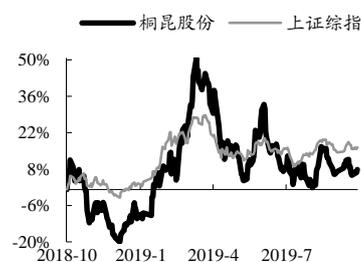
52 周内股价区间 (元)	9.34-18.85
总市值 (百万元)	23,931
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,848/1,848
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	20.95
日均成交值 (百万元)	269.00

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	18,570
每股净资产	10.05
市净率	1.3
净负债率	9.41%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.27	0.29
Q2	0.47	0.47
Q3	0.62	0.58
Q4	-0.21	0.44
全年	1.15	1.78

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	1%	9%
相对指数	1%	0%	-8%

### 相关报告

《业绩符合预期, 产销量进一步提升》  
2019.08.18

《春节后行业景气度回暖, 一季度业绩超预期》  
2019.04.29

《库存损失导致四季度业绩下滑, 春节后价差改善》  
2019.03.26

《涤纶长丝和 PTA 高景气度, 业绩大幅增长》  
2018.10.29

《涤纶长丝高景气度带动半年报业绩大幅增长》  
2018.08.18

模型更新时间: 2019.10.29

**股票研究**

原材料  
基础化工

桐昆股份 (601233)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **22.22**

上次预测: 22.22

**当前价格:** 12.95

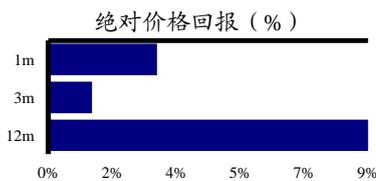
公司网址

www.zjtkgf.com

**公司简介**

公司是中国涤纶长丝制造行业的龙头企业,公司连续多年在中国涤纶长丝行业中销量排名第一。

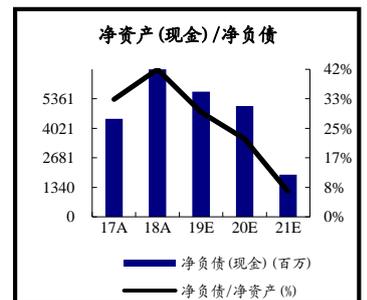
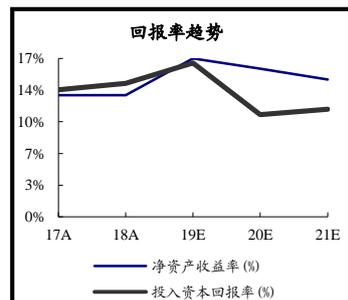
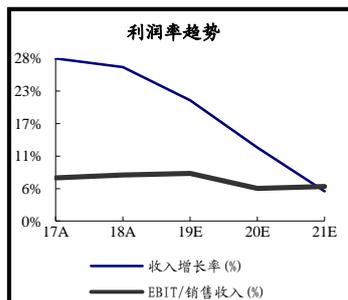
公司主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售。



52 周价格范围 9.34-18.85  
市值 (百万) 23,931

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	32,814	41,601	50,338	56,768	59,708
营业成本	29,415	36,742	45,152	52,422	54,972
税金及附加	81	81	111	123	128
销售费用	103	126	163	178	187
管理费用	473	585	714	803	845
<b>EBIT</b>	<b>2,462</b>	<b>3,317</b>	<b>4,198</b>	<b>3,243</b>	<b>3,576</b>
公允价值变动收益	-19	18	0	0	0
投资收益	23	20	400	1,800	1,800
财务费用	220	573	344	275	166
<b>营业利润</b>	<b>2,241</b>	<b>2,778</b>	<b>4,254</b>	<b>4,768</b>	<b>5,211</b>
所得税	486	656	938	1,071	1,173
少数股东损益	8	11	17	19	21
<b>净利润</b>	<b>1,761</b>	<b>2,120</b>	<b>3,298</b>	<b>3,677</b>	<b>4,017</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	3,259	5,646	2,485	2,844	3,186
其他流动资产	653	991	347	347	347
长期投资	3,879	5,290	5,290	5,290	5,290
固定资产合计	13,872	16,225	20,151	23,004	23,783
无形及其他资产	896	1,068	1,365	1,572	1,771
<b>资产合计</b>	<b>26,558</b>	<b>34,661</b>	<b>35,354</b>	<b>39,662</b>	<b>41,306</b>
流动负债	11,876	13,662	11,262	11,874	9,481
非流动负债	1,249	4,868	4,827	4,827	4,827
股东权益	13,380	16,071	19,186	22,864	26,880
<b>投入资本(IC)</b>	<b>13,977</b>	<b>17,538</b>	<b>19,650</b>	<b>22,706</b>	<b>23,608</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	1,932	2,536	3,272	2,514	2,771
折旧与摊销	1,131	1,493	2,073	2,660	3,241
流动资金增量	961	-581	63	222	76
资本支出	-2,726	-2,898	-6,296	-5,719	-4,219
<b>自由现金流</b>	<b>1,297</b>	<b>549</b>	<b>-888</b>	<b>-323</b>	<b>1,869</b>
经营现金流	2,227	2,426	7,376	5,121	5,781
投资现金流	-4,519	-7,715	-5,896	-3,919	-2,419
融资现金流	3,990	4,823	-4,641	-843	-3,019
<b>现金流净增加额</b>	<b>1,698</b>	<b>-465</b>	<b>-3,162</b>	<b>359</b>	<b>343</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	28.3%	26.8%	21.0%	12.8%	5.2%
EBIT 增长率	65.9%	34.7%	26.6%	-22.8%	10.3%
净利润增长率	55.5%	20.4%	55.6%	11.5%	9.2%
利润率					
毛利率	10.4%	11.7%	10.3%	7.7%	7.9%
EBIT 率	7.5%	8.0%	8.3%	5.7%	6.0%
净利润率	5.4%	5.1%	6.6%	6.5%	6.7%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	13.2%	13.2%	17.2%	16.1%	14.9%
总资产收益率(ROA)	6.6%	6.1%	9.3%	9.3%	9.7%
投入资本回报率(ROIC)	13.8%	14.5%	16.7%	11.1%	11.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	30	34	34	34	34
应收账款周转天数	6	3	3	3	3
总资产周转天数	253	269	254	241	247
净利润现金含量	1.26	1.14	2.24	1.39	1.44
资本支出/收入	8%	7%	13%	10%	7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.4%	53.5%	45.5%	42.1%	34.6%
净负债率	33.2%	41.7%	29.6%	22.0%	7.1%
<b>估值比率</b>					
PE	13.6	11.3	7.3	6.5	6.0
PB	1.3	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	6.3	4.7	4.9	3.7
P/S	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		