

一季报略超预期, 受益PX成本下降, 产品价差大幅提升

——桐昆股份一季报点评

季报点评

程磊(分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

李啸(联系人)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280118070022

● 事件:

公司公布2019年一季度报, 实现营业收入116.78亿元, 同比增长49%, 归母净利润5.21亿元, 同比增长3.99%。

● 一季度盈利企稳回升, 业绩略超预期:

一季度涤纶长丝价格同比小幅下滑约4%, PTA价格同比上涨17.73%, POY、PTA产品价差分别为1023元(YOY-26.77%)和809元(YOY+9.4%), 使得2019Q1综合毛利率同比下降2.73个百分点至8.62%。由于库存释放, 公司涤纶长丝产销率达106%, 销量同比增长45.6万吨, 公司以量补价, 营业收入同比增长49%, 毛利同比增长14%, 但公司财务费用同比增长近1亿元, 业绩略超市场预期。

● PX供给增长, 产业链盈利再分配, 公司受益产品价差显著提升

2019年国内PTA几乎没有新增产能, 下游聚酯每年扩产超300万吨, 随着国内PX供给增加、价格下降, 产业链利润向PTA、涤纶转移, 3月以来PTA价差从1200元提高至2000元、POY价差从1000元提高至1800元。公司现有PTA产能400万吨, 价差每扩大100元/吨, 业绩增厚2.58亿。涤纶方面, 公司较好地把握着扩产节奏, 预计2019年长丝产能将在570万吨基础上继续扩大至660万吨, 此外公司开辟如东基地继续加码涤纶、PTA产能(建设2*250万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY), 行业龙头地位巩固。

● 大炼化项目指日可待, 打造一体化竞争优势:

公司参股20%的浙石化炼化项目稳步推进, 2019年一期项目将实现投产, 包括2000万吨/年炼油、400万吨/年PX等, 在60-80美元/桶油价区间下, 一期炼化项目盈利预计约80亿, 为公司带来巨额投资收益。同时, 随着上游炼化布局落地, 公司打通PX-PTA-涤纶长丝全产业链, 抗风险能力大幅增强, 同时在油价企稳回升下, 公司盈利将保持合理水平。

● 看好公司全产业链布局, 维持“强烈推荐”评级:

公司参股民营炼化投产在即, 涤纶长丝产能持续扩张, 加速布局全产业链, 国际油价企稳下, 涤纶长丝, PTA景气提升, 我们预计公司2019-2021年归母净利润为25.80、35.20、40.42亿元, 对应PE分别为11、8、7倍, 维持“强烈推荐”评级

● 风险提示: 原油价格大幅下滑; 炼化项目进展缓慢; 下游需求不及预期

财务摘要和估值指标

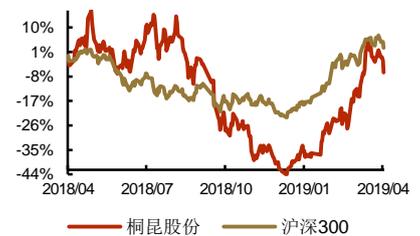
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,814	41,601	44,945	49,465	54,412
增长率(%)	28.3	26.8	8.0	10.1	10.0
净利润(百万元)	1,761	2,120	2,580	3,520	4,042
增长率(%)	55.5	20.4	21.7	36.5	14.8
毛利率(%)	10.4	11.7	11.8	11.2	10.7
净利率(%)	5.4	5.1	5.7	7.1	7.4
ROE(%)	13.2	13.2	14.1	16.2	15.8
EPS(摊薄/元)	0.97	1.16	1.42	1.93	2.22
P/E(倍)	16.5	13.7	11.2	8.2	7.2
P/B(倍)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2

强烈推荐(维持评级)

市场数据 时间 2019.04.25

收盘价(元):	15.91
一年最低/最高(元):	9.34/25.78
总股本(亿股):	18.22
总市值(亿元):	289.87
流通股本(亿股):	17.84
流通市值(亿元):	283.89
近3月换手率:	151.58%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	12.99	23.05	-2.63
绝对	18.11	50.63	2.23

