

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

# 产销提升带动一季度增长, 二季度盈利有望上行

——桐昆股份(601233)季报点评

## 证券研究报告-季报点评

**买入(维持)**

### 市场数据(2019-04-26)

收盘价(元)	15.79
一年内最高/最低(元)	25.78/9.34
沪深300指数	3889.28
市净率(倍)	1.79
流通市值(亿元)	281.75

### 基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	8.69
每股经营现金流(元)	1.06
毛利率(%)	8.92
净资产收益率-摊薄(%)	3.14
资产负债率(%)	54.95
总股本/流通股(万股)	182193.3/178436.6
B股/H股(万股)	0/0

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

- 1 《桐昆股份(601233)中报点评: 涤纶行业高景气, 业绩延续高增长》 2018-08-16
- 2 《桐昆股份(601233)年报点评: 行业景气带动业绩增长, 产能顺势扩张巩固龙头优势》 2018-03-13
- 3 《桐昆股份(601233)公司点评报告: 涤纶景气推动业绩大幅增长, 一体化优势保障未来业绩》 2018-01-26

**联系人: 李琳琳**
**电话:** 021-50588666-8045

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

**邮编:** 200122

发布日期: 2019年04月29日

**投资要点:** 公司公布 2019 年一季报, 2019 年一季度公司实现营业收入 116.78 亿元, 同比增长 49.10%, 实现归母净利润 5.21 亿元, 同比增长 4.05%, 扣非后的净利润 4.76 亿元, 同比下降 4.44%, 基本每股收益 0.29 元。

- **产能提升带动涤纶产销大幅增长, 毛利率小幅下滑。** 近年来公司产能持续扩张, 2018 年上半年嘉兴石化 30 万吨项目、恒邦三期项目 20 万吨和恒腾三期 60 万吨项目投产, 全年新增产能 110 万吨, 较 2017 年底提升 23.9%。产能的释放带动了产销量的提升。一季度公司实现涤纶长丝销售 137.4 万吨, 同比大幅增长 49.67%, 带动收入增长 49.10%。从销售价格上看, 一季度公司涤纶 POY、DTY、FDY 销售均价分别为 7365、8107 和 9113 元/吨, 同比下跌 4.93%、3.65% 和 3.05%。由于一季度原材料 PX、PTA 同比涨幅较大, 销售毛利率同比下降 2.73 个百分点至 8.92%。在两因素作用下, 一季度公司净利小幅增长 4.05%。
- **二季度原材料价格跌幅较大, 公司盈利有望提升。** 今年 3 月恒力石化的 2000 万吨炼化一体化项目打通全流程, 顺利产出 PX 产品。受此影响, PX 价格自 3 月底以来下跌超 10%, 推动 PX-PTA 价差大幅扩大。公司现有 PTA 产能 400 万吨, 基本满足自身涤纶长丝需求。随着原材料下跌带来涤纶长丝盈利的提升, 公司二季度业绩有望实现较好增长。未来随着国内民营炼化产业的大发展, 我国将逐步实现涤纶产业链上游 PX 材料的自给, 公司作为涤纶产业链下游的涤纶长丝龙头, 有望充分受益。
- **龙头产能继续扩张, 保障领先优势。** 未来公司仍将继续加码涤纶长丝投入, 产能继续扩张以保持行业领先优势。2019 年恒邦四期 30 万吨绿色智能化纤维项目、恒优化纤 30 万吨差别化 POY 项目和 30 万吨 POY 技改项目将陆续投产。此外, 公司在南通如东规划 2\*250 万吨 PTA 和 120 万吨智能化涤纶长丝生产线, 进一步完善产业链结构。明年公司的长丝产能将进一步提升至 660 万吨, 届时公司的规模优势将进一步提升。
- **炼化业务即将兑现, 产业链一体化进一步完善。** 公司持续向产业链上游延伸, 打造 PX-PTX-涤纶长丝的一体化产业链。公司通过参股浙江石化的方式进军上游炼化领域。浙江石化在建两期共计 4000 万吨炼油、800 万吨对二甲苯、280 万吨乙烯。其中一期 2000 万吨预计年内达产, 届时公司的原材料 PX 有望实现部分自给, 实现产业链的进一步优化。
- **盈利预测和投资建议:** 预计公司 2019、2020 年摊薄后 EPS 分别为 1.35

