

桐昆股份 (601233)

证券研究报告

2021年07月15日

点评：涤纶旺季来临，看好弹性+炼化增长

近期7月份涤纶长丝销售启动，库存下降，价差快速回升。桐昆股份截至2020年底，拥有涤纶长丝产能740万吨，PTA产能420万吨。拟在建项目全部达产后，公司的涤纶长丝产能将达到1420万吨，PTA产能将达到920万吨。

桐昆股份参股浙石化20%权益，年内二期有望贡献利润。浙石化一期项目已经于2020年达产，2020年净利润112亿；二期工程正按计划稳步推进，2020年11月已将第一批装置投入运行，预计2021年内将产生利润贡献。

盈利预测和投资评级：考虑今年以来涤纶长丝盈利超预期，以及浙石化下半年增量利润贡献。假设涤纶长丝下半年维持上半年的较好盈利水平，并假设浙石化二期下半年开始正常释放业绩，上调公司2021/2022/2023年业绩预测至91/104/107亿元（原为2021/2022年43/54亿）。维持“买入”评级。

风险提示：年内涤纶长丝盈利下滑风险；公司拟在建涤纶项目进度慢于预期风险；参股浙石化盈利低于预期的风险。

投资评级

行业	化工/化学纤维
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.4元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,287.53
流通A股股本(百万股)	2,287.53
A股总市值(百万元)	60,390.82
流通A股市值(百万元)	60,390.82
每股净资产(元)	12.48
资产负债率(%)	43.16
一年内最高/最低(元)	31.00/13.56

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《桐昆股份-公司点评:公司计划非公开发行股票，彰显大股东信心》
2021-01-11
- 《桐昆股份-公司点评:转债赎回，关注景气回暖下的投资机会》
2020-11-11
- 《桐昆股份-季报点评:聚酯利润修复可期，浙石化贡献有望增强》
2020-11-02

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,582.43	45,832.69	59,582.50	65,540.75	68,817.79
增长率(%)	21.59	(9.39)	30.00	10.00	5.00
EBITDA(百万元)	7,005.51	6,328.04	12,716.89	14,426.61	14,722.85
净利润(百万元)	2,884.41	2,846.53	9,119.59	10,439.80	10,666.43
增长率(%)	36.04	(1.31)	220.38	14.48	2.17
EPS(元/股)	1.26	1.24	3.99	4.56	4.66
市盈率(P/E)	21.29	21.58	6.73	5.88	5.76
市净率(P/B)	3.23	2.39	1.83	1.44	1.18
市销率(P/S)	1.21	1.34	1.03	0.94	0.89
EV/EBITDA	4.61	7.89	4.70	3.28	2.60

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 涤纶长丝需求修复，盈利回升

近期 7 月份涤纶长丝销售启动，价差快速回升。主要需求端拉动因素：1) 国内针对秋季纺织服装需求旺季的化纤需求开始启动；2) 海外需求，欧美国家疫苗推动出口需求改善，加之东南亚其他纺织业出口国受疫情影响，预计中国纺织出口订单比较乐观。

库存方面，涤纶长丝以 POY 为例，目前厂商库存 12 天，处于正常水平。后续随着销售旺季启动，库存有望进一步下降。

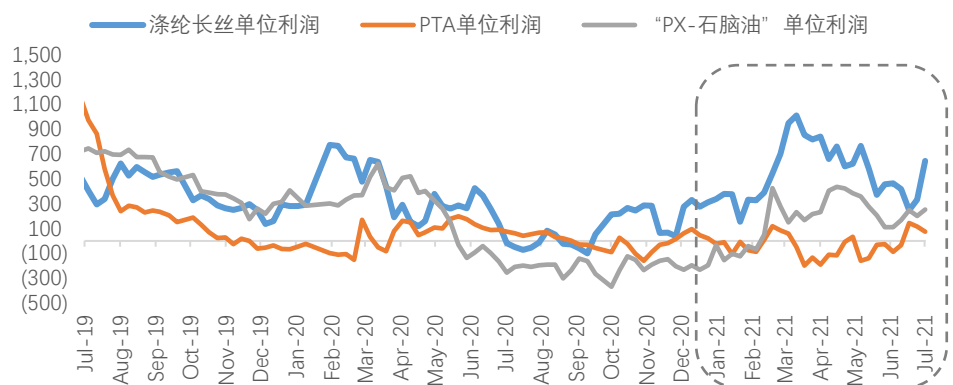
盈利方面，截至 7 月 9 日，涤纶长丝单位利润 644 元/吨，上游 PTA 利润 76 元/吨，炼化一体化的 PX 利润 254 元/吨（根据中纤网数据测算）。

