

桐昆股份(601233)2019年三季度报点评

## 长丝效益可控,公司稳健发展

### 事项:

- ❖ **公司发布2019年三季报:** 公司2019年前三季度实现营业收入372.40亿元,同比+20.66%;实现归母净利润24.51亿元,同比-2.10%;毛利率为13.22%,净利率为6.60%。**第3季度**实现营业收入126.07亿元,同比+3.43%,环比-2.69%;实现归母净利润10.60亿元,同比-7.19%,环比+21.98%;毛利率为16.63%,净利率为8.43%。
- ❖ **经营数据:** (1)**POY:** 营业收入64.29亿元,同比-11.20%;产量93.49万吨,同比+5.41%;销量89.49万吨,同比+15.90%;均价7183.82元/吨,同比-23.39%。(2)**FDY:** 营业收入19.95亿元,同比+3.56%;产量28.41万吨,同比+19.52%;销量26.88万吨,同比+33.66%;均价7421.48元/吨,同比-22.52%。(3)**DTY:** 营业收入15.70亿元,同比-8.66%;产量18.88万吨,同比+7.27%;销量18.18万吨,同比+13.55%;均价8637.65元/吨,同比-19.57%。

### 评论:

- ❖ **POY价差环比扩大,业绩符合预期。** 根据我们跟踪的数据显示:2019Q3常规品种POY/FDY/DTY价差1473.8/1518.0/2652.0元/吨,环比+181.5/-144.3/+19.1元/吨。终端实际需求疲弱,三季度产销略有下滑,公司POY品种Q3产销率95.72%,环比-14.7pct。受炼化产能释放及PTA投产预期影响,PTA价格、价差下跌;2019Q3行业PTA均价4896.6元/吨,同比-24.9%,环比-10.4%;PTA-PX价差982.5元/吨,同比-121.6元/吨,环比-213.2元/吨。研发费用略有提升,经营性现金流大幅增长。2019Q3公司期间费用6.91亿元(含研发费用3.78亿元),期间费用率5.48%(其中研发费用率3.0%),环比+0.61pct;2019Q3经营性现金流净额24.5亿元,同比+63.3%。
- ❖ **供需矛盾有所凸显,长丝效益相对可控。** 今年以来上游产能扩张与需求端疲弱的供需矛盾会有所凸显,四季度织造行业将进入主动去库存阶段,长丝、PTA效益存在一定压力。但未来长丝产能投放主要集中在桐昆、新凤鸣、恒逸等行业龙头,长丝尤其是POY品种集中度进一步提升,行业景气下行整体效益仍相对可控。
- ❖ **扩产巩固龙头地位,浙石化年底有望投产。** 公司目前涤纶长丝国内市占率超过16%,全球占比接近11%,恒优、恒邦四期、恒腾四期等新建项目稳步推进,预计年底产能将达到690万吨。2019年后公司规划洋口港石化聚酯一体化项目,完善产能布局保障未来长远发展。浙石化项目预计年底有望投产,公司持有20%浙江石化股权,项目达产后将成为公司未来重要的业绩增量。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。** 基于长丝效益相对可控,上调盈利预测,预计2019-2021年净利润30.3/36.2/40.6亿元(原预测值为25.6/32.6/39.8亿元),EPS 1.64/1.96/2.20元,PE为8/6/6倍。结合行业估值水平,给予2019年10倍PE,调整目标价至16.4元,维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 原油价格大幅波动,需求不及预期,项目建设不及预期。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	41,601	48,141	51,934	56,996
同比增速(%)	26.8%	15.7%	7.9%	9.7%
归母净利润(百万)	2,120	3,025	3,615	4,060
同比增速(%)	20.4%	42.7%	19.5%	12.3%
每股盈利(元)	1.15	1.64	1.96	2.20
市盈率(倍)	11	8	6	6
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2019年10月25日收盘价

## 强推(维持)

目标价:16.40元

当前价:12.62元

### 华创证券研究所

证券分析师:蒋明远

电话:021-20572576

邮箱:jiangmingyuan@hcyjs.com

执业编号:S0360519100001

联系人:黄振华

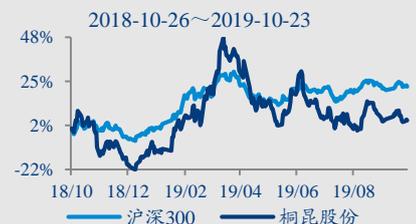
电话:021-20572576

邮箱:huangzhenhua@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	184,793
已上市流通股(万股)	184,793
总市值(亿元)	233.21
流通市值(亿元)	233.21
资产负债率(%)	53.5
每股净资产(元)	9.3
12个月内最高/最低价	18.7/9.27

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《桐昆股份(601233)2018年年报点评:库存损失导致四季度业绩亏损,行业格局重塑盈利有望改善》

