

石油化工

桐昆股份 (601233.SH)

维持评级

报告原因：业绩公告

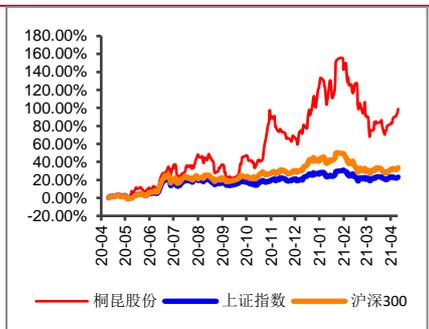
一季度业绩大幅增长，浙石化贡献主要投资收益

增持

2021年4月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月29日

收盘价(元):	22.59
年内最高/最低(元):	31/18.9
流通 A 股/总股本(亿):	22.88/22.88
流通 A 股市值(亿):	517
总市值(亿):	517

基础数据：2021年3月31日

基本每股收益	0.76
摊薄每股收益:	0.76
每股净资产(元):	12.48
净资产收益率:	6.01%

分析师：程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

E-mail: chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司发布 2021 年第一季度业绩，公司实现营业收入 111.33 亿元，同比增长 44.7%；归属母公司股东的净利润 17.17 亿元，同比增长 300.69%；扣非后归属母公司股东的净利润 17.33 亿元，同比增长 309.64%；经营活动产生的现金流量净额为-37.24 亿，同比增加 4.4 亿元。

事件点评

➤ 涤纶长丝量价齐升及投资净收益增长带动业绩增加，毛利率大幅提升。

1) 公司 Q1 实现涤纶长丝产量 172.68 万吨，同比增长 11.13%；实现涤纶长丝销量 149.16 万吨，同比增长 54%；涤纶长丝平均售价为 6861.81 元/吨，同比增长 3.84%。此外，Q1 投资净收益 8.61 亿元，环比增长 31.65%，同比增长 136.54%，主要系按照权益法确认浙江石油损益所致。涤纶长丝量价齐升及投资净收益的增长带动一季度业绩大幅增加。2) Q1 公司毛利率为 15.58%，较去年同期增加 7.67pct，环比增加 8.79pct，浙石化项目投产之后，为上市公司贡献了丰厚的投资收益。期间费用率为 5.36%，较去年同期减少 0.79pct。研发费用同比增长 95.34%，主要系公司加大研发投入所致。

➤ 一期项目全面投产，浙石化贡献主要投资收益。浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”一期工程已全面投产，浙石化一期贡献公司投资收益 22.3 亿元，浙石化二期工程常减压装置已在 2020 年底开车，随着浙石化炼化一体化项目平稳运行后，预计将持续为公司贡献较为丰厚的投资收益。

➤ 涤纶长丝产能持续放大，新建项目稳步推进。随着国内涤纶长丝新装置的陆续投产，涤纶长丝供应量稳步提升，据隆众资讯统计，2021 年一季度国内直纺涤纶长丝产量在 675.98 万吨，同比增长 17.77%。截至 2020 年，公司拥有 420 万吨 PTA 的年生产能力，聚合产能为 690 万吨/年，长丝产能为 740 万吨/年。根据公司公告，恒超公司年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目顺利投产，公司聚酯及长丝产能持续放大。如东洋口港聚酯一体化项目建设年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝配套建设项目已完成报批工作并处于全面开工建设阶段，实现了 PTA、聚酯纺丝一体化生产的转型升级，整合了资源，竞争优势明显。此外，浙江恒翔年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂建设项目目前已顺利完成项目前期报批手续，该项目投产后，生产的化纤油剂能够填补国内市场空白，实现我国化纤企业对进口油剂的替代。



投资建议

➤ 公司在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，国内市场的占有率近 20%，国际市场的占有超过 12%，具有较大的市场话语权。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 38.24 亿、56.21 亿、73.89 亿，EPS 分别为 1.74 元、2.56 元、3.36 元，对应公司 4 月 29 日收盘价 22.59 元，PE 分别为 12.98 倍、8.83 倍、6.72 倍。维持“增持”评级。

风险提示

➤ 汇率风险、安全和环保风险、原材料价格波动风险、项目投产不及预期的风险。

主要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	45833	54097	62121	70399
收入同比(%)	-9%	18%	15%	13%
归属母公司净利润	2847	3824	5621	7389
净利润同比(%)	-1%	34%	47%	31%
毛利率(%)	6.3%	8.7%	11.1%	12.8%
ROE(%)	11.1%	13.2%	16.5%	18.2%
每股收益(元)	1.24	1.74	2.56	3.36
P/E	18.15	12.98	8.83	6.72
P/B	2.01	1.79	1.52	1.28
EV/EBITDA	8	9	6	5

资料来源：wind、山西证券研究所

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,575	11,724	12,731	14,200
现金	6,726	7,129	7,415	8,156
应收账款	204	325	339	372
其他应收款	38	42	48	54
预付账款	313	350	391	391
存货	2,865	3,152	3,524	3,918
其他流动资产	429	727	1,013	1,309
非流动资产	36,413	39,454	42,603	46,028
长期投资	12,657	12,657	12,657	12,657
固定资产	18,764	23,628	27,455	31,215
无形资产	1,598	1,491	1,392	1,299
其他非流动资产	3,395	1,678	1,100	858
资产总计	46,989	51,178	55,334	60,229
流动负债	16,159	16,582	15,210	13,083
短期借款	7,637	7,114	4,747	1,888
应付账款	2,994	3,606	4,187	4,655
其他流动负债	5,529	5,863	6,276	6,540
非流动负债	5,074	5,577	6,107	6,649
长期借款	3,608	4,108	4,608	5,108
其他非流动负债	1,466	1,468	1,499	1,541
负债合计	21,234	22,159	21,318	19,731
少数股东权益	82	95	95	95
股本	2,197	2,197	2,197	2,197
资本公积	10,646	10,646	10,646	10,646
留存收益	12,658	16,081	21,078	27,559
归属母公司股东权益	25,672	28,924	33,920	40,402
负债和股东权益	46,989	51,178	55,334	60,229

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,347	4,360	6,341	7,895
净利润	2,856	3,824	5,621	7,389
折旧摊销	2,068	896	1,043	1,194
财务费用	521	496	449	341
投资损失	(2,173)	(1,172)	(1,172)	(1,172)
营运资金变动	447	302	401	144
其他经营现金流	(372)	13	0	0
投资活动现金流	(4,533)	(2,873)	(3,116)	(3,544)
资本支出	3,889	4,045	4,288	4,717
长期投资	(5,827)	0	0	0
其他投资现金流	(2,596)	(6,918)	(7,403)	(8,261)
筹资活动现金流	2,704	(920)	(2,939)	(3,607)
短期借款	(610)	(524)	(2,366)	(2,859)
长期借款	2,717	500	500	500
普通股增加	349	0	0	0
资本公积增加	4,420	0	0	0
其他筹资现金流	(4,171)	(897)	(1,073)	(1,248)
现金净增加额	1,519	566	286	744

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	45,833	54,097	62,121	70,399
营业成本	42,937	49,386	55,225	61,393
营业税金及附加	90	107	123	139
销售费用	79	94	107	122
管理费用	688	705	810	918
财务费用	327	496	449	341
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	50	0	0	0
投资净收益	2,173	1,172	1,172	1,172
营业利润	2,969	4,481	6,579	8,659
营业外收入	36	36	36	36
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	3,003	4,514	6,613	8,693
所得税	147	677	992	1,304
净利润	2,856	3,837	5,621	7,389
少数股东损益	10	13	0	0
归属母公司净利润	2,847	3,824	5,621	7,389
EBITDA	6,328	5,873	8,071	10,193
EPS (元)	1.24	1.74	2.56	3.36

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-9.39%	18.03%	14.83%	13.33%
营业利润	-20.96%	50.89%	46.83%	31.62%
归属于母公司净利润	-1.31%	34.33%	46.99%	31.46%
获利能力				
毛利率(%)	6.32%	8.71%	11.10%	12.79%
净利率(%)	4.49%	6.21%	7.07%	9.05%
ROE(%)	11.09%	13.22%	16.52%	18.24%
ROIC(%)	13.45%	13.92%	17.90%	21.05%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.19%	43.30%	38.53%	32.76%
净负债比率(%)	3.86%	5.78%	6.88%	6.48%
流动比率	0.65	0.71	0.84	1.09
速动比率	0.48	0.52	0.61	0.79
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.10	1.17	1.22
应收账款周转率	213.08	240.93	216.23	231.04
应付账款周转率	15.03	16.40	15.94	15.92
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.74	2.56	3.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.91	2.77	3.45
每股净资产(最新摊薄)	11.22	12.64	14.83	17.66
估值比率				
P/E	18.2	13.0	8.8	6.7
P/B	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.93	9.24	6.47	4.83

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

