

参股浙石化一体化项目获大额收益, 持续向产业链上游延伸巩固成本优势

——桐昆股份 (601233) 点评报告

增持 (维持)

2021年04月19日

报告关键要素:

4月16日, 桐昆股份发布2020年年度报告。报告期内, 公司实现营业收入458.32亿元, 同比下降9.39%; 实现利润总额30.03亿元, 同比下降20.18%; 实现基本每股收益1.52元, 同比下降3.18%。

投资要点:

- **全年盈利水平受原油价格波动影响略有下滑, Q4 环比改善显著:** 公司主营产品涤纶长丝及原材料系石油炼化衍生品, 易受原油价格波动影响。2020Q2起原油价格暴跌, 成本端价格下滑向下游传导, 导致长丝价格下降。需求端海外疫情严重, 产品出口受影响导致订单量萎缩。产业链上下游冷清行情延续至Q3使公司全年盈利能力下滑, 毛利率同比下降5.49pct。分季度来看, Q4起下游纺织服装等行业需求回暖, 订单量显著提升。叠加原油价格反弹, 成本端和需求端同时对PTA、乙二醇及涤纶长丝市场形成了利好支撑, Q4公司实现营业收入130.13亿元, 环比上涨13.39%; 实现净利润10.47亿元, 环比上涨35.44%。
- **浙石化炼化一体化一期项目全面投产, 获取丰厚投资收益的同时强化成本优势:** 公司2017年上半年通过全资子公司参股并持有浙石化“4000万吨/年炼化一体化项目”20%股权, 现该项目一期已全面投产, 并产生了良好的经济效益, 同时二期项目建设正顺利推进, 2020年内该项目为公司贡献投资收益22.3亿元, 使公司在主营产品盈利能力下滑的同时, ROE依然实现了正增长。2020年公司加权平均ROE为13.71%, 同比上涨4.74pct。浙石化项目的投产一方面有助于公司继续向产业链上游PX、乙二醇等产品延伸, 削弱原材料价格波动对公司主营产品成本端的影响, 进一步强化公司的成本优势; 另一方面也将持续为公司贡献投资收益。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2021-2023年营业收入分别为532.26/611.38/690.23亿元, EPS分别为2.28/2.88/3.08, P/E分别为9.0/7.1/6.7, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 原油及上游原材料价格波动风险、产业链延伸进展不及预期风险、环保政策加压导致生产成本增加风险。

基础数据

总股本(百万股)	2,287.53
流通A股(百万股)	2,287.53
收盘价(元)	20.50
总市值(亿元)	468.94
流通A股市值(亿元)	468.94

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20200831-公司半年报点评-AAA-主营产品价格下滑, 上半年业绩低于预期

万联证券研究所 20191028-桐昆股份(601233) 季报点评-AAA-公司盈利能力提升、业绩符合预期

分析师:

黄侃

执业证书编号: S0270520070001

电话: 02036653064

邮箱: huangkan@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	45832.69	53225.67	61137.72	69022.89
增长比率(%)	-9	16	15	13
净利润(百万元)	2846.53	5208.62	6597.30	7037.33
增长比率(%)	-1	83	27	7
每股收益(元)	1.24	2.28	2.88	3.08
市盈率(倍)	16.47	9.00	7.11	6.66
市净率(倍)	1.83	1.50	1.23	1.03

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	45833	53226	61138	69023
%同比增速	-9%	16%	15%	13%
营业成本	42937	46379	53078	60572
毛利	2895	6846	8060	8451
%营业收入	6%	13%	13%	12%
税金及附加	90	113	129	144
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	79	130	143	157
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	688	756	873	992
%营业收入	2%	1%	1%	1%
研发费用	1042	1101	1321	1483
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	327	282	181	81
%营业收入	1%	1%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	7	0	0	0
其他收益	73	81	97	108
投资收益	2173	1326	1762	2113
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	50	0	0	0
资产处置收益	-2	-1	-1	-2
营业利润	2969	5871	7271	7813
%营业收入	6%	11%	12%	11%
营业外收支	33	0	0	0
利润总额	3003	5871	7271	7813
%营业收入	7%	11%	12%	11%
所得税费用	147	642	648	749
净利润	2856	5229	6623	7064
%营业收入	6%	10%	11%	10%
归属于母公司的净利润	2847	5209	6597	7037
%同比增速	-1%	83%	27%	7%
少数股东损益	10	21	25	27
EPS (元/股)	1.24	2.28	2.88	3.08

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.24	2.28	2.88	3.08
BVPS	11.22	13.63	16.67	19.92
PE	16.47	9.00	7.11	6.66
PEG	—	0.11	0.27	1.00
PB	1.83	1.50	1.23	1.03
EV/EBITDA	16.63	6.69	5.94	5.34
ROE	11%	17%	17%	15%
ROIC	2%	11%	12%	10%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6726	888	2389	6136
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	166	320	311	355
存货	2865	3361	3643	4215
预付款项	313	482	518	579
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	505	508	514	521
流动资产合计	10575	5559	7375	11806
长期股权投资	12657	12657	12657	12657
固定资产	18764	23113	26418	29941
在建工程	2298	2938	3517	4116
无形资产	1598	1969	2258	2543
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	234	234	234	234
其他非流动资产	863	860	857	854
资产总计	46989	47329	53316	62151
短期借款	7637	2236	0	0
应付票据及应付账款	6524	6801	7820	8957
预收账款	1	127	124	125
合同负债	425	230	307	375
应付职工薪酬	167	169	194	224
应交税费	478	562	648	729
其他流动负债	8565	3088	896	939
流动负债合计	16159	10976	9989	11349
长期借款	3608	3608	3608	3608
应付债券	1176	1176	1176	1176
递延所得税负债	68	68	68	68
其他非流动负债	222	222	222	222
负债合计	21234	16051	15064	16423
归属于母公司的所有者权益	25672	31175	38124	45573
少数股东权益	82	103	128	155
股东权益	25755	31278	38252	45728
负债及股东权益	46989	47329	53316	62151

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	3347	6571	8388	8271
投资	-3720	0	0	0
资本性支出	-3889	-7968	-6220	-6494
其他	3076	1326	1762	2113
投资活动现金流净额	-4533	-6642	-4457	-4381
债权融资	0	0	0	0
股权融资	1	0	0	0
银行贷款增加(减少)	18324	-5401	-2236	0
筹资成本	-847	-366	-194	-144
其他	-14774	0	0	0
筹资活动现金流净额	2704	-5767	-2430	-144
现金净流量	1518	-5838	1501	3747

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场