

分析师: 顾敏豪

登记编码: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50586308

行业景气处于高位, 一季度业绩大增

——桐昆股份(601233)季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(首次)

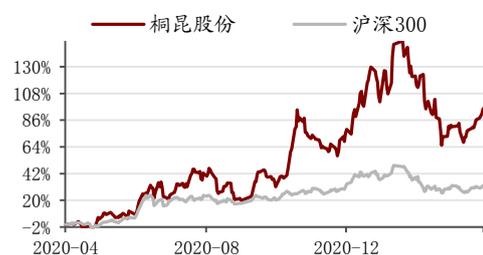
市场数据(2021-04-29)

收盘价(元)	22.59
一年内最高/最低(元)	31.00/11.42
沪深300指数	5164.17
市净率(倍)	2.03
流通市值(亿元)	516.75

基础数据(2021-3-31)

每股净资产(元)	12.48
每股经营现金流(元)	-1.63
毛利率(%)	15.58
净资产收益率-摊薄(%)	6.01
资产负债率(%)	43.16
总股本/流通股(万股)	228753.1/228753.1
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《桐昆股份(601233)年报点评: 产销提升推动业绩逆势增长, 浙石化开始贡献收益》 2020-04-23
- 《桐昆股份(601233)中报点评: PTA 盈利向好, 涤纶产销大幅增长》 2019-08-20
- 《桐昆股份(601233)季报点评: 产销提升带动一季度增长, 二季度盈利有望上行》 2019-04-29

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点: 公司公布2021年一季度报, 2021年一季度公司实现营业收入111.33亿元, 同比增长44.70%, 实现归母净利润17.17亿元, 同比增长300.69%, 扣非后的净利润17.32亿元, 同比增长309.64%, 基本每股收益0.76元。

- **涤纶长丝景气高位, 公司业绩大幅增长。** 2020年下半年以来, 涤纶长丝行业需求复苏, 景气持续上行。一季度公司产品量价齐升, 推动了业绩的大幅增长。一季度公司涤纶长丝销售149.16万吨, 同比增长54.20%, 其中POY销量112.44万吨, 增长71.95%, FDY销量20.37万吨, 增长6.04%, DTY销量16.35万吨, 增长34.79%。从销售价格看, 一季度涤纶长丝平均售价6265元/吨, 同比提升1.33%。其中POY均价5948元/吨提升1.06%, FDY均价6600元/吨, 提升5.86%, DTY均价8038元/吨, 提升4.34%。随着行业景气上行, 一季度公司毛利率15.68%, 同比提升7.67个百分点。产品量价齐升和毛利率的提高推动了一季度业绩的大幅增长。
- **涤纶长丝景气有望延续, 公司长期盈利具有保障。** 2020年底以来涤纶长丝价格持续上行, 行业景气不断提升。今年以来, 涤纶长丝POY价格自5900元/吨上涨至7300元/吨, 涨幅23.7%, 长丝DTY价格自7625元/吨上涨至8825元/吨, 涨幅16.4%, 长丝FDY价格自5933元/吨上涨至7495元/吨, 涨幅26.33%。随着出口的增长以及海外需求的复苏, 未来行业景气有望继续维持。此外随着国内民营炼化产业的大发展, 我国涤纶产业链上游PX材料的自给不断提升, 行业盈利重心有望不断下移。公司作为涤纶产业链下游的涤纶长丝龙头, 有望长期受益。
- **龙头产能继续扩张, 保障领先优势。** 未来公司仍将继续加码涤纶长丝投入, 产能继续扩张以保持行业领先优势。目前洋山港500万吨PTA和240万吨聚酯纺丝一体化项目已经全面开工建设, 恒翔年产15万吨表面活性剂、20万吨纺织专用助剂项目正在建设中。此外, 公司近期公告, 拟在沐阳经开区投资150亿元, 建设年产240万吨长丝(短纤)项目。随着产能的逐步投产, 公司在市场占有率将进一步提高, 规模优势将进一步提升, 行业龙头地位进一步稳固。
- **浙石化贡献投资收益, 二期项目逐步达产。** 公司参股的浙石化目前已完全达产, 开工负荷和盈利能力稳步提升。一季度公司贡献投资收益8.7亿元, 是公司业绩的重要支撑。目前浙石化二期2000万吨项目建设进展顺利, 于2020年11月开始试运行。随着浙江石化二期的完全达产, 有望进一步增厚公司的投资收益, 同时能够有力保障公司的原材料供应。

- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 2.68 元和 3.01 元，以 4 月 29 日收盘价 22.59 元计算，对应 PE 分别为 8.4 倍和 7.5 倍。公司估值较低，考虑到公司的行业地位较高，业绩弹性较大，给予“买入”的投资评级。

