东兴证券 DONGXING SECURITIES

桐昆股份（601233）：长丝业务盈利转正，炼化投资收益可观

——三季度报告点评

2020 年 11 月 02 日

强烈推荐/维持

桐昆股份 | 公司报告

事件：公司发布 2020 年三季度报告，报告期内公司实现营业收入 328.19 亿元，其中三季度单季度营业收入 114.76 亿，受疫情及油价下跌影响同比下滑 9%；公司前三季度共实现归母净利润 18.02 亿元，其中对外投资净收益 15.19 亿元，浙石化投资收益贡献主要业绩；三季度单季度实现归母净利润为 7.9 亿元，长丝主营业务贡献净利润约 1.2 亿元，由亏转盈。

涤纶长丝行业景气复苏，公司主业由亏转盈。受新冠肺炎疫情影响，今年上半年纺织终端内外市场需求显著下降，涤纶行业经济运行压力也明显加大。公司二季度并未选择降低聚酯负荷，而是借机降价促销降低库存抢占市场份额，给予市场中小长丝企业较大压力。据不完全统计，上半年有超 100 万吨的涤纶长丝产能关停退出市场。公司前三季度共销售涤纶长丝 480 万吨，同比不降反增 2.9 个百分点。进入三季度以来，前期高成本库存去化完毕，公司成本优势得以显现。三季度公司涤纶长丝加 PTA 主营业务贡献净利润约 1.2 亿元，环比二季度长丝业务亏损 1 亿元左右而言显著改善。进入四季度之后，受到海外订单回流及国内“双十一”等电商节订单集中爆发的影响，涤丝行业景气度持续修复。当前涤纶长丝 POY 价差以达 1100 元/吨，扣除加工费之后单吨长丝净利润近 200 元，重回健康轨道。我们认为目前的长丝盈利能力具有一定的持续性，按照公司单季度长丝销量 165 万吨计算，公司涤纶长丝业务四季度预计将可贡献净利润 3.3 亿元以上。

浙石化一期投资收益超预期，四季度炼化景气有望持续。三季度浙石化投资为公司带来投资收益 6.7 亿元，对应浙石化一期项目三季度实现净利润 33.5 亿元，再创单季新高。自 2019 年四季度投产以来，浙石化一期总计为公司带来投资收益 17 亿元，年化投资收益率 15.5%。在今年一季度较为不利的外部环境下，浙石化项目经受住了压力测试，一季度仍然实现净利润 16 亿元。随后在原油价格低位震荡、大宗商品景气有所复苏的情况下，盈利能力逐季提高。当前产品价格水平下年化净利润达到 134 亿元，与 120 亿元净利润中枢相比，位于景气程度中位偏高的水平。当前原油价格落回 40 美元/桶原油地板价以下，而 10 月制造业 PMI 为 51.4，自 3 月以来连续 8 个月高于 50，表明制造业的持续复苏，将对大宗石化产品价格形成支撑。因此我们预计四季度浙石化炼化收益有望维持在较高水平。

明年公司将迎涤纶长丝行业景气度反转叠加浙石化二期投产，当前公司价值被显著低估。随着国内部分长产能退出市场，未来几年国内长丝的扩产节奏也明显放缓。我们判断 2021 年将成为涤纶长丝行业的景气度重要拐点，未来龙头效应愈发明显，行业景气反转值得期待。此外浙石化二期常减压装置已正式投产，下游烯烃配套装置也有望在四季度投入运行。明年公司将迎来长丝行业景气度反转和浙石化二期投产的双重利好。我们根据重置成本法计算可得桐昆股份现有的涤纶长丝和 PTA 资产价值分别为 183.7 和 39.3 亿元。同时按照不同方法对浙石化项目给出的估值区间为 1400-1984 亿元。在不考虑行业景气恢复带来的价值提升、浙石化炼化竞争优势的前提下，公司的合理估值应当在 503 亿元-620 亿元之间，对比公司当前 280 亿元的市值被显著

公司简介：

公司是中国涤纶长丝制造行业的龙头企业，公司连续多年在中国涤纶长丝行业中销量排名第一。公司主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售。主要产品为差别化丝和常规丝(或者称为标准丝、普通丝)。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

2018-12-12 发行 38 亿元可转债，转股价格 12.28 元

2020-02-27 发行 23 亿元可转债，转股价格 14.35 元

交易数据

52 周股价区间（元）	16.9-11.21
总市值（亿元）	279.95
流通市值（亿元）	279.95
总股本/流通 A 股（万股）	185,032/185,032
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.28

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：徐昆仑

010-66554050 xukl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520090002

研究助理：薛阳

010-66554090 xueyang@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070062

低估。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.79、42.02 和 65.30 亿元，对应 EPS 分别为 1.50、2.27 和 3.53 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 10、6 和 4 倍。看好公司未来发展，龙头地位不断巩固，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期、原油价格大幅波动、项目建设进度不及预期。

财务指标预测

营业收入（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
增长率（%）	41,600.75	50,582.43	44,122.83	52,867.11	58,647.24
净归母利润（百万元）	26.78%	21.59%	-12.77%	19.82%	10.93%
增长率（%）	2,120.25	2,884.41	2,778.58	4,201.96	6,529.55
净资产收益率（%）	20.48%	35.88%	-3.37%	50.68%	55.31%
每股收益(元)	13.19%	15.18%	13.26%	16.85%	20.96%
PE	1.16	1.57	1.50	2.27	3.53
PB	13.04	9.64	10.06	6.65	4.28
营业收入（百万元）	1.72	1.47	1.33	1.12	0.90

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	11976	12745	12056	13490	14799	**营业收入**	41601	50582	44123	52867	58647
货币资金	5646	8519	6710	8472	9158	**营业成本**	36742	44610	40746	48403	52348
应收账款	285	264	266	298	342	营业税金及附加	81	122	88	106	117
其他应收款	39	30	26	32	35	营业费用	126	163	137	164	182
预付款项	540	574	602	637	675	管理费用	585	660	587	703	780
存货	4147	2717	3540	3577	4208	财务费用	573	415	519	535	435
其他流动资产	991	373	470	104	-61	研发费用	488	1118	882	1057	1173
非流动资产合计	22685	27256	33075	36026	39352	资产减值损失	293.54	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5247	6830	10137	10137	10137	公允价值变动收益	17.88	0.97	0.00	0.00	0.00
固定资产	14893	17073	18135	19836	22088	投资净收益	19.90	171.54	1834.00	2690.00	3711.00
无形资产	1068	1502	1412	1327	1247	加：其他收益	31.84	91.44	91.44	91.44	91.44
其他非流动资产	1	49	0	0	0	**营业利润**	2778	3757	3090	4681	7416
资产总计	34661	40001	45132	49516	54151	营业外收入	16.18	38.19	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	13662	16970	17437	17823	16235	营业外支出	6.56	32.96	15.00	15.00	15.00
短期借款	7581	8247	9502	8784	6563	**利润总额**	2788	3762	3095	4686	7422
应付账款	2929	3104	3000	3443	3789	所得税	656	866	296	469	872
预收款项	180	251	291	352	413	**净利润**	2131	2896	2799	4217	6550
一年内到期的非流动负债	0	1123	1123	1123	1123	少数股东损益	11	12	20	15	20
非流动负债合计	4868	3954	5953	5953	5953	归属母公司净利润	2120	2884	2779	4202	6530
长期借款	1715	891	891	891	891	**主要财务比率**					
应付债券	3042	2944	4952	4952	4952		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	18529	20924	23390	23776	22188	**成长能力**					
少数股东权益	61	71	91	106	126	营业收入增长	26.78%	21.59%	-12.77%	19.82%	10.93%
实收资本（或股本）	1822	1848	1848	1848	1848	营业利润增长	23.99%	35.24%	-17.76%	51.50%	58.42%
资本公积	5918	6226	6226	6226	6226	归属于母公司净利润增长	20.42%	36.04%	-3.67%	51.23%	55.39%
未分配利润	6821	9404	11860	15640	21463	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	16071	19006	20960	24944	31147	毛利率(%)	11.68%	11.81%	7.65%	8.44%	10.74%
负债和所有者权益	34661	40001	45132	49516	54151	净利率(%)	5.12%	5.73%	6.34%	7.98%	11.17%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	6.12%	7.21%	6.16%	8.49%	12.06%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	13.19%	15.18%	13.26%	16.85%	20.96%
经营活动现金流	2426	5116	1123	5283	5377	**偿债能力**					
净利润	2131	2896	2799	4217	6550	资产负债率(%)	53%	52%	52%	48%	41%
折旧摊销	1493.00	1805.52	1557.10	1790.15	2092.68	流动比率	0.88	0.75	0.69	0.76	0.91
财务费用	573	415	519	535	435	速动比率	0.57	0.59	0.49	0.56	0.65
应收帐款减少	125	21	-2	-31	-44	**营运能力**					
预收帐款增加	18	71	40	61	61	总资产周转率	1.36	1.35	1.04	1.12	1.13
投资活动现金流	-7715	-3664	-5542	-2050	-1708	应收账款周转率	120	184	166	187	183
公允价值变动收益	18	1	0	0	0	应付账款周转率	15.91	16.77	14.46	16.41	16.22
长期投资减少	0	0	-3307	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	20	172	1834	2690	3711	每股收益(最新摊薄)	1.16	1.57	1.50	2.27	3.53
筹资活动现金流	4823	569	2610	-1471	-2983	每股净现金流(最新摊薄)	-0.26	1.09	-0.98	0.95	0.37
应付债券增加	3042	-98	2008	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.82	10.28	11.34	13.50	16.85
长期借款增加	539	-824	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	521	26	0	0	0	P/E	13.04	9.64	10.06	6.65	4.28
资本公积增加	-521	308	0	0	0	P/B	1.72	1.47	1.33	1.12	0.90
现金净增加额	-465	2022	-1809	1762	687	EV/EBITDA	7.07	5.46	7.30	5.03	3.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	桐昆股份（601233）：行业反转可期，公司价值显著低估	2020-09-14
行业普通报告	石油石化行业：终端需求恢复延缓，去库存大幕即将拉开	2020-07-28
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之三： 动态视角看油价暴跌后乙烷裂解成本.docx	2020-05-21
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之二：油价暴跌之后美国乙烷供给依然充足	2020-05-21
行业普通报告	油价波动点评：危机与机遇并存，无限风光在险峰	2020-04-27
行业深度报告	能源开采天然气专题系列报告之二:天然气基础设施建设任重道远 管道建设加速创万亿市场	2019-12-09
行业深度报告	天然气供给端:非常规气和进口 LNG 发展加速	2019-11-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，CFA、FRM 持证人。2018 年 6 月加入东兴证券研究所，2018 年水晶球公募榜入围。

研究助理简介

薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science, CCS Chemistry 等期刊发表论文三篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526