

公司研究/公告点评

2021年01月12日

基础化工/化学纤维

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 23.08  
目标价格(元): 27.52

**刘曦** SAC No. S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

**庄汀洲** SAC No. S0570519040002  
研究员 010-56793939  
zhuangtingzhou@htsc.com

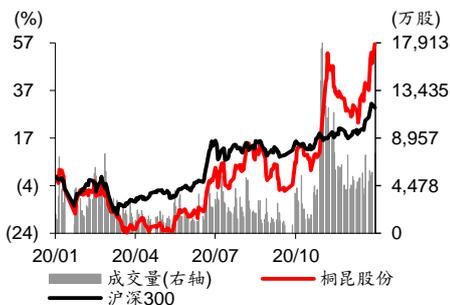
**陈莉** SAC No. S0570520070001  
研究员 SFC No. BMV473  
0755-82766183  
chenli2832@htsc.com

**虞志豪** SAC No. S0570119090045  
联系人 0755-23612904  
yuzhihao@htsc.com

相关研究

- 1《桐昆股份(601233 SH,增持): 涤纶长丝再加码, 进一步巩固龙头地位》2020.12
- 2《桐昆股份(601233 SH,增持): 聚酯景气触底回升, 炼化支撑利润》2020.11
- 3《桐昆股份(601233 SH,增持): 聚酯延续下行, 关注行业景气拐点》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 拟定增完善产业链, 大股东全额参与桐昆股份(601233)

## 公告非公开发行股票预案, 维持“增持”评级

桐昆股份于1月11日公告以现金方式向公司控股股东桐昆控股(未上市)的控股子公司磊鑫实业(未上市)非公开发行A股股票, 此次非公开发行股票的价格为16.07元/股, 募集资金总额(含发行费用)不超过20亿元, 拟用于“江苏省洋口港经济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”。我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.24/1.72/2.09元, 维持“增持”评级。

## 进一步完善公司产业链, 加强成本优势

前期公司公告(公告编号: 2020-105)拟在江苏如东县投资建设240万吨新型功能性纤维石化聚酯一体化项目, 由于片区内公共热源难以满足公司需求, 因此公司自建6×270t/h+1×120t/h高温超高压循环流化床锅炉+2×B10MW背压机+2×CB30MW级抽背式汽轮机热电联产项目, 公司预计项目建设期5年, 总投资21.8亿元。年产15万吨表面活性剂、20万吨纺织专用助剂项目主要应用于纺丝及后加工等过程, 部分新增产能将用于集团自用, 公司预计项目建设期3年, 总投资20.5亿元。上述项目顺利建成后, 有望进一步完善公司产业链, 降低公司整体生产成本。

## 聚酯景气望稳步复苏

据CCF, 1月8日华东地区涤纶长丝POY/FDY/DTY(150D)报价分别为6165/7880/7100元/吨, 自10月底以来分别上涨19.0%/13.4%/11.8%, 主力品种POY(150D)价差为1353元/吨, 自10月底以来扩大13%。PTA方面, 1月8日华东地区报价3850元/吨, 10月底以来回升21.2%, PTA-PX价差123美元/吨, 10月底以来回升122.3%。后续伴随海外需求逐步复苏, 聚酯链条盈利能力有望稳步复苏。

## 浙石化二期快速推进, 抬升公司长期盈利基础

参股公司浙江石化(权益占比20%)继2020年完成一期2000万吨炼化一体化项目投产后, 仍在快速推进二期2000万吨炼化一体化项目, 公司预计2021-2022年装置陆续投产, 我们认为浙石化项目完全落地后, 依托规模优势, 产业链一体化优势及配套工程优势, 有望抬升公司长期盈利基础。

## 维持“增持”评级

考虑到聚酯景气快速复苏, 我们上调公司2020-2022年净利润预测至27.3/37.9/46.0(26.5/34.2/42.1亿元), 由于公司可转债转股导致的总股本变化, 对应EPS变更为1.24/1.72/2.09元(前值1.24/1.60/1.97元), 基于可比公司2021年Wind一致预期平均15倍PE的估值水平, 考虑到公司未来新建项目盈利增量贡献较大, 给予公司2021年16倍PE, 对应目标价27.52元(前值20.80元), 维持“增持”评级。

