

# 扩产巩固“涤纶长丝+PTA”龙头地位

## ——桐昆股份(601233.SH)拟扩产公告点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价/目标价: 11.65/13.70元

#### 分析师

裘孝锋 (执业证书编号: S0930517050001)  
021-52523535  
[giuxf@ebscn.com](mailto:giuxf@ebscn.com)

傅锴铭 (执业证书编号: S0930517070001)  
021-52523823  
[fukm@ebscn.com](mailto:fukm@ebscn.com)

#### 市场数据

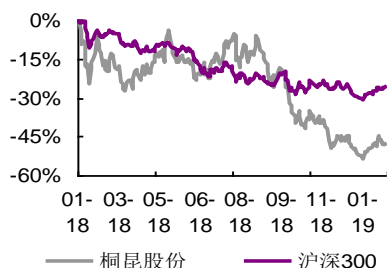
总股本(亿股): 18.22

总市值(亿元): 212.25

一年最低/最高(元): 9.34/27.19

近3月换手率: 88.42%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.09	-14.56	-18.52
绝对	12.86	-9.63	-32.21

资料来源: Wind

#### 相关研报

三季报符合市场预期, 2019年“涤纶长丝+PTA”有望维持强势——桐昆股份(601233.SH) 2018年三季报点评  
..... 2018-10-25

涤纶长丝景气度持续, 三季度以来PTA价格暴涨——桐昆股份(601233.SH) 2018年中报点评  
..... 2018-08-16

二季度创单季度业绩历史新高, 保障全年高增长——桐昆股份(601233.SH) 2018年中报业绩预告点评  
..... 2018-07-02

#### 事件:

2月14日, 公司发布公告: 1) 拟投资9.9亿启动恒腾四期30万吨绿色纤维项目; 2) 拟投资19.2亿启动恒超化纤50万吨智能化超仿真纤维项目; 3) 与江苏如东洋山港经济开发区管委会签订《桐昆集团(洋山港)石化聚酯一体化项目投资合作协议》, 拟新征主厂区规划用地2330亩, 配套热电联产用地、物流码头用地、内河港物流用地等, 形成年产2\*250万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY的生产能力, 投资金额约160亿元。

#### 点评:

##### ◆扩产巩固“涤纶长丝+PTA”龙头地位。

公司现有涤纶长丝产能有570万吨, 预计2019年到660万吨, PTA生产能力近400万吨。此次3个项目一共新增320万吨涤纶长丝和500万吨PTA扩产计划, 远期公司涤纶长丝产能将增加至980万吨, PTA产能增加至900万吨。2017年以来, 涤纶长丝的扩产主要集中在几家龙头企业, 行业集中度进一步提升。公司每年80-90万吨的涤纶长丝新增产能覆盖了国内25%左右的新增产能, 龙头地位显著。PTA方面, 公司新增产能覆盖自身涤纶长丝需求, 实现“涤纶长丝+PTA”的一体化。

此番产能扩张后, 公司在原料PX环节将形成需求缺口(浙石化20%权益约160万吨PX权益产能, 900万吨PTA需要590万吨PX)。

##### ◆2019年, “涤纶长丝+PTA”盈利有望维持稳健。

2018Q4, 受油价大幅下跌和需求低迷的影响, 涤纶长丝和PTA的盈利能力大幅下行, 且我们预计2018Q4有较高的库存跌价损失, 公司业绩受影响。

展望2019年, 随着民营大炼化的逐步投产, 国内PX产能大释放, 将带来PX利润向下游“涤纶长丝+PTA”环节的部分转移, “涤纶长丝+PTA”环节有望维持稳健。PTA方面, 2019年新增产能低于新增需求, 价差有望进一步扩大; 而涤纶长丝的景气度将受到下游需求是否能继续维持高位的挑战。

