

Q3 长丝承压，浙石化贡献高额投资收益



核心观点

- **单季度业绩环比略有下滑：**桐昆股份发布三季报，公告前三季度实现营业收入 503.48 亿元，同比+53.41%，实现归母净利润 61.61 亿元，同比+242.67%，2021Q3 单季度实现营业收入 201.62 亿元，同比+75.68%，环比+5.82%，实现归母净利润 20.27 亿元，同比+157.06%，环比-16.14%，业绩环比有所下滑。
- **Q3 长丝承压，浙石化继续贡献高额投资收益：**Q3 由于原料价格上涨和限电对下游开工的影响，长丝价差下行，POY 均价差 1386 元/吨，较 Q2 环比-20.37%。进入 Q4 后，随着下游库存去化，叠加长丝企业负荷控制，长丝价差快速上行，10 月底为 2261 元/吨，处于年内高点。Q3 单季度投资净收益 12.75 亿元，主要系投资浙石化的投资收益。随着浙石化二期的逐步投产，预计未来这部分收益将大幅增加。
- **公司仍具有成长性：**公司目前拥有长丝产能 830 万吨，规划和在建项目有洋口港 240 万吨聚酯纺丝产能、沐阳 240 万吨聚酯长丝（短纤）产能和古雷基地 200 万吨聚酯纤维产能，产能具有翻倍空间。

财务预测与投资建议

- 基于当下长丝景气水平，我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 81.30、103.16、129.84 亿元（原预测 52.96、70.07、77.89 亿元），按可比公司调整后 21 年 PE 为 9 倍，对应目标价为 30.35 元/股，维持买入评级。

风险提示

- 行业景气度下行；项目进度不及预期。

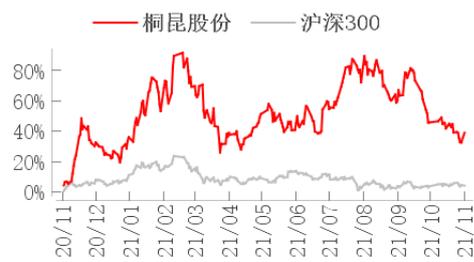
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,582	45,833	64,855	68,909	72,950
同比增长(%)	21.6%	-9.4%	41.5%	6.2%	5.9%
营业利润(百万元)	3,757	2,969	8,325	10,533	13,219
同比增长(%)	35.2%	-21.0%	180.3%	26.5%	25.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,884	2,847	8,130	10,316	12,984
同比增长(%)	36.0%	-1.3%	185.6%	26.9%	25.9%
每股收益(元)	1.20	1.18	3.37	4.28	5.39
毛利率(%)	11.8%	6.3%	11.2%	11.4%	11.6%
净利率(%)	5.7%	6.2%	12.5%	15.0%	17.8%
净资产收益率(%)	16.4%	12.7%	26.9%	26.2%	29.2%
市盈率	17.5	17.7	6.2	4.9	3.9
市净率	2.7	2.0	1.5	1.1	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月01日)	20.92 元
目标价格	30.35 元
52周最高价/最低价	30.83/15.16 元
总股本/流通A股(万股)	241,112/228,753
A股市值(百万元)	50,441
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年11月01日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.29	-4.66	-19.3	39.02
相对表现	2.6	-7.92	-17.05	33.75
沪深300	-2.89	3.26	-2.25	5.27



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

倪吉

021-63325888*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

联系人

袁帅

yuanshuai@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，长丝景气度高

2021-04-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

鉴于浙石化的优秀表现，提升投资净收益，长丝整体景气度高于年初，故提升长丝价格和毛利率。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
投资净收益	3206	4717	5500	4250	6000	8294
变动幅度				32.54%	27.20%	50.79%
分项目盈利预测						
涤纶长丝						
销售收入	47,697	51,505	55,314	52,472	56,525	60,567
变动幅度				10.01%	9.75%	9.50%
毛利率	10.77%	10.69%	10.62%	13.63%	13.70%	13.73%
变动幅度				2.86%	3.00%	3.11%
PTA						
销售收入	2,177	2,177	2,177	2,449	2,449	2,449
变动幅度				12.47%	12.47%	12.47%
毛利率	1.33%	1.33%	1.33%	3.46%	3.46%	3.46%
变动幅度				2.13%	2.13%	2.13%
贸易						
销售收入	8,562	8,562	8,562	8,562	8,562	8,562
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
其他业务						
销售收入	1,373	1,373	1,373	1,373	1,373	1,373
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	2.62%	2.62%	2.62%	2.62%	2.62%	2.62%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
销售收入合计	59,808	63,617	67,426	64,855	68,909	72,950
变动幅度				8.44%	8.32%	8.19%
综合毛利率	8.73%	8.79%	8.83%	11.24%	11.43%	11.55%
变动幅度				2.51%	2.64%	2.72%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	59,808	63,617	67,426	64,855	68,909	72,950

变动幅度				8.44%	8.32%	8.19%
营业利润	5,399	7,120	7,901	8,325	10,533	13,219
变动幅度				54.18%	47.94%	67.31%
归属母公司净利润	5,296	7,007	7,789	8,130	10,316	12,984
变动幅度				53.50%	47.23%	66.69%
毛利率(%)	8.73%	8.79%	8.83%	11.24%	11.43%	11.59%
变动幅度				2.51%	2.64%	2.76%
净利率(%)	8.86%	11.01%	11.55%	12.54%	14.97%	17.80%
变动幅度				3.68%	3.96%	6.25%

资料来源: Wind, 东方证券研究所

表 3: 可比公司估值表 (估值日期 2021/11/01)

公司	每股收益 (元)			市盈率		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
恒逸石化	1.19	1.47	1.57	9.1	7.4	6.9
恒力石化	2.38	2.72	3.17	9.3	8.1	7.0
新凤鸣	1.74	2.22	2.56	8.7	6.8	5.9
中国石化	0.58	0.58	0.59	7.3	7.2	7.1
荣盛石化	1.39	1.81	2.05	12.3	9.4	8.3
调整后平均				9	8	7

资料来源: 朝阳永续, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,519	6,726	11,265	14,358	7,872	营业收入	50,582	45,833	64,855	68,909	72,950
应收票据及应收账款	532	440	235	250	264	营业成本	44,610	42,937	57,564	61,029	64,494
预付账款	574	313	443	471	499	营业税金及附加	122	90	128	136	144
存货	2,717	2,865	3,841	4,072	4,303	营业费用	163	79	112	119	126
其他	403	231	247	251	254	管理费用及研发费用	1,778	1,730	2,448	2,601	2,754
流动资产合计	12,745	10,575	16,031	19,401	13,192	财务费用	415	327	649	612	629
长期股权投资	6,830	12,657	16,906	22,906	31,200	资产、信用减值损失	2	(7)	0	0	0
固定资产	17,073	18,764	19,485	20,375	20,871	公允价值变动收益	1	50	50	50	50
在建工程	1,717	2,298	2,877	2,355	1,536	投资净收益	172	2,173	4,250	6,000	8,294
无形资产	1,502	1,598	1,531	1,465	1,398	其他	92	71	71	71	71
其他	135	1,097	982	982	982	营业利润	3,757	2,969	8,325	10,533	13,219
非流动资产合计	27,256	36,413	41,782	48,082	55,987	营业外收入	38	36	28	29	33
资产总计	40,001	46,989	57,813	67,484	69,180	营业外支出	33	2	12	13	15
短期借款	8,247	7,637	7,637	7,637	7,637	利润总额	3,762	3,003	8,340	10,549	13,236
应付票据及应付账款	6,258	6,524	8,746	9,272	9,799	所得税	866	147	200	222	241
其他	2,465	1,999	2,671	2,708	2,746	净利润	2,896	2,856	8,140	10,326	12,995
流动负债合计	16,970	16,159	19,054	19,618	20,182	少数股东损益	12	10	11	11	11
长期借款	891	3,608	3,608	3,608	3,608	归属于母公司净利润	2,884	2,847	8,130	10,316	12,984
应付债券	2,944	1,176	0	0	0	每股收益(元)	1.20	1.18	3.37	4.28	5.39
其他	119	290	290	290	290						
非流动负债合计	3,954	5,074	3,898	3,898	3,898	主要财务比率					
负债合计	20,924	21,234	22,952	23,516	24,080		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	71	82	93	104	115	成长能力					
股本	1,848	2,197	2,411	2,411	2,411	营业收入	21.6%	-9.4%	41.5%	6.2%	5.9%
资本公积	6,226	10,646	11,855	11,855	11,855	营业利润	35.2%	-21.0%	180.3%	26.5%	25.5%
留存收益	10,246	12,658	20,502	29,598	30,719	归属于母公司净利润	36.0%	-1.3%	185.6%	26.9%	25.9%
其他	686	172	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	19,077	25,755	34,861	43,968	45,100	毛利率	11.8%	6.3%	11.2%	11.4%	11.6%
负债和股东权益总计	40,001	46,989	57,813	67,484	69,180	净利率	5.7%	6.2%	12.5%	15.0%	17.8%
						ROE	16.4%	12.7%	26.9%	26.2%	29.2%
						ROIC	10.6%	8.9%	20.7%	21.3%	24.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	52.3%	45.2%	39.7%	34.8%	34.8%
净利润	2,896	2,856	8,140	10,326	12,995	净负债率	24.6%	22.1%	1.4%	0.0%	8.6%
折旧摊销	1,676	1,999	1,888	2,138	2,401	流动比率	0.75	0.65	0.84	0.99	0.65
财务费用	415	327	649	612	629	速动比率	0.59	0.48	0.64	0.78	0.44
投资损失	(172)	(2,173)	(4,250)	(6,000)	(8,294)	营运能力					
营运资金变动	3,936	1,289	1,482	287	287	应收账款周转率	184.2	213.1	323.6	284.5	284.0
其它	(3,636)	(952)	60	(50)	(50)	存货周转率	12.5	15.4	17.2	15.4	15.4
经营活动现金流	5,116	3,347	7,970	7,314	7,968	总资产周转率	1.4	1.1	1.2	1.1	1.1
资本支出	(4,616)	(4,297)	(3,122)	(2,439)	(2,012)	每股指标(元)					
长期投资	(1,573)	(5,841)	(4,250)	(6,000)	(8,294)	每股收益	1.20	1.18	3.37	4.28	5.39
其他	2,525	5,606	4,134	6,050	8,344	每股经营现金流	2.77	1.52	3.31	3.03	3.30
投资活动现金流	(3,664)	(4,533)	(3,238)	(2,389)	(1,962)	每股净资产	7.88	10.65	14.42	18.19	18.66
债权融资	186	(168)	(681)	0	0	估值比率					
股权融资	334	4,769	1,423	0	0	市盈率	17.5	17.7	6.2	4.9	3.9
其他	50	(1,896)	(935)	(1,831)	(12,492)	市净率	2.7	2.0	1.5	1.1	1.1
筹资活动现金流	569	2,704	(193)	(1,831)	(12,492)	EV/EBITDA	10.0	11.0	5.4	4.4	3.6
汇率变动影响	(10)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.0	17.7	6.5	5.2	4.2
现金净增加额	2,012	1,518	4,539	3,093	(6,486)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn