2020 年 09 月 02 日

桐昆股份（601233）：投资收益大幅增加，行业景气度有望回升

推荐(维持)

有色金属

当前股价：16.42 元

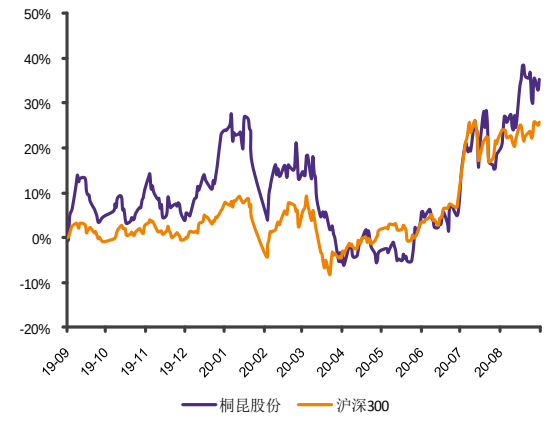
主要财务指标（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,582	48,118	54,296	58,949
（+/-）	21.6%	-4.9%	12.8%	8.6%
营业利润	3,757	3,671	5,332	6,062
（+/-）	35.2%	-2.3%	45.3%	13.7%
归属母公司净利润	2,884	2,818	4,097	4,659
（+/-）	36.0%	-2.3%	45.4%	13.7%
EPS（元）	1.56	1.52	2.22	2.52
市盈率	10.5	10.8	7.4	6.5

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	18.48/18.48
流通市值（亿元）	303.4
每股净资产（元）	9.63
资产负债率（%）	53.5

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：谢玉磊
执业证书编号：S1050520050001
电话：021-54967579
邮箱：xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

相关事件：

公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 213.43 亿元，同比下降 13.36%；实现归属于母公司净利润 10.12 亿元，同比下降 27.23%，实现基本每股收益 0.55 元，同比下降 27.63%。公司业绩略低于预期。

● **产量维持增长，产品价格下跌拖累业绩。**2020 年上半年，公司涤纶长丝（POY/FDY/DTY）产量为 315.26 万吨，同比增长 19.05%。但受新冠疫情影响，下游纺织行业需求大幅萎缩，涤纶长丝库存高位，行业景气度下降，产品价格跌幅较大。2020 年上半年，公司涤纶长丝销售均价为 5,357.28 元/吨，同比下降 30.39%；产品销售毛利率为 6.65%，同比下降 5.15%。

● **终端需求逐步改善，行业景气度有望回升。**据海关总署数据显示，2020 年 1-7 月，我国纺织品服装累计出口金额为 1,564.82 亿美元，累计同比增速为 3.13%，相比 1-6 月增加 2.33%；同时国内服装针纺织品类零售额降幅持续收窄，终端需求持续改善。当前，涤纶长丝加工平均毛利为负，处于历史底部区域，随着终端需求的回暖，涤纶长丝行业景气度有望回升。

● **逆势扩张产能，提高市场占有率。**作为涤纶长丝行业的龙头企业，公司凭借资金、技术等综合优势逆势扩张产能，提升市场占有率。上半年，公司新建项目稳步推进，恒超 50 万吨智能化超仿真纤维项目即将建成投产，桐昆（洋口港）年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯一体化项目已全面开工建设。

● **浙石化进入业绩释放期，公司投资收益大增。**2019 年 12 月 31 日，浙石化一期项目正式建成投产，进入业绩释放期。公司全资子公司桐昆投资持有 20%浙石化股权，上半年获得 8.96 亿元的投资收益。浙石化项目具有优良的政策、区位优势，综合效益高，未来将给公司带来丰厚的投资收益。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属母公司所有者净利润分别为 28.18 亿元、40.97 亿元和 46.59 亿元，对应每股收益分别为 1.52 元、2.22 元和 2.52 元，对应当前股价 PE 分别为 10.8 倍、7.4 倍和 6.5 倍。公司是国内涤纶长丝行业的龙头企业，逆势扩张产能，不断提高市场占有率，随着