风险提示: 原油价格大幅波动风险, 下游需求恢复不达预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,197
流通A股(百万股)	2,197
52周内股价区间(元)	11.39-23.08
总市值(百万元)	50,706
总资产(百万元)	44,943
每股净资产(元)	9.47

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,601	50,582	47,648	57,990	60,662
+/-%	26.78	21.59	(5.80)	21.70	4.61
归属母公司净利润(百万元)	2,120	2,884	2,727	3,785	4,595
+/-%	20.42	36.04	(5.47)	38.83	21.39
EPS(元, 最新摊薄)	0.97	1.31	1.24	1.72	2.09
PE(倍)	23.92	17.58	18.60	13.40	11.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

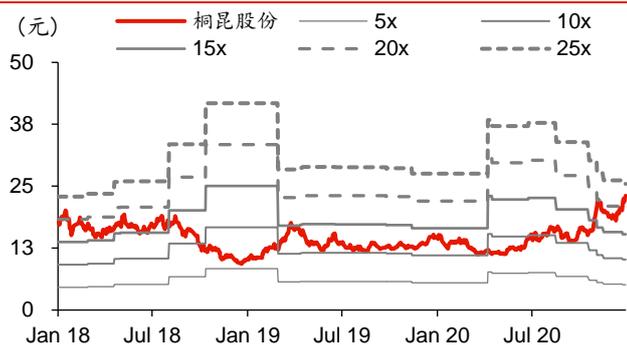
上市公司	彭博代码	最新市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
			2020E	2021E	2020E	2021E		
恒逸石化	000703 CH	486	1.17	1.44	11	9	6.8	1.9
恒力石化	600346 CH	2332	1.88	2.20	18	15	6.2	5.3
新凤鸣	603225 CH	236	0.53	1.17	32	14	8.1	2.1
荣盛石化	002493 CH	2050	1.10	1.55	28	20	5.2	5.8
平均					22	15		3.8

备注：股价为 1 月 11 日收盘价，所有公司 BPS 截至 2020 年 9 月 30 日；所有公司 EPS 均来自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

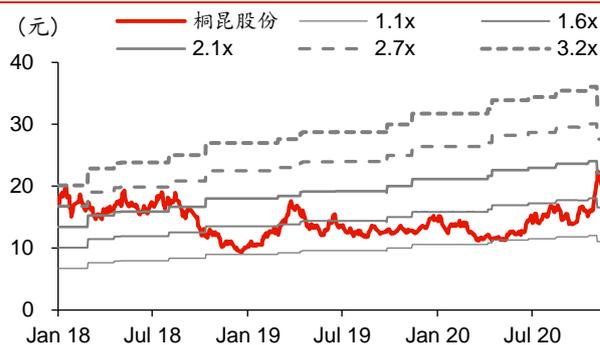
### PE/PB-Bands

图表2：桐昆股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：桐昆股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,976	12,745	12,919	15,149	13,206
现金	5,646	8,519	6,727	8,201	6,077
应收账款	285.12	264.21	1,097	1,222	1,359
其他应收账款	39.01	30.33	41.27	42.14	45.65
预付账款	540.19	573.56	617.65	671.01	726.63
存货	4,147	2,717	3,379	3,972	4,055
其他流动资产	1,318	640.64	1,057	1,040	941.88
非流动资产	22,685	27,256	29,297	32,761	37,596
长期投资	5,247	6,830	8,362	10,059	12,494
固定投资	14,893	17,073	17,610	18,773	20,516
无形资产	1,068	1,502	1,629	1,787	1,971
其他非流动资产	1,477	1,852	1,696	2,142	2,615
资产总计	34,661	40,001	42,216	47,910	50,801
流动负债	13,662	16,970	14,844	17,525	16,747
短期借款	7,581	8,247	6,313	8,285	6,903
应付账款	2,929	3,104	3,353	3,655	3,948
其他流动负债	3,151	5,618	5,178	5,584	5,896
非流动负债	4,868	3,954	3,853	4,009	4,253
长期借款	4,757	3,835	3,751	3,903	4,148
其他非流动负债	110.35	118.80	102.46	105.61	105.28
负债合计	18,529	20,924	18,698	21,533	21,000
少数股东权益	60.61	71.03	83.62	100.89	121.60
股本	1,822	1,848	2,197	2,197	2,197
资本公积	5,918	6,226	8,014	8,014	8,014
留存公积	7,580	10,246	12,163	14,825	18,056
归属母公司股东权益	16,071	19,006	23,435	26,276	29,680
负债和股东权益	34,661	40,001	42,216	47,910	50,801

