

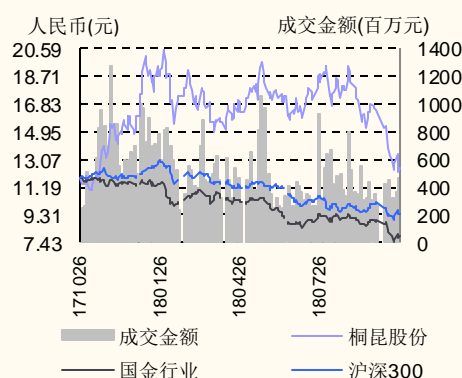
桐昆股份 (601233.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.44 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,687.14
总市值(百万元)	22,664.85
年内股价最高最低(元)	20.62/11.00
沪深 300 指数	3194.31
上证指数	2603.80



相关报告

- 1.《行业景气度持续提高,业绩环比显著增长-国金大化工-半年报点评》, 2018.9.10
- 2.《行业景气度提升,业绩环比持续改善-【国金化工】桐昆股份业绩预...》, 2018.7.3
- 3.《桐昆股份:一季度业绩高增长,看好全年向上趋势-国金大化工-公...》, 2018.4.27
- 4.《桐昆股份:PTA 投产增强盈利韧性,18Q1 业绩预增 50.23%...》, 2018.4.2
- 5.《桐昆股份:17 年业绩同比增长 55.52%,看好公司持续成长性...》, 2018.3.13

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

PTA 聚酯盈利兑现,行业一体化布局深入

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.919	1.332	2.170	2.652	2.978
每股净资产(元)	8.91	10.28	9.38	11.89	14.73
每股经营性现金流(元)	2.47	1.68	4.00	4.05	4.00
市盈率(倍)	17.67	12.19	7.49	6.12	5.45
净利润增长率(%)	882.73%	53.14%	127.99%	22.25%	12.27%
净资产收益率(%)	10.32%	12.96%	23.13%	22.30%	20.22%
总股本(百万股)	1,231.94	1,301.38	1,821.93	1,821.93	1,821.93

来源:公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 年 10 月 26 日,公司公告 2018 年三季度归属于上市公司股东的净利润为 25.0 亿元,同比增长 118.2%;其中三季度单季盈利 11.4 亿元,同比增长 117%,环比增长 33%。

经营分析

- **Q3 PTA 价格大幅上涨,是公司盈利增量主要来源之一:** Q3 原料 PX 上涨、国内 27%产能检修、天气影响现货运输等因素共同推高 PTA 行情, Q3 PTA 均价环比上涨 33%, PX-PTA 平均价差环比上涨 216%。公司目前 PTA 总产能达到 400 万吨/年, PTA 高自给率保证公司生产成本低廉稳定,是公司盈利增量主要来源之一。目前 PTA 流通环节进入去库存阶段,预计 PTA 价格将回归合理水平。随着 10 月 PX 密集检修期结束和国内 PX 投产,预计 PX 价格下降, PX-PTA 价差将回到合理范围。
- **公司涤纶长丝板块量价齐升,盈利空间维持高位:** 公司 2018 年 1-9 月长丝销售量比去年同期上涨 15.5%, Q3 长丝价格环比上涨 13%,长丝-PTA&MEG 价差在 1800 元/吨位置,环比略有收窄,依然处于高盈利空间范围内,长丝总体呈现量价齐升态势。公司 1-9 月产销率略有下降, Q3 存货 48.14 亿元,比 Q2 增 15.19 亿元。目前行业长丝库存处于高位,下游织机开工率下滑,预计短期内长丝将处于去库存阶段,价格整体走势偏弱。但是随着 PTA 价格下跌,长丝-PTA&MEG 价差再次回到 2400 元/吨水平,预计将成为 Q4 的主要盈利来源。
- **公司一体化不断深化,行业话语权提升:** 短期关注公司产品的量价齐升,远期看公司一体化布局深化,一方面集团合作投资 120 万吨煤制乙二醇项目与 200 万吨乙烷裂解制乙烯项目,保证乙二醇供给;另一方面公司参股浙石化 4000 万吨炼油项目,解决 PX 供给问题,同时享受浙石化投资回报;公司继续向上游一体化的布局,有助于公司继续降低成本,实现跨越式发展。

投资建议

- 预计短期内 PTA 和涤纶的景气度仍持续;随着浙石化大炼化项目推进,公司长期发展逻辑不断夯实,预计 2018~2020 年 EPS 分别为 2.17/2.65/2.98 元,对应 PE 分别为 7.49/6.12/5.45 倍,维持“买入”评级。

风险提示

- 国际油价下跌;聚酯行业需求疲软,拖累公司业绩;浙石化项目进度大幅低于预期将影响公司业绩与市场情绪; 11 月 28 日 9722 万股将解禁。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	21,754	25,582	32,814	44,825	54,708	61,633	货币资金	1,418	1,700	3,255	2,000	2,000	7,615
增长率		17.6%	28.3%	36.6%	22.0%	12.7%	应收账款	412	985	783	1,181	1,501	1,691
主营业务成本	-20,605	-23,326	-29,415	-37,764	-46,920	-53,623	存货	2,097	2,088	2,667	3,414	3,985	4,407
%销售收入	94.7%	91.2%	89.6%	84.2%	85.8%	87.0%	其他流动资产	1,309	2,694	1,173	1,301	1,357	1,457
毛利	1,149	2,255	3,399	7,061	7,789	8,011	流动资产	5,237	7,468	7,878	7,896	8,843	15,171
%销售收入	5.3%	8.8%	10.4%	15.8%	14.2%	13.0%	%总资产	34.7%	39.3%	29.7%	25.8%	25.9%	37.0%
营业税金及附加	-13	-62	-81	-112	-137	-154	长期投资	22	59	3,879	5,078	5,578	6,078
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	9,288	10,841	13,872	16,345	18,358	18,195
营业费用	-74	-91	-103	-121	-148	-166	%总资产	61.6%	57.1%	52.2%	53.5%	53.7%	44.4%
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	491	538	789	1,162	1,326	1,486
管理费用	-668	-592	-800	-1,121	-1,368	-1,541	非流动资产	9,852	11,533	18,680	22,680	25,343	25,841
%销售收入	3.1%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	65.3%	60.7%	70.3%	74.2%	74.1%	63.0%
息税前利润 (EBIT)	394	1,510	2,415	5,707	6,137	6,149	资产总计	15,089	19,001	26,558	30,575	34,186	41,011
%销售收入	1.8%	5.9%	7.4%	12.7%	11.2%	10.0%	短期借款	3,918	1,856	6,506	3,389	213	0
财务费用	-297	-181	-220	-548	-446	-317	应付款项	2,473	3,464	4,859	5,806	7,287	8,456
%销售收入	1.4%	0.7%	0.7%	1.2%	0.8%	0.5%	其他流动负债	307	1,182	512	2,155	2,380	2,569
资产减值损失	-3	-26	14	-12	-3	-4	流动负债	6,698	6,502	11,876	11,350	9,880	11,025
公允价值变动收益	5	-6	-19	20	4	4	长期贷款	90	140	1,176	1,976	2,476	2,976
投资收益	-46	58	23	100	750	1,400	其他长期负债	1,337	1,340	73	100	93	93
%税前利润	n.a	4.1%	1.0%	1.9%	11.6%	19.3%	负债	8,125	7,982	13,125	13,426	12,449	14,094
营业利润	53	1,355	2,214	5,267	6,442	7,232	普通股股东权益	6,945	10,975	13,380	17,089	21,666	26,836
营业利润率	0.2%	5.3%	6.7%	11.8%	11.8%	11.7%	少数股东权益	35	43	52	61	71	81
营业外收支	98	50	14	15	15	15	负债股东权益合计	15,105	19,001	26,558	30,575	34,186	41,011
税前利润	151	1,404	2,228	5,282	6,457	7,247	比率分析						
利润率	0.7%	5.5%	6.8%	11.8%	11.8%	11.8%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-31	-262	-486	-1,321	-1,614	-1,812	每股指标						
所得税率	20.6%	18.6%	21.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.120	0.919	1.332	2.170	2.652	2.978
净利润	120	1,143	1,742	3,962	4,843	5,435	每股净资产	7.208	8.909	10.282	9.379	11.892	14.730
少数股东损益	5	11	8	9	10	10	每股经营现金净流	1.624	2.468	1.683	4.000	4.046	3.996
归属于母公司的净利润	115	1,132	1,734	3,953	4,833	5,425	每股股利	0.030	0.050	0.280	0.140	0.140	0.140
净利率	0.5%	4.4%	5.3%	8.8%	8.8%	8.8%	回报率						
							净资产收益率	1.66%	10.32%	12.96%	23.13%	22.30%	20.22%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.76%	5.96%	6.53%	12.93%	14.14%	13.23%
净利润	120	1,143	1,769	3,962	4,843	5,435	投入资本收益率	2.55%	8.59%	8.95%	19.01%	18.84%	15.43%
非现金支出	936	1,054	1,116	1,555	2,022	2,203	增长率						
非经营收益	228	138	231	440	-252	-1,002	主营业务收入增长率	-13.31%	17.60%	28.27%	36.60%	22.05%	12.66%
营运资金变动	281	706	-926	1,330	760	645	EBIT增长率	6.61%	283.48%	59.95%	136.29%	7.52%	0.21%
经营活动现金净流	1,565	3,041	2,190	7,288	7,372	7,281	净利润增长率	3.00%	882.73%	53.14%	127.99%	22.25%	12.27%
资本开支	-1,420	-2,723	-2,726	-4,313	-4,200	-2,185	总资产增长率	9.80%	25.79%	39.77%	15.13%	11.81%	19.96%
投资	-60	-1	-3,856	-1,196	-500	-500	资产管理能力						
其他	-221	-1,485	2,099	120	754	1,404	应收账款周转天数	3.2	5.7	5.7	5.0	5.0	5.0
投资活动现金净流	-1,701	-4,209	-4,482	-5,389	-3,946	-1,281	存货周转天数	34.6	32.7	29.5	33.0	31.0	30.0
股权募资	0	2,959	990	10	0	0	应付账款周转天数	30.5	24.1	24.0	28.0	25.0	24.0
债权募资	1,197	-1,365	3,532	-2,307	-2,684	287	固定资产周转天数	135.5	127.1	110.7	117.6	96.4	78.7
其他	-1,014	376	-544	-857	-742	-672	偿债能力						
筹资活动现金净流	183	1,970	3,978	-3,154	-3,426	-385	净负债/股东权益	55.66%	14.46%	32.93%	19.62%	3.17%	-17.23%
现金净流量	47	802	1,686	-1,255	0	5,615	EBIT利息保障倍数	1.3	8.3	11.0	10.4	13.8	19.4
							资产负债率	53.79%	42.01%	49.42%	43.91%	36.42%	34.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	5	20	45
增持	0	0	0	3	18
中性	0	1	2	3	8
减持	0	0	0	3	3
评分	0.00	1.67	1.57	1.62	1.58

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

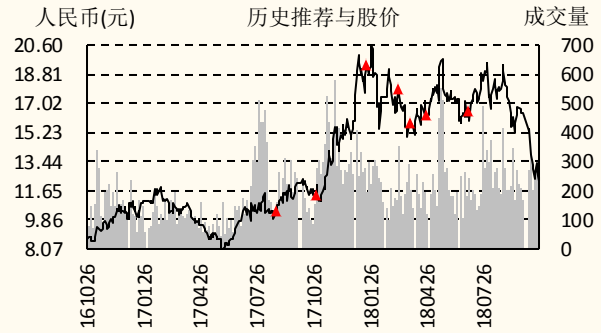
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-27	买入	13.47	18.00~18.00
2	2017-08-29	买入	14.44	N/A
3	2017-10-31	买入	16.05	N/A
4	2018-01-22	买入	26.43	N/A
5	2018-03-13	买入	24.35	N/A
6	2018-04-02	买入	22.05	N/A
7	2018-04-27	买入	23.03	N/A
8	2018-07-03	买入	16.24	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH