

## 证券研究报告

## 公司研究——季报点评

## 桐昆股份 (601233.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.8.19

陈淑娴 石化行业分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

## 相关研究

《配套 PTA 降成本效果显著, 长丝绝对龙头稳中求胜!》2019.5.17

《延长丝提份额固龙头, PTA+聚酯一体化优势显著!》2019.8.19

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编: 100031信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD

## 新增项目加速释放产销量, 龙头地位继续提升!

2019 年 10 月 28 日

**事件:** 2019 年 10 月 26 日桐昆股份发布 2019 年三季报, 2019 年 1-9 月公司实现营业收入 372 亿元, 同比增加 21%; 实现归属母公司股东净利润 24.51 亿元, 同比下降 2%, 基本每股收益 1.34 元, 稀释每股收益 1.23 元。其中, 2019 年 3 季度公司单独实现营业收入 126 亿元, 同比增加 3.43%; 实现归属母公司股东净利润 10.6 亿元, 同比下降 7.19%。符合预期。

## 点评:

- **涤纶长丝产销量均同比明显增长, 3 季度产销率有所下滑。**2019 年 1-9 月, 公司共生产涤纶长丝 405 万吨, 其中 POY266 万吨、FDY83 万吨和 DTY55 万吨, 同比增长 17%; 公司共销售涤纶长丝 419 万吨, 其中 POY280 万吨、FDY83 万吨和 DTY55 万吨, 同比增长 29%。**2019 年公司涤纶长丝产销量均大幅上涨, 主要是由于 2018 年恒腾三期、恒瑞三期等新项目投产对实际生产起到贡献。**但是 3 季度, 公司涤纶长丝的产销率仅为 96%, 与 1 季度 106%和 2 季度 109%相比有所下滑, 受贸易战提前透支终端需求的影响, 今年“金九银十”旺季持续时间相对前两年更短, 需求反弹幅度更小。
- **PTA 盈利下滑显著, 高库存的问题亟需解决!**2019 年 3 季度 PTA 装置开工率较高, 但终端需求并没有起到支撑作用, PTA 社会库存在 3 季度达到年内高点。因此, 2019 年 3 季度 PTA 价格和盈利均呈下降趋势, 目前 PTA 现货价格在 4945 (-25) 元/吨, 行业单吨净利润在 71 (-15) 元/吨, PTA 价格和价差均处于今年底部位置。从 2019 年初来看, PTA 承接了部分 PX 下移的利润, 但由于 PTA 自身供需由紧向松, 叠加市场对 2020 年 PTA 大量新增供应产能的担忧, PTA 在 3 季度结束了高盈利时代。
- **配套 PTA 实现自给自足后, 涤纶长丝整体盈利抗风险能力增强。**由于 PTA 价格和价差缩小, 给涤纶长丝让出了部分空间, 因此 3 季度涤纶长丝 (尤其是 POY) 盈利有所好转, 成为了公司 3 季度盈利的主力, 也对冲了 PTA 盈利下滑的影响, 最终 3 季度实现了 10.6 亿利润, 创下了仅次于 2018 年 3 季度 (11.42 亿) 之后的第二大单季利润。我们认为, 随着民营大炼化项目投产, PX 价格暴跌且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移是不可逆的趋势, 但是不同阶段 PX 向 PTA 和涤纶长丝的转移程度有所不同, 这凸显了已实现“PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。
- **继续扩建涤纶长丝产能提升市占率, 巩固行业龙头地位。**2019 年 3 季度, 公司的 30 万吨恒邦化纤项目、30 万吨恒优化纤项目、30 万吨恒优化纤技改项目、30 万吨恒腾项目均已建成, 2019 年新增了 120 万吨涤纶长丝产能, 新增产能将在 2020 年集中释放, 带来 2020 年涤纶长丝产销量继续提升。目前公司总涤纶长丝产能达到了 700 万吨左右, 位居国内 (全球) 涤纶长丝产能第一。另外, 公司未来 1-5 年内还要再建江苏如东洋口港聚酯一体化项目 240 万吨涤纶长丝产能, 公

司涤纶长丝龙头地位将进一步巩固，市占率将继续提升。

- **扩产能与融资并行，需要关注可转债转股增股本摊薄收益的问题。** 鉴于公司近两年投资了多个项目需要资金，2018年公司发行了一期38亿可转债，其中已有3.25亿元已经转股，新增股本约2600万股，一期尚未转股金额为34.75亿元。鉴于公司未来还有江苏如东聚酯一体化等项目需要建设，公司正在申请发行二期23亿可转债，并于2019年10月18日获得中国证监会发行审核委员会通过。因此，需要关注可转债转股后增加股本摊薄收益的问题。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为30.3、38.9和50.3亿元，按照当期股本计算，2019-2021年摊薄每股收益分别为1.64元、2.11元和2.72元，对应PE分别为8倍、6倍和5倍。我们看好公司在涤纶长丝领域的龙头地位和市占率进一步提升，并且公司配套并自给自足PTA，经营业绩具有产业链一体化带来的抗风险优势，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**PX、PTA和MEG产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；公司长丝项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；浙江石化炼化一体化项目投产滞后，盈利不及预期的风险；可转债转股速度过快导致股本增加摊薄收益的风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	32,813.78	41,600.75	46,804.81	52,579.35	55,348.23
增长率 YoY %	28.27%	26.78%	12.51%	12.34%	5.27%
归属母公司净利润(百万元)	1,760.74	2,120.25	3,034.10	3,891.02	5,029.73
增长率 YoY%	55.52%	20.42%	43.10%	28.24%	29.26%
毛利率%	10.36%	11.68%	12.55%	12.88%	12.48%
净资产收益率 ROE%	14.46%	14.40%	17.36%	18.68%	19.89%
EPS(摊薄)(元)	0.96	1.16	1.64	2.11	2.72
市盈率 P/E(倍)	13	11	8	6	5
市净率 P/B(倍)	2	1	1	1	1

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年10月25日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	7,877.73	11,976.00	13,286.88	15,442.64	17,917.63
货币资金	3,255.10	5,646.27	6,346.28	7,794.99	9,893.28
应收票据	356.98	327.54	368.52	413.98	435.78
应收账款	409.94	285.12	320.79	360.36	379.34
预付账款	515.87	540.19	601.76	673.44	712.15
存货	2,666.99	4,147.15	4,619.80	5,170.14	5,467.35
其他	672.85	1,029.73	1,029.73	1,029.73	1,029.73
<b>非流动资产</b>	18,680.02	22,684.67	24,880.05	27,417.46	30,415.88
长期股权投资	3,859.24	5,247.01	5,247.01	5,247.01	5,247.01
固定资产(合计)	9,952.32	14,893.50	16,709.77	19,534.08	22,100.69
无形资产	789.43	1,067.55	1,233.23	1,439.68	1,633.47
其他	4,079.03	1,476.61	1,690.03	1,196.70	1,434.71
<b>资产总计</b>	26,557.75	34,660.67	38,166.93	42,860.10	48,333.52
<b>流动负债</b>	11,876.30	13,661.56	14,336.33	15,117.94	15,535.07
短期借款	5,205.87	7,581.34	7,581.34	7,581.34	7,581.34
应付票据	2,303.15	2,340.60	2,607.36	2,917.96	3,085.70
应付账款	2,298.73	2,929.15	3,262.99	3,651.69	3,861.61
其他	2,068.55	810.48	884.65	966.95	1,006.42
<b>非流动负债</b>	1,249.11	4,867.65	4,867.65	4,867.65	4,867.65
长期借款	1,176.00	1,715.00	1,715.00	1,715.00	1,715.00
其他	73.11	3,152.65	3,152.65	3,152.65	3,152.65
<b>负债合计</b>	13,125.41	18,529.22	19,203.99	19,985.59	20,402.72
少数股东权益	51.86	60.61	76.63	97.18	123.74
归属母公司股东权益	13,380.49	16,070.84	18,886.31	22,777.33	27,807.06
<b>负债和股东权益</b>	26,557.75	34,660.67	38,166.93	42,860.10	48,333.52

