桐昆股份（601233）

公司研究/点评报告

疫情及国际贸易环境影响，净利同比下降 27%

—桐昆股份 2020 年半年报点评

点评报告/石化行业　　2020 年 8 月 31 日

一、事件概述

公司 2020 年 8 月 29 日发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 213 亿元，同比下降 13%，实现归母净利润 10 亿元，同比下降 27%。

二、分析与判断

➢ 疫情及国际贸易环境影响，归母净利同比下降 27%。

公司 2020 年 8 月 29 日发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 213 亿元，同比下降 13%，实现归母净利润 10 亿元，同比下降 27%。报告期内，因新冠疫情和国际贸易环境等影响，下游纺织品需求下滑导致长丝量价齐跌，库存高，从而导致公司归母净利同比下降 27%。经营活动产生的现金流量净额 4.1 亿元，同比减少 87.5%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。截至报告期末，公司聚酯聚合产能约为 640 万吨，涤纶长丝产能约为 690 万吨，连续十多年在国内市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率约 18%，全球占比约 12%。从长丝行业吨毛利水平看，据 wind 数据，今年长丝吨毛利低点-50 美元/吨出现在 7 月 25 日，之后持续改善。我们判断下半年随着下游需求的边际改善，长丝盈利水平有望持续回暖。

➢ 规模优势凸显，产业链逐步完善。

公司自上市以来利用融资的优势不断募集资金扩大产能，产能年均复合增长率高达 22.83%。公司相比同行拥有更低的债券票面利率和其他融资成本，更好的成本控制使得三费率更优于同行。公司已经形成 PTA-聚酯-纺丝-加弹一条龙的生产、销售格局。大炼化背景下，公司收购浙石化 20%权益，对应 160 万吨 PX 产能和 74 万吨 MEG 产能。浙石化新增产能达产后，桐昆股份完成聚酯产业链的最后一块拼图，大大降低公司原料的对外依赖度，提升盈利能力的同时增强了抗风险能力。

➢ 大举改革机制降低费用率，研发创新构建产品技术壁垒。

公司积极推动机构改革和资源整合提升管理效益，对公司直属厂等机构横向、纵向撤并和整合，对营销部门进行机制改革，进一步优化了管理体制，提升了相关制高点部门和企业的工作效率，也为集团更好地推进项目建设、减员增效及提升管控能力作出了新的尝试。机制改革的同时，推进涤纶轻量化产品研发工作成为公司产品研发的主要方向。通过研究试验已顺利开发出各类功能性差异轻量化复合新产品，支撑了国家重点研发计划；恒邦三期利用“一头三尾”差别化的装备优势，全新开发出了阳离子细旦品种，并逐步形成了良好的市场口碑而打开销路。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.75 元、2.10 元、2.41 元，对应 PE 分别为 9.4 倍、7.8 倍、6.8 倍。当前化纤行业可比公司平均估值为 18 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

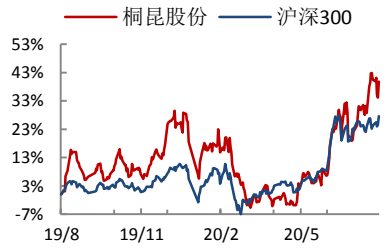
涤纶长丝市场需求减缓的风险，浙江石化项目投产进度不及预期的风险。

推　荐　　维持评级

当前价格：　16.45 元

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低(元)	17.39/11.25
总股本（百万股）	1847.99
流通股本（百万股）	1847.99
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	303.99
流通市值（亿元）	303.99

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：　S0100516120001

电话：　0755-22662010

邮箱：　yangkan@mszq.com

相关研究

1,《桐昆股份（601233）19 年年报点评报告：毛利率稳中有升，产能规模持续扩张》20200420

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	50,582	48,224	55,303	61,868
增长率（%）	21.6%	-4.7%	14.7%	11.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,884	3,227	3,886	4,462
增长率（%）	36.0%	11.9%	20.4%	14.8%
每股收益（元）	1.57	1.75	2.10	2.41
PE（现价）	10.5	9.4	7.8	6.8
PB	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	50,582	48,224	55,303	61,868
营业成本	44,610	42,533	48,488	54,183
营业税金及附加	122	116	133	149
销售费用	163	151	173	196
管理费用	660	828	816	927
研发费用	1,118	544	832	999
EBIT	3,909	4,053	4,861	5,416
财务费用	415	(18)	(71)	(224)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	172	72	88	110
营业利润	3,757	4,191	5,076	5,816
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	3,762	4,201	5,084	5,823
所得税	866	954	1,174	1,336
净利润	2,896	3,247	3,910	4,488
归属于母公司净利润	2,884	3,227	3,886	4,462
EBITDA	5,715	6,075	6,989	7,641

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8519	1909	4913	9319
应收账款及票据	264	696	634	642
预付款项	574	639	688	760
存货	2717	4386	3798	5046
其他流动资产	373	373	373	373
流动资产合计	12745	7879	10745	16091
长期股权投资	6830	6901	6989	7099
固定资产	17073	17073	18973	18973
无形资产	1502	1746	2001	2269
非流动资产合计	27256	26020	26609	25246
资产合计	40001	33899	37354	41337
短期借款	8247	0	0	0
应付账款及票据	6258	6240	6957	7775
其他流动负债	308	308	308	308
流动负债合计	16970	8678	9506	10473
长期借款	891	891	891	891
其他长期负债	3063	3063	3063	3063
非流动负债合计	3954	3954	3954	3954
负债合计	20924	12632	13460	14427
股本	1848	1848	1848	1848
少数股东权益	71	91	115	141
股东权益合计	19077	21267	23895	26910
负债和股东权益合计	40001	33899	37354	41337

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.6%	-4.7%	14.7%	11.9%
EBIT 增长率	9.2%	3.7%	19.9%	11.4%
净利润增长率	36.0%	11.9%	20.4%	14.8%
盈利能力				
毛利率	11.8%	11.8%	12.3%	12.4%
净利润率	5.7%	6.7%	7.0%	7.2%
总资产收益率 ROA	7.2%	9.5%	10.4%	10.8%
净资产收益率 ROE	15.2%	15.2%	16.3%	16.7%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.5
速动比率	0.6	0.4	0.7	1.1
现金比率	0.5	0.2	0.5	0.9
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	2.0	3.5	2.8	2.8
存货周转天数	27.7	30.1	30.4	29.4
总资产周转率	1.4	1.3	1.6	1.6
每股指标（元）				
每股收益	1.6	1.7	2.1	2.4
每股净资产	10.3	11.5	12.9	14.5
每股经营现金流	2.8	2.0	3.8	3.6
每股股利	0.2	0.6	0.7	0.8
估值分析				
PE	10.5	9.4	7.8	6.8
PB	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.1	5.1	3.9	3.0
股息收益率	1.4%	3.5%	4.2%	4.8%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,896	3,247	3,910	4,488
折旧和摊销	1,806	2,023	2,129	2,225
营运资金变动	(22)	(1,788)	965	28
经营活动现金流	5,114	3,660	6,961	6,676
资本开支	2,980	697	2,622	744
投资	(1,449)	0	0	0
投资活动现金流	(3,664)	(697)	(2,622)	(744)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,242	(0)	0	0
筹资活动现金流	569	(9,572)	(1,336)	(1,526)
现金净流量	2,020	(6,610)	3,003	4,406

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨　侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；　100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；　200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；　518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。