

# 桐昆股份 (601233): 以量补价 长丝霸主逆势增长

## ——公司 2019 半年度财报点评

2019 年 08 月 16 日

强烈推荐/维持

桐昆股份 公司报告

### 报告摘要:

- **事件:** 公司发布 2019 年半年度报告, 报告期内公司实现营业收入 246.33 亿元, 同比上升 31.90%; 实现归属于母公司股东的净利润 13.9 亿元, 同比上升 2.16%。其中二季度单季度盈利 8.69 亿元, 同比上涨 1.06%。
- **以量补价, 业绩保持增长显龙头本色。** 19 年上半年受到宏观经济下行和中美贸易战的双重影响, 聚酯产业链下游坯布、纺织服装业需求下滑。PTA 价格坚挺, 但是乙二醇价格大幅下跌, 涤纶长丝盈利空间有所收窄。19H1 涤纶长丝 POY/FDY/DTY 均价分别为 8377/9041/10096 元/吨, 同比分别下降 6.52/3.96/3.78 个百分点; 加工费分别为 1145/1717/2627 元/吨, 同比变动-11.69/1.84/0.38 个百分点。上半年整体涤纶行业产销虽然低迷, 但是每间隔一段时间仍然会有下游在原料低价格时集中采购的脉冲式备货。上半年公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 销量分别为 191.39/56.39/37.36 万吨, 同比分别增长 42.81/23.26/6.77 万吨, 在行业整体较为惨淡的环境下公司所占市场份额进一步提升。价虽降但量增, 上半年涤纶长丝实现营收 221.94 亿元, 同比提升 24%。
- **上游利润向下游传导, PTA 价差扩大。** 受益于原料 PX 价格下跌, 以及下游阶段性备货的原因, 二季度 PTA 价差 (扣减醋酸成本后) 887 元/吨, 环比上涨 345 元/吨。公司拥有嘉兴石化一期和二期合计 320 万吨/年 PTA 生产能力, 原料端自产自销是公司在同行长丝盈利不佳的情况下保持生产、获取聚酯产业链完整利润的保障。上半年公司外销 PTA 23.38 万吨, 随着参股的浙石化紧锣密鼓地准备投产, 将彻底打通聚酯全产业链。
- **现金收款彰显公司龙头地位, 经营性净现金流大幅改善。** 公司销售产品以通用型涤纶长丝为主, 下游客户主要以现金采购现场交货。上半年公司经营性净现金流达到 32.67 亿元, 相较于去年同期增长 405%。销售所收现金大增, 彰显了市场对公司产品的认可。现金流的改善将极大缓解公司资金压力, 未来如东项目和浙石化二期还将为公司提供巨大的成长空间。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 470.83 亿元、482.02 亿元和 504.62 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 25.60 亿元、36.05 亿元和 41.87 亿元, 每股收益分别为 1.41 元、1.98 元和 2.30 元, 对应 PE 分别为 9 倍、6 倍和 5 倍。我们看好公司未来发展, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 新项目投产不及预期; 下游产品需求不及预期。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	32,813.7	41,600.7	47,082.8	48,202.2	50,462.3
增长率 (%)	28.27%	26.78%	13.18%	2.38%	4.69%
净利润 (百万元)	1,769.16	2,131.45	2,570.29	3,615.51	4,197.48
增长率 (%)	54.82%	20.48%	20.59%	40.67%	16.10%
净资产收益率 (%)	13.16%	13.19%	14.53%	17.29%	17.02%
每股收益 (元)	1.42	1.16	1.41	1.98	2.30
PE	8.73	10.69	8.82	6.27	5.40
PB	1.21	1.41	1.28	1.08	0.92

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介:

公司是中国涤纶长丝制造行业的龙头企业, 公司连续多年在中国涤纶长丝行业中销量排名第一。公司主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售。

### 未来 3-6 个月重大事项提示:

桐昆转债开始转股, 转股价格 12.51。

### 发债及交叉持股介绍:

2019-3-14 计划发行不超过 23 亿元可转换公司债

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	13.07-18.52
总市值 (亿元)	238.51
流通市值 (亿元)	238.51
总股本/流通 A 股 (万股)	182483/182483
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.54

### 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

### 刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

### 张明烨

0755-82832017

zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120002

### 研究助理

### 罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

### 洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

### 徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合</b>	7877.7	11976.0	11838.5	12166.5	12679.3	<b>营业收入</b>	32813.78	41600.75	47082.80	48202.27	50462.30
货币资金	3255.1	5646.3	4708.3	4820.2	5046.2	<b>营业成本</b>	29414.59	36742.47	42339.58	43742.86	45502.71
应收账款	409.9	285.1	322.7	330.4	345.9	营业税金及附	80.62	81.13	103.75	95.60	90.07
其他应收款	16.1	39.0	44.1	45.2	47.3	营业费用	103.06	125.84	145.15	148.60	155.57
预付款项	515.9	540.2	568.2	597.2	627.3	管理费用	800.13	584.85	905.00	926.51	969.95
存货	2667.0	4147.2	4778.9	4937.3	5135.9	财务费用	220.10	573.22	413.01	373.73	280.41
其他流动资产	649.9	990.7	1045.5	1056.7	1079.3	资产减值损失	-14.26	293.54	100.00	100.00	100.00
<b>非流动资产</b>	18680.0	22684.7	28302.3	30713.1	31761.2	公允价值变动	-19.10	17.88	20.00	10.00	10.00
长期股权投资	3859.2	5247.0	8547.1	8547.1	8547.1	投资净收益	23.21	19.90	210.00	1831.89	2034.00
固定资产	9952.3	14893.5	17027.4	18700.6	19886.3	<b>营业利润</b>	2240.57	2778.10	3306.31	4656.85	5407.59
无形资产	789.4	1067.6	1214.2	1353.5	1485.8	营业外收入	20.87	16.18	18.53	17.35	17.94
其他非流动	106.7	0.9	0.9	0.9	0.9	营业外支出	6.58	6.56	6.57	6.57	6.57
<b>资产总计</b>	26557.8	34660.7	40140.8	42879.6	44440.5	<b>利润总额</b>	2254.87	2787.72	3318.26	4667.64	5418.96
<b>流动负债合</b>	11876.3	13661.6	13747.2	12521.5	9495.9	所得税	485.71	656.27	747.97	1052.13	1221.49
短期借款	5205.9	7581.3	6972.4	5510.9	2239.7	<b>净利润</b>	1769.16	2131.45	2570.29	3615.51	4197.48
应付账款	2298.7	2929.1	3329.1	3439.5	3577.8	少数股东损益	8.42	11.20	9.81	10.50	10.15
预收款项	162.2	179.9	179.9	179.9	179.9	归属母公司净	1760.74	2120.25	2560.49	3605.01	4187.32
一年内到期	1299.9	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	3600.39	4846.34	4924.02	6433.59	7180.65
<b>非流动负债</b>	1249.1	4867.7	8706.1	9426.3	10246.7	<b>EPS (元)</b>	1.42	1.16	1.41	1.98	2.30
长期借款	1176.0	1715.0	2502.5	3165.8	3891.1	<b>主要财务比</b>					
应付债券	0.0	3042.3	6093.2	6150.2	6245.2	<b>率</b>					
<b>负债合计</b>	13125.4	18529.2	22453.2	21947.9	19742.6	<b>成长能力</b>					
少数股东权	51.9	60.6	70.4	80.9	91.1	营业收入增长	28.27%	26.78%	13.18%	2.38%	4.69%
实收资本(或	1301.4	1821.9	1821.9	1821.9	1821.9	营业利润增长	65.38%	23.99%	19.01%	40.85%	16.12%
资本公积	6439.0	5918.5	5918.5	5918.5	5918.5	归属于母公司	20.76%	40.79%	20.76%	40.79%	16.15%
未分配利润	5109.7	6821.3	8910.5	11805.5	15195.2	<b>获利能力</b>					
归属母公司	13380.5	16070.8	17617.1	20850.8	24606.9	毛利率(%)	8.82%	10.36%	11.68%	10.07%	9.25%
<b>负债和所有</b>	26557.8	34660.7	40140.8	42879.6	44440.5	净利率(%)	5.39%	5.12%	5.46%	7.50%	8.32%
<b>现金流量</b>	单位:百万元					总资产净利润	6.63%	6.12%	6.38%	8.41%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.16%	13.19%	14.53%	17.29%	17.02%
<b>经营活动现</b>	2190.46	2426.05	4000.60	3670.18	3985.24	<b>偿债能力</b>					
净利润	1769.16	2131.45	2570.29	3615.51	4197.48	资产负债率(%)	49%	53%	56%	51%	44%
折旧摊销	1139.71	1495.02	1204.70	1403.01	1492.65	流动比率	0.66	0.88	0.86	0.97	1.34
财务费用	220.10	573.22	413.01	373.73	280.41	速动比率	0.44	0.57	0.51	0.58	0.79
应付账款的	0.00	0.00	-37.57	-7.67	-15.49	<b>营运能力</b>					
预收账款的	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.44	1.36	1.26	1.16	1.16
<b>投资活动现</b>	-4482.41	-7714.70	-6726.55	-2071.93	-596.76	应收账款周转	64	120	155	148	149
公允价值变	-19.10	17.88	20.00	10.00	10.00	应付账款周转	16.94	15.91	15.05	14.24	14.38
长期股权投	0.00	0.00	-3300.11	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	23.21	19.90	210.00	1831.89	2034.00	每股收益(最新	1.42	1.16	1.41	1.98	2.30
<b>筹资活动现</b>	3989.62	4823.34	1787.96	-1486.30	-3162.47	每股净现金流	1.30	-0.26	-0.51	0.06	0.12
应付债券增	0.00	0.00	3050.91	57.00	95.00	每股净资产(最	10.28	8.82	9.67	11.44	13.51
长期借款增	0.00	0.00	787.50	663.25	725.38	<b>估值比率</b>					
普通股增加	69.44	520.55	0.00	0.00	0.00	P/E	8.73	10.69	8.82	6.27	5.40
资本公积增	920.18	-520.55	0.00	0.00	0.00	P/B	1.21	1.41	1.28	1.08	0.92
<b>现金净增加</b>	1697.66	-465.31	-937.99	111.95	226.00	EV/EBITDA	5.71	6.04	6.79	5.07	4.17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	2018 年度财报点评: 存货跌价致四季度亏损 长丝扩张稳龙头地位	2019-03-27
公司	半年度报告点评: 量价齐升 半年业绩超出预期	2018-08-15
公司	龙头地位稳步巩固, 2018 年有 3 个增长点	2018-03-13
公司	深度报告: 桐昆长矣, 于彼朝阳	2017-12-14

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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。

### 张明辉

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。

## 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。