



中信证券研究部

核心观点



黄莉莉  
首席石油石化  
分析师  
S1010510120048

**受 18Q4 国际油价大跌影响，公司库存损失和存货跌价导致单季度亏损，业绩低于预期。长期看公司长丝龙头地位巩固，规划新增产能占当前产能的 86%；短期看中美贸易谈判预期转好，国内长丝行业景气迅速恢复，当前时点维持“买入”评级。**

**受 18Q4 库存损失拖累，公司业绩低于预期。**公司 18 年实现营收 416 亿元，同比 27%，归母净利润 21.1 亿元，同比 20%；其中 Q4 营收 107 亿元，同比 13%，环比-12%，归母净利润-3.8 亿元，库存损失和存货跌价导致单季度亏损，业绩低于预期。此外公司拟发行 23 亿元可转债用于 50 万吨和 30 万吨纤维项目。

**受 18Q4 油价大跌影响，估算公司库存损失+存货跌价约 8 亿元。**18Q4 国际油价大幅下跌，布伦特/WTI 季度环比-35%/-38%，受此影响主要化工产品价格下跌。Q4 公司产品 PTA、长丝 POY 平均售价环比-10%/-11%，两者季末市场价环比-24%/-26%。公司 3 季报显示有 48 亿元存货，按照原料占比 50%估算，Q4 因原料下跌库存损失约 5 亿元，公司 Q4 原料 PTA/MEG/PX 均价 6368/5609/8319 元/吨，较同期市场均价高 468/167/735 元/吨，按照公司 Q4 销量倒推的原料库存损失 5.6 亿元，与前面基本相当。此外公司计提了以产成品为主的 3 亿元存货跌价损失；扣除 Q4 行业价格整体大幅下跌的影响，公司 Q4 营业利润约 2 亿元，净利润 1.5 亿元。Q4 公司长丝 POY 实现价差 1051 元/吨，同期市场平均当期价差 1257 元/吨，主要由于库存原料价格较高。当前国际油价重回上升通道，公司存货跌价损失后续有望转回，利好公司后续盈利稳定。

**公司是国内长丝龙头，行业景气迅速恢复。**公司 18Q4 涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产量 80.3/23.5/16.7 万吨，同比 6%/52%/16%，销量 77.4/25.3/18.0 万吨，同比 2.7%/63%/26%，连续 18 年国内销量第一。公司规划建立洋口港子公司，规划产能 500 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY，加上恒腾四期 30 万吨和恒超化纤 50 万吨纤维项目，总产能增长 86%，龙头地位巩固。根据对长丝行业的跟踪，节前库存位于近几年低位、节后开工率恢复至 80%左右、节后库存迅速去化，19Q1 行业景气迅速修复。此前由于中美贸易争端抢跑造成的提前消费也预计在一季度消除，公司有望重回盈利稳定通道。

**浙石化一期 19 年投产，预计增厚公司业绩。**公司持有浙江石化 20%股权，一期 2000 万吨/年炼化一体化项目预计 19 年投产，公司产业链向上游延伸至 PX 环节，保障公司原料供应稳定，也将增厚公司业绩。

**风险因素：**国际油价大幅波动的风险，中美贸易争端加剧的风险，在建项目不及预期的风险。

**投资建议：**预计公司 19-21 年归母净利润 26.9/34.7/42.4 亿元，EPS 分别为 1.48/1.91/2.33 元（此前预计 19-20 年 EPS 为 1.61/2.73 元），下调 19-20 年业绩预测主要由于公司 18Q4 业绩低于预期，下调公司长丝及 PTA 产品单位盈利预期。在中美贸易谈判预期转好，长丝行业景气迅速恢复，市场风险偏好提升的背景下，按照同行业公司 19 年业绩 11 倍 PE 估值，给予目标价 16.3 元，维持“买入”评级。

