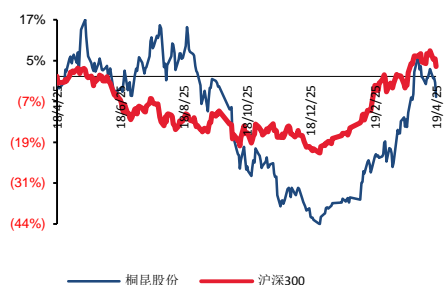


材料 材料 II

聚酯龙头，业绩如期改善，维持“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,822/1,784
总市值/流通(百万元)	28,987/28,389
12个月最高/最低(元)	25.38/9.56

相关研究报告:

桐昆股份(601233)《【太平洋化工】桐昆股份2018年报点评:四季度不及预期,不改聚酯龙头本质,再造一个桐昆》--2019/03/14

桐昆股份(601233)《【太平洋化工】桐昆股份2018年三季报点评:盈利水平持续新高,股价背离,维持“买入”》--2018/10/26

桐昆股份(601233)《【太平洋化工】桐昆股份2018中报点评:涤纶、PTA双景气,业绩持续向好,维持“买入”》--2018/08/15

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师: 杨伟

事件: 公司发布2019年一季度报, 一季度实现营业收入116.78亿元, 同比+49.10%; 归母净利润5.21亿元, 同比+4.05%。

主要观点:

1. 2019年Q1如期改善, 实现良好开局

2017年Q1-2019年Q1, 公司单季度分别实现扣非后归母净利润3.16亿元、2.84亿元、5.05亿元、6.23亿元、4.98亿元、8.38亿元、11.27亿元、-3.94亿元、4.76亿元, 除了2018年Q4全行业亏损外, 总体保持较强的盈利能力。2019年一季度实现良好开局, 主要由于产能增加, 销量提升49.67%, 营收增加43.07%。2019年Q1公司分别实现销量POY 83.79万吨/92.93万吨(同比增长15.31%、44.91%)、FDY 27.78万吨/26.49万吨(同比增长85.20%、87.61%)、DTY 18.11万吨/17.98万吨(同比增长20.09%、32.69%), 总计129.68万吨/137.40万吨(同比增长26.22%、49.67%)。不过受油价影响, 2019年Q1, POY(7364.59元/吨, -4.93%)、FDY(8107.48元/吨, -3.65%)、DTY(9113.93元/吨, -3.05%)不含税销售均价有所下降。销售毛利率同比下降2.73个百分点至8.92%。同时, 财务费用由于发行可转债, 有所增加。

2. PTA-涤纶双弹性, 再造一个桐昆

随着2019年二季度恒邦四期、恒优化纤POY项目的投产, 公司新增90万吨涤纶长丝至660万吨。2019-2020年新增恒腾四期年产30万吨绿色纤维项目、恒超公司50万吨智能化超仿真纤维项目, 继续优化产品结构。同时, 规划投资160亿元, 在江苏东洋口港建设500万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY。随着一系列项目的投产, 有望再造一个桐昆。

前期关于PX大量投产对产业链的影响判断正逐步兑现, 3月以来“PX-PTA-涤纶”产业链各段价差已有所体现。(1) 预计2019-2020年, 相继有1000万吨以上的PX投放市场, 取代当前日韩市场, 预计造成PX降价, 国内小产能持续失去竞争力。聚酯重启产能扩张期, 行业集中度提高, 从供需基本面看, 行业格局上, PTA好于PX好于聚酯。(2) PX大规模投放期(台阶式), PX成本下降, 当前产业链利润分配“头重脚轻”的局面预计发生变化, PX端利润向下游让利。对于PTA、聚酯端盈利, 不必过于悲观。公司PTA-涤纶双弹性, 有望受

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

益。

3. 我国炼化聚酯产业链具有全球竞争力

维持前期观点，我们坚持看好我国“炼化-PX-PTA-涤纶”产业链的盈利能力，具有全球竞争力。（1）衣食住行，生活必需，涤纶消费属性强，增速可能下降，但与GDP增速强相关，不必过于悲观。（2）2012-2015年行业洗牌，落后产能退出，随着头部聚酯巨头的扩产，龙头集中度进一步提高，有利于行业生态稳定。（3）这是我国领先全球的制造业之一，必将诞生伟大公司。

公司涤纶长丝产品包含POY、FDY、DTY、复合丝等四大系列1000多个品种，规格齐全，被称为化纤行业的“沃尔玛”超市，产品差别化率连续多年高于行业平均水平。公司坚持打造宝塔型企业，涤纶长丝龙头地位稳固。同时，公司参股浙石化项目介入大炼化，集团参与建设乙二醇项目，不断拓展完善“炼化-PX-PTA+乙二醇-涤纶”全产业链布局。

