

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, CFA 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

《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
《桐20转债强制赎回,织布染整纵深推进!》2020.12.3
《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
《长丝景气度上行,龙头毛利率显著提升》2021.04.28

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

顺周期景气回升, 聚酯龙头业绩爆发

2021年7月16日

事件 1: 2021年7月15日,桐昆股份发布《2021年半年度业绩预增公告》,公司预计2021年半年度实现归母净利润41-42.5亿元,同比增加30.88-32.38亿元,增幅305%-320%;实现扣非归母净利润40.9-42.5亿元,同比增加30.81-32.41亿元,增幅305%-321%。

事件 2: 2021年6月23日,桐昆股份发布《关于与福建福化古雷石油化工有限公司共同和福建漳州古雷港经济开发区管理委员会签订〈年产200万吨聚酯纤维项目投资协议〉的公告》,公司将于福化古雷在福建省漳州古雷港经济开发区新设合资公司,拟投资150亿元,新建年产200万吨聚酯纤维、500台加弹机、2000台织机项目。

点评:

- **顺周期景气度上行,浙石化推动业绩攀升。**2021年1季度,公司实现归母净利润17.17亿元,则2021年2季度,公司预计实现归母净利润23.83-25.33亿元,同比增长308.75%-334.48%,环比增长38.79%-47.52%。2季度公司业绩同比和环比均大幅回升有两方面原因:首先,2021年上半年,终端纺织消费需求恢复,长丝行业景气度大幅攀升。叠加公司50万吨/年恒超项目产能完全投产,长丝盈利弹性显著。**根据我们的测算,公司2季度长丝单吨净利润约500元/吨,从行业平均水平来看,2021年1季度,POY、FDY和DTY行业单吨净利润分别为249.89元/吨、87.20元/吨和497.42元/吨。2021年2季度,POY、FDY和DTY行业单吨净利润分别为358.74元/吨、222.05元/吨和428.02元/吨。2021年上半年,POY、FDY和DTY行业平均单吨净利润分别为304.61元/吨、155元/吨和462.53元/吨。2021年2季度,POY行业单吨净利润环比增长43.56%,公司盈利远超行业平均水平,体现了公司低成本高品质的优势。截止2021年4月1日,POY丝平均库存天数19天,5月27日POY丝库存触及24天的高点,此后持续去库。截止7月1日,POY丝库存为9.5天,相比于5月27日高点下降14.5天,较4月1日下降9.5天。去库存进一步推动长丝景气抬升。其次,公司参股的浙石化“4000万吨/年炼化一体化项目”投入运行后,开工负荷逐步提升,经济效益显著,公司总体盈利能力相比上年度同期大幅度增长。未来浙石化二期实现满产后,还将进一步为公司贡献投资收益。**
- **长丝项目进驻古雷,龙头扩产步履不停。**公司计划与福化古雷成立合资公司,拟投资150亿元,建设200万吨/年聚酯纤维项目,将产能布局拓展至华南地区,扩大公司产能规划量。另外福建市场中服装上游规模不大,纤维原料主要从江浙购买。公司立足古雷可以辐射广东市场,提供大量优质产品,领先占据区位优势,未来在华南地区聚酯市场中发展前景广阔。除古雷聚酯长丝项目外,公司仍有2个重大项目正在规划和

建设中：(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)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。未来这 3 个聚酯纤维项目均完成投产后，公司的 PTA 产能将达到近 1000 万吨/年，聚酯纤维产能达到约 1480 万吨，基本实现在现有基础上“再造一个新桐昆”的目标，同时在下游包括短纤和纺织行业中均有拓展，强化聚酯龙头地位。

- **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 75.94 亿元、90.03 亿元和 100.08 亿元，EPS(摊薄)分别为 3.46 元/股、4.10 元/股和 4.56 元/股，对应 2021 年 7 月 15 日的收盘价，PE 分别为 8 倍、7 倍和 6 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。浙石化二期项目已陆续投产，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	59,479.70	67,397.39	78,232.82
增长率 YoY %	21.59%	-9.39%	29.78%	13.31%	16.08%
归属母公司净利润 (百万元)	2,884.41	2,846.53	7,594.13	9,003.42	10,007.85
增长率 YoY%	36.04%	-1.31%	166.79%	18.56%	11.16%
毛利率%	11.81%	6.32%	13.17%	12.07%	11.60%
净资产收益率ROE%	16.45%	12.74%	25.89%	24.02%	21.30%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.30	3.46	4.10	4.56
市盈率 P/E(倍)	20	21	8	7	6
市净率 P/B(倍)	3.10	2.30	1.79	1.41	1.13

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 07 月 15 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	16,515.27	24,113.81	32,398.30	
货币资金	8,518.88	6,725.86	11,890.41	18,848.86	26,296.97	
应收票据	267.47	273.88	355.43	402.74	467.49	
应收账款	264.21	165.99	215.41	244.09	283.33	
预付账款	573.56	313.25	376.76	432.36	504.54	
存货	2,717.06	2,864.95	3,445.86	3,954.35	4,614.56	
其他	403.49	231.41	231.41	231.41	231.41	
非流动资产	27,256.27	36,413.36	38,897.97	41,574.58	44,949.13	
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	1,381.69	479.70	722.99	
资产总计	40,000.94	46,988.70	55,788.90	66,064.04	77,723.09	
流动负债	16,970.06	16,159.49	17,624.98	18,865.65	20,482.32	
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	4,245.81	4,872.35	5,685.83	
应付账款	3,104.35	2,993.53	3,600.51	4,131.82	4,821.66	
其他	2,465.11	1,998.81	2,141.56	2,224.39	2,337.73	
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	22,699.45	23,940.12	25,556.80	
少数股东权益	71.03	82.24	108.44	139.49	174.01	
归属母公司	19,005.93	25,672.49	32,981.01	41,984.43	51,992.27	
负债和股东权益	40,000.94	46,988.70	55,788.90	66,064.04	77,723.09	

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	59,479.70	67,397.39	78,232.82	
同比	21.59%	-9.39%	29.78%	13.31%	16.08%	
归属母公司净利润	2,884.41	2,846.53	7,594.13	9,003.42	10,007.85	
同比	36.04%	-1.31%	166.79%	18.56%	11.16%	
毛利率(%)	11.81%	6.32%	13.17%	12.07%	11.60%	
ROE%	16.45%	12.74%	25.89%	24.02%	21.30%	
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.30	3.46	4.10	4.56	
P/E	20	21	8	7	6	
P/B	3.10	2.30	1.79	1.41	1.13	
EV/EBITDA	10.33	12.77	5.46	4.65	4.17	

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	59,479.70	67,397.39	78,232.82	
营业成本	44,610.3	42,937.4	51,643.56	59,264.37	69,159.12	
营业税金及附加	121.67	90.50	117.44	133.08	154.47	
销售费用	163.37	79.29	102.90	116.60	135.35	
管理费用	659.56	688.32	893.28	1,012.19	1,174.92	
研发费用	1,118.11	1,041.95	1,352.19	1,532.19	1,778.52	
财务费用	415.06	326.92	477.38	247.48	6.54	
减值损失合	-1.85	6.95	81.38	31.13	48.44	
投资净收益	171.54	2,172.79	4,983.27	6,578.57	7,164.88	
其他	89.37	135.40	82.15	77.51	79.83	
营业利润	3,757.07	2,969.48	9,876.99	11,716.44	13,020.18	
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	9,898.82	11,735.81	13,045.07	
所得税	866.00	146.62	2,278.50	2,701.34	3,002.70	
净利润	2,896.30	2,856.35	7,620.32	9,034.47	10,042.37	
少数股东损	11.89	9.82	26.20	31.06	34.52	
归属母公司	2,884.41	2,846.53	7,594.13	9,003.42	10,007.85	
EBITDA	6,081.54	5,592.10	13,081.44	15,349.52	17,133.78	
EPS(当年)(元)	1.56	1.30	3.46	4.10	4.56	

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	6,502.47	6,677.60	7,744.00	
净利润	2,896.30	2,856.35	7,620.32	9,034.47	10,042.37	
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	-4,983.27	-6,578.57	
营运资金变	11.25	273.96	608.72	569.46	731.84	
其它	60.76	-199.17	74.08	38.52	45.96	
投资活动现	-3,663.81	-4,532.93	283.83	954.24	394.10	
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	4,983.27	6,578.57	7,164.88	
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	5,794.09	6,958.46	7,448.10	

研究团队简介

陈淑娟，CFA，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“领悟智库”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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。