

桐昆股份 (601233)

桐昆股份 2019 业绩预告点评： 业绩预告超预期，长丝行业龙头持续受益

评级：买入（维持）

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭中伟

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

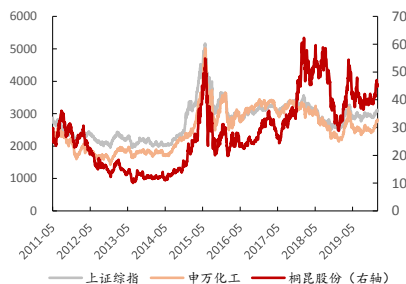
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,814	41,601	49,921	56,660	69,692
增长率 yoy%	28.27%	26.78%	20.00%	13.50%	23.00%
净利润(百万元)	1,761	2,120	2,840	3,984	4,918
增长率 yoy%	55.52%	20.42%	33.94%	40.28%	23.45%
每股收益(元)	0.95	1.15	1.56	2.19	2.70
每股现金流量	1.19	1.31	2.88	1.76	3.01
净资产收益率	13.16%	13.19%	15.64%	18.20%	18.51%
P/E	15.45	12.83	9.44	6.73	5.45
P/B	2.03	1.69	1.48	1.23	1.01

备注：股价选自 2020 年 01 月 15 日

基本状况

总股本(百万股)	1848
流通股本(百万股)	1848
市价(元)	14.72
市值(百万元)	27202
流通市值(百万元)	27202

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

■ **事件：**公司发布 2019 年业绩预告，实现归属净利润为 28-30 亿元，同比增加 32%-41%，扣非后业绩为 26.8-29.3 亿元，同比增加 29%-42%。据此计算，公司四季度业绩为 3.5-5.5 亿元，较去年同期盈利转正。

■ 事件点评：

涤纶长丝行业运行趋稳，季节性转淡无碍节后复苏。2019 年，涤纶长丝行业已从 2018Q4 的大幅下跌中恢复，供需逐渐趋于平稳，全年 POY 均价为 7936 元/吨，较前一年下跌 1587 元/吨，但是价差近下降 98 元/吨。而主要原料 PTA 均价在大幅下跌 707 元/吨的情况下，均价差扩大了 96 元/吨，这主要是受益于上游炼化项目投产带来的产业链内部利润的转移。进入 2019 年四季度以来，涤纶长丝行业进入传统淡季，价格价差均环比有所回落，POY 均价为 7093 元/吨，环比下降 849 元/吨，价差下跌 335 元/吨，PTA 均价为 4878 元/吨。

长丝主业不断发展，市占率有望持续提升。公司是国内涤纶长丝龙头企业，截至 2019 年中，拥有涤纶长丝产能 570 万吨，连续十多年来在国内及国际市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率超过 16%，全球占比约 11%。同时，公司不断提升主业实力与规模，恒优、恒优技改、恒腾等项目稳步推进，有望进一步提升市占率，巩固行业龙头地位。此外，随着上游炼化项目陆续投产，产业链利润向中下游环节转移；长丝行业龙头集中度提升，增强公司议价能力；在全球逆周期政策不断加码的背景下，下游需求或从底部走出；未来长丝行业盈利水平有望维持在较高水平，公司作为行业龙头，将充分受益。

浙石化全流程打通，有望增厚公司业绩。2019 年底，荣盛石化公告 4000 万吨/年炼化一体化项目（一期）全面投产。作为浙石化股东，公司持有其 20% 股份。浙石化项目的投产，不仅有望贡献稳定投资收益，增厚公司业绩，而且将使公司的聚酯产业链延伸至上游 PX 环节，极大的拓展了企业未来发展空间。

■ 投资建议：

公司四季度涤纶丝有增量，预计产品单吨盈利维持，业绩增长主要依靠销售放量。同时上游大炼化投产提供增量，具有长期成长逻辑，预计 2020-2021 年公司净利为 39.48 亿、49.18 亿，若不考虑 38 亿的可转债，则对应的估值为 6.73 倍、5.45 倍。基于长丝价格盈利稳定的判断，继续维持买入评级。

