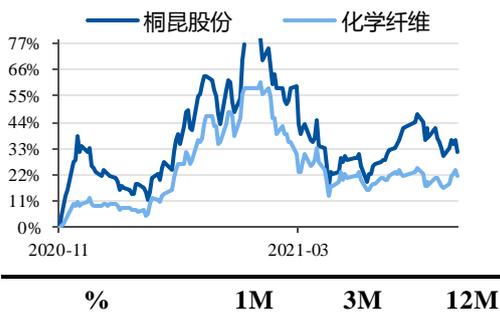


**公司点评**
**桐昆股份 (601233)**
**化工 | 化学纤维**
**业绩略超预期，盈利稳定性强**
**2021年11月08日**
**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 34.0-42.5 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	21.28
52 周价格区间 (元)	15.97-31.00
总市值 (百万)	48678.66
流通市值 (百万)	48678.66
总股本 (万股)	228753.10
流通股 (万股)	228753.10

**涨跌幅比较**


预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	505.82	458.32	527.07	579.78	666.75
净利润 (亿元)	28.34	27.82	82.43	102.52	115.76
每股收益 (元)	1.18	1.15	3.42	4.25	4.80
每股净资产 (元)	7.88	10.65	13.70	17.50	21.79
P/E	17.27	17.59	5.94	4.77	4.23
P/B	2.58	1.91	1.48	1.16	0.93

资料来源：贝格数据，财信证券

**投资要点：**

> 公司公布 2021 年三季度报，前三季度公司实现营业收入 503.47 亿元，同比增长 53.41%；实现归母净利润 61.61 亿元，同比增长 242.67%。单季度实现营业收入 201.61 亿元，同比增长 75.68%；归母净利润 20.27 亿元，同比增长 157.06%，公司业绩略超我们此前预期。公司前三季度生产涤纶 POY416.69 万吨、FDY73.66 万吨、TDY57.96 万吨，涤纶总产量同比增长约 13.98%。公司期间费用中，研发费用增加 61%，管理费用增长 36%，财务费用下降 14%。公司在本报告期加强了产品研发，为后续涤纶品类的扩展做好了准备。

> 三季度涤纶行业景气度下滑。虽然三季度原油价格波动上行，但是涤纶下游需求受海运成本上升的负面影响，出口恢复一般。涤纶单吨利润水平下滑明显，Q3 季度单吨毛利较 Q2 季度下降约 280 元/吨。在此背景下，公司仍然凭借上下游产业链的布局优势、成本控制能力以及产品差异化等多方面优势，涤纶业务实现了单季度约 8 亿元的净利润贡献，体现了公司在行业的竞争优势。9 月以来，浙江地区普遍受限电影响，行业开工率下降，影响了产品出货量。后续随着限电压力的缓解以及海运费用下降，我们认为下游需求将逐步好转，拉动公司销量与利润的提升。

> 公司江苏南通如东洋口港聚酯一体化项目全面铺开建设，部分单体已封顶，首套聚纺装置已进入全面安装阶段，计划于今年四季度进入调试阶段。江苏沐阳长丝及织机项目报批工作完成，项目土建施工将全面展开。浙江恒翔表面活性剂和纺织专用助剂建设项目主体厂房已做好土建收尾工作，部分车间安装完成。上述项目将在未来增加公司 PTA 产能 500 万吨、聚酯产品 480 万吨以及下游相关配套的加弹、织机、助剂产能等。

> **盈利预测。**我们调整对公司 2021-2023 年营业收入预测至 527.0、579.7、666.7 亿元，对应归属净利润分别为 82.43、102.52、115.76 亿元，对应 EPS 分别为 3.41、4.25、4.80 元。考虑公司长期产能规划带来的业务成长性以及化纤行业平均估值水平，给予公司 2022 年 8-10 倍 PE 估值，股价合理区间为 34.0-42.5 元，维持公司“推荐”评级。

> **风险提示：**涤纶下游需求不及预期，合营企业盈利不及预期。

**周策**
**分析师**

 执业证书编号：S0530519020001  
 zhouce@cfzq.com

0731-84779582

**相关报告**

- 《桐昆股份：桐昆股份 (601233) 2019 年年报点评：疫情压制短期业绩，公司长期发展可期》 2020-04-23
- 《桐昆股份：桐昆股份 (601233.SH) 2019 年半年报点评：业绩符合预期，涤纶产能快速建设》 2019-08-19
- 《桐昆股份：桐昆股份 (601233.SH) 2019 年 1 季度报告点评：1 季度业绩正增长，下游需求回暖》 2019-05-07

**盈利预测摘要**

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>50582.43</b>	<b>45832.69</b>	<b>52707.60</b>	<b>57978.36</b>	<b>66675.11</b>	<b>费用率</b>					
减:营业成本	44610.35	42937.46	45328.53	50441.17	58007.35	毛利率	0.12	0.06	0.14	0.13	0.13
营业税金及附加	121.67	90.50	111.22	122.34	140.69	三费/销售收入	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
销售费用	163.37	79.29	105.42	115.96	133.35	EBIT/销售收入	0.08	0.07	0.20	0.22	0.21
管理费用	659.56	688.32	739.95	813.94	936.04	销售净利率	0.06	0.06	0.16	0.18	0.17
财务费用	415.06	326.92	730.11	769.49	636.07	<b>投资回报率</b>					
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	0.15	0.11	0.25	0.24	0.22
加:投资收益	171.54	2172.79	4000.00	6000.00	6500.00	ROA	0.10	0.07	0.17	0.18	0.18
公允价值变动损益	0.97	50.15	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.11	0.10	0.23	0.19	0.20
其他经营损益	-1119.96	-1035.00	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>					
营业利润	3664.97	2898.14	9692.37	11715.46	13321.62	销售收入增长率	0.22	-0.09	0.15	0.10	0.15
加:其他非经营损益	5.23	33.48	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	0.29	-0.19	2.19	0.20	0.12
利润总额	3670.20	2931.62	9692.37	11715.46	13321.62	EBITDA 增长率	0.26	-0.09	1.40	0.17	0.11
减:所得税	823.60	139.65	1412.62	1418.40	1694.93	净利润增长率	0.35	-0.02	1.97	0.24	0.13
<b>净利润</b>	<b>2846.60</b>	<b>2791.97</b>	<b>8279.75</b>	<b>10297.06</b>	<b>11626.68</b>	总资产增长率	0.14	0.17	0.37	0.11	0.15
减:少数股东损益	11.89	9.82	35.83	44.56	50.32	股东权益增长率	0.18	0.35	0.29	0.28	0.25
<b>归母净利润</b>	<b>2834.71</b>	<b>2782.15</b>	<b>8243.91</b>	<b>10252.50</b>	<b>11576.36</b>	营运资本增长率	-0.07	-0.12	0.16	-0.04	0.28
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资本结构</b>					
货币资金	7738.56	6025.44	21083.04	23191.34	26670.04	资产负债率	0.52	0.44	0.47	0.39	0.34
应收和预付款项	868.09	517.21	1472.85	730.32	1803.33	投资资本/总资产	0.80	0.84	0.90	0.88	0.90
存货	2717.06	2864.95	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.60	0.62	0.79	0.70	0.70
其他流动资产	373.17	193.44	193.44	193.44	193.44	流动比率	0.72	0.63	0.92	1.08	1.28
长期股权投资	6829.86	12656.52	16656.52	22656.52	29156.52	速动比率	0.53	0.43	0.91	1.07	1.27
投资性房地产	33.06	47.73	41.69	35.66	29.62	股利支付率	0.08	0.16	0.11	0.11	0.11
固定资产	18789.26	21061.78	20897.36	20599.60	20168.51	收益留存率	0.92	0.84	0.89	0.89	0.89
无形资产	1501.91	1597.91	1405.68	1213.45	1021.22	<b>营运能力</b>					
其他非流动资产	48.94	699.47	699.45	699.42	699.40	总资产周转率	1.30	1.00	0.84	0.84	0.84

<b>资产总计</b>	<b>38899.90</b>	<b>45664.45</b>	<b>62450.02</b>	<b>69319.75</b>	<b>79742.07</b>	固定资产周转率	2.96	2.44	2.79	3.12	3.67
短期借款	8247.25	7637.10	18520.38	14155.38	14142.74	应收账款周转率	191.45	276.12	81.4	234.4	85.3
应付和预收款项	6585.48	6988.91	6153.43	8183.90	8226.10	存货周转率	16.42	14.99	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
长期借款	3835.12	4784.59	4784.59	4784.59	4784.59	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他负债	1430.56	667.66	4.40	4.40	4.40	EPS	1.18	1.15	3.42	4.25	4.80
<b>负债合计</b>	<b>20098.41</b>	<b>20078.26</b>	<b>29462.80</b>	<b>27128.27</b>	<b>27157.83</b>	BPS	7.88	10.65	13.70	17.50	21.79
股本	1847.93	2196.98	2196.98	2196.98	2196.98	PE	17.27	17.59	5.94	4.77	4.23
资本公积	6226.04	10645.66	10645.66	10645.66	10645.66	PEG	0.32	0.29	N/A	N/A	N/A
留存收益	10931.96	12829.84	20195.04	29354.73	39697.18	PB	2.58	1.91	1.48	1.16	0.93
<b>母公司股东权益</b>	<b>19005.93</b>	<b>25672.49</b>	<b>33037.69</b>	<b>42197.38</b>	<b>52539.83</b>	PS	0.97	1.07	0.93	0.84	0.73
少数股东权益	71.03	82.24	118.07	162.64	212.96	PCF	9.49	14.67	6.30	4.74	6.66
<b>权益合计</b>	<b>19076.97</b>	<b>25754.73</b>	<b>33155.77</b>	<b>42360.02</b>	<b>52752.79</b>	EBIT	4042.25	3269.46	10422.48	12484.95	13957.69
<b>负债和权益合计</b>	<b>39175.38</b>	<b>45832.99</b>	<b>62618.57</b>	<b>69488.30</b>	<b>79910.62</b>	EV/EBIT	12.29	17.47	6.53	5.10	4.57
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EV/EBITDA	8.49	10.70	5.32	4.25	3.84
经营性现金净流量	5159.01	3336.56	7772.67	10325.13	7350.86	EV/NOPLAT	15.92	19.23	7.71	5.86	5.27
投资性现金净流量	-3663.81	-4532.93	-1989.53	-1989.53	-1989.53	EV/IC	1.59	1.50	1.20	1.04	0.89
筹资性现金净流量	569.33	2704.28	9274.45	-6227.29	-1882.63	ROIC-WACC	0.11	0.10	0.21	0.18	0.18

资料来源: IFind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438