资源与环境研究中心

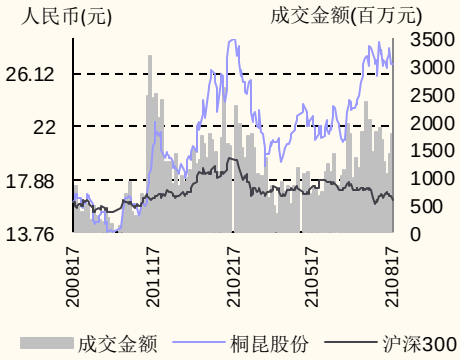
桐昆股份 (601233.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：26.91 元
目标价格（人民币）：50.30 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	22.88
已上市流通 A 股(亿股)	22.88
总市值(亿元)	615.57
年内股价最高最低(元)	28.84/13.76
沪深 300 指数	4837
上证指数	3447



相关报告

1.《巨大业绩弹性还将持续！-桐昆股份点评》，2021.7.16

2.《严重低估的高成长龙头！-桐昆股份一季报点评》，2021.4.29

3.《低估值高增长业绩持续兑现!-桐昆股份年报点评》，2021.4.17

4.《如果 70 亿仅为盈利下限？附测算依据！-《2021-03-03...》，2021.3.3

许隽逸 分析师 SAC 执业编号：S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 联系人
chenlvlou@gjzq.com.cn

静态 PE 仅 7 倍的高成长龙头！

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,582	45,833	69,770	87,690	103,130
营业收入增长率	21.59%	-9.39%	52.23%	25.68%	17.61%
归母净利润(百万元)	2,884	2,847	8,521	11,515	13,109
归母净利润增长率	36.04%	-1.31%	199.35%	35.14%	13.84%
摊薄每股收益(元)	1.561	1.296	3.725	5.034	5.731
每股经营性现金流净额	2.77	1.53	2.65	4.52	5.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.18%	11.09%	23.17%	24.73%	22.72%
P/E	9.60	15.89	7.22	5.35	4.70
P/B	1.46	1.76	1.67	1.32	1.07

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

桐昆股份 2021 年 8 月 17 日发布半年报，2021 年上半年预计实现归母净利润 41.34 亿元，同比增长 309%，扣非归母净利润 41.36 亿元，同比增长 310.7%。

经营分析

- 浙石化一期驱动业绩持续增长，二期项目存在显著业绩增量。浙石化一期于 2019 年 12 月进行投产，考虑到一体化装置的复杂性，2020 年并未达到全年满负荷生产，浙石化一期有望在 2021 年继续推动业绩增长。与此同时，浙石化二期还未贡献业绩，伴随二期项目在下半年逐步投产，桐昆股份投资收益存在显著增量空间。
- 全球经济复苏，行业景气度持续上升。2020 年由于疫情影响，整体市场略显低迷。伴随全球疫苗接种率的不断上升，内外终端消费逐渐恢复以及原油价格的波动幅度远低于去年，原油-PX-PTA-聚酯及原油-化工品产业链景气度持续恢复。因此桐昆集团有望获得景气度恢复所带来的巨大盈利的空间。
- 浙石化二期及深度产业链布局将带来中长期成长的确定性。浙石化二期下游布局大体量光伏级 EVA 项目。此外，公司还有洋口港 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝项目，浙江恒翔油剂项目、沭阳产业园以及古雷项目持续推进中，全产业链布局及深加工项目持续推进在持续扩大公司产业链规模的同时，推动终端产品附加值持续增长，公司中长期成长确定性较强。

投资建议

由于浙石化业绩持续放量，深加工项目持续布局，我们上调 2022-2023 年盈利预测，上调幅度分别为 8.9%和 10.4%，预计 2021-2023 年净利润为 85.21/115.81/131.78 亿元，对应 EPS 为 3.7/5.0/5.7 元，对应市盈率约为 7.2/5.3/4.7，估值存在显著上修空间，给予桐昆股份 2022 年净利预测 10 倍估值，目标价 50.3 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

1、原油单向大规模下跌风险；2.终端需求严重需求恶化 3. 地缘政治风险 4.项目建设进度不及预期 5.美元汇率大幅波动风险 6.其他不可抗力影响

1、行业景气回暖带来显著盈利弹性，浙石化一期持续释放业绩

桐昆股份 2021 年 8 月 17 日发布 2021 年半年报，上半年实现营业收入 301.9 亿元，同比 2020 年上半年增长 41.43%，实现归母净利润 41.34 亿元，同比增长 309%，实现扣非归母净利润 41.36 亿元，同比增长 310.7%。

2021 年 Q2 实现营业收入 190.53 亿元，环比 2021 年 Q1 增长 71.14%，实现归母净利润 24.17 亿元，环比增长 40.75%

行业景气回暖带来显著盈利弹性，浙石化项目存在显著业绩增长空间

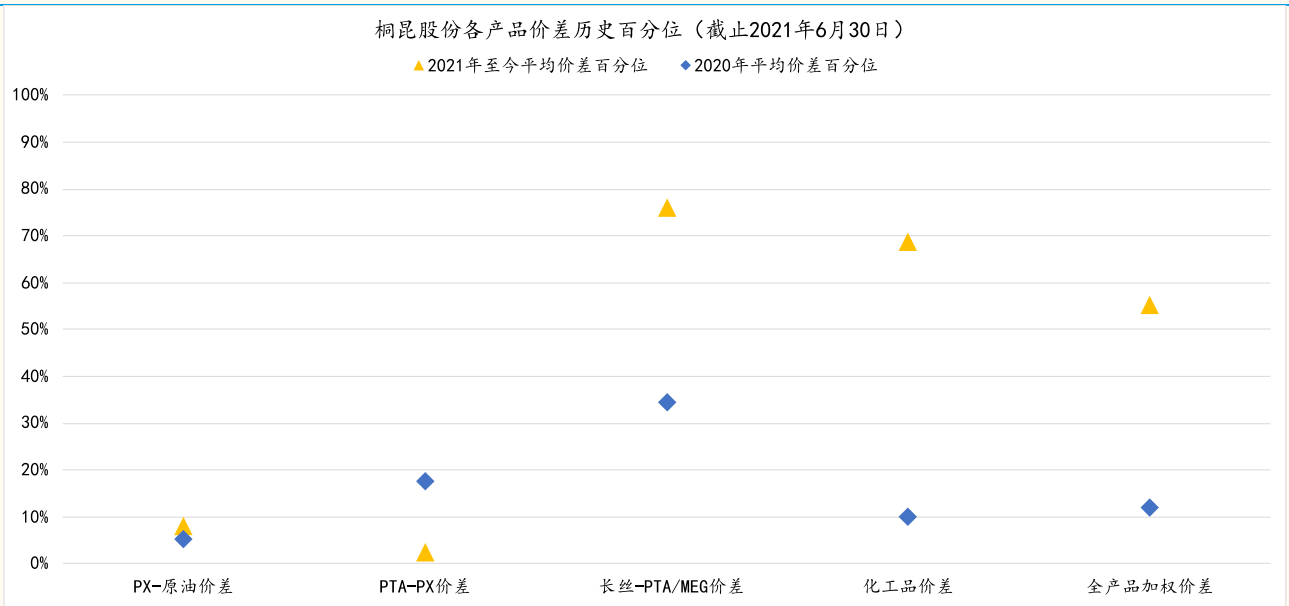
1、2021 年全球终端消费景气度回暖，推动化工品以及涤纶长丝终端消费修复，参考桐昆股份半年报，公司现有涤纶长丝产能 830 万吨/年，伴随行业景气度回升，环节价差走阔，盈利弹性显著。**但我们要说明的是，目前上游大体量产能 PX-PTA 环节景气度仍处于历史景气底部，在双碳严控高能耗项目审批的情况下，从中长期而言，上游 PX/PTA 环节景气度有望回升，环节价差存在上抬的可能性，未来业绩弹性巨大。**

2、浙石化一期项目 2019 年 12 月投产，部分装置 2020 年 Q1 开车，2020 年并未全年贡献利润，有望 2021 年全年释放满负荷业绩。浙石化 2021 年上半年净利润达 113.3 亿元，同比 2020 年上半年 44.88 亿元增长 152.5%，浙石化一期项目业绩持续释放有望推动公司全年投资收益持续增长。

3、浙石化二期项目有望下半年全面投产，有望带来显著利润增量。浙石化二期终端产品布局相比浙石化一期种类更为丰富，包含了 C5/C9 深加工项目，PC，ABS，EVA，LDPE，LLDPE 等产品，2021 年上半年浙石化净利并未体现二期利润贡献。与此同时，浙石化光伏 EVA 布局 5 年，即将投产，根据我们的研究，早在 2016 年 10 月，浙江省环评公示就可以找到浙石化的 EVA 的规划，历经 5 年，浙石化 30 万吨光伏 EVA 即将投产，桐昆股份持有 20%浙石化权益，权益光伏级 EVA 产能约有 6 万吨，伴随浙石化二期产能逐步投产，桐昆股份存在显著投资收益增量空间。

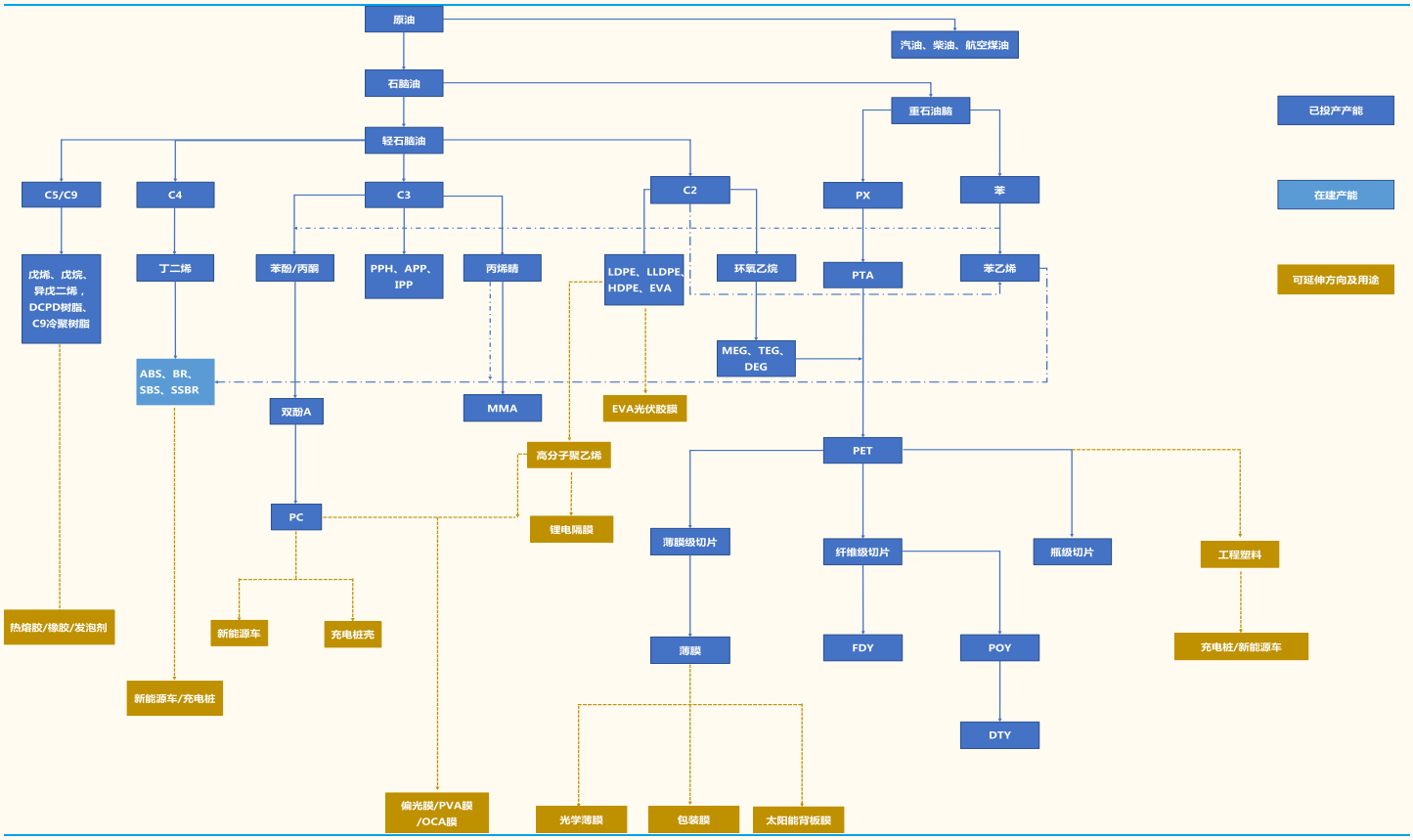
由于浙石化业绩持续放量，深加工项目持续布局，我们上调 2022-2023 年盈利预测，分别从 105.8/118.8 亿元上调至 115.2/131.1 亿元，上调幅度分别为 8.9%和 10.4%，预计 2021-2023 年净利润为 85.21/115.81/131.78 亿元，对应 EPS 为 3.725/4.63/5.4 元，对应市盈率约为 7.2/5.3/4.7 倍，当前静态市盈率约为 7.2 倍，参考 2022 年盈利预测，当前市盈率仅为 5.3 倍，因此，我们认为桐昆股份估值存在显著修复空间。

图表 1：桐昆股份全产业链价差



来源：wind,国金证券研究所

图表 2：桐昆股份及浙石化产业链布局及潜在延伸方向



来源：公司公告，国金证券研究所

2.持续完善产业空间布局，巩固当前龙头地位

桐昆聚酯一体化项目建设年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝项目：该项目于 2020 年 1 月开工，总投资 200 亿元，年产 500 万吨 PTA 及 240 万吨新型功能纤维，全部投产后预计产值可达 350 亿元，利税为 35 亿元。项目建成后，将在全球范围内首次实现 PTA、聚酯、纺丝连续生产，实现产业链一体化整合。

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：该项目将会建设表面活性剂生产装置——12 套乙氧基化装置、6 套酯化装置，纺织专用助剂生产装置——10 套纺丝油剂装置，以及配套的辅助装置、公用工程和环保工程，建成后形成年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂的生产能力。项目投产后生产的化纤油剂一方面能有效减少长丝生产的加工成本，另一方面大概能够填补国内市场的空白。

桐昆沭阳 240 万吨长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目持续推进过程中，项目推动桐昆股份向长丝下游织布染整延伸，形成纺丝织染一体化能力，进一步提高终端产品附加值，增强规模成本优势，提升企业竞争力。

漳州古雷港经济开发区年产 200 万吨聚酯纤维：桐昆股份于 2021 年 6 月发布项目公告，拟新征主厂区规划用地约 1800 亩，形成年产 200 万吨聚酯纤维的生产能力，建设 500 台加弹机、2000 台织机项目。项目可以帮助桐昆完成“芳烃-PTA-聚酯-民用丝-织造-染整”产业链的延伸，形成纺丝织造一体化的能力，增强规模成本优势，提升企业竞争力。

图表 3：汽油-原油价差



来源：wind,国金证券研究所

图表 4：柴油-原油价差



来源：wind,国金证券研究所

图表 5：航煤-原油价差



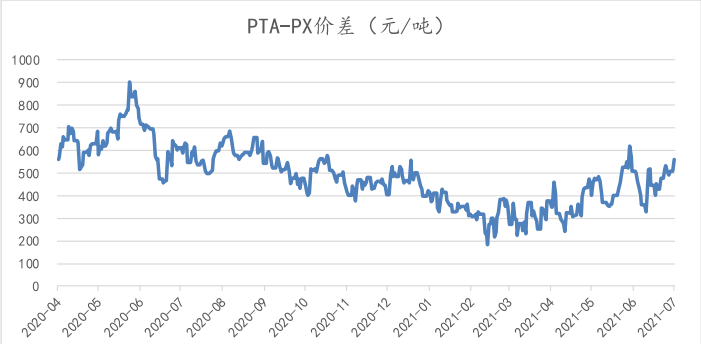
来源：wind,国金证券研究所

图表 6：PX-原油价差



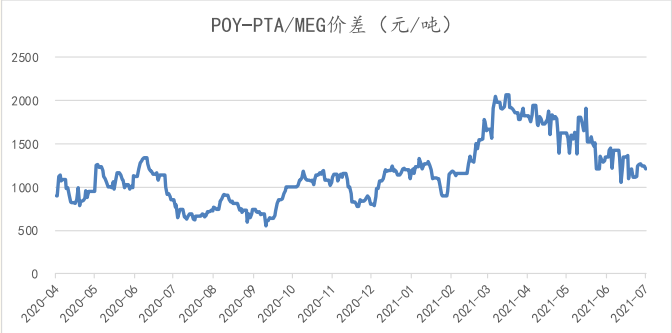
来源：wind,国金证券研究所

图表 7：PTA-PX 价差



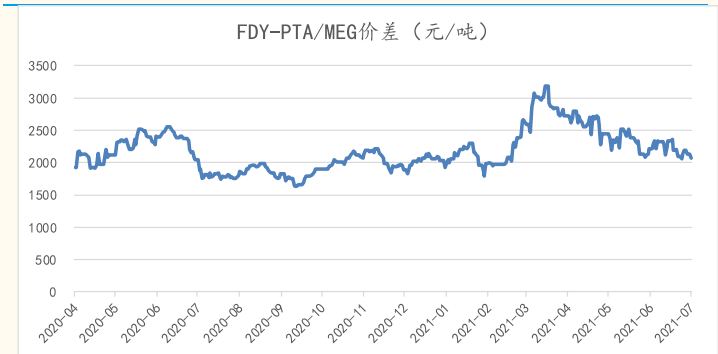
来源：wind,国金证券研究所

图表 8：POY-PTA/MEG 价差



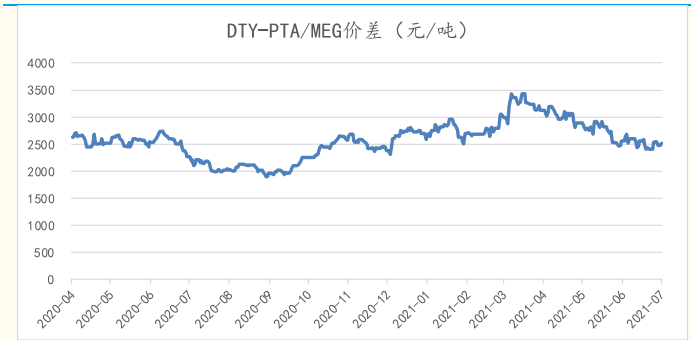
来源：wind,国金证券研究所

图表 9：FDY-PTA/MEG 价差



来源：wind,国金证券研究所

图表 10：DTY-PTA/MEG 价差



来源：wind,国金证券研究所

图表 11：LLDPE-原油价差



来源：wind,国金证券研究所

图表 12：PP-原油价差



来源：wind,国金证券研究所

风险提示

1.原油单向大规模下跌风险；
2.终端需求严重需求恶化；
3. 地缘政治风险；
4.项目建设进度不及预期；
5.美元汇率大幅波动风险；
6.其他不可抗力影响；

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**41,601**	**50,582**	**45,833**	**69,770**	**87,690**	**103,130**
增长率		21.6%	-9.4%	52.2%	25.7%	17.6%
主营业务成本	-36,742	-44,610	-42,937	-60,939	-76,185	-89,202
%销售收入	88.3%	88.2%	93.7%	87.3%	86.9%	86.5%
毛利	4,858	5,972	2,895	8,831	11,505	13,928
%销售收入	11.7%	11.8%	6.3%	12.7%	13.1%	13.5%
营业税金及附加	-81	-122	-90	-112	-140	-165
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-126	-163	-79	-209	-263	-309
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-585	-660	-688	-907	-1,140	-1,341
%销售收入	1.4%	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-488	-1,118	-1,042	-1,395	-1,754	-2,063
%销售收入	1.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润（EBIT）	3,579	3,909	995	6,207	8,207	10,051
%销售收入	8.6%	7.7%	2.2%	8.9%	9.4%	9.7%
财务费用	-573	-415	-327	-519	-681	-749
%销售收入	1.4%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-294	2	-7	0	0	0
公允价值变动收益	18	1	50	0	0	0
投资收益	20	172	2,173	3,448	5,135	5,388
%税前利润	0.7%	4.6%	72.4%	37.7%	40.6%	36.7%
营业利润	2,778	3,757	2,969	9,137	12,662	14,690
营业利润率	6.7%	7.4%	6.5%	13.1%	14.4%	14.2%
营业外收支	10	5	33	0	0	0
税前利润	2,788	3,762	3,003	9,137	12,662	14,690
利润率	6.7%	7.4%	6.6%	13.1%	14.4%	14.2%
所得税	-656	-866	-147	-606	-1,136	-1,570
所得税率	23.5%	23.0%	4.9%	6.6%	9.0%	10.7%
净利润	2,131	2,896	2,856	8,531	11,525	13,119
少数股东损益	11	12	10	10	10	10
归属于母公司的净利润	**2,120**	**2,884**	**2,847**	**8,521**	**11,515**	**13,109**
净利率	5.1%	5.7%	6.2%	12.2%	13.1%	12.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,131	2,896	2,856	8,531	11,525	13,119
少数股东损益	11	12	10	10	10	10
非现金支出	1,787	1,806	2,068	2,150	2,539	3,286
非经营收益	470	434	-1,831	-2,572	-4,213	-4,385
营运资金变动	-1,962	-22	261	-1,714	1,052	884
经营活动现金净流	**2,426**	**5,114**	**3,354**	**6,396**	**10,904**	**12,905**
资本开支	-2,898	-2,980	-3,889	-6,830	-7,698	-7,257
投资	-1,392	-1,449	-3,720	-6,748	-8,435	-7,817
其他	-3,425	765	3,076	3,448	5,135	5,388
投资活动现金净流	**-7,715**	**-3,664**	**-4,533**	**-10,130**	**-10,998**	**-9,685**
股权募资	0	0	1	3,087	0	0
债权募资	5,304	1,242	3,552	7,542	2,052	1,743
其他	-502	-683	-850	-1,217	-2,649	-2,970
筹资活动现金净流	**4,803**	**560**	**2,704**	**9,412**	**-597**	**-1,227**
现金净流量	**-486**	**2,010**	**1,525**	**5,678**	**-692**	**1,993**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,646	8,519	6,726	12,403	11,712	13,704
应收款项	652	562	478	649	816	959
存货	4,147	2,717	2,865	4,174	5,218	6,110
其他流动资产	1,531	947	507	931	1,114	1,270
流动资产	11,976	12,745	10,575	18,158	18,860	22,044
%总资产	34.6%	31.9%	22.5%	27.6%	23.6%	23.2%
长期投资	5,290	6,871	12,820	19,568	28,004	35,820
固定资产	16,225	18,789	21,062	26,379	31,477	35,388
%总资产	46.8%	47.0%	44.8%	40.1%	39.3%	37.2%
无形资产	1,068	1,502	1,598	1,660	1,721	1,780
非流动资产	22,685	27,256	36,413	47,607	61,201	72,989
%总资产	65.4%	68.1%	77.5%	72.4%	76.4%	76.8%
资产总计	**34,661**	**40,001**	**46,989**	**65,764**	**80,061**	**95,032**
短期借款	7,581	9,370	7,642	15,406	17,458	19,201
应付款项	5,354	6,335	6,783	7,734	9,669	11,321
其他流动负债	726	1,266	1,734	974	1,485	1,908
流动负债	13,662	16,970	16,159	24,114	28,612	32,431
长期贷款	1,715	891	3,608	3,608	3,608	3,608
其他长期负债	3,153	3,063	1,466	1,176	1,176	1,176
负债	**18,529**	**20,924**	**21,234**	**28,898**	**33,397**	**37,215**
普通股股东权益	**16,071**	**19,006**	**25,672**	**36,774**	**46,562**	**57,705**
其中：股本	1,822	1,848	2,197	2,412	2,412	2,412
未分配利润	6,821	9,404	11,656	19,671	29,459	40,602
少数股东权益	61	71	82	92	102	112
负债股东权益合计	**34,661**	**40,001**	**46,989**	**65,764**	**80,061**	**95,032**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.164	1.561	1.296	3.725	5.034	5.731
每股净资产	8.821	10.285	11.685	16.076	20.355	25.226
每股经营现金净流	1.332	2.768	1.527	2.652	4.521	5.350
每股股利	0.140	0.120	0.235	0.210	0.716	0.815
回报率						
净资产收益率	13.19%	15.18%	11.09%	23.17%	24.73%	22.72%
总资产收益率	6.12%	7.21%	6.06%	12.96%	14.38%	13.79%
投入资本收益率	9.61%	9.32%	2.47%	10.16%	10.84%	10.97%
增长率						
主营业务收入增长率	26.78%	21.59%	-9.39%	52.23%	25.68%	17.61%
EBIT增长率	48.16%	9.25%	-74.54%	523.76%	32.22%	22.46%
净利润增长率	20.42%	36.04%	-1.31%	199.35%	35.14%	13.84%
总资产增长率	30.51%	15.41%	17.47%	39.96%	21.74%	18.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.0	2.0	1.7	2.1	2.1	2.1
存货周转天数	33.8	28.1	23.7	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	26.0	24.7	25.9	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	130.7	123.2	149.4	93.6	88.5	91.4
偿债能力						
净负债/股东权益	41.49%	24.56%	22.14%	21.12%	22.57%	17.78%
EBIT利息保障倍数	6.2	9.4	3.0	12.0	12.1	13.4
资产负债率	53.46%	52.31%	45.19%	43.94%	41.71%	39.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	34	40	103
增持	0	3	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.38**	**1.11**	**1.11**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-09-06	买入	12.83	19.08 ~ 19.08
2	2019-10-28	买入	12.79	19.08 ~ 19.08
3	2021-03-03	买入	24.80	46.95 ~ 46.95
4	2021-04-17	买入	20.50	46.80 ~ 46.80
5	2021-04-29	买入	22.08	46.80
6	2021-07-16	买入	26.85	46.30 ~ 46.30

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402