太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-31

公司点评报告

买入/维持

桐昆股份(601233)

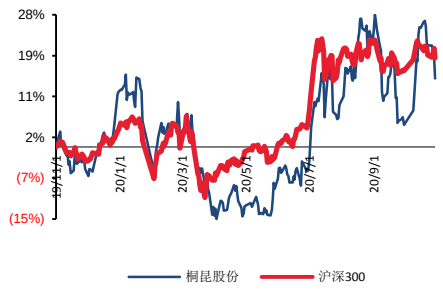
目标价：20.6

昨收盘：15.13

材料 材料II

低估值聚酯龙头，业绩弹性大

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,850/1,850
总市值/流通(百万元)	27,995/27,995
12 个月最高/最低(元)	16.90/11.39

相关研究报告：

桐昆股份（601233）《2019 业绩预增 32%-41%，估值低位，维持“买入”》--2020/01/15

桐昆股份（601233）《浙石化一期全面投产，一体化产业链成型》--2019/12/30

桐昆股份（601233）《Q3 长丝盈利好转，浙石化项目即将投产》--2019/10/27

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

事件：公司发布 2020 年三季报，报告期实现营业收入 328.19 亿元，同比-11.87%；归母净利润 18.02 亿元，同比-26.46%。其中第三季度单季营业收入 114.76 亿元，同比-8.97%，环比-15.92%；归母净利润 7.9 亿元，同比-25.46%，环比+35.51%。

主要观点：

1、三季度盈利环比改善，涤纶业绩弹性大

2020 年第三季度，公司业绩环比改善，主要由于（1）受益于浙石化项目一期盈利释放，公司对联营企业和合营企业的投资收益 20Q3 单季度为 6.7 亿元，环比增加 0.94 亿元，1-9 月份累计为 15.66 亿元。（2）公司第三季度毛利率 6.83%，环比+2.3%，小幅改善。2020 年第三季度，从“PTA-涤纶”产业链平均价格及价差看，尽管环比下滑，但市场处于恢复途中，特别是 10 月份以来，下游织机开工率高，涤纶库存下降。

2020 年 1-9 月份，公司涤纶长丝销量 466.64 万吨，同比+39.15%，其中 POY 销量 330.77 万吨，同比+28.85%；FDY 销量 81.11 万吨，同比+4.02%；DTY 销量 54.76 万吨，同比+18.21%，**市场占有率进一步提高。**

2、打造宝塔型炼化聚酯龙头

公司目前拥有涤纶长丝产能 690 万吨，国内市占率约 16.6%，且配有 370 万吨 PTA 产能（实际可达 400 万吨以上）。公司参股 20%的浙石化一期于 2019 年年底顺利投产，随着开工负荷的提高，目前处于收获期。

同时，公司规划投资 160 亿元，在江苏东洋口港建设 500 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY，**有望再造一个桐昆。**2020 年第三季度，公司新增资本支出 7.28 亿元，在建工程达到 35.34 亿元，固定资产达到 164.97 亿元，在建工程/固定资产实现 21.42%。

维持前期观点，尽管当前 PX、PTA、涤纶均在扩产，但多集中在头部企业，行业集中度提升，淘汰落后产能，我国炼化聚酯龙头公司具有全球竞争力。待需求恢复，公司业绩弹性大。

3、盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 27.15 亿元、31.90 亿元

和 38.08 亿元，对应 EPS 1.47 元、1.72 元和 2.06 元，PE 10.3X、8.8X 和 7.4X。**考虑公司坚持打造炼化聚酯宝塔型企业，PTA-涤纶双弹性，估值低位，维持“买入”评级。**

风险提示：下游需求下滑，新建项目达产低于预期，产品价格波动，行业供给持续增加

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	50,582	45,044	52,186	58,944
(+/-%)	21.6%	-11.0%	15.9%	13.0%
净利润(百万元)	2,884	2,715	3,190	3,808
(+/-%)	36.0%	-5.9%	17.5%	19.4%
摊薄每股收益(元)	1.56	1.47	1.72	2.06
市盈率(PE)	9.7	10.3	8.8	7.4

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
货币资金	8,519	5,597	3,019	901
应收票据	0	0	0	0
应收账款	264	235	273	308
预付账款	574	541	621	693
存货	2,717	2,565	2,940	3,285
其他流动资产	403	403	403	403
流动资产合计	12,477	9,343	7,256	5,591
其他长期投资	33	33	33	33
长期股权投资	6,830	6,830	6,830	6,830
固定资产	17,073	22,835	28,682	34,682
在建工程	1,717	1,888	2,077	2,285
无形资产	1,502	1,502	1,502	1,502
其他非流动资产	94	94	94	94
非流动资产合计	27,248	33,182	39,218	45,426
资产合计	**39,725**	**42,525**	**46,475**	**51,017**
短期借款	8,247	8,495	8,750	9,012
应付票据	3,153	3,153	3,153	3,153
应付账款	3,104	2,931	3,359	3,753
预收款项	251	223	259	292
其他应付款	77	77	77	77
一年内到期的非流动负债	1,123	1,123	1,123	1,123
其他流动负债	1,015	1,015	1,015	1,015
流动负债合计	16,970	17,016	17,735	18,425
长期借款	891	918	945	974
应付债券	2,944	2,944	2,944	2,944
其他非流动负债	119	119	119	119
非流动负债合计	3,954	3,981	4,008	4,037
负债合计	**20,924**	**20,997**	**21,743**	**22,462**
归属母公司所有者权益	19,006	21,721	24,912	28,720
少数股东权益	71	82	95	111
所有者权益合计	19,077	21,803	25,007	28,831
负债和股东权益	**40,001**	**42,800**	**46,750**	**51,293**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
经营活动现金流	8,746	3,054	4,073	5,468
现金收益	4,849	3,038	4,097	5,489
存货影响	1,430	152	-375	-345
经营性应收影响	315	60	-117	-109
经营性应付影响	1,065	-201	464	427
其他影响	1,086	5	5	5
投资活动现金流	-6,197	-5,837	-6,453	-7,334
资本支出	-4,804	-8,004	-8,804	-9,685
股权投资	-1,411	2,166	2,350	2,350
其他长期资产变化	19	1	1	1
融资活动现金流	509	-139	-198	-252
借款增加	866	274	282	291
财务费用	-415	-413	-480	-543
股东融资	49	0	0	0
其他长期负债变化	8	0	0	0

利润表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业收入	50,582	45,044	52,186	58,944
营业成本	44,610	42,116	48,272	53,933
营业税金及附加	122	108	126	142
销售费用	163	145	169	190
管理费用	660	587	680	769
研发费用	1,118	1,013	1,174	1,326
财务费用	415	413	480	543
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	172	2,166	2,350	2,350
营业利润	3,757	2,826	3,635	4,390
营业外收入	38	38	38	38
营业外支出	33	33	33	33
利润总额	3,762	2,831	3,640	4,395
所得税	866	105	437	571
净利润	2,896	2,726	3,204	3,824
少数股东损益	12	11	13	16
归属母公司净利润	2,884	2,715	3,190	3,808
NOPLAT	3,765	1,033	1,553	2,247
EPS（摊薄）	1.56	1.47	1.72	2.06

主要财务比率				
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
成长能力				
营业收入增长率	21.6%	-11.0%	15.9%	13.0%
EBIT增长率	9.2%	-72.5%	64.5%	46.3%
归母公司净利润增长率	36.0%	-5.9%	17.5%	19.4%
获利能力				
毛利率	11.8%	6.5%	7.5%	8.5%
净利率	5.7%	6.1%	6.1%	6.5%
ROE	15.2%	12.5%	12.8%	13.3%
ROIC	16.0%	3.9%	5.2%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	49.1%	46.5%	43.8%
债务权益比	69.8%	62.4%	55.5%	49.2%
流动比率	73.5%	54.9%	40.9%	30.3%
速动比率	57.5%	39.8%	24.3%	12.5%
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.2
应收账款周转天数	2	2	2	2
应付账款周转天数	25	25	25	25
存货周转天数	22	22	22	22
每股指标（元）				
每股收益	1.56	1.47	1.72	2.06
每股经营现金流	4.73	1.65	2.20	2.96
每股净资产	10.27	11.74	13.46	15.52
估值比率				
P/E	9.7	10.3	8.8	7.4
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.2	13.1	9.1	6.8

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。