

相关研究

- 《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
- 《顺周期景气回升, 聚酯龙头业绩爆发》2021. 7. 16
- 《景气度复苏业绩高增, 浙石化持续贡献收益》2021. 8. 18

浙石化贡献高收益, 低估值长丝龙头显优势

2021 年 11 月 3 日

事件: 2021 年 10 月 29 日, 桐昆股份发布《2021 年第三季度报告》, 2021 年前三季度, 公司实现营业收入 503.48 亿元, 同比增加 53.41%; 归母净利润为 61.61 亿元, 同比增加 242.67%; 实现基本每股收益 2.71 元。其中 2021 年第 3 季度实现营业收入 201.62 亿元, 同比增加 75.68%, 环比增加 5.82%; 实现归母净利润 20.27 亿元, 同比增加 157.06%, 环比下降 16.11%; 实现扣非后归属母公司股东净利润 20.32 亿元, 同比增加 165.72%, 环比下降 15.44%; 实现基本每股收益 0.89 元。

点评:

- **成本上涨价差收窄, 第三季度盈利环比下滑。**2021 年第 3 季度, 公司 POY、FDY 和 DTY 生产量分别为 149.96、23 和 19.79 万吨, 合计生产涤纶长丝 194.75 万吨; 销售量分别为 142.38、25.03 和 19.87 万吨, 合计销售涤纶长丝 187.28 万吨, 第 3 季度库存增加 7.47 万吨, 产销率为 96.16%, 环比下降 16.83pct。原油价格高位推动长丝价格上涨, 2021 年第 3 季度, 公司 POY、FDY 和 DTY 售价 (不含税) 分别为 6531.26 元/吨、7037.58 元/吨和 8528.15 元/吨, 同比增加 33.65%、26.70%和 29.38%。3 季度长丝行业虽然由于煤炭等能源成本上涨, 叠加海运导致纺服出口恢复较慢, 金九银十旺季不旺, 长丝景气度有所回落, 价差收窄。从行业平均水平来看, 2021 年 3 季度, POY、FDY 和 DTY 行业单吨净利润分别为 162.80、48.81 和 287.42 元/吨, POY、FDY 和 DTY 分别环比下降 54.62%、78.02 和 32.85%。根据我们的测算, 公司 3 季度长丝单吨净利润约 400 元/吨左右, 环比 2 季度 500 元/吨下降 20%左右, 下降速度远小于行业降幅。公司凭借 PTA 和涤纶长丝装置技术、管理能力、产品成本和差异化方面的优势实现远高于行业平均水准的盈利能力, 维持可观的利润水平。
- **双控限产逐渐放松, 长丝价差触底回升。**2021 年 10 月, 长丝和织布企业受到限电限产影响, 开工率均创下年内新低, 但这也加快了织布企业去坯布库存的速度, 从 9 月最高点 40 天降到了 28 天。受益于 10 月原油等能源价格上涨, 长丝价格成本端支撑明显, 且受限产影响市场供应减少, 长丝价格大幅上涨, 扭亏为盈后盈利持续扩大, 2021 年 10 月 POY、FDY 和 DTY 行业单吨净利润分别为 290、118 和 454 元/吨, 相比今年 3 局均值分别增长 7%、142%和 58%。随着双控限产逐渐放松, 以及海运缓解带动纺服出口需求边际改善, 我们认为公司第四季度盈利能力将有所恢复。
- **1200 万吨进口原油配额助力浙石化二期全面投产, 业绩有望更上一层楼。**公司参股 20%股权的浙石化项目 2021 年前三季度为公司贡献投资收益 35.42 亿元, 占前三季度公司归母净利润近 60%。今年 10 月 25 日商务部下达关于浙石化二期项目获 1200 万吨原油非国营贸易进口允许量的通知。原油配额的下发保障了目前浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”项目原料的充分供给, 助力一期稳定运行与二期项目的全面

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

投产。由于浙石化二期项目产能规划包含 EVA/LDEP 等附加值相对更高的产品，盈利水平和抗风险能力有望进一步增强。待浙石化炼化一体化二期项目全部投产且平稳运行后，公司投资收益再上台阶。