风险提示：产品价格下滑、新项目进展低于预期

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,582	45,833	53,624	58,987	66,065
增长比率(%)	21.6	-9.4	17.0	10.0	12.0
净利润(百万元)	2,884	2,847	6,120	6,879	7,798
增长比率(%)	36.0	-1.3	115.0	12.4	13.4
每股收益(元)	1.26	1.24	2.68	3.01	3.41
市盈率(倍)	17.9	18.2	8.4	7.5	6.6

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12745	10575	6926	4649	5668
现金	8519	6726	2225	0	0
应收票据及应收账款	264	166	337	216	404
其他应收款	30	38	42	46	52
预付账款	574	313	724	417	861
存货	2717	2865	3130	3503	3883
其他流动资产	641	467	467	467	467
非流动资产	27256	36413	47081	57265	68344
长期投资	6830	12657	21683	31510	41836
固定资产	17073	18764	20217	20527	21229
无形资产	1502	1598	1741	1907	2064
其他非流动资产	1852	3395	3440	3321	3215
资产总计	40001	46989	54007	61914	74013
流动负债	16970	16159	17959	20278	25819
短期借款	8247	7637	7637	9206	13649
应付票据及应付账款	6258	6524	7204	7984	8928
其他流动负债	2465	1999	3118	3088	3242
非流动负债	3954	5074	4347	3385	2481
长期借款	3835	4785	4057	3095	2192
其他非流动负债	119	290	290	290	290
负债合计	20924	21234	22306	23663	28301
少数股东权益	71	82	104	132	161
股本	1848	2197	2288	2288	2288
资本公积	6226	10646	10646	10646	10646
留存收益	10246	12658	18097	24195	31079
归属母公司股东权益	19006	25672	31597	38119	45550
负债和股东权益	40001	46989	54007	61914	74013

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5116	3347	5403	6409	6652
净利润	2896	2856	6141	6907	7828
折旧摊销	1806	2068	1948	2223	2488
财务费用	415	327	582	493	789
投资损失	-172	-2173	-3207	-4003	-4500
营运资金变动	11	274	-61	789	48
其他经营现金流	159	-5	0	0	0
投资活动现金流	-3664	-4533	-9408	-8404	-9067
资本支出	3016	3894	1641	357	753
长期投资	-1449	-3720	-9027	-9307	-10327
其他投资现金流	-2097	-4358	-16794	-17354	-18641
筹资活动现金流	569	2704	-495	-1799	-2028
短期借款	666	-610	0	0	0
长期借款	-922	949	-728	-962	-904
普通股增加	26	349	91	0	0
资本公积增加	308	4420	0	0	0
其他筹资现金流	492	-2404	142	-837	-1125
现金净增加额	2012	1518	-4501	-3793	-4444

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	50582	45833	53624	58987	66065
营业成本	44610	42937	46117	51023	56816
营业税金及附加	122	90	107	118	132
营业费用	163	79	133	124	151
管理费用	660	688	752	857	943
研发费用	1118	1042	1100	1332	1486
财务费用	415	327	582	493	789
资产减值损失	0	0	80	88	99
其他收益	91	73	0	0	0
公允价值变动收益	1	50	0	0	0
投资净收益	172	2173	3207	4003	4500
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	3757	2969	7960	8954	10148
营业外收入	38	36	28	29	33
营业外支出	33	2	12	13	15
利润总额	3762	3003	7976	8970	10166
所得税	866	147	1834	2063	2338
净利润	2896	2856	6141	6907	7828
少数股东损益	12	10	21	28	30
归属母公司净利润	2884	2847	6120	6879	7798
EBITDA	6065	5648	10399	11789	13433
EPS (元)	1.26	1.24	2.68	3.01	3.41

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	21.6	-9.4	17.0	10.0	12.0
营业利润 (%)	35.2	-21.0	168.1	12.5	13.3
归属母公司净利润 (%)	36.0	-1.3	115.0	12.4	13.4
获利能力					
毛利率 (%)	11.8	6.3	14.0	13.5	14.0
净利率 (%)	5.7	6.2	11.4	11.7	11.8
ROE (%)	15.2	11.1	19.4	18.1	17.2
ROIC	10.1	8.9	14.6	14.3	13.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.3	45.2	41.3	38.2	38.2
净负债比率 (%)	25.1	23.0	33.9	35.5	37.5
流动比率	0.8	0.7	0.4	0.2	0.2
速动比率	0.5	0.4	0.1	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	115.4	213.1	213.1	213.1	213.1
应付账款周转率	7.7	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.26	1.24	2.68	3.01	3.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.77	1.83	2.36	2.80	2.91
每股净资产 (最新摊薄)	8.01	11.15	13.70	16.55	19.80
估值比率					
P/E	17.9	18.2	8.4	7.5	6.6
P/B	2.8	2.0	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	9.3	10.2	6.0	5.5	5.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。