

601233.SH
买入

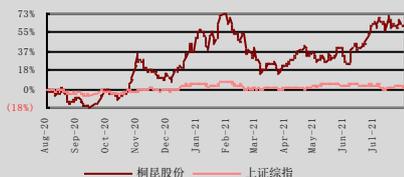
原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.05

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 桐昆股份半年报业绩点评及盈利预测调整

股价表现


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	35.1	(1.2)	21.7	65.7
相对上证指数	35.6	0.3	23.0	64.8

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年8月18日收市价为标准

相关研究报告

《桐昆股份: 长丝放量, 浙石化收益增长, 一季报盈利超预期》20210430

《桐昆股份: 浙石化贡献投资收益, 四季度盈利有望环比改善》20210420

《桐昆股份: 浙石化贡献投资收益, 四季度盈利有望环比改善》20210120

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学纤维

证券分析师: 余嫻嫻

 (8621)20328550
yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 王海涛

 (8610)66229353
haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

联系人: 曹擎

 (8621)20328621
qing.cao_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S130012012004

桐昆股份

涤纶长丝量价齐升, 浙石化贡献收益

上半年业绩超预期, 涤纶长丝量价齐升, 销售毛利率大幅增长。浙石化项目投资收益稳步提升持续增厚公司业绩。2021年涤纶长丝行业盈利显著增加。

支撑评级的要点

- **中报业绩超预期。**公司2021年上半年实现营业收入为301.86亿元, 同比增长41.43%; 实现归母净利润41.34亿元, 同比增长309.57%。扣非后归母净利润为41.36亿元, 同比增长310.74%。其中二季度分别实现营收和归母净利润为190.53亿元和24.17亿元, 分别同比增长39.59%和314.58%。销售费用同比下降46.48%主要是因为根据新收入准则, 运费调整至营业成本所致; 而随着公司对研发的投入增加, 上半年研发费用增加67.52%。由于本期公司可转债已全部赎回, 财务费用减少15.83%。上半年投资净收益达到22.66亿元, 较去年同期增加166.27%。
- **主营产品涤纶长丝量价齐升, 2021年行业盈利增长。**公司2021年上半年涤纶长丝销量同比增长117%, 主要是因为2020年受疫情影响基数偏低, 且公司通过收购等方式增加产能, 目前已有聚合产能780万吨/年, 涤纶长丝产能830万吨/年。另外, 受到原油等大宗商品价格上涨影响, 2021年上半年公司长丝POY/FDY/DTY产品不含税售价同比分别增长了25.94%、20.57%及21.97%。2021年上半年公司销售毛利率同比增加了7个百分点, 其中POY/FDY/DTY毛利率分别达16%、14%和22%。根据百川盈孚数据统计, 2021年上半年POY/DTY/FDY均价分别为7105元/吨, 8649元/吨及7263元/吨, 同比增长18%/13%/13%, 2021年7-8月均价分别为7763元/吨, 9228元/吨及7952元/吨, 较上半年均价仍有继续上涨, 呈现淡季不淡的格局。随着“金9银10”旺季到来, 下半年公司主营产品业绩有望继续增长。
- **投资浙石化项目收益持续增长。**公司参股浙石化20%股权, 浙石化4,000万吨/年炼化一体化项目一期已于2019年12月全面投产。随着一期项目稳定生产, 浙石化二期在2021年开始试生产, 2021年一季度贡献投资收益达8.7亿, 二季度14.05亿, 主要受益于大宗商品价格上涨带来的盈利增加, 下半年浙石化二期将开始继续贡献收益, 全年或将持续大幅增厚公司业绩。
- **公司新建项目稳步推进。**根据公司公告, 目前3个新项目推进进度良好。江苏南通如东洋口港聚酯一体化项目(年产500万吨PTA及240万吨聚酯纺丝配套仓储码头等)已经全面铺开建设, 第一套聚纺装置预计今年4季度进入调试阶段。江苏沐阳项目(年产240万吨长丝短纤500台加弹机1万台织机配套染整)报批工作基本完成, 土建施工将全面展开。浙江恒翔项目(年产15万吨表面活性剂20万吨纺织助剂)已做好土建收尾工作, 酯化车间安装完成, 表活车间完成度80%。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。新项目陆续投产后, 将巩固公司在涤纶长丝行业的龙头地位, 助力未来成长。

估值

- 2021年涤纶长丝行业环比好转叠加公司新产能扩张, 公司投资浙石化项目收益持续增长, 上调盈利预测, 预计2021-2023年每股收益分别为3.70元(原2.03元)、3.95元(原2.42元)、4.45元(原3.52元), 对应PE分别为7.3倍、6.8倍、6.1倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 项目投产不及预期; 产品价格大幅波动。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	50,582	45,833	60,385	65,901	81,214
变动(%)	22	(9)	32	9	23
净利润(人民币 百万)	2,884	2,847	8,470	9,038	10,173
全面摊薄每股收益(人民币)	1.261	1.244	3.703	3.951	4.447
变动(%)	8.4	(1.3)	197.5	6.7	12.6
调整前全面摊薄每股收益(人民币)			2.025	2.415	3.524
调整幅度(%)			82.9	63.6	26.2
全面摊薄市盈率(倍)	21.5	21.7	7.3	6.8	6.1
价格/每股现金流量(倍)	12.1	18.5	9.8	9.2	8.0
每股现金流量(人民币)	2.24	1.46	2.75	2.95	3.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	21.7	8.5	8.6	7.0
每股股息(人民币)	0.190	0.130	0.370	0.395	0.445
股息率(%)	0.7	0.5	1.4	1.5	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司财务报告摘要

(亿元)	1H2021	1H2020	同比变化(%)
一、营业总收入	301.86	213.43	41.43
二、营业总成本	278.08	212.01	31.16
其中：营业成本	263.36	201.16	30.92
营业税金及附加	0.81	0.35	131.43
销售费用	0.40	0.74	(45.95)
管理费用	4.18	3.07	36.16
研发费用	7.45	4.45	67.42
财务费用	1.88	2.24	(16.07)
资产减值损失			--
三、其他经营收益	0.27	0.50	(46.00)
公允价值变动收益	0.04	-0.15	(126.67)
投资收益	22.66	8.51	166.27
四、营业利润	46.51	10.33	350.24
加：营业外收入	0.14	0.20	(30.00)
减：营业外支出	0.10	0.02	400.00
五、利润总额	46.54	10.51	342.82
减：所得税	5.12	0.35	1362.86
六、净利润	41.42	10.16	307.68
减：少数股东损益	0.09	0.04	125.00
七、归属母公司净利润	41.34	10.12	308.50
EPS(元)	1.82	0.44	313.64

资料来源：公司公告，万得，中银证券

注：根据调整前2020年会计数据计算

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	50,582	45,833	60,385	65,901	81,214
销售成本	(44,732)	(43,028)	(52,519)	(58,449)	(72,147)
经营费用	(136)	258	(125)	(38)	(124)
息税折旧前利润	5,715	3,063	7,742	7,414	8,943
折旧及摊销	(1,806)	(2,068)	(2,309)	(2,757)	(3,400)
经营利润(息税前利润)	3,909	995	5,433	4,658	5,542
净利息收入/(费用)	(415)	(327)	(763)	(667)	(604)
其他收益/(损失)	270	2,328	4,886	6,093	6,288
税前利润	3,762	3,003	9,556	10,084	11,226
所得税	(866)	(147)	(1,051)	(1,008)	(1,010)
少数股东权益	12	10	35	37	42
净利润	2,884	2,847	8,470	9,038	10,173
核心净利润	2,886	2,848	8,470	9,040	10,174
每股收益(人民币)	1.261	1.244	3.703	3.951	4.447
核心每股收益(人民币)	1.261	1.245	3.703	3.952	4.448
每股股息(人民币)	0.190	0.130	0.370	0.395	0.445
收入增长(%)	22	(9)	32	9	23
息税前利润增长(%)	19	(75)	446	(14)	19
息税折旧前利润增长(%)	20	(46)	153	(4)	21
每股收益增长(%)	8	(1)	198	7	13
核心每股收益增长(%)	8	(1)	197	7	13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8,519	6,726	10,294	12,350	13,512
应收帐款	264	166	270	199	343
库存	2,717	2,865	2,807	3,343	4,048
其他流动资产	574	313	734	415	863
流动资产总计	12,745	10,575	14,905	17,503	20,238
固定资产	18,789	21,062	26,331	32,656	40,342
无形资产	1,502	1,598	1,620	1,638	1,652
其他长期资产	6,965	13,754	18,566	24,174	24,188
长期资产总计	27,256	36,413	46,517	58,468	66,183
总资产	40,001	46,989	56,760	65,717	76,166
应付帐款	6,258	6,524	6,856	7,710	8,672
短期债务	8,247	7,637	8,000	8,000	8,000
其他流动负债	2,465	1,999	2,268	2,199	2,488
流动负债总计	16,970	16,159	17,124	17,909	19,160
长期借款	3,835	4,785	6,200	6,200	6,200
其他长期负债	119	290	105	105	105
股本	2,288	2,288	2,288	2,288	2,288
储备	16,472	23,304	30,927	39,061	48,217
股东权益	18,759	25,591	33,214	41,349	50,505
少数股东权益	71	82	117	154	196
总负债及权益	40,001	46,989	56,760	65,717	76,166
每股帐面价值(人民币)	8.20	11.19	14.52	18.08	22.08
每股有形资产(人民币)	7.54	10.49	13.81	17.36	21.36
每股净负债/(现金)(人民币)	0.27	1.98	1.71	0.81	0.30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	3,762	3,003	9,556	10,084	11,226
折旧与摊销	1,806	2,068	2,309	2,757	3,400
净利息费用	415	327	763	667	604
运营资本变动	(1,419)	423	(51)	1,128	583
税金	(854)	(137)	(1,051)	(1,008)	(1,010)
其他经营现金流	1,406	(2,336)	(5,239)	(6,886)	(7,105)
经营活动产生的现金流	5,116	3,347	6,286	6,741	7,698
购买固定资产净值	434	96	7,600	9,100	11,100
投资减少/增加	(1,411)	(3,654)	4,800	6,000	6,200
其他投资现金流	(2,687)	(975)	(15,200)	(18,215)	(22,215)
投资活动产生的现金流	(3,664)	(4,533)	(2,800)	(3,115)	(4,915)
净增权益	(434)	(297)	(847)	(904)	(1,017)
净增债务	965	990	2,950	0	0
支付股息	434	297	847	904	1,017
其他融资现金流	(395)	1,715	(2,868)	(1,570)	(1,622)
融资活动产生的现金流	569	2,704	82	(1,570)	(1,622)
现金变动	2,022	1,519	3,568	2,056	1,162
期初现金	5,646	8,519	6,726	10,294	12,350
公司自由现金流	1,452	(1,185)	3,486	3,627	2,784
权益自由现金流	2,832	131	7,199	4,293	3,388

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.3	6.7	12.8	11.3	11.0
息税前利润率(%)	7.7	2.2	9.0	7.1	6.8
税前利润率(%)	7.4	6.6	15.8	15.3	13.8
净利率(%)	5.7	6.2	14.0	13.7	12.5
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.9	1.0	1.1
利息覆盖率(倍)	9.4	3.0	7.1	7.0	9.2
净权益负债率(%)	18.9	22.2	11.7	4.5	1.4
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	21.5	21.7	7.3	6.8	6.1
核心业务市盈率(倍)	21.4	21.7	7.3	6.8	6.1
市净率(倍)	3.3	2.4	1.9	1.5	1.2
价格/现金流(倍)	12.1	18.5	9.8	9.2	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	21.7	8.5	8.6	7.0
周转率					
存货周转天数	28.0	23.7	19.7	19.2	18.7
应收帐款周转天数	3.2	1.7	1.3	1.3	1.2
应付帐款周转天数	41.6	50.9	40.4	40.3	36.8
回报率					
股息支付率(%)	15.1	10.4	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	16.9	12.8	28.8	24.2	22.2
资产收益率(%)	8.1	2.2	9.3	6.8	7.1
已运用资本收益率(%)	2.5	2.1	4.9	4.4	4.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371