2019-03-15

《桐昆股份(601233)2019年一季报点评:长丝产销大幅增长,Q1业绩略超预期》

2019-04-29

《桐昆股份(601233)2019年中报点评:业绩符合预期,新建项目稳步推进》

2019-08-16

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,646	7,128	10,087	11,066
应收票据	328	379	409	449
应收账款	285	313	338	371
预付账款	540	629	683	756
存货	4,147	4,828	5,246	5,803
其他流动资产	1,030	1,192	1,286	1,410
流动资产合计	11,976	14,469	18,049	19,855
其他长期投资	43	43	43	43
长期股权投资	5,247	5,247	5,247	5,247
固定资产	14,893	16,215	17,683	18,981
在建工程	1,331	2,131	2,631	5,631
无形资产	1,068	1,038	1,011	984
其他非流动资产	103	103	103	104
非流动资产合计	22,685	24,777	26,718	30,990
<b>资产合计</b>	<b>34,661</b>	<b>39,246</b>	<b>44,767</b>	<b>50,845</b>
短期借款	7,581	8,581	9,581	10,581
应付票据	2,341	2,725	2,961	3,275
应付账款	2,929	3,410	3,706	4,099
预收款项	180	208	225	247
其他应付款	70	70	70	70
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	561	681	792	909
流动负债合计	13,662	15,675	17,335	19,181
长期借款	1,715.00	2,215.00	2,715.00	3,215.00
应付债券	3,042.00	3,042.00	3,042.00	3,042.00
其他非流动负债	111	111	111	111
非流动负债合计	4,868	5,368	5,868	6,368
<b>负债合计</b>	<b>18,530</b>	<b>21,043</b>	<b>23,203</b>	<b>25,549</b>
归属母公司所有者权益	16,071	18,126	21,468	25,179
少数股东权益	61	77	96	117
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,131</b>	<b>18,203</b>	<b>21,564</b>	<b>25,296</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>34,661</b>	<b>39,246</b>	<b>44,767</b>	<b>50,845</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,283</b>	<b>4,776</b>	<b>4,779</b>	<b>4,776</b>
现金收益	4,198	5,294	6,101	6,774
存货影响	-1,480	-681	-419	-556
经营性应收影响	-164	-168	-109	-145
经营性应付影响	661	893	548	729
其他影响	2,068	-562	-1,343	-2,025
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,715</b>	<b>-3,880</b>	<b>-3,880</b>	<b>-6,380</b>
资本支出	-4,124	-3,880	-3,880	-6,380
股权投资	15	0	0	0
其他长期资产变化	-3,606	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>4,823</b>	<b>586</b>	<b>2,060</b>	<b>2,583</b>
借款增加	4,657	1,500	1,500	1,500
股利及利息支付	-668	-681	-352	-395
股东融资	0	0	0	0
其他影响	834	-233	912	1,478

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>41,601</b>	<b>48,141</b>	<b>51,934</b>	<b>56,996</b>
营业成本	36,742	42,773	46,481	51,411
税金及附加	81	94	101	111
销售费用	126	146	157	172
管理费用	585	677	730	801
财务费用	573	465	528	583
资产减值损失	294	0	0	0
公允价值变动收益	18	0	0	0
投资收益	20	400	1,250	1,900
其他收益	32	30	30	30
<b>营业利润</b>	<b>2,778</b>	<b>3,851</b>	<b>4,607</b>	<b>5,179</b>
营业外收入	17	40	40	40
营业外支出	7	16	16	16
<b>利润总额</b>	<b>2,788</b>	<b>3,875</b>	<b>4,631</b>	<b>5,203</b>
所得税	657	834	997	1,121
<b>净利润</b>	<b>2,131</b>	<b>3,041</b>	<b>3,634</b>	<b>4,082</b>
少数股东损益	11	16	19	22
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,120</b>	<b>3,025</b>	<b>3,615</b>	<b>4,060</b>
NOPLAT	2,570	3,406	4,048	4,540
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.64	1.96	2.20

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	26.8%	15.7%	7.9%	9.7%
EBIT 增长率	35.8%	29.2%	18.9%	12.1%
归母净利润增长率	20.4%	42.7%	19.5%	12.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.7%	11.2%	10.5%	9.8%
净利率	5.1%	6.3%	7.0%	7.2%
ROE	13.1%	16.6%	16.8%	16.1%
ROIC	14.1%	15.7%	15.8%	15.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.5%	53.6%	51.8%	50.2%
债务权益比	77.2%	76.6%	71.6%	67.0%
流动比率	87.7%	92.3%	104.1%	103.5%
速动比率	57.3%	61.5%	73.9%	73.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1
应收帐款周转天数	3	2	2	2
应付帐款周转天数	26	27	28	27
存货周转天数	33	38	39	39
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.15	1.64	1.96	2.20
每股经营现金流	2.86	2.58	2.59	2.58
每股净资产	8.70	9.81	11.62	13.63
<b>估值比率</b>				
P/E	11	8	6	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	14	11	10	9

## 化工组团队介绍

**组长、首席分析师：蒋明远**

上海交通大学工商管理硕士。7年二级市场化工行业研究经历，3年一级市场化工及高端制造业投资经历。2019年加入华创证券研究所。

**助理研究员：黄振华**

上海财经大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

**助理研究员：孟瞳媚**

新加坡国立大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500