■ 风险提示事件：

油价及产品价格大幅波动；扩张产能释放不及预期；国内经济大幅下行。

附录：桐昆股份财务模型预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	32,814	41,601	49,921	52,417	60,279	货币资金	3,255	5,646	6,776	7,114	8,181
增长率	28.3%	26.8%	20.0%	5.0%	15.0%	应收款项	783	652	1,070	738	1,341
营业成本	-29,415	-36,742	-44,840	-47,239	-54,174	存货	2,667	4,147	4,169	4,592	5,455
% 销售收入	89.6%	88.3%	89.8%	90.1%	89.9%	其他流动资产	1,173	1,531	1,739	1,600	1,939
毛利	3,399	4,858	5,081	5,178	6,105	流动资产	7,878	11,976	13,754	14,044	16,916
% 销售收入	10.4%	11.7%	10.2%	9.9%	10.1%	% 总资产	29.7%	34.6%	38.7%	40.2%	45.9%
营业税金及附加	-81	-81	-97	-102	-118	长期投资	3,879	5,290	5,297	5,307	5,321
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	9,952	14,893	13,766	12,636	11,504
营业费用	-103	-126	-151	-159	-182	% 总资产	37.5%	43.0%	38.7%	36.2%	31.2%
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	789	1,068	1,271	1,460	1,632
管理费用	-800	-585	-702	-737	-847	非流动资产	18,680	22,685	21,798	20,897	19,971
% 销售收入	2.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	% 总资产	70.3%	65.4%	61.3%	59.8%	54.1%
息税前利润 (EBIT)	2,415	4,066	4,131	4,180	4,958	资产总计	26,558	34,661	35,552	34,941	36,887
% 销售收入	7.4%	9.8%	8.3%	8.0%	8.2%	短期借款	5,206	7,581	9,553	6,054	497
财务费用	-220	-573	-318	-323	-359	应付款项	4,859	5,520	7,087	6,220	9,027
% 销售收入	0.7%	1.4%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动负债	1,812	560	565	567	564
资产减值损失	-14	294	140	140	140	流动负债	11,876	13,662	17,206	12,841	10,088
公允价值变动收益	-19	18	5	2	-3	长期贷款	1,176	1,715	0	0	0
投资收益	23	20	13	1,500	2,000	其他长期负债	73	3,153	110	110	110
% 税前利润	1.1%	0.5%	0.3%	27.2%	29.6%	负债	13,125	18,529	17,316	12,952	10,198
营业利润	2,185	3,825	3,970	5,499	6,736	普通股股东权益	13,380	16,071	18,160	21,893	26,566
营业利润率	6.7%	9.2%	8.0%	10.5%	11.2%	少数股东权益	52	61	76	97	123
营业外收支	14	10	43	19	9	负债股东权益合计	26,558	34,661	35,552	34,941	36,887
税前利润	2,199	3,834	4,013	5,517	6,746	比率分析					
利润率	6.7%	9.2%	8.0%	10.5%	11.2%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-486	-656	-879	-1,233	-1,522	每股指标					
所得税率	22.1%	17.1%	21.9%	22.3%	22.6%	每股收益 (元)	0.95	1.15	1.56	2.19	2.70
净利润	1,769	2,131	2,855	4,005	4,944	每股净资产 (元)	7.24	8.70	9.97	12.02	14.58
少数股东损益	8	11	15	21	26	每股经营现金净流 (元)	1.19	1.31	2.88	1.76	3.01
归属于母公司的净利润	1,761	2,120	2,840	3,984	4,918	每股股利 (元)	0.10	0.10	0.00	0.14	0.13
净利率	5.4%	5.1%	5.7%	7.6%	8.2%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	13.16%	13.19%	15.64%	18.20%	18.51%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	6.66%	6.15%	8.03%	11.46%	13.40%
净利润	1,769	2,131	2,855	4,005	4,944	投入资本收益率	15.45%	14.48%	13.52%	20.31%	25.09%
加: 折旧和摊销	1,131	1,493	1,232	1,250	1,267	增长率					
资产减值准备	-14	294	0	0	0	营业总收入增长率	28.27%	26.78%	20.00%	5.00%	15.00%
公允价值变动损失	19	-18	5	2	-3	EBIT增长率	58.45%	56.58%	5.20%	38.26%	22.97%
财务费用	247	567	318	323	359	净利润增长率	55.52%	20.42%	33.94%	40.28%	23.45%
投资收益	-23	-20	-13	-1,500	-2,000	总资产增长率	39.77%	30.51%	2.57%	-1.72%	5.57%
少数股东损益	8	11	15	21	26	资产管理能力					
营运资金的变动	180	-2,072	919	-819	1,002	应收账款周转天数	6.1	3.2	3.2	3.2	3.2
经营活动现金净流	2,190	2,426	5,315	3,261	5,569	存货周转天数	26.1	29.5	30.0	30.1	30.0
固定资本投资	-3,031	-2,353	-60	-60	-50	应付账款周转天数	23.7	25.6	24.7	25.1	24.9
投资活动现金净流	-4,482	-7,715	-332	1,152	1,658	固定资产周转天数	103.5	107.5	103.3	90.7	72.1
股利分配	-182	-182	0	-252	-244	偿债能力					
其他	4,172	5,006	-3,854	-3,822	-5,916	净负债/股东权益	15.15%	34.49%	13.38%	-9.67%	-47.45%
筹资活动现金净流	3,990	4,823	-3,854	-4,074	-6,160	EBIT利息保障倍数	11.1	6.6	12.6	17.2	19.0
现金净流量	1,698	-465	1,129	339	1,067	资产负债率	49.42%	53.46%	48.71%	37.07%	27.65%

资料来源: WIND、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。