证券研究报告

公司研究

点评报告

桐昆股份(601233.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴，CFA 石化行业首席分析师

执业编号：S1500519080001

联系电话：+86 21 61678597

邮　箱：chenshuxian@cindasc.com

曹熠　　石化行业研究助理

联系电话：+86 21 61678597

邮　箱：caoyi@cindasc.com

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

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

景气度复苏业绩高增，浙石化持续贡献收益

2021 年 8 月 18 日

事件：2021 年 8 月 17 日，桐昆股份发布《2021 年半年度报告》，2021 年上半年，公司实现营业收入 301.86 亿元，同比增加 41.43%；归属于上市公司股东的净利润为 41.34 亿元，同比增加 309.57%；实现基本每股收益 1.82 元。其中 2021 年 2 季度单季实现营业收入 190.53 亿元，同比增加 39.59%，环比上升 71.14%；实现归母净利润 24.17 亿元，同比增加 316.12%，环比增长 40.77%，实现扣非后归属母公司股东净利润 24.03 亿元，同比增加 309.80%，环比增加 38.66%。与公司 2021 年 7 月 15 日发布的《2021 年半年度业绩预增公告》相比，2021 年半年度业绩符合预期。

点评：

- **需求推动化纤复苏，2 季度产销率大增。**2021 年上半年，国内外疫情得到控制，纺织服装内外需市场均有明显改善，自下而上推动长丝行业景气度稳步回升。同时，2021 年 1-6 月，布伦特原油价格从 51 美元/桶上涨至 75 美元/桶，从成本端为化纤价格上涨提供强有力支撑。2021 年 2 季度，公司 POY、FDY 和 DTY 生产量分别为 138.07 万吨、23.48 万吨和 19.33 万吨，合计生产涤纶长丝 180.88 万吨；销售量分别为 156.06 万吨、27.62 万吨和 20.70 万吨，合计销售涤纶长丝 204.38 万吨，2 季度额外销售库存 23.50 万吨，产销率达到 112.99%，环比升高 26.61pct。**根据我们的测算，公司 2021 年 2 季度长丝单吨净利润约 500 元/吨，**从行业平均水平来看，2021 年 2 季度，POY、FDY 和 DTY 行业单吨净利润分别为 358.74 元/吨、222.05 元/吨和 428.02 元/吨，POY 和 FDY 分别环比增加 43.56%和 154.64%，DTY 环比下降 13.95%。主要是下游加弹、织造开工稳定，纺服销售回暖，配合长丝企业常态化促销，推动长丝有效去库存。公司作为行业龙头企业，拥有低成本高品质的绝对优势，在行业景气度攀升的大环境中，业绩弹性远超行业平均水平。

- **浙石化持续贡献收益，助力公司业绩高增速。**2021 年上半年，公司参股 20%股权的浙石化项目为公司贡献了 22.75 亿元的投资收益，构成公司利润来源的重要部分。目前浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”一期实现稳定满负荷运行，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。中短期来看，浙石化贡献的投资收益将持续增长，是推动公司业绩维持较高增速的关键因素之一。浙石化炼化一体化项目全部投产且平稳运行后，预计每年都将为公司贡献丰厚的投资收益。

- **加大拓展聚酯产能，强化龙头绝对优势。**截止 2021 年上半年，公司拥有 420 万吨/年 PTA 产能、780 万吨/年聚合产能和 830 万吨/年涤纶长丝产能。上半年公司 50 万吨/年恒超项目产能完全投产，并且**通过在江苏泗阳设立孙公司“江苏桐昆化纤销售有限公司”，完成了对原“江苏海欣纤维有限公司”50 万吨/年聚酯纺丝项目资产的收购，产能规模持**