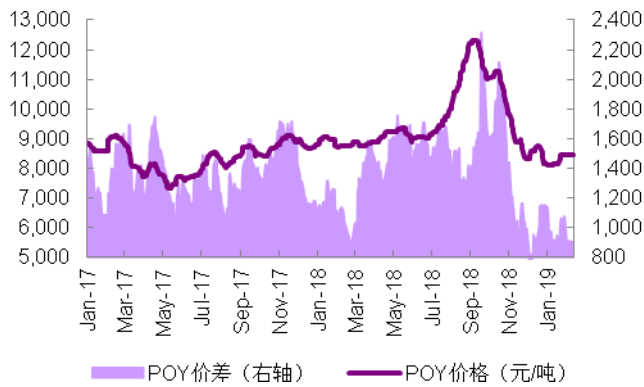
##### ◆浙石化一期2019年有望达产。

公司拥有浙石化4000万吨炼化一体化项目20%股权, 一期2000万吨将在2019年达产, 公司在完成向上一体化的同时, 投资收益也将显著增厚。

##### ◆下调盈利预测, 下调目标价至13.7元, 维持“买入”评级。

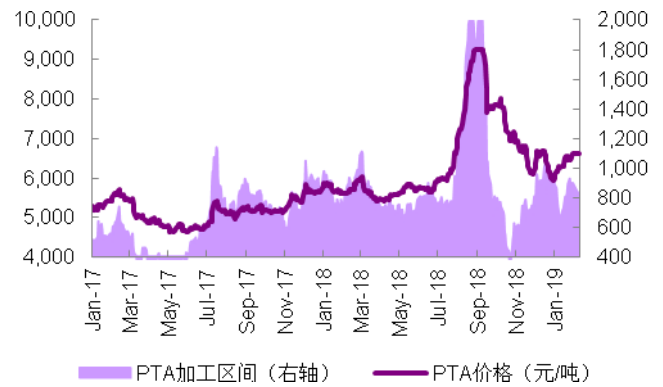
2018Q4, 受油价大幅下跌和需求低迷影响, 涤纶长丝和PTA盈利大幅下行, 我们预计公司四季度业绩不及预期; 并且基于对2019-2020年行业景气度和浙石化贡献收益的保守估计, 我们下调2018-2020年EPS为1.30元、1.37元和1.71元(原为1.70/2.26/2.68元), 当前股价对应PE为8.9/8.5/6.8倍。按照行业可比公司2019年平均10倍PE计算目标价为13.7元。基于对“涤纶长丝+PTA”龙头成长性和民营大炼化项目的看好, 维持“买入”评级。

图 1：涤纶长丝 POY 价差波动



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：PTA 价差波动



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

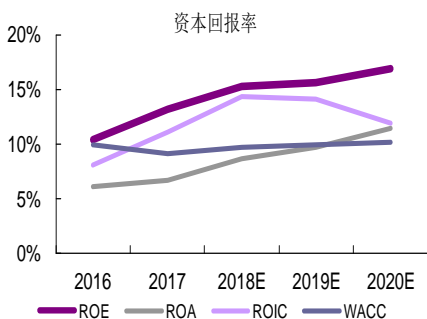
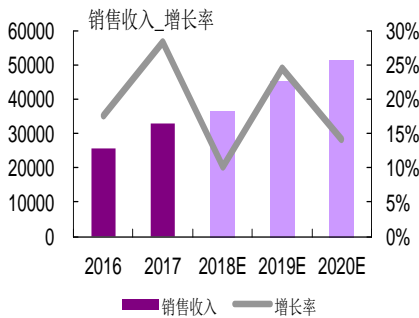
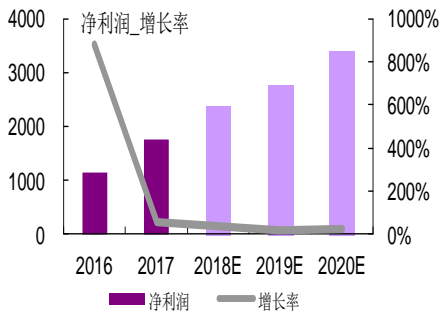
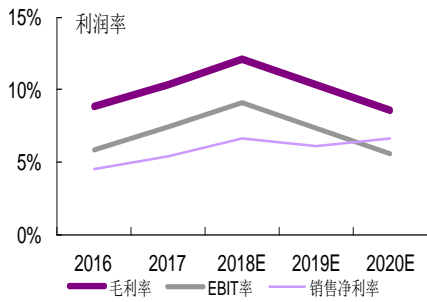
◆风险提示：