元和 1.72 元，以 4 月 26 日收盘价 15.79 元计算，对应 PE 分别为 11.7 倍和 9.2 倍。公司估值较低，考虑到公司的行业地位较高，业绩弹性较大，维持“买入”的投资评级。

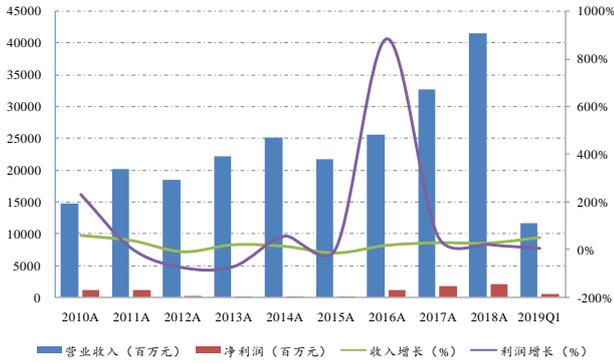
**风险提示：**产品价格大幅下跌、新项目进展不及预期

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32813.8	41600.7	47840.9	52624.9	57887.4
增长率	28.3%	26.8%	15.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	1760.7	2120.3	2468.3	3135.4	3821.5
增长率	55.5%	20.4%	16.4%	27.0%	21.9%
每股收益(元)	0.97	1.16	1.35	1.72	2.10
市盈率(倍)	16.3	13.6	11.7	9.2	7.5

资料来源：贝格数据，中原证券

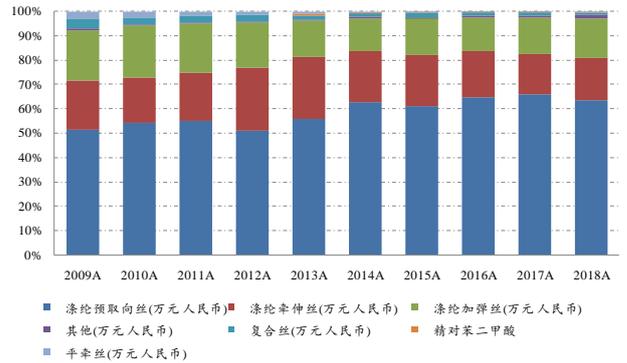


图 1: 公司历年业绩增长



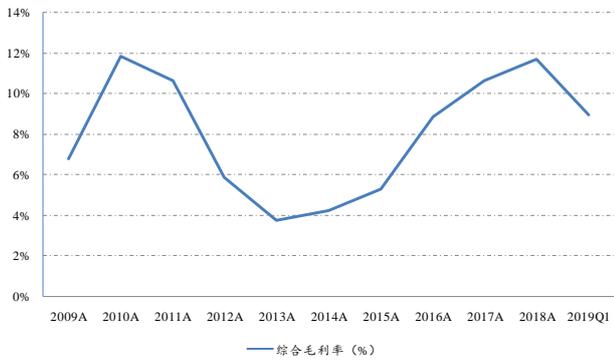
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



