

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50586308

PTA 盈利向好, 涤纶产销大幅增长

——桐昆股份(601233)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

市场数据(2019-08-20)

收盘价(元)	12.71
一年内最高/最低(元)	19.55/9.34
沪深300指数	3791.09
市净率(倍)	1.44
流通市值(亿元)	231.94

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	9.06
每股经营现金流(元)	1.79
毛利率(%)	11.47
净资产收益率-摊薄(%)	8.05
资产负债率(%)	53.55
总股本/流通股(万股)	182483.49/182483.49
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

- 《桐昆股份(601233)季报点评: 产销提升带动一季度增长, 二季度盈利有望上行》 2019-04-29
- 《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
- 《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

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

发布日期: 2019年08月20日

事件: 公司公布2019年半年度报告, 2019年上半年公司实现营业收入246.33亿元, 同比增长31.90%, 实现归属于上市公司股东的净利润13.90亿元, 同比增长2.16%, 扣非后的净利润13.11亿元, 同比下滑1.87%, 基本每股收益0.76元。其中二季度公司实现营业收入129.55亿元, 同比增长19.48%, 实现净利润8.69亿元, 同比增长1.06%。

- **涤纶产销大幅增长, 上半年业绩符合预期。**近年来公司涤纶长丝产能持续扩张, 伴随着产能的逐步释放, 公司涤纶长丝产销保持了快速增长。上半年公司实现涤纶长丝销售285.14万吨, 同比大幅增长34.31%, 带动收入增长31.90%。从销售价格上看, 上半年公司涤纶POY、FDY、DTY销售均价分别为7363、7949和9018元/吨, 同比下跌7.95%、7.18%和5.92%。而上半年原材料PX、PTA与MEF同比则分别上涨9.52%、16.06%和下跌34.79%, 原材料价格总体呈上涨态势, 导致涤纶长丝价差缩小, 推动销售毛利率同比下降3.77个百分点至11.47%。在两因素作用下, 上半年公司净利小幅增长2.16%, 基本符合预期。
- **PTA受益原材料跌价盈利上行, 下半年有望维持。**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月底大幅下行, 推动PX-PTA价差扩大, PTX盈利大幅提升。受益于此, 二季度公司毛利率13.78%, 环比提升4.86个百分点, 推动二季度净利润环比增长66.8%。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。下半年看PTA供应增量有限, 预计高盈利有望维持。
- **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。

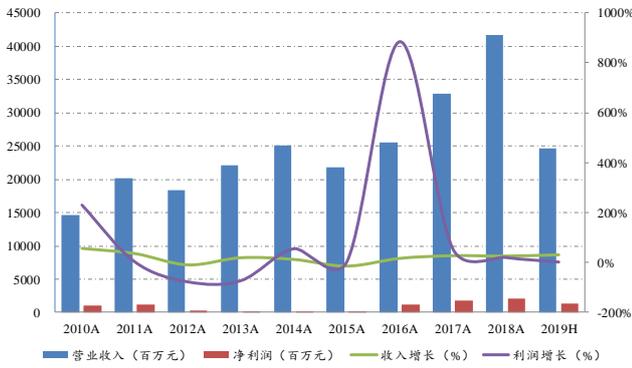
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2019、2020 年摊薄后 EPS 分别为 1.42 元和 1.70 元，以 8 月 19 日收盘价 13.02 元计算，对应 PE 分别为 9.1 倍和 7.7 倍。公司估值较低，考虑到公司的行业地位较高，业绩弹性较大，维持“买入”的投资评级。

- **风险提示：**产品价格大幅下跌、新项目进展低于预期

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,814	41,601	48,590	54,323	60,027
增长率(%)	28.3	26.8	16.8	11.8	10.5
净利润(百万元)	1,761	2,120	2,599	3,100	3,559
增长率(%)	55.5	20.4	22.6	19.3	14.8
每股收益(元)	0.96	1.16	1.42	1.70	1.95
市盈率(倍)	13.5	11.2	9.1	7.7	6.7

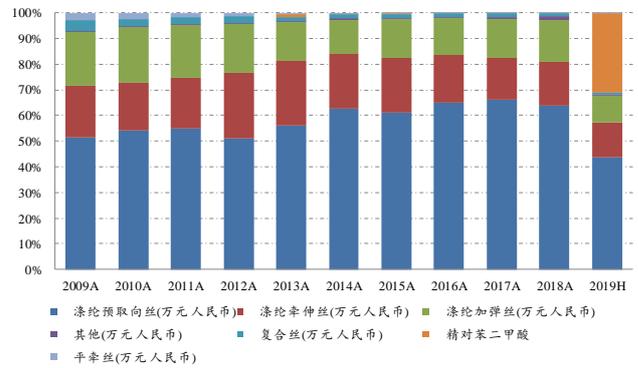
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



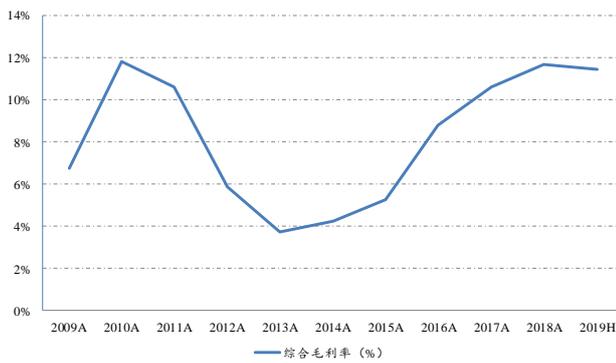
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



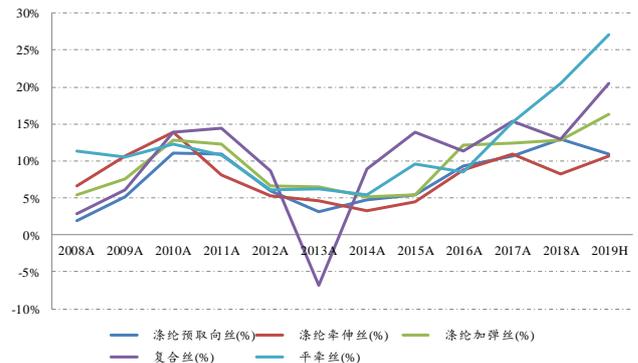
资料来源: 中原证券、wind

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

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7878	11976	12969	12914	14516
现金	3255	5646	6384	5315	6684
应收票据及应收账款	767	613	999	803	1188
其他应收款	19	39	29	47	37
预付账款	516	540	693	686	838
存货	2667	4147	3873	5073	4779
其他流动资产	654	991	991	991	991
非流动资产	18680	22685	25611	27841	29816
长期投资	3859	5247	6636	8024	9413
固定资产	9952	14893	16192	16849	17267
无形资产	789	1068	1129	1208	1307
其他非流动资产	4079	1477	1654	1759	1828
资产总计	26558	34661	38579	40755	44332
流动负债	11876	13662	15920	16110	17357
短期借款	5206	7581	7581	7581	7581
应付票据及应付账款	4602	5270	6349	6612	7661
其他流动负债	2069	810	1990	1917	2115
非流动负债	1249	4868	4106	3212	2261
长期借款	1176	4757	3996	3101	2150
其他非流动负债	73	110	110	110	110
负债合计	13125	18529	20026	19322	19618
少数股东权益	52	61	99	126	156
股本	1301	1822	1825	1825	1825
资本公积	6439	5918	5918	5918	5918
留存收益	5642	7580	9880	12507	15653
归属母公司股东权益	13380	16071	18454	21307	24559
负债和股东权益	26558	34661	38579	40755	44332

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2190	2426	5692	4468	7018
净利润	1769	2131	2638	3126	3589
折旧摊销	1131	1493	1542	1785	2009
财务费用	220	573	521	435	445
投资损失	-23	-20	-14	-29	-21
营运资金变动	-926	-1872	1005	-851	996
其他经营现金流	20	120	0	2	1
投资活动现金流	-4482	-7715	-4455	-3988	-3964
资本支出	2738	2914	1537	841	587
长期投资	-3856	-1392	-1389	-1389	-1389
其他投资现金流	-5600	-6193	-4306	-4536	-4766
筹资活动现金流	3990	4823	-499	-1550	-1685
短期借款	3350	2375	0	0	0
长期借款	-261	3581	-762	-895	-951
普通股增加	69	521	3	0	0
资本公积增加	920	-521	0	0	0
其他筹资现金流	-88	-1133	260	-656	-734
现金净增加额	1686	-486	738	-1070	1369

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	32814	41601	48590	54323	60027
营业成本	29415	36742	43245	48239	53124
营业税金及附加	81	81	97	109	120
营业费用	103	126	150	166	184
管理费用	800	585	934	904	1076
研发费用	0	488	285	478	440
财务费用	220	573	521	435	445
资产减值损失	-14	294	73	81	90
其他收益	33	32	0	0	0
公允价值变动收益	-19	18	-0	-2	-1
投资净收益	23	20	14	29	21
资产处置收益	-6	-3	0	0	0
营业利润	2241	2778	3299	3938	4568
营业外收入	21	16	73	49	40
营业外支出	7	7	30	20	16
利润总额	2255	2788	3342	3967	4592
所得税	486	656	704	841	1003
净利润	1769	2131	2638	3126	3589
少数股东损益	8	11	39	26	30
归属母公司净利润	1761	2120	2599	3100	3559
EBITDA	3681	4885	5307	6152	6967
EPS (元)	0.96	1.16	1.42	1.70	1.95

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	28.3	26.8	16.8	11.8	10.5
营业利润 (%)	65.4	24.0	18.7	19.4	16.0
归属母公司净利润 (%)	55.5	20.4	22.6	19.3	14.8
获利能力					
毛利率 (%)	10.4	11.7	11.0	11.2	11.5
净利率 (%)	5.4	5.1	5.3	5.7	5.9
ROE (%)	13.2	13.2	14.2	14.6	14.5
ROIC	9.5	9.1	9.5	10.4	10.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.4	53.5	51.9	47.4	44.3
净负债比率 (%)	33.5	42.1	33.9	30.3	17.0
流动比率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	39.0	60.3	60.3	60.3	60.3
应付账款周转率	7.5	7.4	7.4	7.4	7.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.96	1.16	1.42	1.70	1.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.73	1.70	3.12	2.45	3.85
每股净资产 (最新摊薄)	7.33	8.39	9.70	11.26	13.04
估值比率					
P/E	13.5	11.2	9.1	7.7	6.7
P/B	1.8	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.7	6.3	5.7	4.9	4.0

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。