证券研究报告

公司研究——事项点评

桐昆股份（601233.SH）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.11.01

陈淑娴　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

《配套 PTA 降成本效果显著，长丝绝对龙头稳中求胜！》2019.5.17

《扩长丝提份额固龙头，PTA+聚酯一体化优势显著！》2019.8.19

《新增项目加速释放产销量，龙头地位继续提升！》2019.10.28

《纺服需求预期修复，长丝龙头有望量价齐升！》2020.1.21

《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

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

“桐昆转债”提前赎回，长丝龙头破茧重生！

2020 年 11 月 12 日

事件：2020 年 11 月 11 日，桐昆股份发布《桐昆股份关于“桐昆转债”提前赎回的提示性公告》，桐昆股份自 2020 年 10 月 14 日至 2020 年 11 月 11 日，满足连续三十个交易日内至少有十五个交易日的收盘价格不低于公司“桐昆转债”当期转股价格（12.28 元/股）的 130%（含 130%，即不低于 15.97 元/股），公司决定行使提前赎回权，对赎回登记日登记在册的“桐昆转债”全部赎回。截止 11 月 11 日，“桐昆转债”收盘价为 142.170 元，当日公司股票收盘价为 17.73 元/股，“桐昆转债”转股价为 12.28 元/股，转股溢价率为-1.53%。

点评：

- **首期转债提前赎回，关注股本集中转增摊薄收益。**“桐昆转债”是公司于 2018 年发行的首期 38 亿元可转债，2019 年 5 月 17 日“桐昆转债”进入转股期，截止 2020 年 9 月 30 日，尚未转股金额为 34.46 亿元，占比 90.67%。截止 2020 年 11 月 11 日，尚未转股金额为 27.67 亿元，占比 73.05%。4 季度以来，“桐昆转债”发生转股 6.79 亿元，占比 8.49%，新增股数约为 5500 万股。相比之下，2019 年下半年和 2020 年前 3 季度分别转股 2.89 亿元和 0.29 亿元，“桐昆转债”上市以来转股速度较慢，2020 年 11 月临近触发强赎条款，转股速度显著提升。**若本次存量可转债的 90%在赎回登记日前完成转股，将转增股本约 2.03 亿股。按照 3 季度公司总股本计算，转债转股对正股的稀释率为 10.96%，短期内可转债转增股本将摊薄收益。**另外，公司 2020 年 3 月发行的第二期可转债（“桐 20 转债”）已于 9 月 7 日进入转股期，目前仍有 99.99%未转股，需要持续关注公司存量可转债转股速度和条款进度。

- **浙石化二期顺利投产，助力公司业绩攀升。**根据公司 11 月 3 日发布的公告，公司持股 20%的浙江石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”二期工程完成工程建设、设备安装调试等前期工作，相关装置具备投运条件。根据项目实际进展情况于 11 月 1 日将二期工程第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）投入运行。浙石化一期项目 2020 年前 3 季度共计为公司贡献了 15.66 亿元投资收益。二期项目投产后，2021 年将贡献投资收益，两期项目投产将为公司带来丰厚的投资收益；另一方面，浙石化项目有助于公司在“原油-PX、烯烃-PTA、MEG-聚酯-纺丝-加弹”一体化产业链下提升抗风险能力。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.69 亿元、48.60 亿元和 54.49 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.50 元、2.63 元和 2.94 元，对应 PE 分别为 12 倍、7 倍和 6 倍。我们看好公司在涤纶长丝领域的龙头地位和市占率进一步提升，并且公司配套并自给自足 PTA，经营业绩具有产业链一体化带来的抗风险优势。公司持续受益于

合资的浙石化项目带来的高额投资收益，公司净利润进一步增强，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；公司长丝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；可转债转股速度过快导致股本增加摊薄收益的风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	41,600.75	50,582.43	41,404.61	49,536.29	52,250.18
增长率 YoY %	26.78%	21.59%	-18.14%	19.64%	5.48%
归属母公司净利润(百万元)	2,120.25	2,888.11	2,768.60	4,859.65	5,448.86
增长率 YoY%	20.42%	36.22%	-4.14%	75.53%	12.12%
毛利率%	11.68%	11.81%	8.61%	9.39%	10.42%
净资产收益率 ROE%	14.40%	16.47%	13.65%	20.26%	18.70%
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.56	1.50	2.63	2.94
市盈率 P/E(倍)	15	11	12	7	6
市净率 P/B(倍)	2.04	1.73	1.52	1.24	1.03

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 11 月 11 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,976.00	12,744.67	11,566.24	14,558.17	16,795.24
货币资金	5,646.27	8,518.88	7,936.37	10,323.21	12,390.10
应收票据	327.54	267.47	218.94	261.94	276.29
应收账款	285.12	264.21	216.27	258.74	272.92
预付账款	540.19	573.56	486.50	577.07	601.76
存货	4,147.15	2,717.06	2,304.67	2,733.71	2,850.67
其他	1,029.73	403.49	403.49	403.49	403.49
非流动资产	22,684.67	27,256.27	29,896.06	32,902.29	36,449.41
长期股权投资	5,247.01	6,829.86	6,829.86	6,829.86	6,829.86
固定资产（合计）	14,893.50	17,072.52	19,272.04	22,651.92	25,659.41
无形资产	1,067.55	1,501.91	1,793.09	2,098.15	2,408.01
其他	1,476.61	1,851.98	2,001.07	1,322.36	1,552.13
资产总计	34,660.67	40,000.94	41,462.30	47,460.46	53,244.65
流动负债	13,661.56	16,970.06	15,873.16	16,991.64	17,304.51
短期借款	7,581.34	8,247.25	8,247.25	8,247.25	8,247.25
应付票据	2,340.60	3,153.35	2,674.74	3,172.68	3,308.42
应付账款	2,929.15	3,104.35	2,633.18	3,123.38	3,257.01
其他	810.48	2,465.11	2,317.99	2,448.34	2,491.84
非流动负债	4,867.65	3,953.92	3,953.92	3,953.92	3,953.92
长期借款	1,715.00	891.05	891.05	891.05	891.05
其他	3,152.65	3,062.87	3,062.87	3,062.87	3,062.87
负债合计	18,529.22	20,923.98	19,827.08	20,945.57	21,258.44
少数股东权益	60.61	71.03	82.44	102.47	124.93
归属母公司股东权益	16,070.84	19,005.93	21,552.78	26,412.42	31,861.28
负债和股东权益	34,660.67	40,000.94	41,462.30	47,460.46	53,244.65

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	41,600.75	50,582.43	41,404.61	49,536.29	52,250.18
同比（%）	26.78%	21.59%	-18.14%	19.64%	5.48%
归属母公司净利润	2,120.25	2,888.11	2,768.60	4,859.65	5,448.86
同比（%）	20.42%	36.22%	-4.14%	75.53%	12.12%
毛利率（%）	11.68%	11.81%	8.61%	9.39%	10.42%
ROE%	14.40%	16.47%	13.65%	20.26%	18.70%
EPS (摊薄)(元)	1.15	1.56	1.50	2.63	2.94
P/E	15	11	12	7	6
P/B	2.04	1.73	1.52	1.24	1.03
EV/EBITDA	9.21	7.55	7.30	4.87	4.32

利润表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	41,600.75	50,582.43	41,404.61	49,536.29	52,250.18
营业成本	36,742.47	44,610.35	37,839.48	44,883.79	46,804.08
营业税金及附加	81.13	121.67	99.60	119.16	125.68
销售费用	125.84	163.37	133.72	159.99	168.75
管理费用	584.85	659.56	539.89	645.92	681.31
研发费用	487.94	1,118.11	915.24	1,094.98	1,154.97
财务费用	573.22	415.06	356.68	364.73	305.31
减值损失合计	293.54	-1.85	51.67	84.67	50.70
投资净收益	19.90	171.54	2,071.55	4,072.34	4,075.92
其他	46.45	93.07	61.64	76.54	69.09
营业利润	2,778.10	3,760.77	3,601.53	6,331.93	7,104.38
营业外收支	9.62	5.23	9.71	6.78	2.87
利润总额	2,787.72	3,766.00	3,611.24	6,338.71	7,107.26
所得税	656.27	866.00	831.23	1,459.04	1,635.94
净利润	2,131.45	2,900.00	2,780.01	4,879.67	5,471.31
少数股东损益	11.20	11.89	11.41	20.03	22.46
归属母公司净利润	2,120.25	2,888.11	2,768.60	4,859.65	5,448.86
EBITDA	4,847.80	6,085.24	6,305.68	9,454.34	10,640.30
EPS (当年)(元)	1.16	1.56	1.50	2.63	2.94

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,426.05	5,116.00	2,901.46	4,432.12	5,079.10
净利润	2,131.45	2,896.30	2,780.01	4,879.67	5,471.31
折旧摊销	1,493.00	1,805.52	2,149.38	2,529.00	2,967.19
财务费用	567.08	513.71	545.06	586.63	565.85
投资损失	-19.90	-171.54	-2,071.55	-4,072.34	-4,075.92
营运资金变动	-1,871.95	11.25	-552.66	428.73	92.00
其它	126.37	60.76	51.21	80.43	58.67
投资活动现金流	-7,714.70	-3,663.81	-2,717.15	-1,458.64	-2,446.36
资本支出	-2,898.46	-2,979.94	-4,788.70	-5,530.98	-6,522.28
长期投资	21.45	35.26	2,071.55	4,072.34	4,075.92
其他	-4,837.69	-719.13	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4,823.34	569.33	-766.82	-586.63	-565.85
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	5,304.24	1,242.39	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	668.38	676.54	766.82	586.63	565.85
现金流净增加额	-486.09	2,011.86	-582.52	2,386.84	2,066.89

研究团队简介

陈淑娴，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。荣获 2020 年第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，荣获 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媒体发表文章。

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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@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。