桐昆股份（601233.SH）

2020 年 08 月 29 日

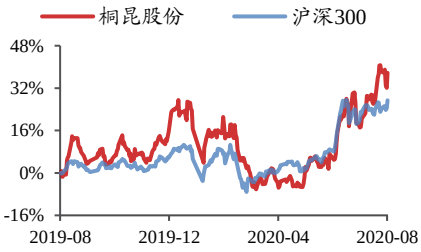
参股浙石化对冲疫情影响，需求复苏长丝盈利或改善

——公司中报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/28
当前股价(元)	16.45
一年最高最低(元)	17.39/11.25
总市值(亿元)	303.99
流通市值(亿元)	303.99
总股本(亿股)	18.48
流通股本(亿股)	18.48
近 3 个月换手率(%)	88.45

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-长丝龙头受益需求复苏，参股浙石化布局一体化》-2020.8.25

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

事件：8 月 28 日桐昆股份发布 2020 年中报，2020H1 实现营收 213 亿元（同比-13%）；实现归母净利润 10 亿元（同比-27%）。

● **参股浙石化对冲业绩影响，需求复苏长丝盈利或改善。维持“买入”评级**

2020 年上半年实现业绩 10 亿元，其中浙石化项目贡献 9 亿投资收益，对冲长丝业绩下滑，基本符合预期。长丝需求回暖迹象明显，下半年长丝盈利有望改善；油价中低水平温和上涨，浙石化投资收益有望增加。我们维持预测 2020-2022 年归母净利润分别为 30.8/46.3/53.4 亿元，同比增长 6.7%/50.3%/15.3%，EPS 分别为 1.67/2.50/2.89 元；当前股价对应 PE 分别为 9.9x/6.6x/5.7x，维持“买入”评级。

● **长丝行业至暗时刻已过，Q2 环比改善业绩符合预期**

长丝行业经历至暗时刻：上半年，公司先后经历了年初至春节的传统淡季，产销价格低位运行；春节至 2 月底国内疫情爆发，全国停产停工，长丝累库明显；3 月-4 月国际原油价格暴跌传导至 PX-PTA-长丝产业链，长丝成交萎缩、库存堆高，价格持续下跌，公司上半年 POY 平均售价 5045 元/吨（同比-31%）,FDY 平均售价 5693 元/吨（同比-28%），DTY 平均售价 6618 元/吨（同比-24%）；**Q2 环比改善：**Q2 单季实现营收 136 亿元（环比+78%）,实现归母净利润 5.8 亿元（环比+38%），随油价震荡上行，长丝价格有所回升，成交量有所放大，公司 Q2 单季 POY 产量 114 万吨，销量 150 万吨；FDY 产量 27 万吨，销量 34 万吨；DTY 产量 31 万吨，销量 33 万吨，产销率均超 100%，去库现象显著；当前江浙沪织机开工率为 66%，已回到历史中枢位置，随外贸纺织行情回暖以及“金九银十”传统旺季的预期，预计高库存矛盾将进一步缓解，下半年长丝盈利有望改善。

● **浙石化具超额收益，新项目稳步推进**

浙石化：一方面提供了稳定的原料供给（长丝生产所需的 PX 和乙二醇），另一方面也贡献了丰厚的投资收益。根据历史价格回溯，浙石化一期年化利润 50%分位（常态）为 125 亿元，20%分位（消极）为 70 亿元，对应年投资收益为 25/14 亿元，随油价中低位水平温和上涨，浙石化投资收益有望环比增加。**新项目：**恒超 50 万吨长丝产能进入收尾阶段，有望 Q3 投产；500 万吨 PTA、240 万吨长丝产能已处于全面开工建设阶段，预计 2022 年底完成；恒翔 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织助剂项目已完成前期报批手续，新项目稳步推进持续打开成长空间。

● **风险提示：**油价大幅波动风险、日费大幅下调风险、政策推进不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,601	50,582	38,337	45,273	47,987
YOY(%)	26.8	21.6	-24.2	18.1	6.0
归母净利润(百万元)	2,120	2,884	3,078	4,627	5,335
YOY(%)	20.4	36.0	6.7	50.3	15.3
毛利率(%)	11.7	11.8	9.1	11.8	13.4
净利率(%)	5.1	5.7	8.0	10.2	11.1
ROE(%)	13.2	15.2	14.2	17.9	17.3
EPS(摊薄/元)	1.15	1.56	1.67	2.50	2.89
P/E(倍)	14.3	10.5	9.9	6.6	5.7
P/B(倍)	2.0	1.7	1.5	1.2	1.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11976	12745	12165	15587	11579
现金	5646	8519	8183	10300	7237
应收票据及应收账款	613	264	400	384	447
其他应收款	39	30	22	40	26
预付账款	540	574	271	726	330
存货	4147	2717	2648	3496	2897
其他流动资产	991	641	641	641	641
非流动资产	22685	27256	24651	30045	33553
长期投资	5247	6830	10563	14646	18728
固定资产	14893	17073	11493	12407	11700
无形资产	1068	1502	1629	1787	1971
其他非流动资产	1477	1852	966	1206	1154
资产总计	34661	40001	36816	45633	45132
流动负债	13662	16970	12916	18034	13400
短期借款	7581	8247	8247	8247	8247
应付票据及应付账款	5270	6258	2752	7566	3170
其他流动负债	810	2465	1917	2220	1982
非流动负债	4868	3954	2160	1568	657
长期借款	4757	3835	2042	1449	538
其他非流动负债	110	119	119	119	119
负债合计	18529	20924	15077	19601	14057
少数股东权益	61	71	89	112	139
股本	1822	1848	1848	1848	1848
资本公积	5918	6226	6226	6226	6226
留存收益	7580	10246	12830	16872	21498
归属母公司股东权益	16071	19006	21650	25919	30936
负债和股东权益	34661	40001	36816	45633	45132

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2426	5116	-576	7892	1326
净利润	2131	2896	3097	4650	5362
折旧摊销	1493	1806	1653	1785	1972
财务费用	573	415	311	217	213
投资损失	-20	-172	-2184	-2528	-2529
营运资金变动	-1872	11	-3454	3768	-3688
其他经营现金流	120	159	2	0	-4
投资活动现金流	-7715	-3664	3134	-4651	-2946
资本支出	2914	3016	-6338	1311	-575
长期投资	-1392	-1449	-3733	-1583	-4083
其他投资现金流	-6193	-2097	-6936	-4923	-7604
筹资活动现金流	4823	569	-2894	-1124	-1442
短期借款	2375	666	0	0	0
长期借款	3581	-922	-1793	-593	-911
普通股增加	521	26	0	0	0
资本公积增加	-521	308	0	0	0
其他筹资现金流	-1133	492	-1101	-531	-531
现金净增加额	-486	2012	-336	2117	-3063

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	41601	50582	38337	45273	47987
营业成本	36742	44610	34867	39930	41550
营业税金及附加	81	122	89	103	107
营业费用	126	163	124	143	152
管理费用	585	660	715	794	759
研发费用	488	1118	324	479	634
财务费用	573	415	311	217	213
资产减值损失	294	0	73	97	133
其他收益	32	91	0	0	0
公允价值变动收益	18	1	-2	-0	4
投资净收益	20	172	2184	2528	2529
资产处置收益	-3	1	0	0	0
营业利润	2778	3757	4016	6038	6972
营业外收入	16	38	40	29	31
营业外支出	7	33	21	17	19
利润总额	2788	3762	4036	6051	6983
所得税	656	866	940	1401	1621
净利润	2131	2896	3097	4650	5362
少数股东损益	11	12	18	23	27
归母净利润	2120	2884	3078	4627	5335
EBITDA	4885	6065	6035	8115	9225
EPS(元)	1.15	1.56	1.67	2.50	2.89

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.8	21.6	-24.2	18.1	6.0
营业利润(%)	24.0	35.2	6.9	50.3	15.5
归属于母公司净利润(%)	20.4	36.0	6.7	50.3	15.3
获利能力					
毛利率(%)	11.7	11.8	9.1	11.8	13.4
净利率(%)	5.1	5.7	8.0	10.2	11.1
ROE(%)	13.2	15.2	14.2	17.9	17.3
ROIC(%)	9.1	10.1	10.2	13.3	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	52.3	41.0	43.0	31.1
净负债比率(%)	42.1	25.1	13.7	1.2	7.9
流动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	60.3	115.4	115.4	115.4	115.4
应付账款周转率	7.4	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.56	1.67	2.50	2.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	2.77	-0.31	4.27	0.72
每股净资产(最新摊薄)	8.29	9.91	11.34	13.65	16.37
估值比率					
P/E	14.3	10.5	9.9	6.6	5.7
P/B	2.0	1.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.6	5.8	5.5	3.8	3.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn