

大股东加码彰显公司信心，涤纶长丝龙头强者恒强

——桐昆股份（601233.SH）定增方案点评

要点

事件：1月11日晚，公司发布公告，拟定增募集不超过20亿元资金，用于“江苏洋口港经济及开发区热电联产扩建项目”和“年产15万吨表面活性剂、20万吨纺织专用助剂项目”。本次非公开发行的对象为公司控股股东桐昆控股的控股子公司磊鑫实业。

点评：

公司市值被低估，大股东加码彰显公司信心。根据保守估计，荣盛持有浙石化股权估值超1000亿元，荣盛51%股权即对应浙石化项目估值超2000亿元。而桐昆当前市值仅507亿元，拥有700万吨长丝+400万吨PTA，按浙石化2000亿元估值测算桐昆持有浙石化项目20%股权对应市值400亿元。从这角度看桐昆股份目前市值存在较大低估。而此次大股东加码20亿元，进一步投资相关项目，更是彰显了大股东对于公司未来发展的持久信心。

涤纶长丝龙头，成本优势显著，强者恒强。公司是涤纶长丝领域的龙头企业，自2009年以来稳居涤纶长丝行业全球第一的位置。截至2020年底，公司拥有690万吨聚合、740万吨涤纶长丝产能，市场占有率超过18%。桐昆作为国内涤纶长丝龙头，本身成本优势显著，同时公司通过极致的成本控制，进一步扩大自身的盈利能力。本次定增项目投产后，将进一步巩固公司在涤纶长丝领域的龙头地位，市占率提升叠加显著的成本优势，公司作为行业强者将持续强大。

长丝需求在骤降后已逐步恢复，PTA 产能过剩长丝行业将受益。受新冠疫情的影响，2020Q1国内长丝需求大幅下行。伴随着国内疫情逐步进入常态化防控状态，国内长丝需求在2020Q2和Q3逐步恢复，相关下游产品需求在2020Q4开始大幅增长。2019年Q4至2022年，PTA行业迎来新一轮产能周期，而涤纶长丝产能投放速度较为温和。面对未来过剩的PTA产能，下游聚酯行业的话语权有提升可能，长丝作为下游聚酯的主要应用之一，将明显受益。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司2020-2022年的盈利预测，预计公司2020-2022年净利润为27.3/44.1/54.4亿元，折合EPS为1.24/2.01/2.47元每股，当前股价对应PE分别为19/12/9倍，维持“买入”评级。

风险提示：涤纶长丝景气度提升不及预期的风险；浙石化二期项目投产进度和盈利不及预期的风险；PTA景气度进一步大幅下行的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	41,600.75	50,582.43	45,368.61	51,743.15	59,292.59
营业收入增长率	26.78%	21.59%	-10.31%	14.05%	14.59%
净利润（百万元）	2,120.25	2,884.41	2,728.72	4,406.72	5,435.79
净利润增长率	20.42%	36.04%	-5.40%	61.49%	23.35%
EPS（元）	1.16	1.56	1.24	2.01	2.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.19%	15.18%	12.59%	17.16%	17.98%
P/E	20	15	19	12	9
P/B	2.6	2.2	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-11

买入（维持）

当前价：23.08元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

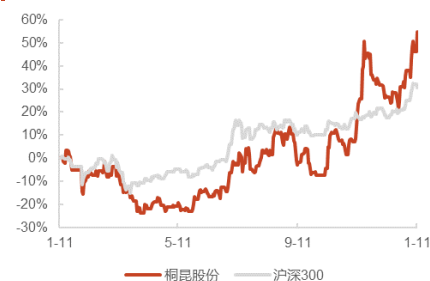
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.97
总市值(亿元)：	507.06
一年最低/最高(元)：	11.21/23.08
近3月换手率：	209.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.97	45.96	24.10
绝对	22.25	62.19	54.80

资料来源：Wind

相关研报

聚酯龙头将重回业绩增长通道——桐昆股份（601233.SH）投资价值分析报告（2020-11-05）

浙石化项目收益持续提升，‘涤纶长丝+PTA’盈利触底——桐昆股份（601233.SH）2020年中报点评

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,601	50,582	45,369	51,743	59,293
营业成本	36,742	44,610	41,898	46,972	53,752
折旧和摊销	1,493	1,806	2,029	2,156	2,307
税金及附加	81	122	109	124	143
销售费用	126	163	147	167	191
管理费用	585	660	592	675	773
财务费用	573	415	351	220	158
研发费用	488	1,118	1,003	1,144	1,311
投资收益	20	172	2,200	3,200	4,000
营业利润	2,778	3,757	3,555	5,735	7,071
利润总额	2,788	3,762	3,560	5,740	7,077
所得税	656	866	819	1,321	1,629
净利润	2,131	2,896	2,741	4,419	5,448
少数股东损益	11	12	12	12	12
归属母公司净利润	2,120	2,884	2,729	4,407	5,436
EPS(按最新股本计, 元)	1.16	1.56	1.24	2.01	2.47

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,426	5,116	2,499	4,231	4,721
净利润	2,120	2,884	2,729	4,407	5,436
折旧摊销	1,493	1,806	2,029	2,156	2,307
净营运资金增加	2,480	(2,098)	(465)	446	475
其他	(3,667)	2,524	(1,794)	(2,778)	(3,497)
投资活动产生现金流	(7,715)	(3,664)	(964)	(24)	451
净资本支出	(2,898)	(2,980)	(3,200)	(3,200)	(3,550)
长期投资变化	5,247	6,830	0	0	0
其他资产变化	(10,063)	(7,514)	2,236	3,176	4,001
融资活动现金流	4,823	569	(2,341)	(3,124)	(2,887)
股本变化	521	26	349	0	0
债务净变化	4,657	866	(1,934)	(2,495)	(1,848)
无息负债变化	747	1,528	(654)	1,052	1,356
净现金流	(486)	2,012	(806)	1,084	2,285

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	11.7%	11.8%	7.7%	9.2%	9.3%
EBITDA 率	11.6%	11.5%	8.2%	9.5%	9.3%
EBIT 率	8.0%	7.9%	3.8%	5.3%	5.4%
税前净利润率	6.7%	7.4%	7.8%	11.1%	11.9%
归母净利润率	5.1%	5.7%	6.0%	8.5%	9.2%
ROA	6.1%	7.2%	6.8%	10.4%	11.7%
ROE (摊薄)	13.2%	15.2%	12.6%	17.2%	18.0%
经营性 ROIC	10.3%	12.1%	5.0%	7.7%	8.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	53%	52%	46%	40%	35%
流动比率	0.88	0.75	0.87	1.15	1.53
速动比率	0.57	0.59	0.68	0.90	1.22
归母权益/有息债务	1.30	1.44	1.92	2.93	4.36
有形资产/有息债务	2.71	2.91	3.41	4.65	6.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	34,661	40,001	40,099	42,663	46,735
货币资金	5,646	8,519	7,713	8,796	11,081
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	285	264	237	270	310
应收票据	328	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	39	30	27	31	36
存货	4,147	2,717	2,552	2,861	3,274
其他流动资产	991	640	640	640	640
流动资产合计	11,976	12,745	11,708	13,203	16,032
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	5,247	6,830	6,830	6,830	6,830
固定资产	14,893	17,073	16,630	16,350	16,286
在建工程	1,331	1,717	2,863	3,722	4,576
无形资产	1,068	1,502	1,670	1,834	1,946
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	49	21	21	21
非流动资产合计	22,685	27,256	28,391	29,460	30,703
总负债	18,529	20,924	18,336	16,892	16,400
短期借款	7,581	8,247	5,343	2,348	0
应付账款	2,929	3,104	2,916	3,269	3,740
应付票据	2,341	3,153	2,962	3,320	3,800
预收账款	180	251	225	256	294
其他流动负债	0	308	129	347	606
流动负债合计	13,662	16,970	13,414	11,467	10,473
长期借款	1,715	891	1,891	2,391	2,891
应付债券	3,042	2,944	2,914	2,914	2,914
其他非流动负债	106	109	107	110	113
非流动负债合计	4,868	3,954	4,922	5,424	5,927
股东权益	16,131	19,077	21,764	25,771	30,335
股本	1,822	1,848	2,197	2,197	2,197
公积金	6,677	7,068	7,352	7,352	7,352
未分配利润	6,821	9,404	11,442	15,437	19,989
归属母公司权益	16,071	19,006	21,681	25,677	30,229
少数股东权益	61	71	83	95	107

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0%	0%	0%	0%	0%
管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%
财务费用率	1%	1%	1%	0%	0%
研发费用率	1%	2%	2%	2%	2%
所得税率	24%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.12	0.24	0.19	0.40	0.50
每股经营现金流	1.33	2.77	1.14	1.93	2.15
每股净资产	8.82	10.28	9.87	11.69	13.76
每股销售收入	22.83	27.37	20.65	23.55	26.99

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	20	15	19	12	9
PB	2.6	2.2	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	11	8	15	11	9
股息率	1%	1%	1%	2%	2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