桐昆股份（601233）

公司研究/点评报告

营收高增长，浙石化贡献近一半利润

—桐昆股份 2021 年半年度业绩点评

点评报告/石油石化　　2021 年 08 月 18 日

一、事件概述

2021 年 8 月 17 日，公司发布 2021 年半年度报告，上半年度实现营业收入 301.9 亿元，同比增长 41.4%；归母净利润 41.3 亿元，同比增长 309.6%，实现扣非归母净利润 41.4 亿元，同比增长 310.7%。

二、分析与判断

➢ 营收高增长，毛利率大幅提升，浙石化贡献近一半利润

收入方面，公司 2021Q2 单季度实现营收 190.5 亿元，同比+39.6%，主要系原油价格回升带来聚酯产品价格上涨及新产能投产所致。**毛利率方面，**公司 2021 年上半年的毛利率为 7.0%，较去年同期的-5.7%提升了近 13 个百分点，主要系长丝景气度回升带来价差扩大所致。**浙石化贡献 22.75 亿元投资收益：**2021 年上半年，浙石化一期工程实现稳定满负荷运行，二期工程顺利开车，盈利能力逐步提升，为公司贡献了 22.75 亿元的投资收益，构成了公司利润来源的重要部分。

➢ 长丝高景气驱动盈利能力提升，浙石化将继续贡献丰厚投资收益

短期来看，公司业绩增长点将来源于两块：（1）浙石化二期产能爬坡带来的投资收益的增加：浙石化二期第一批装置于 2020 年 11 月投产，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，其余装置的试车工作正在稳步推进。根据浙石化一期从投入运营到满产的时间为半年左右推测，浙石化二期预计将于 2021 年下半年达到满负荷运行，将继续为公司带来丰厚的投资收益。**（2）涤纶长丝高景气度驱动公司盈利能力继续提升：**我们分别从景气度指数判断、从库存周期看、长丝盈利能力和其他同步及领先相关指标判断，2021 年下半年涤纶长丝景气度将持续上行，公司作为国内涤纶长丝行业的领军者，将深度受益景气度向好带来的盈利增加。

➢ 产能扩张将带来盈利的持续增长，产业链完善驱动竞争力提升

中长期来看，通过扩张产能和完善涤纶产业链，公司将“保质”“保量”地成长。（1）进一步扩张涤纶长丝产能，实现“保量”增长：截至 2020 年末，公司拥有涤纶长丝产能 830 万吨，PTA 产能 420 万吨，连续十多年在国内及国际市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率约 20%，全球占比超 12%；并且，随着公司拟在建项目在未来地逐步投产，公司的涤纶长丝产能将达到 1420 万吨，PTA 产能将达到 920 万吨。**（2）完善涤纶产业链，增加抗风险能力，实现高质量、持续增长：**大炼化背景下，公司收购浙石化 20%权益，对应 160 万吨 PX 产能和 74 万吨 MEG 产能，随着浙石化二期的投产，公司完成了涤纶产业链的最后一块拼图，大大降低公司原料的对外依赖度，提升盈利能力的同时增强了抗风险能力。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年营收为 614.1/723.4/790.7 亿元，归母净利润 82.8/96.0/106.2 亿元，EPS 为 3.62/4.20/4.64 元，对应 PE 为 7.4/6.4/5.8 倍。以可比公司荣盛石化、东方盛虹、恒力石化和恒逸石化 2021 年 22.6 倍的 PE 为参考，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

涤纶长丝行业下游需求修复速度较慢；浙石化二期产量爬坡速度较慢；公司涤纶业务新增产能投产节奏延迟。

推荐　维持评级

当前价格：　26.91 元

交易数据	2021-8-17
近 12 个月最高/最低(元)	29.0/13.83
总股本（百万股）	2,288
流通股本（百万股）	2,288
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	616
流通市值（亿元）	616

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：　S0100516120001

电话：　0755-22662010

邮箱：　yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号：　S0100121070026

电话：　0755-22662096

邮箱：　zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1.桐昆股份(601233):涤纶景气向上，浙石化二期爬坡，盈利高增

2.桐昆股份（601233）2020 年年报点评报告：毛利率下滑，净利同比下降 1%

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	45,833	61,411	72,343	79,075
增长率（%）	-9.4%	34.0%	17.8%	9.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,847	8,281	9,600	10,620
增长率（%）	-1.3%	190.9%	15.9%	10.6%
每股收益（元）	1.52	3.62	4.20	4.64
PE（现价）	17.7	7.4	6.4	5.8
PB	2.3	1.7	1.4	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	45,833	61,411	72,343	79,075
营业成本	42,937	53,792	63,112	68,878
营业税金及附加	90	130	157	165
销售费用	79	163	184	183
管理费用	688	862	1,015	1,136
研发费用	1,042	1,158	1,536	1,656
EBIT	995	5,305	6,340	7,059
财务费用	327	214	(50)	(253)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2,173	4,800	5,000	5,200
营业利润	2,969	9,962	11,465	12,584
营业外收支	33	0	0	0
利润总额	3,003	9,979	11,483	12,607
所得税	147	1,655	1,838	1,938
净利润	2,856	8,323	9,645	10,669
归属于母公司净利润	2,847	8,281	9,600	10,620
EBITDA	3,063	7,589	8,792	9,719

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6726	3114	11143	16167
应收账款及票据	166	483	403	449
预付款项	313	625	668	677
存货	2865	5582	3696	6265
其他流动资产	193	193	193	193
流动资产合计	10575	9895	16501	23749
长期股权投资	12657	17457	22457	27657
固定资产	18764	20456	22148	23839
无形资产	1598	1785	1965	2081
非流动资产合计	36413	40466	45114	49617
资产合计	46989	50361	61616	73366
短期借款	7637	0	0	0
应付账款及票据	6524	7811	9202	10170
其他流动负债	658	658	658	658
流动负债合计	16159	10107	11718	12799
长期借款	3608	3608	3608	3608
其他长期负债	1466	1152	1152	1152
非流动负债合计	5074	4761	4761	4761
负债合计	21234	14868	16478	17560
股本	2197	2288	2288	2288
少数股东权益	82	125	170	219
股东权益合计	25755	35493	45138	55806
负债和股东权益合计	46989	50361	61616	73366

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-9.4%	34.0%	17.8%	9.3%
EBIT 增长率	-74.5%	433.1%	19.5%	11.3%
净利润增长率	-1.3%	190.9%	15.9%	10.6%
盈利能力				
毛利率	6.3%	12.4%	12.8%	12.9%
净利润率	6.2%	13.5%	13.3%	13.4%
总资产收益率 ROA	6.1%	16.4%	15.6%	14.5%
净资产收益率 ROE	11.1%	23.4%	21.3%	19.1%
偿债能力				
流动比率	0.7	1.0	1.4	1.9
速动比率	0.5	0.4	1.1	1.4
现金比率	0.4	0.3	1.0	1.3
资产负债率	0.5	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	1.7	2.2	2.0	2.0
存货周转天数	23.4	28.2	26.4	26.0
总资产周转率	1.1	1.3	1.3	1.2
每股指标（元）				
每股收益	1.5	3.6	4.2	4.6
每股净资产	11.7	15.5	19.7	24.3
每股经营现金流	1.5	2.1	4.5	3.1
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	17.7	7.4	6.4	5.8
PB	2.3	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	16.4	7.2	5.3	4.4
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,856	8,323	9,645	10,669
折旧和摊销	2,068	2,283	2,452	2,660
营运资金变动	274	(1,342)	3,032	(1,142)
经营活动现金流	3,367	4,812	10,287	7,141
资本开支	3,889	1,404	2,082	1,940
投资	(3,720)	0	0	0
投资活动现金流	(4,533)	(1,404)	(2,082)	(1,940)
股权募资	1	1,299	0	0
债务募资	3,552	(318)	0	0
筹资活动现金流	2,704	(7,019)	(176)	(176)
现金净流量	1,539	(3,612)	8,029	5,024

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨 侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，2021年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。