桐昆股份 601233

评级	买入（维持）
当前价	12.40 元
目标价	16.3 元
总股本	1,822 百万股
流通股本	1,784 百万股
52 周最高/最低价	25.38/9.56 元
近 1 月绝对涨幅	6.44%
近 6 月绝对涨幅	-22.35%
近 12 月绝对涨幅	-30.68%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,813.78	41,600.75	44,625.53	50,018.11	52,258.59
营业收入增长率	28%	27%	7%	12%	4%
净利润(百万元)	1,760.74	2,120.25	2,692.20	3,473.91	4,242.09
净利润增长率	56%	20%	27%	29%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.42	1.16	1.48	1.91	2.33
毛利率%	10%	12%	11%	10%	11%
净资产收益率 ROE%	13.16%	13.19%	14.52%	15.98%	16.56%
每股净资产 (元)	7.34	8.82	10.18	11.93	14.06
PE	9	11	9	7	6
PB	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2019 年 3 月 14 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,814	41,601	44,626	50,018	52,259
营业成本	29,415	36,742	39,865	45,004	46,607
毛利率	10.36%	11.68%	10.67%	10.02%	10.82%
营业税金及附加	81	81	102	111	112
销售费用	103	126	145	157	164
营业费用率	0.31%	0.30%	0.32%	0.31%	0.31%
管理费用	800	585	627	703	735
管理费用率	2.44%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%
财务费用	220	573	471	415	356
财务费用率	0.67%	1.38%	1.06%	0.83%	0.68%
投资收益	23	20	400	1,600	2,000
营业利润	2,241	2,778	3,588	4,641	5,672
营业利润率	6.83%	6.68%	8.04%	9.28%	10.85%
营业外收入	21	16	41	26	28
营业外支出	7	7	16	10	11
利润总额	2,255	2,788	3,613	4,657	5,689
所得税	486	656	903	1,164	1,422
所得税率	21.54%	23.54%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	8	11	17	19	24
归属于母公司股东的净利润	1,761	2,120	2,692	3,474	4,242
净利率	5.37%	5.10%	6.03%	6.95%	8.12%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,255	5,646	4,483	5,592	7,622
存货	2,667	4,147	4,002	4,680	5,054
应收账款	767	613	1,100	1,046	1,050
其他流动资产	1,189	1,570	1,615	1,735	1,736
流动资产	7,878	11,976	11,200	13,053	15,462
固定资产	9,952	14,893	17,280	17,671	17,967
长期股权投资	3,859	5,247	5,247	5,247	5,247
无形资产	789	1,068	1,032	996	955
其他长期资产	4,079	1,477	1,779	2,681	3,584
非流动资产	18,680	22,685	25,338	26,595	27,752
资产总计	26,558	34,661	36,538	39,648	43,214
短期借款	5,206	7,581	4,865	2,151	0
应付账款	4,602	5,270	5,827	6,691	6,809
其他流动负债	2,069	810	696	781	812
流动负债	11,876	13,662	11,388	9,622	7,621
长期借款	1,176	1,715	2,503	3,290	4,078
其他长期负债	73	3,153	4,025	4,898	5,770
非流动性负债	1,249	4,868	6,528	8,188	9,847
负债合计	13,125	18,529	17,915	17,810	17,468
股本	1,301	1,822	1,822	1,822	1,822
资本公积	6,439	5,918	5,918	5,918	5,918
归属于母公司所有者权益合计	13,380	16,071	18,544	21,741	25,624
少数股东权益	52	61	78	97	121
股东权益合计	13,432	16,131	18,622	21,838	25,746
负债股东权益总计	26,558	34,661	36,538	39,648	43,214

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,255	2,788	3,613	4,657	5,689
所得税支出	-486	-656	-903	-1,164	-1,422
折旧和摊销	1,131	1,493	1,138	1,235	1,335
营运资金的变化	-926	-1,872	353	204	-230
其他经营现金流	217	674	-225	-1,185	-1,644
经营现金流合计	2,190	2,426	3,975	3,747	3,728
资本支出	-2,738	-2,914	-3,789	-2,489	-2,489
投资收益	23	20	400	1,600	2,000
其他投资现金流	-1,767	-4,821	-2	-2	-2
投资现金流合计	-4,482	-7,715	-3,392	-892	-492
发行股票	990	0	0	0	0
负债变化	18,956	30,512	-1,056	-1,054	-491
股息支出	-182	-219	-219	-278	-359
其他融资现金流	-15,773	-25,470	-471	-415	-356
融资现金流合计	3,990	4,823	-1,746	-1,747	-1,205
现金及现金等价物净增加额	1,698	-465	-1,163	1,109	2,031

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	28.27%	26.78%	7.27%	12.08%	4.48%
营业利润增长率	65.38%	23.99%	29.16%	29.35%	22.21%
净利润增长率	55.52%	20.42%	26.98%	29.04%	22.11%
毛利率	10.36%	11.68%	10.67%	10.02%	10.82%
EBITDA Margin	10.98%	11.20%	11.66%	12.57%	14.07%
净利率	5.37%	5.10%	6.03%	6.95%	8.12%
净资产收益率	13.16%	13.19%	14.52%	15.98%	16.56%
总资产收益率	6.63%	6.12%	7.37%	8.76%	9.82%
资产负债率	49.42%	53.46%	49.03%	44.92%	40.42%
所得税率	21.54%	23.54%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	10.35%	10.31%	10.31%	10.32%	10.32%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；	
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；	
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；	
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上	

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。