

涤纶景气上行势头正旺，全年维持业绩宽幅增长可期

——桐昆股份（601233）点评报告

买入（上调）

2021年07月16日

报告关键要素：

2021年7月15日晚，桐昆股份发布了2021年半年度业绩预增公告，预计2021年半年度实现归属于上市公司股东的净利润41.0亿元-42.5亿元，与上年同期相比增加30.88亿元-32.38亿元，同比增长305%-320%。

投资要点：

涤纶长丝景气回升叠加浙石化二期项目投产，利润水平宽幅增长：公司上半年盈利水平超预期增长，预计实现归属于上市公司股东的净利润41.0-42.5亿元，同比增长305%-320%。其中Q2预计实现归属于上市公司股东的净利润23.8-25.3亿元，同比增长308%-334%。推动公司业绩增长的主要因素有二：1.公司参投的浙石化二期炼化一体化项目已于去年四季度投入运行，现运行效益良好预计于年内达产，为公司带来丰厚投资收益。2.受益于终端纺服行业回暖、出口订单回流国内，2021年上半年涤纶长丝景气持续上行。成本端PTA、MEG受原油影响价格大幅上涨，成本、需求双重支撑下涤纶长丝价格上半年自低位回升幅度显著，尽管由于成本端受压导致二季度涤纶长丝价差有所缩减，但整体来看上半年涤纶长丝利润环节同比上年增幅可观。公司子公司恒超化纤年产50万吨智能化超仿真纤维项目于去年末投产，预计2021年上半年该项目产能爬坡基本完成，公司聚酯及长丝产销水平随之持续放大。公司主营业务产销能力及盈利能力齐增长。目前涤纶长丝市场库存已降至低位，下半年将迎来下游秋冬订单旺季，预计涤纶长丝价格及盈利水平后市仍有上行空间，公司全年业绩维持高增长趋势明确。

参投古雷聚酯纤维项目，完善产业链规划布局：在终端纺织服装行业品牌化、高附加值发展的趋势下，中端织造染环节正寻求转型升级以顺应下游需求，公司瞄准古雷港经济开发区的区位优势及产业优势，计划与福化古雷联合投资建设年产200万吨聚酯纤维项目，生产具备多种功能特性、高附加值的差异化、功能性纤维材料。同时将建设500台加弹机、2000台织机，实现纺丝、织造一体化。通过该项目公司产业布局将进一步向下游延伸，凭借“芳烃—PTA—聚酯—民用丝—织造”的多点覆盖，公司规模及成本优势将进一步凸显。

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	45832.69	61209.52	73451.42	82265.59
增长比率(%)	-9	34	20	12
净利润(百万元)	2846.53	8084.76	10186.19	11792.72
增长比率(%)	-1	184	26	16
每股收益(元)	1.24	3.53	4.45	5.16
市盈率(倍)	21.58	7.60	6.03	5.21
市净率(倍)	2.39	1.80	1.38	1.08

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	2,287.53
流通A股(百万股)	2,287.53
收盘价(元)	26.85
总市值(亿元)	614.20
流通A股市值(亿元)	614.20

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

参股浙石化一体化项目获大额收益，持续向产业链上游延伸巩固成本优势

万联证券研究所 20200831-公司半年报点评-AAA-主营产品价格下滑，上半年业绩低于预期

万联证券研究所 20191028-桐昆股份

分析师：

黄侃

执业证书编号：S0270520070001

电话：02036653064

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

盈利预测与投资建议: 结合行业景气度及公司上半年业绩表现,我们修改了盈利预测,预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 612.10/734.51/822.66 亿元, EPS 分别为 3.53/4.45/5.16, P/E 分别为 7.6/6.0/5.2 (对应 7 月 15 日收盘价 26.85 元), 上调投资评级至“买入”评级。

风险因素: 原油及上游原材料价格波动风险、产业链延伸进展不及预期风险、环保政策加压导致生产成本增加风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	45833	61210	73451	82266
%同比增速	-9%	34%	20%	12%
营业成本	42937	51017	61356	68519
毛利	2895	10192	12096	13746
%营业收入	6%	17%	16%	17%
税金及附加	90	129	155	172
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	79	150	172	187
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	688	869	1049	1183
%营业收入	2%	1%	1%	1%
研发费用	1042	1266	1587	1768
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	327	282	140	-10
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	7	0	0	0
其他收益	73	93	117	129
投资收益	2173	1525	2117	2519
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	50	0	0	0
资产处置收益	-2	-2	-2	-2
营业利润	2969	9113	11226	13093
%营业收入	6%	15%	15%	16%
营业外收支	33	0	0	0
利润总额	3003	9113	11226	13093
%营业收入	7%	15%	15%	16%
所得税费用	147	996	1000	1255
净利润	2856	8117	10225	11838
%营业收入	6%	13%	14%	14%
归属于母公司的净利润	2847	8085	10186	11793
%同比增速	-1%	184%	26%	16%
少数股东损益	10	32	39	45
EPS (元/股)	1.24	3.53	4.45	5.16

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.24	3.53	4.45	5.16
BVPS	11.22	14.89	19.49	24.83
PE	21.58	7.60	6.03	5.21
PEG	—	0.04	0.23	0.33
PB	2.39	1.80	1.38	1.08
EV/EBITDA	16.63	5.79	4.69	3.53
ROE	11%	24%	23%	21%
ROIC	2%	17%	17%	15%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6726	4178	9647	18145
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	166	368	373	423
存货	2865	3698	4211	4769
预付款项	313	530	599	655
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	505	514	523	531
流动资产合计	10575	9288	15354	24523
长期股权投资	12657	12657	12657	12657
固定资产	18764	23113	26418	29941
在建工程	2298	2938	3517	4116
无形资产	1598	1969	2258	2543
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	234	234	234	234
其他非流动资产	863	860	857	854
资产总计	46989	51058	61295	74868
短期借款	7637	2236	0	0
应付票据及应付账款	6524	7481	9040	10132
预收账款	1	146	149	149
合同负债	425	253	354	424
应付职工薪酬	167	186	225	253
应交税费	478	646	779	869
其他流动负债	8565	3107	931	975
流动负债合计	16159	11818	11478	12802
长期借款	3608	3608	3608	3608
应付债券	1176	1176	1176	1176
递延所得税负债	68	68	68	68
其他非流动负债	222	222	222	222
负债合计	21234	16892	16553	17876
归属于母公司的所有者权益	25672	34051	44589	56793
少数股东权益	82	114	153	198
股东权益	25755	34165	44742	56992
负债及股东权益	46989	51058	61295	74868

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	3347	9663	12001	12617
投资	-3720	0	0	0
资本性支出	-3889	-7968	-6220	-6495
其他	3076	1525	2117	2519
投资活动现金流净额	-4533	-6443	-4103	-3976
债权融资	0	0	0	0
股权融资	1	0	0	0
银行贷款增加(减少)	18324	-5401	-2236	0
筹资成本	-847	-366	-194	-144
其他	-14774	0	0	0
筹资活动现金流净额	2704	-5767	-2430	-144
现金净流量	1518	-2547	5469	8498

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

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。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场