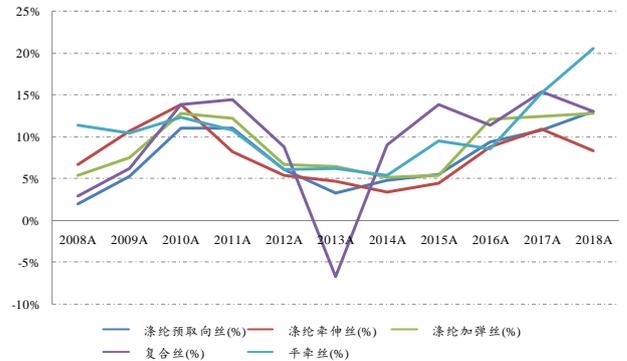
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>32813.8</b>	<b>41600.7</b>	<b>47840.9</b>	<b>52624.9</b>	<b>57887.4</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	29,414.6	36,742.5	42,817.6	46,836.2	51,230.4	营业收入增长率	28.3%	26.8%	15.0%	10.0%	10.0%
营业税费	80.6	81.1	119.6	131.6	144.7	营业利润增长率	65.4%	24.0%	14.3%	26.4%	21.9%
销售费用	103.1	125.8	167.4	157.9	173.7	净利润增长率	55.5%	20.4%	16.4%	27.0%	21.9%
管理费用	800.1	584.9	1,196.0	1,315.6	1,447.2	EBITDA 增长率	39.0%	48.8%	-10.3%	14.1%	12.9%
财务费用	220.1	573.2	365.8	196.8	20.4	EBIT 增长率	58.5%	56.6%	-7.1%	18.9%	16.7%
资产减值损失	-14.3	293.5	-10.0	-15.0	-15.0	NOPLAT 增长率	54.5%	32.7%	7.8%	19.7%	16.7%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-19.1</b>	<b>17.9</b>	<b>5.9</b>	<b>2.4</b>	<b>-3.5</b>	投资资本增长率	41.6%	28.2%	-6.9%	-6.1%	-6.5%
投资和汇兑收益	23.2	19.9	-15.0	10.0	10.0	净资产增长率	21.9%	20.1%	6.1%	12.9%	13.9%
<b>营业利润</b>	<b>2,240.6</b>	<b>2,778.1</b>	<b>3,175.3</b>	<b>4,014.2</b>	<b>4,892.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	14.3	9.6	5.0	-	-	毛利率	10.4%	11.7%	10.5%	11.0%	11.5%
<b>利润总额</b>	<b>2,254.9</b>	<b>2,787.7</b>	<b>3,180.3</b>	<b>4,014.2</b>	<b>4,892.6</b>	营业利润率	6.8%	6.7%	6.6%	7.6%	8.5%
减: 所得税	485.7	656.3	699.7	863.1	1,051.9	净利润率	5.4%	5.1%	5.2%	6.0%	6.6%
<b>净利润</b>	<b>1760.7</b>	<b>2120.3</b>	<b>2468.3</b>	<b>3135.4</b>	<b>3821.5</b>	EBITDA/营业收入	10.9%	12.7%	9.9%	10.3%	10.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	7.4%	9.2%	7.4%	8.0%	8.5%
货币资金	3,255.1	5,646.3	3,827.3	4,210.0	5,664.6	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	3.9	-	1.3	1.7	1.0	固定资产周转天数	103	108	108	90	75
应收帐款	426.1	285.1	1,126.0	288.5	1,129.2	<b>流动营业资本周转天数</b>	2	-2	0	-1	-1
应收票据	357.0	327.5	526.9	423.1	587.3	流动资产周转天数	84	86	85	76	78
预付帐款	515.9	540.2	465.5	747.8	586.5	应收帐款周转天数	6	3	5	5	4
存货	2,667.0	4,147.2	3,368.0	4,791.4	4,347.9	存货周转天数	26	29	28	28	28
其他流动资产	652.8	1,029.7	1,380.8	1,021.1	1,143.9	总资产周转天数	250	265	251	219	200
可供出售金融资产	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	投资资本周转天数	166	175	165	140	119
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	3,859.2	5,247.0	5,247.0	5,247.0	5,247.0	ROE	13.2%	13.2%	14.5%	16.3%	17.4%
投资性房地产	11.6	34.9	34.9	34.9	34.9	ROA	6.7%	6.1%	7.7%	9.9%	11.8%
固定资产	9,952.3	14,893.5	13,738.6	12,583.6	11,428.7	ROIC	15.4%	14.5%	12.2%	15.7%	19.4%
在建工程	3,919.6	1,331.2	1,331.2	1,331.2	1,331.2	<b>费用率</b>					
无形资产	789.4	1,067.6	1,008.5	949.5	890.4	销售费用率	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	139.8	102.5	112.3	118.2	111.0	管理费用率	2.4%	1.4%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>资产总额</b>	<b>26,557.8</b>	<b>34,660.7</b>	<b>32,176.4</b>	<b>31,756.2</b>	<b>32,511.6</b>	财务费用率	0.7%	1.4%	0.8%	0.4%	0.0%
短期债务	5,205.9	7,581.3	6,098.6	2,795.8	-	三费/营业收入	3.4%	3.1%	3.6%	3.2%	2.8%
应付帐款	2,393.5	2,929.1	3,048.9	3,535.4	3,723.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	2,303.2	2,340.6	2,916.0	3,076.2	3,363.3	资产负债率	49.4%	53.5%	46.8%	39.1%	32.3%
其他流动负债	1,973.8	810.5	1,469.7	1,434.4	1,313.3	负债权益比	97.7%	114.9%	87.9%	64.3%	47.6%
长期借款	1,176.0	1,715.0	-	-	-	流动比率	0.66	0.88	0.79	1.06	1.60
其他非流动负债	73.1	3,152.7	1,521.9	1,582.6	2,085.7	速动比率	0.44	0.57	0.54	0.62	1.08
<b>负债总额</b>	<b>13,125.4</b>	<b>18,529.2</b>	<b>15,055.2</b>	<b>12,424.5</b>	<b>10,485.6</b>	利息保障倍数	11.06	6.65	9.68	21.39	241.27
<b>少数股东权益</b>	<b>51.9</b>	<b>60.6</b>	<b>73.0</b>	<b>88.8</b>	<b>108.0</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,301.4	1,821.9	1,821.9	1,821.9	1,821.9	DPS(元)	0.10	0.12	0.41	0.52	0.63
留存收益	12,080.9	13,498.5	15,226.2	17,421.0	20,096.0	分红比率	10.3%	10.3%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>13,432.3</b>	<b>16,131.5</b>	<b>17,121.2</b>	<b>19,331.7</b>	<b>22,026.0</b>	股息收益率	0.6%	0.8%	2.6%	3.3%	4.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	1,769.2	2,131.5	2,468.3	3,135.4	3,821.5	EPS(元)	0.97	1.16	1.35	1.72	2.10
加: 折旧和摊销	1,130.7	1,493.0	1,214.0	1,214.0	1,214.0	BVPS(元)	7.34	8.82	9.36	10.56	12.03
资产减值准备	-14.3	293.5	-	-	-	PE(X)	16.3	13.6	11.7	9.2	7.5
公允价值变动损失	19.1	-17.9	5.9	2.4	-3.5	PB(X)	2.2	1.8	1.7	1.5	1.3
财务费用	247.5	567.1	365.8	196.8	20.4	P/FCF	30.3	16.0	-87.4	21.9	11.2
投资收益	-23.2	-19.9	15.0	-10.0	-10.0	P/S	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	8.4	11.2	12.4	15.8	19.2	EV/EBITDA	7.0	6.7	6.9	5.4	4.1
营运资金的变动	179.6	-2,040.5	334.1	65.4	86.3	CAGR(%)	21.2%	21.7%	29.5%	21.2%	21.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,190.5</b>	<b>2,426.0</b>	<b>4,415.4</b>	<b>4,619.7</b>	<b>5,147.8</b>	PEG	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-4,482.4	-7,714.7	-17.6	9.1	11.4	ROIC/WACC	1.7	1.6	1.3	1.7	2.1
融资活动产生现金流量	3,989.6	4,823.3	-6,216.8	-4,246.1	-3,704.6	REP	0.8	1.0	1.2	0.9	0.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。