

桐昆股份 (601233)

证券研究报告

2018年10月28日

PTA 盈利大幅改善，桐昆 Q3 净利润大增 117%

桐昆股份 18Q3 业绩略低于预期

公司近期披露 2018 年三季度报告，前三季度实现营业收入 308.6 亿元，YoY +32.44%，实现归母净利润 25.0 亿元，YoY +118.16%，EPS 1.37 元/股。

三季度实现营收 121.9 亿元，YoY +40.08%，QoQ +12.4%，实现归母净利润 11.42 亿元，YoY +116.78%，QoQ +32.8%，业绩小幅低于我们此前的预期。公司 Q1/Q2/Q3 涤纶长丝的总销量分别为 91.8/120.5/113.3 万吨，Q3 公司 POY/FDY/DTY 价格分别环比提高 14.5%/10.4%/10.3%达到 9377/9577/10737 元/吨（公司公告）。

前三季度，公司毛利率同比大幅提升 6.75PCT 达到 16.5%，主要系涤纶长丝、PTA 价格大幅上涨所致。三项费用方面，销售费用率 0.28% 基本持平；管理费用+研发费用提高 1.42PCT，达到 3.90%（合计 12 亿元），主要系研发项目增加所致；财务费用提升 0.97PCT 达到 1.63%（合计 5 亿元），主要系利息支出及汇兑损益所致。

Q3 PTA 盈利大幅改善，看好中长期盈利中枢上移

三季度受人民币贬值、原油-PX 原料端推动，PTA 价格大幅上行，Q3 均价达到 7573 元/吨，QoQ +33.6%（中纤网）。根据我们测算，Q3 PTA 单吨净利润水平达到 589 元/吨，较 Q2 大幅提升 359%。从中长期看，18-19 年新增产能预计仅有新凤鸣 220 万吨（预计 19 年底投产），考虑到长丝 18-19 年每年近 200 万吨新增产能（对应 170 万吨 PTA 需求），长丝供需格局有望持续向好，我们看好 PTA 中长期盈利中枢上移（百川资讯）。

桐昆股份积极布局 PTA，保障原料供给。公司嘉兴石化二期 17 年底投产，公司 PTA 产能达到 380 万吨，基本自给（17 年年报）。公司将显著受益于 PTA 行业盈利复苏。

长丝高景气度持续，龙头扩产加强主业

Q3 涤纶长丝均价 10994 元/吨，QoQ +17.4%（中纤网）。受成本端挤压，吨净利环比降低 14.5%至 563 元/吨（此测算基于 PTA 外购）。四季度是长丝传统需求旺季，尤以冬装用粗旦丝为主，我们认为长丝 Q4 盈利有望环比明显改善。

公司长丝持续扩产，加强主业。公司公告，18H1 公司四个长丝项目实现顺利开车，涤纶长丝产能达到 540 万吨，到 2018 年年底涤纶长丝产能预计达到 570 万吨。根据新项目公告及百川资讯，我们预计到 2020 年公司产能将达到 700 万吨左右。

维持“买入”评级

Q3 PTA、长丝涨价超预期，Q4 预计高位运行。我们上调公司 2018-2020 年净利润 34.7/37.5/44.0 亿元（前值为 27.0/37.4/43.9 亿元），现价对应 2018 年 PE 6.4X，“买入”评级。

风险提示：原油价格下跌；需求不及预期；PTA、涤纶项目投产低于预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25,581.57	32,813.78	44,142.45	51,245.36	57,214.81
增长率(%)	17.60	28.27	34.52	16.09	11.65
EBITDA(百万元)	2,564.34	3,564.42	5,850.21	5,481.13	6,354.28
净利润(百万元)	1,132.15	1,760.74	3,466.93	3,752.55	4,400.13
增长率(%)	882.73	55.52	96.90	8.24	17.26
EPS(元/股)	0.62	0.97	1.90	2.06	2.42
市盈率(P/E)	19.63	12.62	6.41	5.92	5.05
市净率(P/B)	2.03	1.66	1.36	1.17	1.01
市销率(P/S)	0.87	0.68	0.50	0.43	0.39
EV/EBITDA	7.49	9.42	4.88	4.29	3.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.20 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,821.93
流通 A 股股本(百万股)	1,687.14
A 股总市值(百万元)	22,227.58
流通 A 股市值(百万元)	20,583.15
每股净资产(元)	8.62
资产负债率(%)	51.13
一年内最高/最低(元)	29.45/11.40

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090003
wudi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《桐昆股份-半年报点评:新项目加速投产，长丝盈利高位，18Q3 值得期待》2018-08-16
- 《桐昆股份-公司点评:新项目投产，盈利向好，桐昆 H1 业绩超预期》2018-07-03
- 《桐昆股份-季报点评:销售淡季开门红，桐昆股份 18 年值得期待》2018-05-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,700.43	3,255.10	3,531.40	4,099.63	4,577.18
应收账款	691.09	426.09	1,290.56	132.92	1,456.38
预付账款	233.89	515.87	104.36	663.57	194.23
存货	2,088.23	2,666.99	3,535.30	4,143.93	4,434.02
其他	2,754.03	1,013.68	3,125.25	3,016.53	3,258.91
流动资产合计	7,467.67	7,877.73	11,586.86	12,056.58	13,920.72
长期股权投资	38.39	3,859.24	6,480.24	6,480.24	6,480.24
固定资产	8,910.72	9,952.32	12,136.24	13,357.98	13,990.42
在建工程	1,930.42	3,919.61	4,151.76	2,851.06	2,070.64
无形资产	538.41	789.43	753.25	717.08	680.91
其他	114.91	159.42	(2,506.27)	(2,491.52)	(2,486.46)
非流动资产合计	11,532.85	18,680.02	21,015.23	20,914.84	20,735.74
资产总计	19,000.51	26,557.75	32,602.09	32,971.42	34,656.46
短期借款	1,856.14	5,205.87	7,166.23	4,070.38	3,380.52
应付账款	1,644.15	2,393.47	2,940.33	3,686.50	3,718.15
其他	3,001.90	4,276.95	3,763.33	5,326.55	4,728.32
流动负债合计	6,502.19	11,876.30	13,869.89	13,083.44	11,826.99
长期借款	140.00	1,176.00	1,371.19	0.00	0.00
应付债券	1,297.45	0.00	864.21	720.55	528.25
其他	42.47	73.11	52.32	55.97	60.47
非流动负债合计	1,479.91	1,249.11	2,287.72	776.52	588.72
负债合计	7,982.10	13,125.41	16,157.61	13,859.96	12,415.71
少数股东权益	43.44	51.86	114.75	154.95	204.15
股本	1,231.94	1,301.38	1,821.93	1,821.93	1,821.93
资本公积	5,518.84	6,439.02	6,439.02	6,439.02	6,439.02
留存收益	9,744.97	12,080.95	14,507.80	17,134.58	20,214.67
其他	(5,520.78)	(6,440.86)	(6,439.02)	(6,439.02)	(6,439.02)
股东权益合计	11,018.41	13,432.35	16,444.48	19,111.46	22,240.75
负债和股东权益总	19,000.51	26,557.75	32,602.09	32,971.42	34,656.46

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,142.68	1,769.16	3,466.93	3,752.55	4,400.13
折旧摊销	1,028.38	1,130.66	620.10	715.14	784.16
财务费用	189.32	247.49	700.00	180.00	180.00
投资损失	(57.64)	(23.21)	(11.54)	(1,100.00)	(1,500.00)
营运资金变动	273.90	179.64	(2,541.39)	2,277.99	(2,152.62)
其它	463.86	(1,113.28)	49.54	42.42	52.17
经营活动现金流	3,040.50	2,190.46	2,283.64	5,868.10	1,763.83
资本支出	2,656.60	8,202.68	3,020.79	596.36	595.50
长期投资	28.78	3,820.85	2,621.00	0.00	0.00
其他	(6,894.01)	(16,505.95)	(8,625.11)	(97.21)	303.36
投资活动现金流	(4,208.64)	(4,482.41)	(2,983.32)	499.14	898.86
债权融资	3,293.59	7,681.72	9,875.38	5,382.14	4,697.04
股权融资	2,777.84	769.62	(177.61)	(180.00)	(180.00)
其他	(4,112.68)	(4,461.72)	(8,721.80)	(11,001.15)	(6,702.18)
筹资活动现金流	1,958.75	3,989.62	975.97	(5,799.01)	(2,185.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	790.61	1,697.66	276.29	568.23	477.56

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,581.57	32,813.78	44,142.45	51,245.36	57,214.81
营业成本	23,326.40	29,414.59	37,213.70	46,075.36	51,467.71
营业税金及附加	62.09	80.62	35.31	41.00	45.77
营业费用	91.18	103.06	145.67	169.11	188.81
管理费用	591.79	800.13	1,500.84	1,281.13	1,430.37
财务费用	181.19	220.10	700.00	180.00	180.00
资产减值损失	25.63	(14.26)	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	(6.17)	(19.10)	(13.35)	2.23	2.97
投资净收益	57.64	23.21	11.54	1,100.00	1,500.00
其他	(102.95)	(35.16)	3.62	(2,204.45)	(3,005.93)
营业利润	1,354.77	2,240.57	4,530.11	4,585.99	5,390.12
营业外收入	85.64	20.87	92.43	66.31	59.87
营业外支出	36.08	6.58	38.35	27.00	23.98
利润总额	1,404.33	2,254.87	4,584.18	4,625.30	5,426.01
所得税	261.65	485.71	1,054.36	832.55	976.68
净利润	1,142.68	1,769.16	3,529.82	3,792.75	4,449.33
少数股东损益	10.54	8.42	62.89	40.20	49.20
归属于母公司净利润	1,132.15	1,760.74	3,466.93	3,752.55	4,400.13
每股收益(元)	0.62	0.97	1.90	2.06	2.42

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	17.60%	28.27%	34.52%	16.09%	11.65%
营业利润	2474.05%	65.38%	102.19%	1.23%	17.53%
归属于母公司净利润	882.73%	55.52%	96.90%	8.24%	17.26%
获利能力					
毛利率	8.82%	10.36%	15.70%	10.09%	10.04%
净利率	4.43%	5.37%	7.85%	7.32%	7.69%
ROE	10.32%	13.16%	21.23%	19.80%	19.97%
ROIC	11.57%	15.45%	22.76%	17.24%	22.54%
偿债能力					
资产负债率	42.01%	49.42%	49.56%	42.04%	35.83%
净负债率	12.74%	22.25%	13.31%	14.39%	19.69%
流动比率	1.15	0.66	0.84	0.92	1.18
速动比率	0.83	0.44	0.58	0.60	0.80
营运能力					
应收账款周转率	53.55	58.74	51.43	72.00	72.00
存货周转率	12.22	13.80	14.23	13.35	13.34
总资产周转率	1.50	1.44	1.49	1.56	1.69
每股指标(元)					
每股收益	0.62	0.97	1.90	2.06	2.42
每股经营现金流	1.67	1.20	1.25	3.22	0.97
每股净资产	6.02	7.34	8.96	10.40	12.10
估值比率					
市盈率	19.63	12.62	6.41	5.92	5.05
市净率	2.03	1.66	1.36	1.17	1.01
EV/EBITDA	7.49	9.42	4.88	4.29	3.53
EV/EBIT	12.51	13.80	5.46	4.94	4.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com