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	32,813.78	41,600.75	46,804.81	52,579.35	55,348.23
同比(%)	28.27%	26.78%	12.51%	12.34%	5.27%
归属母公司净利润	1,760.74	2,120.25	3,034.10	3,891.02	5,029.73
同比(%)	55.52%	20.42%	43.10%	28.24%	29.26%
毛利率(%)	10.36%	11.68%	12.55%	12.88%	12.48%
ROE%	14.46%	14.40%	17.36%	18.68%	19.89%
EPS(摊薄)(元)	0.95	1.15	1.64	2.11	2.72
P/E	13	11	8	6	5
P/B	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	6.70	7.35	5.71	4.65	3.74

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	32,813.78	41,600.75	46,804.81	52,579.35	55,348.23
营业成本	29,414.59	36,742.47	40,930.04	45,805.81	48,439.01
营业税金及附加	80.62	81.13	91.28	102.55	107.95
销售费用	103.06	125.84	141.58	159.05	167.43
管理费用	800.13	584.85	658.02	739.20	778.12
研发费用	0.00	487.94	548.97	616.70	649.18
财务费用	220.10	573.22	426.39	420.10	403.74
减值损失合计	-14.26	293.54	109.67	158.70	228.20
投资净收益	23.21	19.90	33.58	475.57	1,976.35
其他	7.83	46.45	32.32	32.08	32.20
<b>营业利润</b>	2,240.57	2,778.10	3,964.75	5,084.88	6,583.15
营业外收支	14.29	9.62	24.49	31.05	29.96
<b>利润总额</b>	2,254.87	2,787.72	3,989.24	5,115.93	6,613.11
所得税	485.71	656.27	939.13	1,204.36	1,556.82
<b>净利润</b>	1,769.16	2,131.45	3,050.12	3,911.57	5,056.29
少数股东损益	8.42	11.20	16.02	20.55	26.56
<b>归属母公司净利润</b>	1,760.74	2,120.25	3,034.10	3,891.02	5,029.73
EBITDA	3,633.02	4,847.80	6,301.87	7,744.21	9,614.11
EPS(当年)(元)	1.35	1.16	1.64	2.11	2.72

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2,190.46	2,426.05	5,368.26	6,101.79	6,068.42
净利润	1,769.16	2,131.45	3,050.12	3,911.57	5,056.29
折旧摊销	1,130.66	1,493.00	1,836.58	2,155.29	2,526.48
财务费用	247.49	567.08	476.05	472.98	474.52
投资损失	-23.21	-19.90	-33.58	-475.57	-1,976.35
营运资金变动	-926.19	-1,871.95	-45.76	-84.15	-187.77
其它	-7.45	126.37	84.86	121.67	175.26
<b>投资活动现金流</b>	-4,482.41	-7,714.70	-3,973.57	-4,180.10	-3,495.62
资本支出	-2,725.92	-2,898.46	-4,007.15	-4,655.67	-5,471.97
长期投资	51.17	21.45	33.58	475.57	1,976.35
其他	-1,807.67	-4,837.69	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	3,989.62	4,823.34	-694.68	-472.98	-474.52
吸收投资	989.62	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	3,532.26	5,304.24	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	603.39	668.38	694.68	472.98	474.52
<b>现金流净增加额</b>	1,685.73	-486.09	700.02	1,448.71	2,098.29

## 研究团队简介

**陈淑娴，石化行业分析师。**北京大学数学科学学院（SMS）金融数学系学士，北京大学国家发展研究院（CCER）经济学双学士和西方经济学硕士。2017年7月加入信达证券研究开发中心，负责石油化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。