拉长周期来看，涤纶长丝产能释放相对有序，主要是受制于设备供应商供给能力。2022、2023 年涤纶长丝产能增速 6%、4%，低于 PTA 和 PX 产能增速，处于产业链优势环节地位，议价能力较好。

桐昆股份截至 2020 年底，拥有涤纶长丝产能 740 万吨，PTA 产能 420 万吨。在建项目包括：1) 南通 500 万吨 PTA+240 万吨聚酯纺丝，2) 恒翔 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织助剂。3) 公司在 2020 年于沐阳经济开发区签订投资协议，计划建设 500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及热能中心，形成 240 万吨涤纶长丝（短纤）产能。4) 公司与古雷石化和古雷开发区签订 200 万吨聚酯纤维产能，建设 500 台加弹、2000 台织机项目。

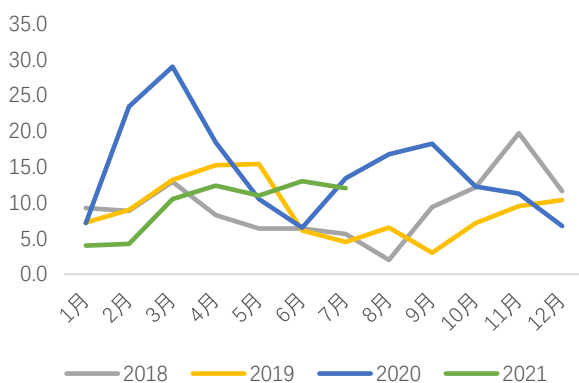
上述项目全部达产后，公司的涤纶长丝控股产能将达到 1420 万吨，PTA 产能将达到 920 万吨。

图 1：涤纶长丝及产业链盈利情况（单位：元/吨）



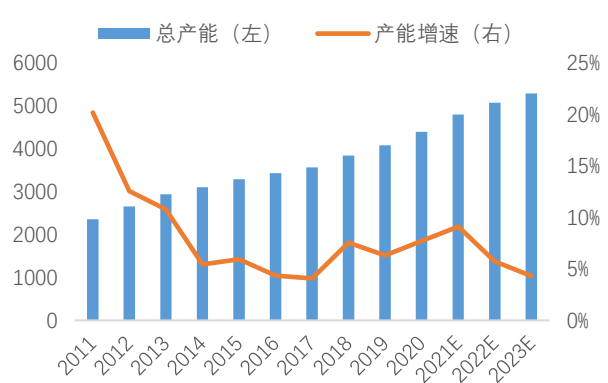
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 2：涤纶长丝 POY 库存情况（单位：天）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 3：涤纶长丝产能（万吨，左轴）及增速（右轴）