下游纺织需求的改善，公司盈利能力有望提升。同时，浙石化一期综合效益高，将给公司带来丰厚的投资收益，维持“推荐”投资评级。

- **风险提示：**（1）下游纺织行业复苏不及预期；（2）原材料价格大幅波动风险；（3）浙石化项目业绩不及预期。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产：				
货币资金	8,519	6,288	7,024	8,688
应收款	562	535	603	655
存货	2,717	2,690	2,951	3,176
其他流动资产	947	947	947	947
流动资产合计	12,745	10,459	11,525	13,466
非流动资产：				
可供出售金融资产	0	0	0	0
固定资产+在建工程	18,789	21,269	24,297	26,968
无形资产+商誉	1,502	1,502	1,502	1,502
其他非流动资产	6,965	6,965	6,965	6,965
非流动资产合计	27,256	29,736	32,764	35,435
资产总计	40,001	40,196	44,289	48,901
流动负债：				
短期借款	8,247	6,185	6,185	6,185
应付账款、票据	6,258	6,196	6,797	7,315
其他流动负债`	2,465	2,465	2,465	2,465
流动负债合计	16,970	14,846	15,447	15,965
非流动负债：				
长期借款	891	668	334	167
其他非流动负债	3,063	3,063	3,063	3,063
非流动负债合计	3,954	3,731	3,397	3,230
负债合计	20,924	18,578	18,844	19,195
所有者权益				
股本	1,848	1,848	1,848	1,848
资本公积金	6,226	6,226	6,226	6,226
未分配利润	9,404	11,662	15,078	18,872
少数股东权益	71	71	71	71
所有者权益合计	19,077	21,618	25,445	29,706
负债和所有者权益	40,001	40,196	44,289	48,901

现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2896	2830	4108	4671
折旧与摊销	1806	2044	2401	2758
财务费用	514	328	270	209
存货的减少	1430	27	-261	-225
营运资本变化	-1419	-34	532	466
其他非现金部分	-111	0	0	0
经营活动现金净流量	5116	5194	7050	7879
投资活动现金净流量	-3664	-4524	-5429	-5429
筹资活动现金净流量	569	-2901	-886	-785
现金流量净额	2,012	-2,231	736	1,664

利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**50,582**	**48,118**	**54,296**	**58,949**
营业成本	44,610	44,170	48,452	52,145
营业税金及附加	122	116	131	142
销售费用	163	140	163	195
管理费用	660	626	760	843
财务费用	415	328	270	209
费用合计	1,238	1,093	1,193	1,246
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	172	1,800	1,966	1,966
营业利润	**3,757**	**3,671**	**5,332**	**6,062**
加：营业外收入	38	38	38	38
减：营业外支出	33	33	33	33
利润总额	**3,762**	**3,676**	**5,337**	**6,067**
所得税费用	866	846	1,228	1,397
净利润	**2,896**	**2,830**	**4,108**	**4,671**
少数股东损益	12	12	12	12
归母净利润	**2,884**	**2,818**	**4,097**	**4,659**

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	21.6%	-4.9%	12.8%	8.6%
营业利润增长率	35.2%	-2.3%	45.3%	13.7%
归母净利润增长率	36.0%	-2.3%	45.4%	13.7%
总资产增长率	15.4%	0.5%	10.2%	10.4%
盈利能力				
毛利率	11.8%	8.2%	10.8%	11.5%
营业利润率	7.4%	7.6%	9.8%	10.3%
三项费用/营收	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
EBIT/销售收入	7.9%	8.9%	10.8%	11.1%
净利润率	5.7%	5.9%	7.6%	7.9%
ROE	15.2%	13.1%	16.1%	15.7%
营运能力				
总资产周转率	126.5%	119.7%	122.6%	120.5%
资产结构				
资产负债率	52.3%	46.2%	42.5%	39.3%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	1.77	1.84	1.72	1.69
每股数据（元/股）				
每股收益	1.56	1.52	2.22	2.52
每股净资产	10.32	11.70	13.77	16.08

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

谢玉磊：华鑫证券研究员，经济学硕士，2018 年 4 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn