东兴证券
DONGXING SECURITIES

存货跌价致四季度亏损 长丝扩张稳龙头地位

——桐昆股份（601233）2018 年度财报点评

2019 年 03 月 27 日

强烈推荐/维持

桐昆股份 | 财报点评

张明烨	分析师	执业证书编号：S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017	
刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030	
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn 010-66554047	
洪翀	研究助理	
	HONGCHONG@dxzq.net.cn 010-66554012	
徐昆仑	研究助理	
	xukl@dxzq.net.cn 010-66554050	

事件：

公司发布年度报告，报告期内公司实现营业收入 416.01 亿元，同比 2017 年上升 26.78%，实现利润总额 278,772.04 万元，同比 2017 年上升 23.63%；实现归属于母公司股东的净利润 212,025.46 万元，同比 2017 年上升 20.42%，实现基本每股收益 1.16 元，与 2017 年相比上升 13.73%。公司 2018 年现金分红预案如下：每 10 股派发现金红利 1.2 元，预计共派现金红利 2.18 亿元，占 18 年公司实现归母净利润 10.3%。同时公司公告了 2019 年发行 23 亿可转债预案，用于年产 50 万吨智能化超仿真纤维和年产 30 万吨绿色纤维项目。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	8457.7	8701.23	9509.64	7832.65	10843.43	12188.59	10736.07
增长率（%）	30.57%	36.70%	20.72%	27.46%	28.21%	40.08%	12.90%
毛利率（%）	7.55%	11.39%	11.86%	11.65%	17.84%	18.42%	-2.17%
期间费用率（%）	3.12%	0.79%	2.37%	3.07%	7.61%	-0.29%	2.36%
营业利润率（%）	4.38%	7.95%	8.30%	8.39%	10.38%	12.39%	-4.79%
净利润（百万元）	301.07	528.46	614.64	504.00	861.30	1143.54	-377.39
增长率（%）	54.08%	149.55%	06.33%	55.08%	186.08%	116.39%	-161.40%
每股盈利（季度，元）	0.24	0.43	0.47	0.39	0.47	0.63	-0.21
资产负债率（%）	45.90%	48.32%	49.42%	50.94%	50.94%	51.13%	53.46%
净资产收益率（%）	2.66%	4.47%	4.58%	3.62%	5.89%	7.26%	-2.34%
总资产收益率（%）	1.44%	2.31%	2.31%	1.77%	2.89%	3.55%	-1.09%

观点：

- **全年业绩同比增长26.78%低于预期，四季度亏损成拖累。**18年整个聚酯行业经历了冰火两重天，受到原油价格波动及中美贸易战影响，行业的季节性因素被完全打乱，淡季不淡、旺季不旺。需求提前、商家抢购，PTA在二三季度更是走出了暴涨暴跌的过山车行情。公司分季度实现归母净利润分别为5.01亿元、8.59亿元、11.42亿元和-3.83亿元。前三季度增长明显，二三季度同比增幅更是超过100%。四季度原油价格由86美元/桶下降至53.8美元/桶，跌幅较大；在下游需求较弱、库存较高的情况下，公司四季度资产减值损失超3亿元。其中库存商品Q4计提存货跌价2.3亿元，原材料Q4计提存货跌价7000万元左右。此外公司18年年度研发费用4.88亿元，较去年增长1.61亿元，增幅超49%。四季度亏损拖累全年业绩，但是全年同比仍有26.78%的增长，虽低于预期但是依然展现了出色的经营水平和发展潜力。

- **如东项目优势明显，聚焦主业市占率将继续提升。**公司聚焦主业，未来将继续在涤纶长丝行业稳步扩张，并计划在江苏如东打造聚酯一体化基地。如东项目具有土地面积大、周边市场大、项目一体化的重要优势，预计投资160亿元打造500万吨PTA和240万吨涤纶长丝产能，继续提升公司市占率。根据公司公布的资本开支计划，公司现有560万吨涤纶长丝产能，预计19-20年新增产能分别为90万吨、80万吨，如东项目也将于2022年逐渐落地。若以涤纶长丝产能5%的增速估计，未来五年公司的市占率将分别为16%、16.72%、17.89%、18.29%、19.20%，不断提升巩固公司龙头地位，行业格局调整也将给公司带来新的机会。

- **浙石化进入试车准备期，19年底有望满负荷达产，20年起将贡献大额投资收益。**继恒力炼化2000万吨/年炼化一体化项目打通全流程之后，浙石化也进入了试车准备阶段。根据公司披露的信息，浙石化140万吨/年烯烃项目装置将于5月1日中交，预计在今年6月份之前完成进料常减压的开车工作，年底前将有望打通全流程产出PX产品。根据我们的测算，浙石化一期2000万吨/年炼化一体化项目完全投产后，年均净利润将超100亿元。公司持股占比20%，预计2020年起每年将带来近20亿的投资收益。同时浙石化二期也在紧锣密鼓的筹备当中，公司预计再投资30亿元。未来浙石化项目将显著增厚公司盈利。

结论：

受到18年四季度原油价格波动和下游需求较弱的影响，公司2018年实现归母净利润21.2亿元，四季度亏损3.83亿元。全年业绩低于预期，但仍有26.78%的增幅。未来公司将聚焦主业，持续提高涤纶长丝产能和市占率，同时浙石化项目投产在即也将给公司带来大额投资收益。我们预计公司2019年-2021年的营业收入分别为461.81亿元、477.47亿元和497.6亿元，归属于上市公司股东净利润分别为22亿元、32.51亿元和37.89亿元，每股收益分别为1.21元、1.78元和2.08元，对应PE分别为10倍、7倍和6倍。我们坚定看好浙石化项目盈利和公司未来发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

原油价格大幅波动；新项目投产不及预期；下游产品需求不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	7877.7	11976.0	11677.8	12108.	12567.
货币资金	3255.1	5646.3	4618.2	4774.7	4976.1
应收账款	409.9	285.1	316.5	327.2	341.0
其他应收款	16.1	39.0	43.3	44.8	46.7
预付款项	515.9	540.2	567.9	596.9	626.9
存货	2667.0	4147.2	4731.7	4936.7	5113.1
其他流动资产	649.9	990.7	1036.5	1052.2	1072.3
非流动资产合计	18680.	22684.	28302.	30712.	31760.
长期股权投资	3859.2	5247.0	8547.1	8547.1	8547.1
固定资产	9952.3	14893.	17027.	18700.	19885.
无形资产	789.4	1067.6	1214.2	1353.5	1485.8
其他非流动资产	106.7	0.9	0.9	0.9	0.9
资产总计	26557.	34660.	39979.	42821.	44328.
流动负债合计	11876.3	13661.	13909.	13103.	10382.
短期借款	5205.9	7581.3	7194.3	6093.9	3155.0
应付账款	2298.7	2929.1	3296.2	3439.1	3561.9
预收款项	162.2	179.9	179.9	179.9	179.9
一年内到期的非流	1299.9	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债合计	1249.1	4867.7	8706.1	9426.3	10246.
长期借款	1176.0	1715.0	2502.5	3165.8	3891.1
应付债券	0.0	3042.3	6093.2	6150.2	6245.2
负债合计	13125.	18529.	22615.	22530.	20629.
少数股东权益	51.9	60.6	70.4	80.9	91.1
实收资本(或股本)	1301.4	1821.9	1821.9	1821.9	1821.9
资本公积	6439.0	5918.5	5918.5	5918.5	5918.5
未分配利润	5109.7	6821.3	8616.4	11227.3	14294.
归属母公司股东权	13380.	16070.	17293.	20210.	23608.
负债和所有者权	26557.	34660.	39979.	42821.	44328.

利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	32813.	41600.	46181.	47747.1	49760.
营业成本	29414.	36742.	41921.	43737.	45300.
营业税金及附加	80.62	81.13	101.77	94.70	88.82
营业费用	103.06	125.84	142.37	147.20	153.41
管理费用	800.13	584.85	887.68	917.76	956.47
财务费用	220.10	573.22	418.00	391.47	313.20
资产减值损失	-14.26	293.54	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	-19.10	17.88	20.00	10.00	10.00
投资净收益	23.21	19.90	210.00	1831.8	2034.0
营业利润	2240.5	2778.1	2841.0	4200.0	4892.8
营业外收入	20.87	16.18	18.53	17.35	17.94
营业外支出	6.58	6.56	6.57	6.57	6.57
利润总额	2254.8	2787.7	2852.9	4210.7	4904.2
所得税	485.71	656.27	643.08	949.15	1105.46
净利润	1769.1	2131.4	2209.8	3261.6	3798.7
少数股东损益	8.42	11.20	9.81	10.50	10.15
归属母公司净利润	1760.7	2120.2	2200.0	3251.1	3788.6
EBITDA	3600.3	4846.3	4463.6	5994.4	6698.6
EPS（元）	1.42	1.16	1.21	1.78	2.08

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	28.27%	26.78%	11.01%	3.39%	4.22%
营业利润增长	65.38%	23.99%	2.26%	47.84%	16.50%
归属于母公司净利润	3.76%	47.77%	3.76%	47.77%	16.53%
获利能力					
毛利率(%)	8.82%	10.36%	11.68%	9.23%	8.40%
净利率(%)	5.39%	5.12%	4.79%	6.83%	7.63%
总资产净利润（%）	6.63%	6.12%	5.50%	7.59%	8.55%
ROE(%)	13.16%	13.19%	12.72%	16.09%	16.05%
偿债能力					
资产负债率(%)	49%	53%	57%	53%	47%
流动比率	0.66	0.88	0.84	0.92	1.21
速动比率	0.44	0.57	0.50	0.55	0.72
营运能力					
总资产周转率	1.44	1.36	1.24	1.15	1.14
应收账款周转率	64	120	154	148	149
应付账款周转率	16.94	15.91	14.84	14.18	14.22
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.16	1.21	1.78	2.08
每股净现金流(最新	1.30	-0.26	-0.56	0.09	0.11
每股净资产(最新摊	10.28	8.82	9.49	11.09	12.96
估值比率					
P/E	8.73	10.69	10.27	6.95	5.96
P/B	1.21	1.41	1.31	1.12	0.96
EV/EBITDA	5.71	6.04	7.56	5.54	4.61

现金流量表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2190.4	2426.0	3656.2	3334.7	3619.9
净利润	1769.1	2131.4	2209.8	3261.6	3798.7
折旧摊销	1139.71	1495.0	1204.6	1402.9	1492.6
财务费用	220.10	573.22	418.00	391.47	313.20
应付帐款的变化	0.00	0.00	-31.40	-10.73	-13.80
预收帐款的变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-4482.4	-7714.7	-6726.3	-2071.8	-596.56
公允价值变动收益	-19.10	17.88	20.00	10.00	10.00
长期股权投资减少	0.00	0.00	-3300.1	0.00	0.00
投资收益	23.21	19.90	210.00	1831.8	2034.0
筹资活动现金流	3989.6	4823.3	2042.0	-1106.4	-2821.9
应付债券增加	0.00	0.00	3050.9	57.00	95.00
长期借款增加	0.00	0.00	787.50	663.25	725.38
普通股增加	69.44	520.55	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	920.18	-520.55	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1697.6	-465.31	-1028.0	156.52	201.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。