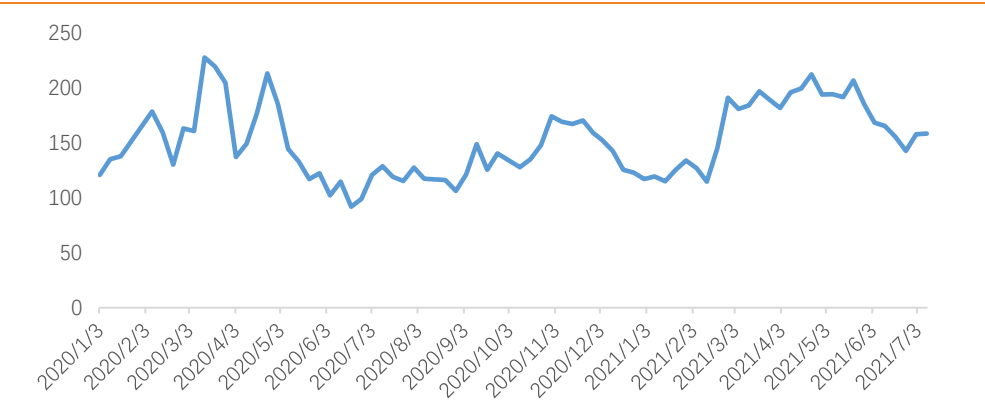


资料来源：中纤网，天风证券研究所

2. 浙石化二期投产，盈利贡献有望助逐季爬坡

桐昆股份参股浙石化 20%权益。浙石化一期项目已经于 2020 年达产，2020 年净利润 112 亿；二期工程正按计划稳步推进，2020 年 11 月已将第一批装置投入运行，预计 2021 年内将产生利润贡献。

图 4：浙石化一期项目盈利跟踪（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利预测和估值

考虑今年以来涤纶长丝盈利超预期，以及浙石化下半年增量利润贡献。假设涤纶长丝下半年维持上半年的较好盈利水平，并假设浙石化二期下半年开始正常释放业绩，上调公司 2021/2022/2023 年业绩预测至 91/104/107 亿元（原为 2021/2022 年 43/54 亿）。维持“买入”评级。