长丝景气周期结束；PTA 景气上行不及预期；浙石化项目投产进度和盈利不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	25,582	32,814	36,159	45,010	51,363
营业收入增长率	17.60%	28.27%	10.19%	24.48%	14.11%
净利润（百万元）	1,132	1,761	2,373	2,497	3,118
净利润增长率	882.73%	55.52%	34.76%	5.23%	24.86%
EPS（元）	0.62	0.97	1.30	1.37	1.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.32%	13.16%	15.24%	14.39%	15.81%
P/E	19	12	9	9	7
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 2 月 13 日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>25,582</b>	<b>32,814</b>	<b>36,159</b>	<b>45,010</b>	<b>51,363</b>
营业成本	23,326	29,415	31,796	40,667	47,312
折旧和摊销	1,028	1,131	1,433	1,615	1,790
营业税费	62	81	89	111	126
销售费用	91	103	114	141	161
管理费用	592	800	882	1,098	1,252
财务费用	181	220	324	270	214
公允价值变动损益	-6	-19	0	0	0
投资收益	58	23	10	400	1,600
<b>营业利润</b>	<b>1,355</b>	<b>2,241</b>	<b>2,962</b>	<b>3,117</b>	<b>3,893</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,404</b>	<b>2,255</b>	<b>2,977</b>	<b>3,132</b>	<b>3,908</b>
少数股东损益	11	8	8	8	8
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,132</b>	<b>1,761</b>	<b>2,373</b>	<b>2,497</b>	<b>3,118</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>19,001</b>	<b>26,558</b>	<b>27,610</b>	<b>28,528</b>	<b>30,117</b>
流动资产	7,468	7,878	7,703	7,537	7,448
货币资金	1,700	3,255	3,587	4,465	5,095
交易型金融资产	0	4	0	0	0
应收帐款	622	410	452	562	642
应收票据	294	357	393	490	559
其他应收款	69	16	18	22	25
存货	2,088	2,667	2,883	3,687	4,290
可供出售投资	8	8	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	38	3,859	3,859	3,859	4,627
固定资产	8,911	9,952	11,698	13,117	14,251
无形资产	538	789	750	712	677
<b>总负债</b>	<b>7,982</b>	<b>13,125</b>	<b>11,978</b>	<b>11,106</b>	<b>10,321</b>
无息负债	4,689	5,444	5,428	5,923	6,319
有息负债	3,294	7,682	6,550	5,183	4,002
<b>股东权益</b>	<b>11,018</b>	<b>13,432</b>	<b>15,631</b>	<b>17,422</b>	<b>19,797</b>
股本	1,232	1,301	1,822	1,822	1,822
公积金	5,954	6,971	6,688	6,829	6,829
未分配利润	3,791	5,110	7,063	8,704	11,070
少数股东权益	43	52	60	69	77

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,041</b>	<b>2,190</b>	<b>4,651</b>	<b>5,492</b>	<b>4,618</b>
净利润	1,132	1,761	2,373	2,497	3,118
折旧摊销	1,028	1,131	1,433	1,615	1,790
净营运资金增加	446	-1,139	-158	-623	-458
其他	434	438	1,002	2,003	169
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-4,209</b>	<b>-4,482</b>	<b>-2,695</b>	<b>-2,300</b>	<b>-1,868</b>
净资本支出	-2,723	-2,726	-2,700	-2,700	-2,700
长期投资变化	38	3,859	0	0	-768
其他资产变化	-1,524	-5,616	5	400	1,600
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,959</b>	<b>3,990</b>	<b>-1,624</b>	<b>-2,314</b>	<b>-2,120</b>
股本变化	268	69	521	0	0
债务净变化	-2,010	4,388	-1,132	-1,367	-1,182
无息负债变化	1,867	755	-16	495	396
<b>净现金流</b>	<b>802</b>	<b>1,686</b>	<b>332</b>	<b>878</b>	<b>630</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	17.60%	28.27%	10.19%	24.48%	14.11%
净利润增长率	882.73%	55.52%	34.76%	5.23%	24.86%
EBITDA 增长率	89.87%	41.68%	32.28%	-2.26%	-6.65%
EBIT 增长率	280.04%	63.67%	34.84%	-8.81%	-16.09%
<b>估值指标</b>					
PE	19	12	9	9	7
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	7	5	5	5	5
EV/EBIT	12	8	7	8	8
EV/NOPLAT	15	10	9	9	10
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	8.82%	10.36%	12.07%	9.65%	7.89%
EBITDA 率	9.82%	10.85%	13.02%	10.23%	8.37%
EBIT 率	5.80%	7.40%	9.06%	6.64%	4.88%
税前净利润率	5.49%	6.87%	8.23%	6.96%	7.61%
税后净利润率 (归属母公司)	4.43%	5.37%	6.56%	5.55%	6.07%
ROA	6.01%	6.66%	8.62%	8.78%	10.38%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.32%	13.16%	15.24%	14.39%	15.81%
经营性 ROIC	8.00%	11.05%	14.30%	12.75%	10.46%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.15	0.66	0.72	0.78	0.84
速动比率	0.83	0.44	0.45	0.40	0.36
归属母公司权益/有息债务	3.33	1.74	2.38	3.35	4.93
有形资产/有息债务	5.60	3.35	4.10	5.37	7.36
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.62	0.97	1.30	1.37	1.71
每股红利	0.19	0.10	0.39	0.41	0.51
每股经营现金流	1.67	1.20	2.55	3.01	2.53
每股自由现金流(FCFF)	-0.50	0.79	0.83	1.06	0.86
每股净资产	6.02	7.34	8.55	9.52	10.82
每股销售收入	14.04	18.01	19.85	24.70	28.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大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。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。



## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com	
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com	
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com	
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com	
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com	
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebsecn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
		王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com	
常密密	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com	
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com	
私募业务部	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com	
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com	
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com	
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com	
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com	
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com	
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com	
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebsecn.com	