4. 盈利预测及评级

预计公司2019-2021年归母净利润分别为23.81亿元、31.93亿元和43.96亿元，对应EPS 1.31元、1.75元和2.41元，PE 12.2X、9.1X和6.6X。考虑公司坚持打造宝塔型企业，PTA、涤纶双弹性，不断拓展完善“炼化-PX-PTA+乙二醇-涤纶”全产业链一体化布局，抗风险能力强，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期、产品价格大幅波动、浙江石化项目进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	41,601	52,733	61,622	67,743
(+/-%)	26.8%	26.8%	16.9%	9.9%
净利润(百万元)	2,120	2,381	3,193	4,396
(+/-%)	22.3%	12.3%	34.1%	37.7%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.31	1.75	2.41
市盈率(PE)	13.7	12.2	9.1	6.6

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,646	1,884	4,954	10,259	营业收入	41,601	52,733	61,622	67,743
应收票据	328	200	200	230	营业成本	36,742	47,986	56,394	62,241
应收账款	285	439	514	565	营业税金及附加	81	103	120	132
预付账款	540	705	470	519	销售费用	126	160	186	205
存货	4,147	4,665	6,266	6,916	管理费用	585	744	869	955
其他流动资产	1,030	2,500	2,500	2,500	财务费用	573	630	555	430
流动资产合计	11,976	10,394	14,904	20,988	资产减值损失	294	20	20	20
其他长期投资	43	43	43	43	公允价值变动收益	18	5	6	6
长期股权投资	5,247	5,247	5,247	5,247	投资收益	20	20	700	2,000
固定资产	14,893	13,495	12,307	11,297	营业利润	2,778	3,117	4,184	5,766
在建工程	1,331	1,600	1,500	1,500	营业外收入	16	21	21	21
无形资产	1,068	500	600	600	营业外支出	7	7	7	7
其他非流动资产	102	102	102	102	利润总额	2,788	3,131	4,198	5,780
非流动资产合计	22,685	20,988	19,799	18,789	所得税	656	737	988	1,361
资产合计	34,661	31,382	34,703	39,777	净利润	2,131	2,394	3,209	4,419
短期借款	7,581	4,800	4,200	4,400	少数股东损益	11	13	17	23
应付票据	2,341	1,650	1,650	1,650	归属母公司净利润	2,120	2,381	3,193	4,396
应付账款	2,929	3,466	4,073	4,495	NOPLAT	3,109	2,861	3,099	3,219
预收款项	180	228	267	293	EPS (摊薄)	1.16	1.31	1.75	2.41
其他应付款	70	50	65	65					
一年内到期的非流动	0	0	0	0					
其他流动负债	560	1,182	1,182	1,182	主要财务比率				
流动负债合计	13,662	11,376	11,436	12,085	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	1,715	100	100	100	成长能力				
应付债券	3,042	1,350	1,395	1,395	营业收入增长率	26.8%	26.8%	16.9%	9.9%
其他非流动负债	110	31	37	43	EBIT增长率	68.4%	-8.0%	8.3%	3.9%
非流动负债合计	4,868	1,481	1,532	1,538	归母公司净利润增长率	22.3%	12.3%	34.1%	37.7%
负债合计	18,529	12,857	12,968	13,623	获利能力				
归属母公司所有者权	16,071	18,452	21,645	26,040	毛利率	11.7%	9.0%	8.5%	8.1%
少数股东权益	61	73	90	113	净利率	5.1%	4.5%	5.2%	6.5%
所有者权益合计	16,131	18,525	21,735	26,154	ROE	13.2%	12.9%	14.7%	16.9%
负债和股东权益	34,661	31,382	34,703	39,777	ROIC	14.2%	16.0%	15.0%	12.7%
					偿债能力				
					资产负债率	53.5%	41.0%	37.4%	34.2%
					债务权益比	77.2%	33.9%	26.4%	22.7%
					流动比率	87.7%	91.4%	130.3%	173.7%
					速动比率	57.3%	50.4%	75.5%	116.4%
					营运能力				
					总资产周转率	1.2	1.7	1.8	1.7
					应收账款周转天数	2	3	3	3
					应付账款周转天数	29	26	26	26
					存货周转天数	41	35	40	40
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.16	1.31	1.75	2.41
					每股经营现金流	1.99	1.95	2.36	2.39
					每股净资产	8.82	10.13	11.88	14.29
					估值比率				
					P/E	13.7	12.2	9.1	6.6
					P/B	1.8	1.6	1.3	1.1
					EV/EBITDA	7.5	6.9	6.8	6.8

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyux@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。