4. 风险因素

- 1) 涤纶长丝下半年盈利不及预期的风险；
- 2) 公司在建项目和拟建聚酯项目推进慢于预期的风险；
- 3) 公司参股的浙石化项目盈利不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,518.88	6,725.86	15,127.58	27,416.12	35,815.66	营业收入	50,582.43	45,832.69	59,582.50	65,540.75	68,817.79
应收票据及应收账款	264.21	165.99	827.05	120.85	808.55	营业成本	44,610.35	42,937.46	48,857.65	54,136.66	56,843.49
预付账款	573.56	313.25	897.80	372.73	932.96	营业税金及附加	121.67	90.50	117.65	129.41	135.88
存货	2,717.06	2,864.95	4,778.51	3,167.26	5,615.59	营业费用	163.37	79.29	208.54	229.39	240.86
其他	670.97	505.29	746.15	649.42	642.35	管理费用	659.56	688.32	893.74	1,048.65	1,169.90
流动资产合计	12,744.67	10,575.33	22,377.09	31,726.37	43,815.10	研发费用	1,118.11	1,041.95	1,489.56	1,704.06	1,858.08
长期股权投资	6,829.86	12,656.52	12,656.52	12,656.52	12,656.52	财务费用	415.06	326.92	311.00	340.00	338.00
固定资产	17,072.52	18,764.23	18,806.48	18,473.62	17,902.71	资产减值损失	0.00	0.00	69.82	69.82	69.82
在建工程	1,716.74	2,297.55	1,414.53	896.72	568.03	公允价值变动收益	0.97	50.15	(2.34)	0.28	0.59
无形资产	1,501.91	1,597.91	1,525.01	1,452.10	1,379.20	投资净收益	171.54	2,172.79	3,800.00	5,200.00	5,200.00
其他	135.24	1,097.15	465.83	570.99	711.32	其他	(435.27)	(4,524.18)	(7,595.33)	(10,400.57)	(10,401.18)
非流动资产合计	27,256.27	36,413.36	34,868.36	34,049.95	33,217.76	营业利润	3,757.07	2,969.48	11,432.21	13,083.04	13,362.34
资产总计	40,000.94	46,988.70	57,245.45	65,776.32	77,032.86	营业外收入	38.19	35.77	30.04	34.67	33.49
短期借款	8,247.25	7,637.10	10,000.00	10,000.00	10,000.00	营业外支出	32.96	2.28	13.93	16.39	10.87
应付票据及应付账款	6,257.70	6,523.58	8,019.97	7,386.36	9,286.33	利润总额	3,762.30	3,002.97	11,448.32	13,101.32	13,384.96
其他	2,465.11	1,998.81	1,923.48	2,107.89	2,230.28	所得税	866.00	146.62	2,289.66	2,620.26	2,676.99
流动负债合计	16,970.06	16,159.49	19,943.45	19,494.25	21,516.61	净利润	2,896.30	2,856.35	9,158.66	10,481.05	10,707.97
长期借款	891.05	3,608.30	1,000.00	1,000.00	1,000.00	少数股东损益	11.89	9.82	39.06	41.25	41.54
应付债券	2,944.07	1,176.29	2,387.55	2,169.31	1,911.05	归属于母公司净利润	2,884.41	2,846.53	9,119.59	10,439.80	10,666.43
其他	118.80	289.88	173.01	193.90	218.93	每股收益(元)	1.26	1.24	3.99	4.56	4.66
非流动负债合计	3,953.92	5,074.47	3,560.56	3,363.20	3,129.98	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	20,923.98	21,233.96	23,504.02	22,857.45	24,646.59	成长能力					
少数股东权益	71.03	82.24	119.35	159.91	200.53	营业收入	21.59%	-9.39%	30.00%	10.00%	5.00%
股本	1,847.93	2,196.98	2,287.53	2,287.53	2,287.53	营业利润	35.24%	-20.96%	284.99%	14.44%	2.13%
资本公积	6,226.04	10,645.66	10,645.66	10,645.66	10,645.66	归属于母公司净利润	36.04%	-1.31%	220.38%	14.48%	2.17%
留存收益	16,471.81	23,303.68	31,334.56	40,471.43	49,898.21	获利能力					
其他	(5,539.85)	(10,473.84)	(10,645.66)	(10,645.66)	(10,645.66)	毛利率	11.81%	6.32%	18.00%	17.40%	17.40%
股东权益合计	19,076.97	25,754.73	33,741.44	42,918.87	52,386.27	净利率	5.70%	6.21%	15.31%	15.93%	15.50%
负债和股东权益总计	40,000.94	46,988.70	57,245.45	65,776.32	77,032.86	ROE	15.18%	11.09%	27.12%	24.42%	20.44%
						ROIC	14.16%	13.27%	30.95%	33.65%	38.32%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	52.31%	45.19%	41.06%	34.75%	31.99%
净利润	2,896.30	2,856.35	9,119.59	10,439.80	10,666.43	净负债率	24.56%	22.14%	-4.04%	-32.03%	-43.16%
折旧摊销	1,805.52	2,067.99	973.68	1,003.57	1,022.51	流动比率	0.75	0.65	1.12	1.63	2.04
财务费用	513.71	521.15	311.00	340.00	338.00	速动比率	0.59	0.48	0.88	1.47	1.78
投资损失	(171.54)	(2,172.79)	(3,800.00)	(5,200.00)	(5,200.00)	营运能力					
营运资金变动	839.97	384.99	(1,832.92)	2,280.25	(1,575.63)	应收账款周转率	115.37	213.08	120.00	138.29	148.09
其它	(767.96)	(310.21)	36.73	41.54	42.13	存货周转率	14.74	16.42	15.59	16.50	15.67
经营活动现金流	5,116.00	3,347.48	4,808.08	8,905.16	5,293.44	总资产周转率	1.35	1.05	1.14	1.07	0.96
资本支出	6,378.82	10,092.09	176.87	59.11	24.97	每股指标(元)					
长期投资	1,582.85	5,826.66	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.26	1.24	3.99	4.56	4.66
其他	(11,625.48)	(20,451.68)	3,563.02	5,060.85	5,125.10	每股经营现金流	2.24	1.46	2.10	3.89	2.31
投资活动现金流	(3,663.81)	(4,532.93)	3,739.89	5,119.96	5,150.06	每股净资产	8.31	11.22	14.70	18.69	22.81
债权融资	13,204.92	12,426.70	13,763.41	13,670.44	13,205.05	估值比率					
股权融资	(145.75)	3,927.38	(392.28)	(340.00)	(338.00)	市盈率	21.29	21.58	6.73	5.88	5.76
其他	(12,489.83)	(13,649.80)	(13,517.37)	(15,067.03)	(14,911.01)	市净率	3.23	2.39	1.83	1.44	1.18
筹资活动现金流	569.33	2,704.28	(146.24)	(1,736.59)	(2,043.96)	EV/EBITDA	4.61	7.89	4.70	3.28	2.60
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	6.22	11.72	5.08	3.52	2.80
现金净增加额	2,021.53	1,518.83	8,401.73	12,288.53	8,399.54						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com