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,426	5,116	2,023	4,082	4,804
净利润	2,131	2,896	2,739	3,803	4,616
折旧摊销	1,493	1,806	1,646	1,876	2,182
财务费用	573.22	415.06	390.25	187.28	74.08
投资损失	(19.90)	(171.54)	(1,532)	(1,697)	(2,435)
营运资金变动	(1,872)	11.25	(1,232)	(66.49)	399.54
其他经营现金	120.22	159.40	12.39	(20.00)	(32.40)
投资活动现金	(7,715)	(3,664)	(2,176)	(3,623)	(4,549)
资本支出	2,914	3,016	2,211	3,643	4,582
长期投资	(1,392)	(1,449)	(1,532)	(1,697)	(2,435)
其他投资现金	(3,409)	801.47	1,567	1,717	2,467
筹资活动现金	4,823	569.33	(1,639)	(633.32)	(730.87)
短期借款	2,375	665.91	(1,935)	1,972	(1,382)
长期借款	3,581	(922.18)	(84.20)	152.18	244.56
普通股增加	520.55	26.00	349.30	0.00	0.00
资本公积增加	(520.55)	307.57	1,788	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,133)	492.03	(1,757)	(2,758)	406.37
现金净增加额	(486.09)	2,012	(1,792)	(173.69)	(476.12)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,601	50,582	47,648	57,990	60,662
营业成本	36,742	44,610	43,589	52,564	54,989
营业税金及附加	81.13	121.67	95.30	115.98	121.32
营业费用	125.84	163.37	171.53	208.76	218.38
管理费用	584.85	659.56	1,429	1,740	1,820
财务费用	573.22	415.06	390.25	187.28	74.08
资产减值损失	(293.54)	0.00	(16.00)	(15.00)	(14.00)
公允价值变动收益	17.88	0.97	13.00	20.00	32.40
投资净收益	19.90	171.54	1,532	1,697	2,435
营业利润	2,778	3,757	3,552	4,924	5,979
营业外收入	16.18	38.19	40.00	50.00	50.00
营业外支出	6.56	32.96	35.00	35.00	35.00
利润总额	2,788	3,762	3,557	4,939	5,994
所得税	656.27	866.00	818.19	1,136	1,379
净利润	2,131	2,896	2,739	3,803	4,616
少数股东损益	11.20	11.89	12.59	17.27	20.71
归属母公司净利润	2,120	2,884	2,727	3,785	4,595
EBITDA	4,872	6,310	5,879	7,582	8,857
EPS (元, 基本)	0.97	1.31	1.24	1.72	2.09

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.78	21.59	(5.80)	21.70	4.61
营业利润	23.99	35.24	(5.45)	38.60	21.45
归属母公司净利润	20.42	36.04	(5.47)	38.83	21.39
获利能力 (%)					
毛利率	11.68	11.81	8.52	9.36	9.35
净利率	5.12	5.73	5.75	6.56	7.61
ROE	13.21	15.18	12.81	15.69	16.68
ROIC	14.70	20.54	19.76	23.99	25.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.46	52.31	44.29	44.95	41.34
净负债比率 (%)	42.14	25.14	17.00	17.77	19.22
流动比率	0.88	0.75	0.87	0.86	0.79
速动比率	0.46	0.52	0.55	0.56	0.46
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.36	1.16	1.29	1.23
应收账款周转率	119.70	184.16	70.00	50.00	47.00
应付账款周转率	14.06	14.79	13.50	15.00	14.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.31	1.24	1.72	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	2.33	0.92	1.86	2.19
每股净资产(最新摊薄)	6.97	8.34	9.38	10.67	12.22
估值比率					
PE (倍)	23.92	17.58	18.60	13.40	11.04
PB (倍)	3.31	2.77	2.46	2.16	1.89
EV_EBITDA (倍)	11.82	8.81	9.26	7.27	6.34

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，刘曦、庄汀洲、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师刘曦、庄汀洲、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com