- **油剂桐昆化解决卡脖子难题，聚酯产能进一步扩张强化龙头优势。**公司现有 PTA 产能 420 万吨/年、涤纶长丝产能 830 万吨/年。今年 9 月 14 日，浙江恒翔新材料有限公司年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂项目进行投料试生产，自此桐昆股份实现了替代进口化纤纺织油剂的全替代，进一步推动了产业链上下游产品的互供一体化协同发展。在建如东聚酯一体化项目共规划 PTA 产能 500 万吨/年、聚酯产能 240 万吨/年，聚酯长丝装置将于今年年底陆续投产，后续聚酯长丝以及 PTA 装置预计将于 2023 年全部建成投产。此外，规划聚酯产能包括江苏沐阳 240 万吨/年长丝（短纤）项目以及与福建古雷石化和福建漳州古雷港经开区管委会的共同建设的 200 万吨/年聚酯项目。待上述项目完成投产，公司 PTA 和聚酯产能将达千万级。产能扩张将进一步扩大公司成长空间，油剂桐昆化有效助力桐昆股份产业链的完善，产业链协同效应有利于提高公司核心竞争力，巩固龙头地位，强化龙头优势。
- **磊鑫实业收购公司新发股份，实控人进一步增强控制权。**2021 年 10 月，公司以 15.94 元/股非公开发行 123,588,456 股募集 19.7 亿元，用于江苏省洋口港经济开发区热电联产扩建项目和“年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂建设项目”，并由桐昆控股的控股子公司磊鑫实业现金收购此次非公开发行的所有股份。本次收购完成后，桐昆控股、陈士良、盛隆投资及磊鑫实业将合计持有上市公司 920,352,206 股，上市公司总股本的 38.17%。桐昆控股的控股股东地位保持不变，上市公司实际控制人仍为陈士良先生，对公司控制权进一步增强。
- **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 75.49、97.25 和 103.70 亿元，归母净利润增速分别为 165.2%、28.8% 和 6.6%，EPS（摊薄）分别为 3.13、4.03 和 4.30 元/股，对应 2021 年 11 月 2 日的收盘价，PE 分别为 6.50、5.04 和 4.73 倍。我们看好公司在 PTA 和涤纶长丝领域的产能持续扩张和龙头地位提升，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	45,833	63,956	72,365	82,374
增长率 YoY %	21.6%	-9.4%	39.5%	13.1%	13.8%
归属母公司净利润 (百万元)	2,884	2,847	7,549	9,725	10,370
增长率 YoY%	36.0%	-1.3%	165.2%	28.8%	6.6%
毛利率%	11.8%	6.3%	9.3%	9.3%	9.6%
净资产收益率ROE%	15.2%	11.1%	22.7%	22.6%	19.5%
EPS(摊薄)(元)	1.57	1.52	3.13	4.03	4.30
市盈率 P/E(倍)	9.55	13.55	6.50	5.04	4.73
市净率 P/B(倍)	1.90	1.93	1.48	1.14	0.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年11月2日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12,745	10,575	18,351	26,008	34,882	营业总收入	50,582	45,833	63,956	72,365	82,374
货币资金	8,519	6,726	13,196	20,200	28,320	营业成本	44,610	42,937	58,022	65,663	74,440
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金	122	90	126	143	163
应收账款	264	166	232	262	298	销售费用	163	79	96	109	124
预付账款	574	313	423	479	543	管理费用	660	688	895	1,013	1,153
存货	2,717	2,865	3,871	4,381	4,967	研发费用	1,118	1,042	1,279	1,447	1,647
其他	671	505	629	686	754	财务费用	415	327	433	446	456
非流动资产	27,256	36,413	39,993	44,494	48,639	减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	6,830	12,657	12,657	12,657	12,657	投资净收	172	2,173	4,900	7,000	7,000
固定资产	17,073	18,764	16,955	18,860	19,909	其他	91	128	107	118	135
无形资产	1,502	1,598	1,694	1,790	1,886	营业利润	3,757	2,969	8,111	10,662	11,526
其他	1,852	3,395	8,688	11,188	14,188	营业外收	5	33	17	16	15
资产总计	40,001	46,989	58,344	70,503	83,521	利润总额	3,762	3,003	8,128	10,678	11,541
流动负债	16,970	16,159	18,940	20,340	21,953	所得税	866	147	554	919	1,135
短期借款	8,247	7,637	7,637	7,637	7,637	净利润	2,896	2,856	7,575	9,758	10,406
应付票据	3,153	3,530	4,770	5,398	6,120	少数股东	12	10	26	34	36
应付账款	3,104	2,994	4,045	4,578	5,190	归属母公	2,884	2,847	7,549	9,725	10,370
其他	2,465	1,999	2,488	2,727	3,006	EBITDA	5,806	3,136	10,547	13,506	14,733
非流动负债	3,954	5,074	6,074	7,074	8,074	EPS (当年)(元)	1.57	1.52	3.13	4.03	4.30
长期借款	891	3,608	4,608	5,608	6,608						
其他	3,063	1,466	1,466	1,466	1,466						
负债合计	20,924	21,234	25,015	27,415	30,027						
少数股东权益	71	82	108	142	178						
归属母公司净利润	19,006	25,672	33,221	42,946	53,316						
负债和股东权益	40,001	46,989	58,344	70,503	83,521						

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	45,833	63,956	72,365	82,374
同比 (%)	21.6%	-9.4%	39.5%	13.1%	13.8%
归属母公司净利润	2,884	2,847	7,549	9,725	10,370
同比 (%)	36.0%	-1.3%	165.2%	28.8%	6.6%
毛利率 (%)	11.8%	6.3%	9.3%	9.3%	9.6%
ROE%	15.2%	11.1%	22.7%	22.6%	19.5%
EPS (摊薄)(元)	1.57	1.52	3.13	4.03	4.30
P/E	9.55	13.55	6.50	5.04	4.73
P/B	1.90	1.93	1.48	1.14	0.92
EV/EBITDA	5.58	16.24	4.67	3.20	2.45

现金流量					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动	5,116	3,347	6,613	6,418	7,580
经营现金流	2,896	2,856	7,575	9,758	10,406
折旧摊销	1,806	2,068	2,012	2,415	2,772
财务费用	514	521	467	512	557
投资损失	-172	-2,173	-4,900	-7,000	-7,000
营运资金	-22	261	1,475	747	858
其它	94	-186	-15	-14	-12
投资活动	-3,664	-4,533	-676	98	96
资本支出	-2,980	-3,889	-5,576	-6,902	-6,904
长期投资	-1,449	-3,720	0	0	0
其他	765	3,076	4,900	7,000	7,000
筹资活动	569	2,704	533	488	443
吸收投资	0	1	0	0	0
借款	15,210	18,324	1,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-677	-847	-467	-512	-557
现金流净增加额	2,012	1,518	6,470	7,004	8,119

研究团队简介

陈淑娴, 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。

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	hanqiuyue@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	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@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	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@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

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。

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。	

评级说明

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。