

证券研究报告

公司研究

点评报告

桐昆股份 (601233.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴 石化行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: chenshuxian@cindasc.com

曹熠 石化行业研究助理
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: caoyi@cindasc.com

相关研究

《“桐昆转债”提前赎回，长丝龙头破茧重生！》2020.11.12
《桐20转债强制赎回，织布染整纵深推进！》2020.12.3
《纺服需求预期修复，长丝龙头有望量价齐升！》2020.1.21
《浙石化业绩持续释放，Q2长丝龙头产销放量！》2020.8.30
《底部业绩环比修复，浙石化收益持续增长！》2020.11.1
《“桐昆转债”提前赎回，长丝龙头破茧重生！》2020.11.12
《定增扩建配套项目，强化聚酯内核竞争力》2021.01.11
《浙石化贡献业绩，深耕聚酯“再造新桐昆”》2021.04.17

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

长丝景气度上行，龙头毛利率显著提升

2021年4月28日

事件: 2021年4月28日，桐昆股份发布2021年一季报，2021年一季度公司实现营业收入111.33亿元，同比上升44.70%，环比下降14.45%；实现归属于母公司股东净利润17.17亿元，同比上升300.69%，环比上升64.39%；实现扣非后归属母公司股东净利润17.33亿元，同比上升309.64%，环比上升74.87%；实现基本每股收益0.76元，业绩符合预期。

点评:

➢ **1季度长丝景气度快速上行，公司毛利率大幅提升。**2021年一季度，公司共生产涤纶长丝172.68万吨，其中POY 128.66万吨、FDY 25.18万吨和DTY 18.84万吨，同比增长11.13%，环比增长0.26%；公司共销售涤纶长丝149.16万吨，其中POY 112.44万吨、FDY 20.37万吨和DTY 16.35万吨，同比增长54.20%，环比减少19.09%。1季度公司涤纶长丝整体产销率为86.38%，环比下滑20.66pct。2021年1季度，公司销售POY价格（不含税）为5947.94元/吨，同比上升1.06%；FDY价格为6599.69元/吨，同比上升5.86%；DTY价格为8037.79元/吨，同比上升4.34%；PTA价格为3412.33元/吨，同比下降5.29%。由于1季度国际油价一度上升至70美元/桶上方，涤纶长丝景气度显著上行，1季度公司销售涤纶长丝价格同比2020年平均价格显著上涨。根据我们的测算，刨除浙江石化投资收益8.70亿元，1季度公司聚酯归母净利润为8.47亿元，公司1季度涤纶长丝的单吨利润约为568元/吨。春节后由于涤纶长丝行业整体价格上涨幅度较大，行业产销率在一季度中后段有所下滑，受此影响公司1季度产销率环比有所下滑，公司存货环比增加65.72%至47.48亿元。但受涤纶长丝价格提升的利好，公司1季度毛利率上升至15.58%，远高于2020年平均6.32%的水平。涤纶长丝景气周期上行的背景下，公司涤纶长丝业绩增厚，支撑公司在1季度创造高毛利。

➢ **浙石化二期等待达产，内生增长步履不停。**2021年1季度，浙石化项目为公司贡献8.70亿元投资收益，同比增长171.88%，环比增长31.02%。浙石化投资收益占公司扣非归母净利润的50.20%，是公司业绩的重要来源之一。2020年11月浙江石化二期常减压装置投产，盈利能力逐步提升，为浙江石化贡献部分业绩。目前浙江石化还未完全达成，预计全部投产后，将继续为公司贡献大量业绩。未来公司将继续受益浙江石化4000万吨/年项目全部实现满产，业绩仍有较大上升空间。2020年4季度恒超50万吨/年智能化超仿真纤维项目投产，后道长丝装置将逐步开启。目前公司仍有2个重大项目正在建设：（1）桐昆（江苏南通如东洋口港）聚酯一体化项目建设年产500万吨PTA、240万吨聚酯纺丝项目，目前项目仍在建设中。（2）浙江恒翔15万吨表面活性剂、20万吨纺织专用助剂建设项目，目前已经完成前期报批手续，主体结构已封顶。另外公司在沭阳临港产业园建设240万吨/年长丝（短纤）产能的项目正在规划中，计划总投资达到150亿元。未来前述项目全部

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

建成后，公司长丝产能将超过 1200 万吨，未来将实现公司“再造一个新桐昆”的目标，并且实现聚酯产业链下游全布局，扩大龙头优势。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 60.40 亿元、70.82 亿元和 70.72 亿元，EPS（摊薄）分别为 2.75 元/股、3.22 元/股和 3.22 元/股，对应 2021 年 4 月 28 日的收盘价，PE 分别为 8 倍、7 倍和 7 倍。我们看好公司在涤纶长丝领域的龙头地位和市占率进一步提升。浙石化二期项目已投产，公司持续受益于合资的浙石化项目带来的高额投资收益，公司盈利能力持续加强，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；公司项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；新冠肺炎疫情反复导致终端需求恢复放缓的风险；浙江石化炼化一体化项目盈利不及预期的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	50,582.43	45,832.69	55,215.39	55,498.70	57,428.65
增长率 YoY %	21.59%	-9.39%	20.47%	0.51%	3.48%
归属母公司净利润 (百万元)	2,884.41	2,846.53	6,039.57	7,082.43	7,071.87
增长率 YoY%	36.04%	-1.31%	112.17%	17.27%	-0.15%
毛利率%	11.81%	6.32%	12.72%	12.24%	11.71%
净资产收益率ROE%	16.45%	12.74%	21.15%	20.25%	16.82%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.30	2.75	3.22	3.22
市盈率 P/E(倍)	17	17	8	7	7
市净率 P/B(倍)	2.55	1.89	1.54	1.26	1.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	12,744.67	10,575.33	14,387.24	18,899.81	22,948.32	
货币资金	8,518.88	6,725.86	10,058.95	14,530.77	18,412.83	
应收票据	267.47	273.88	329.95	331.64	343.17	
应收账款	264.21	165.99	199.97	200.99	207.98	
预付账款	573.56	313.25	351.56	355.31	369.89	
存货	2,717.06	2,864.95	3,215.40	3,249.68	3,383.03	
其他	403.49	231.41	231.41	231.41	231.41	
非流动资产	27,256.27	36,413.36	38,896.72	41,572.05	44,943.62	
长期股权投资	6,829.86	12,656.52	12,656.52	12,656.52	12,656.52	
固定资产	17,072.52	18,764.23	22,761.85	26,108.88	29,075.22	
无形资产	1,501.91	1,597.91	2,097.91	2,329.48	2,494.41	
其他	1,851.98	3,394.70	1,380.44	477.17	717.48	
资产总计	40,000.94	46,988.70	53,659.61	60,847.52	68,267.60	
流动负债	16,970.06	16,159.49	17,055.61	17,136.65	17,460.47	
短期借款	8,247.25	7,637.10	7,637.10	7,637.10	7,637.10	
应付票据	3,153.35	3,530.05	3,961.85	4,004.10	4,168.40	
应付账款	3,104.35	2,993.53	3,359.70	3,395.53	3,534.86	
其他	2,465.11	1,998.81	2,096.96	2,099.92	2,120.11	
非流动负债	3,953.92	5,074.47	5,074.47	5,074.47	5,074.47	
长期借款	891.05	3,608.30	3,608.30	3,608.30	3,608.30	
其他	3,062.87	1,466.17	1,466.17	1,466.17	1,466.17	
负债合计	20,923.98	21,233.96	22,130.08	22,211.12	22,534.94	
少数股东权益	71.03	82.24	103.07	127.50	151.90	
归属母公司	19,005.93	25,672.49	31,426.46	38,508.89	45,580.76	
负债和股东权益	40,000.94	46,988.70	53,659.61	60,847.52	68,267.60	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	50,582.43	45,832.69	55,215.39	55,498.70	57,428.65	
同比	21.59%	-9.39%	20.47%	0.51%	3.48%	
归属母公司净利润	2,884.41	2,846.53	6,039.57	7,082.43	7,071.87	
同比	36.04%	-1.31%	112.17%	17.27%	-0.15%	
毛利率(%)	11.81%	6.32%	12.72%	12.24%	11.71%	
ROE%	16.45%	12.74%	21.15%	20.25%	16.82%	
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.30	2.75	3.22	3.22	
P/E	17	17	8	7	7	
P/B	2.55	1.89	1.54	1.26	1.06	
EV/EBITDA	8.88	10.90	5.51	4.74	4.58	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	50,582.4	45,832.6	55,215.39	55,498.70	57,428.65	
营业成本	44,610.3	42,937.4	48,189.60	48,703.51	50,701.98	
营业税金及附加	121.67	90.50	109.02	109.58	113.39	
销售费用	163.37	79.29	95.53	96.02	99.36	
管理费用	659.56	688.32	829.24	833.49	862.47	
研发费用	1,118.11	1,041.95	1,255.25	1,261.69	1,305.57	
财务费用	415.06	326.92	475.58	312.43	161.90	
减值损失合	-1.85	6.95	75.94	25.58	35.51	
投资净收益	171.54	2,172.79	3,583.27	4,978.57	4,964.88	
其他	89.37	135.40	82.15	77.51	79.83	
营业利润	3,757.07	2,969.48	7,850.66	9,212.47	9,193.18	
营业外收支	5.23	33.48	21.83	19.38	24.90	
利润总额	3,762.30	3,002.97	7,872.49	9,231.84	9,218.07	
所得税	866.00	146.62	1,812.08	2,124.98	2,121.81	
净利润	2,896.30	2,856.35	6,060.41	7,106.86	7,096.26	
少数股东损	11.89	9.82	20.83	24.43	24.39	
归属母公司	2,884.41	2,846.53	6,039.57	7,082.43	7,071.87	
EBITDA	6,081.54	5,592.10	11,055.11	12,845.55	13,306.78	
EPS(当年)(元)	1.56	1.30	2.75	3.22	3.22	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	5,116.00	3,347.48	6,071.02	5,790.96	6,377.96	
净利润	2,896.30	2,856.35	6,060.41	7,106.86	7,096.26	
折旧摊销	1,805.52	2,067.99	2,476.01	2,940.33	3,398.71	
财务费用	513.71	521.15	706.60	673.38	689.99	
投资损失	-171.54	-171.54	-2,172.79	-3,583.27	-4,978.57	
营运资金变	11.25	273.96	341.37	14.70	121.86	
其它	60.76	-199.17	69.89	34.25	36.00	
投资活动现	-3,663.81	-4,532.93	-1,116.17	-645.76	-1,805.90	
资本支出	-2,979.94	-3,889.46	-4,699.44	-5,624.33	-6,770.78	
长期投资	35.26	2.21	3,583.27	4,978.57	4,964.88	
其他	-719.13	-645.68	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现	569.33	2,704.28	-992.21	-673.38	-689.99	
吸收投资	0.00	1.39	0.00	0.00	0.00	
借款	1,242.39	3,551.80	0.00	0.00	0.00	
支付利息或股息	676.54	847.10	992.21	673.38	689.99	
现金流净增加额	2,011.86	1,518.07	3,962.64	4,471.82	3,882.06	

研究团队简介

陈淑娟，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围2020年第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获2020年第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020年第8届Wind“金牌分析师”石化行业第四名，2020年“21世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告，2019年第7届Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威平台发表文章。

曹熠，石化行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。