续扩张，产品半径进一步辐射到苏北和山东等地。公司目前已经形成了桐乡总部、洲泉、湖州长兴、嘉兴港区和泗阳长丝生产基地，在纵向产业链上形成炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹一体化的格局。**目前公司有 3 个项目在建：**1）江苏南通如东洋口港聚酯一体化项目建设 500 万吨/年 PTA、240 万吨/年聚酯纺丝及其配套项目，其中首套聚酯纺丝装置已进入全面安装阶段，计划 2021 年 4 季度进入调试阶段；2）江苏沭阳 240 万吨/年长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机及配套项目报批完成，将全面展开土建施工；3）浙江恒翔 15 万吨/年表面活性剂、20 万吨/年纺织专用助剂项目，已做好土建收尾工作，其中酯化车间安装完成，表面活性剂车间安装完成 80%。另外公司与福建古雷石化共同和福建漳州古雷港经开区管委会签订《年产 200 万吨聚酯纤维项目投资协议》，拟投资 150 亿元，建设 200 万吨/年聚酯纤维、500 台加弹机和 2000 台织机项目。未来上述项目均完成投产后，公司 PTA 产能将达到近 1000 万吨/年，聚酯纤维产能达到约 1510 万吨/年，实现化纤产能量级的跃进。公司将持续加大原料覆盖，加强配套项目建设，下游拓展短纤、纺织，强化聚酯龙头地位。

- **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 74.92 亿元、90.91 和 102.25 亿元，归母净利润增速分别为 163.20%、21.34%和 12.48%，EPS（摊薄）分别为 3.28、3.97 和 4.47 元/股，对应 2021 年 8 月 17 日的收盘价，PE 分别为 8 倍、7 倍和 6 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)	50,582.43	45,832.69	61,481.61	70,532.02	82,031.44
增长率 YoY %	21.59%	-9.39%	34.14%	14.72%	16.30%
归属母公司净利润(百万元)	2,884.41	2,846.53	7,492.13	9,091.08	10,225.24
增长率 YoY%	36.04%	-1.31%	163.20%	21.34%	12.48%
毛利率%	11.81%	6.32%	12.67%	11.94%	11.65%
净资产收益率ROE%	16.45%	12.74%	25.62%	24.34%	21.75%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.30	3.28	3.97	4.47
市盈率 P/E(倍)	20	22	8	7	6
市净率 P/B(倍)	3.11	2.40	1.88	1.47	1.18

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 17 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12,744.67	10,575.33	15,567.96	23,392.26	31,979.35
货币资金	8,518.88	6,725.86	10,772.30	17,886.66	25,596.01
应收票据	267.47	273.88	367.39	421.47	490.19
应收账款	264.21	165.99	222.66	255.44	297.09
预付账款	573.56	313.25	391.70	453.11	528.74
存货	2,717.06	2,864.95	3,582.49	4,144.16	4,835.90
其他	403.49	231.41	231.41	231.41	231.41
非流动资产	27,256.27	36,413.36	38,823.10	41,494.84	44,863.67
长期股权投	6,829.86	12,656.52	12,656.52	12,656.52	12,656.52
固定资产	17,072.52	18,764.23	22,686.24	26,030.89	28,991.27
无形资产	1,501.91	1,597.91	2,097.91	2,329.48	2,494.41
其他	1,851.98	3,394.70	1,382.44	477.95	721.47
资产总计	40,000.94	46,988.70	54,766.71	65,262.76	77,218.67
流动负债	16,970.06	16,159.49	17,957.05	19,330.66	21,026.06
短期借款	8,247.25	7,637.10	7,637.10	7,637.10	7,637.10
应付票据	3,153.35	3,530.05	4,414.17	5,106.23	5,958.55
应付账款	3,104.35	2,993.53	3,743.27	4,330.15	5,052.94
其他	2,465.11	1,998.81	2,162.51	2,257.18	2,377.47
非流动负债	3,953.92	5,074.47	3,898.18	3,898.18	3,898.18
长期借款	891.05	3,608.30	3,608.30	3,608.30	3,608.30
其他	3,062.87	1,466.17	289.88	289.88	289.88
负债合计	20,923.98	21,233.96	21,855.23	23,228.85	24,924.24
少数股东权益	71.03	82.24	108.08	139.44	174.71
归属母公司	19,005.93	25,672.49	32,803.40	41,894.47	52,119.72
负债和股东权益	40,000.94	46,988.70	54,766.71	65,262.76	77,218.67

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	50,582.4	45,832.6	61,481.6	70,532.0	82,031.4
同比	21.59%	-9.39%	34.14%	14.72%	16.30%
归属母公司净利润	2,884.41	2,846.53	7,492.13	9,091.08	10,225.24
同比	36.04%	-1.31%	163.20%	21.34%	12.48%
毛利率(%)	11.81%	6.32%	12.67%	11.94%	11.65%
ROE%	16.45%	12.74%	25.62%	24.34%	21.75%
EPS (摊薄)(元)	1.31	1.30	3.28	3.97	4.47
P/E	20	22	8	7	6
P/B	3.11	2.40	1.88	1.47	1.18
EV/EBITDA	10.35	12.79	5.62	4.71	4.18

利润表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	50,582.4	45,832.6	61,481.61	70,532.02	82,031.44
营业成本	44,610.3	42,937.4	53,691.36	62,109.21	72,476.38
营业税金及附加	121.67	90.50	121.40	139.27	161.97
销售费用	163.37	79.29	106.37	122.03	141.92
管理费用	659.56	688.32	923.34	1,059.26	1,231.96
研发费用	1,118.11	1,041.95	1,397.71	1,603.45	1,864.88
财务费用	415.06	326.92	478.22	291.56	44.73
减值损失合	-1.85	6.95	84.61	32.63	50.76
投资净收益	171.54	2,172.79	4,983.27	6,578.57	7,164.88
其他	89.37	135.40	82.15	77.51	79.83
营业利润	3,757.07	2,969.48	9,744.04	11,830.70	13,303.55
营业外收支	5.23	33.48	21.83	19.38	24.90
利润总额	3,762.30	3,002.97	9,765.87	11,850.07	13,328.44
所得税	866.00	146.62	2,247.90	2,727.64	3,067.93
净利润	2,896.30	2,856.35	7,517.97	9,122.43	10,260.51
少数股东损	11.89	9.82	25.84	31.36	35.27
归属母公司	2,884.41	2,846.53	7,492.13	9,091.08	10,225.24
EBITDA	6,081.54	5,592.10	12,948.49	15,458.07	17,410.70
EPS (当年)(元)	1.56	1.30	3.28	3.97	4.47

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,116.00	3,347.48	6,560.65	6,822.58	7,992.54
净利润	2,896.30	2,856.35	7,517.97	9,122.43	10,260.51
折旧摊销	1,805.52	2,067.99	2,476.01	2,934.62	3,392.27
财务费用	513.71	521.15	706.60	673.38	689.99
投资损失	-171.54	-171.54	-2,172.79	-4,983.27	-6,578.57
营运资金变	11.25	273.96	766.77	631.05	766.90
其它	60.76	-199.17	76.57	39.67	47.75
投资活动现	-3,663.81	-4,532.93	283.83	965.16	406.80
资本支出	-2,979.94	-3,889.46	-4,699.44	-5,613.41	-6,758.08
长期投资	35.26	2.21	4,983.27	6,578.57	7,164.88
其他	-719.13	-645.68	0.00	0.00	0.00
筹资活动现	569.33	2,704.28	-2,168.50	-673.38	-689.99
吸收投资	0.00	1.39	0.00	0.00	0.00
借款	1,242.39	3,551.80	-1,176.29	0.00	0.00
支付利息或股息	676.54	847.10	992.21	673.38	689.99
现金流净增加额	2,011.86	1,518.07	4,675.98	7,114.36	7,709.35

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。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威平台发表文章。

曹熠，石化行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
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	卞双	13520816991	bianshuang@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	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	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@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
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。

评级说明

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。	

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。