开源证券

桐昆股份（601233.SH）

2021 年 08 月 19 日

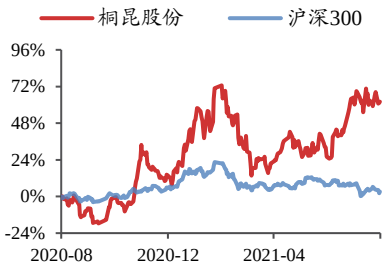
业绩大幅增长，长丝景气回升及浙石化贡献收益

——公司中报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/8/18
当前股价(元)	27.05
一年最高最低(元)	31.00/13.70
总市值(亿元)	618.78
流通市值(亿元)	618.78
总股本(亿股)	22.88
流通股本(亿股)	22.88
近 3 个月换手率(%)	129.32

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-大股东全额认购定增，完善布局聚酯产业链》-2021.1.13

《公司三季报点评报告-Q3 盈利环比改善，浙石化投资收益丰厚》-2020.11.1

《公司中报点评报告-参股浙石化对冲疫情影响，需求复苏长丝盈利或改善》-2020.8.29

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

● **业绩大幅增长，长丝景气回升及浙石化贡献收益。维持“买入”评级**

公司 2021 上半年实现营收 302 亿元，同比+41.4%；实现归母净利润 41.3 亿元，同比+310%；2021 年上半年浙石化为公司贡献 22.8 亿元的投资收益；随着长丝景气度回升，我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 76.4(+30.1)/87.8(+34.5)/94.6(新增)亿元，同比增长 168.5%/14.9%/7.7%，EPS 分别为 3.34(+1.23)/3.84(+1.41)/4.13 元；当前股价对应 PE 为 8.1/7.0/6.5 倍，维持“买入”评级。

● **涤纶长丝产销量价齐飞，公司产能规模再上新台阶**

长丝产销量价齐飞：随着疫情逐步缓解，国内国际市场纺织服装需求明显改善，国际油价的持续攀升也为化纤行业提供强有力的成本支撑，工厂产销放量，长丝价格持续上涨。2021 上半年，公司 POY/FDY/DTY 价格分别为 6354/6864/8342 元/吨，同比+25.9% /+20.6%/+22%；公司 2021 上半年长丝总产量 353.56 万吨，同比+12.15%，总销量 353.54 万吨，同比+17.11%，其中 POY 销量 268.5 万吨，同比+24.6%；**产能规模再上新台阶：**截至 2021 年 6 月 30 日，公司聚酯聚合产能约为 780（2020 年末 690）万吨/年，涤纶长丝产能约为 830（2020 年末 740）万吨/年，公司产能规模再上新台阶。公司目前已连续十多年在国内及国际市场实现产量及销量第一；随着产能的增加，公司将继续巩固其涤纶龙头地位。

● **浙石化收益贡献创新高，新项目继续稳步推进**

浙石化收益贡献达新高：公司参股并持有 20%股权的浙石化舟山绿色石化基地投资建设的 4000 万吨/年炼化一体化项目各项工程进展顺利。一期工程实现稳定满负荷运行，二期工程已顺利开车；目前，二期项目常减压装置、乙烯装置及部分下游装置处于试运行阶段，其余装置试车工作正在稳步推进中。浙石化盈利能力逐步提升，2021 年上半年为公司贡献了 22.75 亿元的超高额投资收益。**新项目稳步推进：**浙江恒翔年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂建设项目主体厂房已做好土建收尾工作；年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝项目报批工作已完成，首套聚纺装置已进入全面安装阶段，计划于 2021 年四季度进入调试阶段；桐昆年产 240 万吨长丝（短纤）及相关设备和项目报批工作已基本完成，部分施工已完成，项目土建施工将全面展开。

● **风险提示：**项目进度不及预期、产品价格大幅波动、疫情反复致需求放缓

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,582	45,833	59,729	69,571	84,102
YOY(%)	21.6	-9.4	30.3	16.5	20.9
归母净利润(百万元)	2,884	2,847	7,642	8,780	9,459
YOY(%)	36.0	-1.3	168.5	14.9	7.7
毛利率(%)	11.8	6.3	11.6	11.8	11.6
净利率(%)	5.7	6.2	12.8	12.6	11.2
ROE(%)	15.2	11.1	23.2	21.2	18.7
EPS(摊薄/元)	1.26	1.24	3.34	3.84	4.13
P/E(倍)	21.5	21.7	8.1	7.0	6.5
P/B(倍)	3.4	2.4	1.9	1.5	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12745	10575	7228	5263	7877
现金	8519	6726	1477	0	0
应收票据及应收账款	264	166	395	258	531
其他应收款	30	38	51	53	73
预付账款	574	313	842	504	1124
存货	2717	2865	3995	3981	5683
其他流动资产	641	467	467	467	467
非流动资产	27256	36413	50809	63269	77329
长期投资	6830	12657	22983	33510	44236
固定资产	17073	18764	22337	24060	27137
无形资产	1502	1598	1741	1907	2064
其他非流动资产	1852	3395	3748	3792	3892
资产总计	40001	46989	58037	68532	85207
流动负债	16970	16159	20116	22964	31131
短期借款	8247	7637	7637	10603	14402
应付票据及应付账款	6258	6524	9185	9079	13049
其他流动负债	2465	1999	3294	3282	3680
非流动负债	3954	5074	4686	3872	3249
长期借款	3835	4785	4396	3582	2959
其他非流动负债	119	290	290	290	290
负债合计	20924	21234	24802	26836	34380
少数股东权益	71	82	116	154	192
股本	1848	2197	2288	2288	2288
资本公积	6226	10646	10646	10646	10646
留存收益	10246	12658	19456	27241	35593
归属母公司股东权益	19006	25672	33119	41542	50634
负债和股东权益	40001	46989	58037	68532	85207

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5116	3347	6507	7379	9779
净利润	2896	2856	7676	8818	9497
折旧摊销	1806	2068	2050	2504	2977
财务费用	415	327	340	482	609
投资损失	-172	-2173	-4507	-4703	-4901
营运资金变动	11	274	961	298	1617
其他经营现金流	159	-5	-12	-20	-21
投资活动现金流	-3664	-4533	-11926	-10240	-12116
资本支出	3016	3894	4069	1933	3334
长期投资	-1449	-3720	-10327	-5827	-10727
其他投资现金流	-2097	-4358	-18184	-14134	-19508
筹资活动现金流	569	2704	170	-1582	-1462
短期借款	666	-610	0	0	0
长期借款	-922	949	-389	-814	-623
普通股增加	26	349	91	0	0
资本公积增加	308	4420	0	0	0
其他筹资现金流	492	-2404	468	-768	-839
现金净增加额	2012	1518	-5249	-4443	-3799

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	50582	45833	59729	69571	84102
营业成本	44610	42937	52770	61355	74336
营业税金及附加	122	90	131	148	183
营业费用	163	79	166	187	219
管理费用	660	688	993	1022	1248
研发费用	1118	1042	845	1230	1612
财务费用	415	327	340	482	609
资产减值损失	0	0	99	152	81
其他收益	91	73	0	0	0
公允价值变动收益	1	50	12	20	21
投资净收益	172	2173	4507	4703	4901
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	3757	2969	8904	9719	10736
营业外收入	38	36	28	29	33
营业外支出	33	2	12	13	15
利润总额	3762	3003	8920	9735	10754
所得税	866	147	1244	917	1256
净利润	2896	2856	7676	8818	9497
少数股东损益	12	10	34	38	39
归母净利润	2884	2847	7642	8780	9459
EBITDA	6065	5648	11461	12901	14597
EPS(元)	1.26	1.24	3.34	3.84	4.13

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.6	-9.4	30.3	16.5	20.9
营业利润(%)	35.2	-21.0	199.9	9.1	10.5
归属于母公司净利润(%)	36.0	-1.3	168.5	14.9	7.7
获利能力					
毛利率(%)	11.8	6.3	11.6	11.8	11.6
净利率(%)	5.7	6.2	12.8	12.6	11.2
ROE(%)	15.2	11.1	23.2	21.2	18.7
ROIC(%)	10.1	8.9	17.5	16.5	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	52.3	45.2	42.7	39.2	40.3
净负债比率(%)	25.1	23.0	35.8	37.4	37.2
流动比率	0.8	0.7	0.4	0.2	0.3
速动比率	0.5	0.4	0.1	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	115.4	213.1	213.1	213.1	213.1
应付账款周转率	7.7	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.26	1.24	3.34	3.84	4.13
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	1.46	2.84	3.23	4.27
每股净资产(最新摊薄)	8.01	11.15	14.37	18.05	22.02
估值比率					
P/E	21.5	21.7	8.1	7.0	6.5
P/B	3.4	2.4	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	11.0	12.0	6.4	6.0	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn