

桐昆股份(601233)

报告日期: 2019 年 4 月 28 日

一季度业绩超预期, 看好公司业绩持续回升

——桐昆股份 2019 年一季报点评

✎ : 曹承安 执业证书编号: S1230518070003
☎ : 021-80108120
✉ : caochengan@stocke.com.cn

事件

4 月 26 日公司发布 2019 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 116.8 亿元, 同比增长 49.1%, 环比增长 8.77%, 归母净利润 5.21 亿元, 同比增长 4.05%, 环比扭亏为盈, 扣非净利润 4.76 亿元, 同比下降 4.44%。

投资要点

□ 一季度产品均价有所下滑, 原材料成本总体上升

一季度公司主要产品 POY/FDY/DTY 不含税销售均价分别为 7365 元、8107 元、9114 元/吨, 同比分别下跌 4.93%、3.65%、3.05%, 环比 Q4 分别下跌 12.1%、6.5%、11.5%, 随着国际油价震荡攀升, 涤纶长丝市场价 3 月初开始震荡盘升。一季度随着聚酯开工负荷逐步提升, PTA 价格探底回升, 受下游需求较好影响, 价格支撑明显, 公司主要原材料 PX、PTA 采购均价分别为 7324 元、5620 元/吨, 同比分别上涨 19.26%、17.73%, MEG 受港口库存高企影响, 价格呈现弱势下跌态势, 一季度采购均价为 4434 元/吨, 同比下跌 32.8%。一季度公司 POY/FDY/DTY 不含税价差分别为 1024 元、1766 元、2771 元/吨, 同比分别缩小 374 元、298 元、281 元/吨, 盈利能力有所下降, 但 PTA 价差为 823 元/吨, 同比扩大 72 元/吨, 公司拥有 PTA 配套有利于盈利状况改善。

□ 产品产销量大幅提高, 公司库存压力有所缓解

一季度公司 POY/FDY/DTY 产量分别为 83.8 万、27.8 万和 18.1 万吨, 同比分别增长 15.3%、85.2%和 20.1%, 环比分别增长 4.4%、18%、8.4%, 主要是 2018 年上半年公司新投产了 110 万吨/年涤纶长丝产能。销量方面, 2018 年一季度公司 POY/FDY/DTY 销量分别为 92.9 万、26.5 万和 18 万吨, 同比分别增长 44.9%、87.6%、32.7%, 环比分别增长 20%、4.7%、0.1%。春节期间随着下游终端停机, 聚酯长丝库存有所回升, 但到了 2 月底 3 月初, 随着下游加弹织机开启, 负荷升至高位, 涤纶长丝产销率开始回升, 公司库存压力逐步缓解。

□ 长丝和 PTA 价差向好, 做大做强聚酯产业链

2019 年 4 月份涤纶长丝市场 POY/FDY/DTY 含税价差分别为 1675 元、2147 元、3100 元/吨, 环比 Q1 分别扩大 422 元、24 元、106 元/吨, PTA 价差 1160 元/吨, 环比 Q1 扩大达 367 元/吨, 进入二季度公司产品盈利能力持续增强。目前公司拥有 PTA 产能 400 万吨/年, 聚酯聚合产能约 520 万吨/年, 国内市场占有率超过 16%。当前公司在建的恒邦四期、恒腾四期、恒优 POY 及 POY 技改项目推进顺利, 合计产能 120 万吨/年, 预计 2019 年中期实现聚合装置投产, 年产 50 万吨智能化超仿真纤维的恒超项目有望 2020 年投产, 公司拟发行 23 亿元可转债申请已经获得证监会受理, 用于恒腾四期和恒超项目建设。公司参股 20% 股权的浙石化一期项目投产后, 公司将实现产业链一体化格局, 有利于保障原材料 PX 供应, 进一步增强公司的综合实力。此外, 公司拟投资 160 亿元在江苏如东建设石化聚酯一体化项目, 形成年产 2×250 万吨/年 PTA、90 万吨/年 FDY、150 万吨/年 POY 的生产能力, 持续做大做强聚酯产业链。

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 15.46

单季度业绩

元/股

1Q/2019 0.29

4Q/2018 -0.21

3Q/2018 0.63

2Q/2018 0.47



公司简介

桐昆集团是全球最大的涤纶长丝生产企业, 主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售, 以及涤纶长丝主要原料 PTA 的生产。

相关报告

- 1 《桐昆股份 (601233) 年报点评: 四季度业绩大幅下滑, 持续提升行业龙头地位》2019.3.14
- 2 《桐昆股份 (601233) 三季报点评: 受益于 PTA 行业爆发, 三季度业绩大幅增长》2018.10.26
- 3 《桐昆股份 (601233) 半年报点评: 涤纶长丝产销两旺, 一体化助推业绩持续提升》2018.8.15

报告撰写人: 曹承安

数据支持人: 曹承安

□ 盈利预测及估值

暂不考虑浙石化投资收益，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 24.2 亿、27.2 亿、34.8 亿元，同比分别增长 14%、12.3%、28.2%，对应 EPS 分别为 1.33、1.49、1.91 元，当前股价对应 PE 分别为 12、11 和 8 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示

1、产品销量不及预期；2、原材料价格大幅波动；3、新项目投产不及预期

财务摘要

(亿元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	416.01	493.17	512.91	571.36
(+/-)	26.78%	18.55%	4.00%	11.40%
净利润	21.20	24.17	27.15	34.82
(+/-)	20.42%	14.00%	12.34%	28.24%
每股收益(元)	1.16	1.33	1.49	1.91
P/E	13.46	11.81	10.51	8.20

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 亿元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	119.76	110.31	113.72	124.06
现金	56.46	35.34	41.45	44.42
交易性金融资产	0.00	0.01	0.02	0.01
应收账款	6.13	11.35	8.95	8.48
其它应收款	0.39	0.68	0.48	0.62
预付账款	5.40	6.21	7.04	7.39
存货	41.47	43.05	45.75	51.94
其他	9.91	13.68	10.04	11.21
非流动资产	226.85	248.07	293.49	351.52
金融资产类	0.08	0.08	0.08	0.08
长期投资	52.47	30.48	40.51	41.16
固定资产	148.93	182.46	216.89	263.04
无形资产	10.68	12.24	14.25	16.20
在建工程	13.31	21.49	20.34	29.67
其他	1.37	1.32	1.40	1.37
资产总计	346.61	358.38	407.21	475.58
流动负债	136.62	140.39	161.32	189.66
短期借款	75.81	60.04	77.61	102.20
应付款项	52.70	64.41	67.74	73.20
预收账款	1.80	2.56	2.47	2.73
其他	6.31	13.39	13.49	11.52
非流动负债	48.68	32.37	32.98	38.01
长期借款	17.15	17.15	17.15	17.15
其他	31.53	15.22	15.83	20.86
负债合计	185.29	172.76	194.29	227.67
少数股东权益	0.61	0.73	0.88	1.06
归属母公司股东权益	160.71	184.88	212.03	246.86
负债和股东权益	346.61	358.38	407.21	475.58
现金流量表				
单位: 亿元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	24.26	43.25	51.18	57.87
净利润	21.31	24.30	27.30	35.01
折旧摊销	14.93	11.05	13.82	17.16
财务费用	5.73	5.52	5.51	6.90
投资损失	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
营运资金变动	5.92	3.48	6.53	3.90
其它	-23.43	-0.89	-1.79	-4.89
投资活动现金流	-77.15	-32.00	-58.99	-75.05
资本支出	-23.53	-52.39	-46.72	-72.22
长期投资	-14.11	22.14	-10.06	-0.68
其他	-39.51	-1.75	-2.21	-2.16
筹资活动现金流	48.23	-32.38	13.93	20.15
短期借款	23.75	-15.77	17.57	24.59
长期借款	5.39	0.00	0.00	0.00
其他	19.09	-16.61	-3.65	-4.44
现金净增加额	-4.65	-21.12	6.11	2.97

利润表				
单位: 亿元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	416.01	493.17	512.91	571.36
营业成本	367.42	440.65	455.62	501.07
营业税金及附加	0.81	1.12	1.14	1.23
营业费用	1.26	1.49	1.55	1.73
管理费用	5.85	6.90	7.18	7.71
研发费用	4.88	5.78	6.02	6.70
财务费用	5.73	5.52	5.51	6.90
资产减值损失	2.94	0.78	0.96	1.27
公允价值变动收益	0.18	-0.02	-0.01	0.05
投资净收益	0.20	0.20	0.20	0.20
其他经营受益	0.29	0.18	0.25	0.24
营业利润	27.78	31.27	35.37	45.24
营业外收支	0.10	0.10	0.10	0.10
利润总额	27.88	31.37	35.47	45.34
所得税	6.56	7.07	8.17	10.33
净利润	21.31	24.30	27.30	35.01
少数股东损益	0.11	0.13	0.14	0.18
归属母公司净利润	21.20	24.17	27.15	34.82
EBITDA	46.78	47.28	53.92	68.24
EPS (元)	1.16	1.33	1.49	1.91
主要财务比率				
成长能力	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26.78%	18.55%	4.00%	11.40%
营业利润	23.99%	12.58%	13.11%	27.90%
归属母公司净利润	20.42%	14.00%	12.34%	28.24%
获利能力				
毛利率	11.68%	10.65%	11.17%	12.30%
净利率	5.12%	4.93%	5.32%	6.13%
ROE	14.34%	13.93%	13.63%	15.11%
ROIC	9.60%	10.53%	9.87%	10.67%
偿债能力				
资产负债率	53.46%	48.21%	47.71%	47.87%
净负债比率	50.17%	47.19%	51.75%	53.91%
流动比率	0.88	0.79	0.70	0.65
速动比率	0.57	0.48	0.42	0.38
营运能力				
总资产周转率	1.36	1.40	1.34	1.29
应收帐款周转率	119.70	98.34	79.06	95.02
应付帐款周转率	14.06	14.12	13.30	13.50
每股指标(元)				
每股收益	1.16	1.33	1.49	1.91
每股经营现金	1.33	2.37	2.81	3.18
每股净资产	8.82	10.15	11.64	13.55
估值比率				
P/E	13.46	11.81	10.51	8.20
P/B	1.78	1.54	1.35	1.16
EV/EBITDA	4.59	7.03	6.41	5.35

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>