



2019-12-30

公司点评报告

买入/维持

桐昆股份(601233)

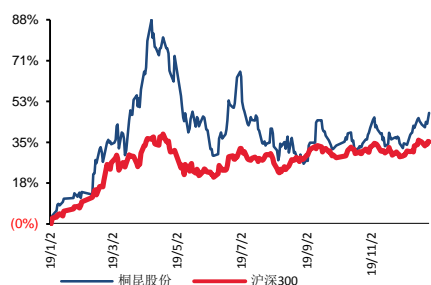
目标价: 19.65

昨收盘: 14.05

材料 材料 II

## 浙石化一期全面投产，一体化产业链成型

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,848/1,848
总市值/流通(百万元)	25,963/25,963
12个月最高/最低(元)	18.02/9.56

### 相关研究报告:

桐昆股份(601233)《Q3长丝盈利好转，浙石化项目即将投产》--2019/10/27

桐昆股份(601233)《【太平洋化工】桐昆股份：聚酯龙头，业绩持续改善，浙石化项目收获在即，维持“买入”》--2019/08/16

桐昆股份(601233)《【太平洋化工】桐昆股份2019Q1一季报点评：聚酯龙头，业绩如期改善，维持“买入”》--2019/04/25

### 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：刘和勇

电话：010-88321949

**事件：**12月30日，浙石化4000万吨/年炼化一体化项目（一期2000万吨）全面投产。

### 主要观点：

#### 1、浙石化一期全面投产，2020年步入收获期

继2019年5月浙石化一期第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）投入运行后，截至目前该项目炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车，实现稳定运行并生产出合格产品。后续浙石化还将进一步完善相关工艺参数调试、优化，提高装置生产运行水平。一期项目的全面投产标志着该项目2020年将步入收获期。根据可行性报告，该项目稳定运行后将贡献千亿规模的收入。公司拥有浙江石化工20%股权，浙石化一期投产标志着公司聚酯全产业链打通，进一步增强公司的盈利能力。

此外二期2000万吨/年炼油、140万吨/年乙烯项目的分包建设陆续签约，建成达产后有望打造国内第一、全球第五大炼化基地。

#### 2、长丝龙头持续放量，规模优势不断强化

公司四季度新增60万吨/年长丝产能，19年年底长丝产能将达到660万吨。前三季度，公司实现涤纶长丝销量419.69万吨，同比增长28.89%，预计全年长丝销量在520-550万吨左右。根据CCF测算，预计今年长丝需求增长5-7%，公司规模优势不断强化。近期随着聚酯厂商停产检修，下游年底补库存，长丝价格和盈利企稳回升。公司目前PTA产能370万吨，PTA可达到自给自足。

同时，公司规划投资160亿元，在江苏东洋口港建设500万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY，有望再造一个桐昆。

#### 3、产业链利润重新分配，桐昆最为受益

中国从上游炼化、PTA到下游织布、印染，产业链配套完整，全球占比近70%，短期内海外难以匹敌，即使下游服装产业外迁，部分原料仍会通过多种渠道进入东南亚市场，2-3年内不会对涤纶产业链产生根本影响。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。

在此大背景下，维持“PX大量投产，乙二醇中长期过剩，利好下游PTA、涤纶端利润”观点。而桐昆长丝产能最大，利润弹性也最大，在此过程中，将最为受益。

E-MAIL: liuhy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090003

#### 4、盈利预测及评级

预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 28.84 亿元、37.13 亿元和 45.82 亿元，对应 EPS 1.56 元、2.01 元和 2.48 元，PE 9.6X、7.4X 和 6.0X。考虑公司坚持打造炼化聚酯宝塔型企业，PTA-涤纶双弹性，入股的浙石化项目步入收获期，目标价 19.65 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求下滑，新建项目达产低于预期

##### ■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	41,601	51,069	59,167	66,227
(+/-%)	26.8%	22.8%	15.9%	11.9%
净利润(百万元)	2,120	2,884	3,713	4,582
(+/-%)	20.4%	36.0%	28.7%	23.4%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.56	2.01	2.48
市盈率(PE)	13.0	9.6	7.4	6.0

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

浙石化一期全面投产，一体化产业链成型

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	3,932	3,076	3,042	营业收入	41,601	51,069	59,167	66,227
应收票据	328	328	328	328	营业成本	36,742	44,864	52,303	59,274
应收账款	285	350	406	454	营业税金及附加	81	100	115	129
预付账款	540	660	769	871	销售费用	126	154	179	200
存货	4,147	5,064	5,904	6,690	管理费用	585	718	832	931
其他流动资产	1,030	1,030	1,030	1,030	研发费用	488	894	1,035	1,159
流动资产合计	11,976	11,363	11,511	12,415	财务费用	573	544	528	497
其他长期投资	43	43	43	43	资产减值损失	294	70	70	70
长期股权投资	5,247	5,247	5,247	5,247	公允价值变动收益	18	18	18	18
固定资产	14,893	19,240	23,593	28,017	投资收益	20	40	750	2,030
在建工程	1,331	1,464	1,611	1,772	营业利润	2,778	3,783	4,872	6,015
无形资产	1,068	1,068	1,068	1,068	营业外收入	16	16	16	16
其他非流动资产	102	102	102	102	营业外支出	7	7	7	7
非流动资产合计	22,685	27,165	31,664	36,249	利润总额	2,788	3,792	4,882	6,025
<b>资产合计</b>	<b>34,661</b>	<b>38,528</b>	<b>43,175</b>	<b>48,664</b>	所得税	656	893	1,149	1,418
短期借款	7,581	7,809	8,043	8,284	净利润	2,131	2,900	3,732	4,607
应付票据	2,341	2,341	2,341	2,341	少数股东损益	11	15	20	24
应付账款	2,929	3,577	4,170	4,725	归属母公司净利润	2,120	2,884	3,713	4,582
预收款项	180	221	256	286	NOPLAT	2,736	3,318	3,595	3,467
其他应付款	70	70	70	70	EPS (摊薄)	1.15	1.56	2.01	2.48
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	560	560	560	560					
流动负债合计	13,662	14,577	15,440	16,267	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	1,715	1,766	1,819	1,874	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
应付债券	3,042	3,042	3,042	3,042	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	110	110	110	110	营业收入增长率	26.8%	22.8%	15.9%	11.9%
非流动负债合计	4,868	4,919	4,972	5,027	EBIT增长率	48.2%	21.3%	8.4%	-3.6%
<b>负债合计</b>	<b>18,529</b>	<b>19,497</b>	<b>20,412</b>	<b>21,294</b>	归母公司净利润增长率	20.4%	36.0%	28.7%	23.4%
归属母公司所有者权益	16,071	18,955	22,668	27,250	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	61	76	95	120	毛利率	11.7%	12.2%	11.6%	10.5%
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,131</b>	<b>19,031</b>	<b>22,763</b>	<b>27,370</b>	净利率	5.1%	5.7%	6.3%	7.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>34,661</b>	<b>38,528</b>	<b>43,175</b>	<b>48,664</b>	ROE	13.2%	15.2%	16.4%	16.8%
					ROIC	12.5%	13.3%	12.4%	10.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	53.5%	50.6%	47.3%	43.8%
<b>现金流量表</b>					债务权益比	77.2%	66.9%	57.2%	48.6%
					流动比率	87.7%	77.9%	74.6%	76.3%
					速动比率	57.3%	43.2%	36.3%	35.2%
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4
<b>经营活动现金流</b>	3,130	5,208	6,002	6,244	应收账款周转天数	2	2	2	2
现金收益	4,415	5,681	6,439	6,655	应付账款周转天数	29	29	29	29
存货影响	-1,480	-917	-840	-787	存货周转天数	41	41	41	41
经营性应收影响	-164	-254	-235	-221	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	661	688	628	586	每股收益	1.15	1.56	2.01	2.48
其他影响	-303	10	10	10	每股经营现金流	1.69	2.82	3.25	3.38
<b>投资活动现金流</b>	-5,456	-6,656	-6,618	-6,076	每股净资产	8.70	10.26	12.27	14.75
资本支出	-4,124	-6,714	-7,386	-8,124	<b>估值比率</b>				
股权投资	-1,368	40	750	2,030	P/E	13.0	9.6	7.4	6.0
其他长期资产变化	36	18	18	18	P/B	1.7	1.5	1.2	1.0
<b>融资活动现金流</b>	4,689	-265	-240	-201	EV/EBITDA	7.9	6.1	5.3	5.0
借款增加	4,657	279	287	296					
财务费用	-573	-544	-528	-497					
股东融资	568	0	0	0					
其他长期负债变化	37	0	0	0					

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

## 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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@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。