相关报告

《三季度业绩创新高, 民营炼化值得期待》2018-10-25

《半年业绩高增长, 量价齐升持续发力》2018-08-15

《涤纶行业延续高景气, 产能释放驱动业绩增长》2018-07-02

《一季度业绩超预期, 为全年高增长奠定基础》2018-03-31

《17年业绩符合预期, 涤纶龙头处于业绩上升期》2018-03-13

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7878	11976	11451	11761	12096	营业收入	32814	41601	44945	49465	54412
现金	3255	5646	5718	4376	5203	营业成本	29415	36742	39654	43907	48590
应收账款	410	285	466	361	548	营业税金及附加	81	81	112	124	136
其他应收款	16	0	17	2	19	营业费用	103	126	148	161	173
预付账款	516	540	601	655	726	管理费用	800	585	1037	1047	1125
存货	2667	4147	3207	4936	4075	财务费用	220	573	614	652	682
其他流动资产	1014	1357	1442	1432	1523	资产减值损失	-14	294	0	0	0
非流动资产	18680	22685	26157	29421	32480	公允价值变动收益	-19	18	-0	-2	-1
长期投资	3859	5247	6636	8024	9413	投资净收益	23	20	1	1041	1601
固定资产	9952	14893	15981	16631	17285	营业利润	2241	2778	3381	4614	5307
无形资产	789	1068	1129	1208	1307	营业外收入	21	16	73	49	40
其他非流动资产	4079	1477	2410	3557	4475	营业外支出	7	7	30	20	16
资产总计	26558	34661	37608	41182	44576	利润总额	2255	2788	3424	4643	5331
流动负债	11876	13662	14903	15929	16328	所得税	486	656	806	1093	1255
短期借款	5206	7581	7581	7581	7581	净利润	1769	2131	2618	3550	4076
应付账款	2299	2929	2713	3534	3379	少数股东损益	8	11	38	30	34
其他流动负债	4372	3151	4609	4813	5367	归属母公司净利润	1761	2120	2580	3520	4042
非流动负债	1249	4868	4174	3391	2528	EBITDA	3681	4885	5391	6836	7737
长期借款	1176	4757	4063	3280	2417	EPS(元)	0.97	1.16	1.42	1.93	2.22
其他非流动负债	73	110	110	110	110						
负债合计	13125	18529	19077	19319	18856						
少数股东权益	52	61	99	129	163	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	1301	1822	1822	1822	1822	成长能力					
资本公积	6439	5918	5918	5918	5918	营业收入(%)	28.3	26.8	8.0	10.1	10.0
留存收益	5642	7580	9863	12846	16419	营业利润(%)	65.4	24.0	21.7	36.5	15.0
归属母公司股东权益	13380	16071	18432	21733	25557	归属于母公司净利润(%)	55.5	20.4	21.7	36.5	14.8
负债和股东权益	26558	34661	37608	41182	44576	获利能力					
						毛利率(%)	10.4	11.7	11.8	11.2	10.7
						净利率(%)	5.4	5.1	5.7	7.1	7.4
						ROE(%)	13.2	13.2	14.1	16.2	15.8
						ROIC(%)	9.5	9.1	9.5	11.5	11.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	49.4	53.5	50.7	46.9	42.3
						净负债比率(%)	33.0	41.5	37.5	34.6	23.0
						流动比率	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
						速动比率	0.4	0.6	0.6	0.4	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.4	1.2	1.3	1.3
						应收账款周转率	63.6	119.7	119.7	119.7	119.7
						应付账款周转率	15.2	14.1	14.1	14.1	14.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.97	1.16	1.42	1.93	2.22
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.73	1.70	3.07	2.33	3.29
						每股净资产(最新摊薄)	7.34	8.41	9.70	11.51	13.61
						估值比率					
						P/E	16.5	13.7	11.2	8.2	7.2
						P/B	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
						EV/EBITDA	9.1	7.3	6.7	5.4	4.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>