

桐昆股份 (601233.SH)

大股东支持公司发展, 纺织产业链景气上行

核心观点:

- **事件:** 桐昆股份公告, 拟非公开发行股票募集资金不超过 20 亿元, 非公开发行股票价格为 16.07 元/股, 发行数量不超过 1.24 亿股。发行对象为控股股东桐昆控股的控股子公司磊鑫实业。
- **此次非公开发行后的总股本情况。** 目前“桐 20 转债”已到期全部转股, 桐昆股份总股本增厚至 22.88 亿股, 若此次非公开发行足额完成, 届时总股本将增厚至 24.13 亿股, 较当前股本增加 5.4%。
- **向大股东控股子公司定增彰显对长期发展的信心。** 本次非公开发行对象为大股东桐昆控股的控股子公司磊鑫实业, 本次非公开发行完成后控股股东与实控人控股比例将进一步提高。本次新发股份锁定期为 36 个月, 向大股东控股子公司定增彰显对长期发展的信心。
- **募投项目配套公司长期规划, 完善公司产业链布局。** 此次定增募投项目为洋口港热电联产项目与年产 15 万吨表活、20 万吨纺织专用助剂项目。燃煤热电联产项目配套公司在如东的 500 万吨 PTA 及 240 万吨聚酯一体化项目建设, 降低项目生产要素成本; 表活与纺织助剂, 利用公司核心纺丝油剂技术, 用于配套公司化纤产能。
- **看好后疫情时代纺织原材料需求周期。** 我们认为后疫情时代, 在海外纺服消费, 全球共振补库存的拉动下, 纺服上游有望迎来一轮需求拉动的景气周期, 本轮景气复苏很可能呈现出高强度与持续性的特点。
- **盈利预测与投资建议。** 我们看好纺织行业在后疫情时代的景气复苏, 暂不考虑定增摊薄, 我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 1.16/2.24/2.68 元/股, 参考可比公司, 我们给予公司 2021 年业绩 12 倍 PE 估值, 对应合理价值 26.86 元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示。** 长丝需求下滑; 投产进度低预期; 生产安全事故。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	41,601	50,582	45,447	52,914	60,764
增长率 (%)	26.8	21.6	-10.2	16.4	14.8
EBITDA (百万元)	5,072	5,715	2,550	3,554	4,419
归母净利润 (百万元)	2,120	2,884	2,647	5,120	6,119
增长率 (%)	20.4	36.0	-8.2	93.4	19.5
EPS (元/股)	1.16	1.56	1.16	2.24	2.68
市盈率 (P/E)	8.39	9.60	19.70	10.18	8.52
ROE (%)	13.2	15.2	11.7	17.8	17.0
EV/EBITDA	4.83	5.67	24.10	15.34	11.10

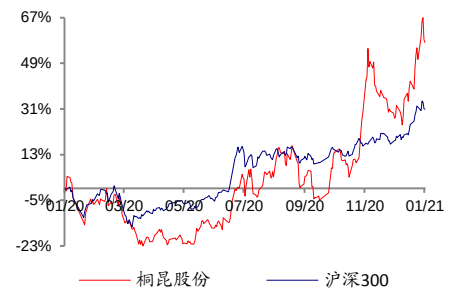
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	22.79 元
合理价值	26.86 元
前次评级	买入
报告日期	2021-01-18

相对市场表现



分析师:

何雄



SAC 执证号: S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

请注意, 何雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

桐昆股份 (601233.SH): 浙石化二期投产, 盈利有望再上台阶 2020-11-02

桐昆股份 (601233.SH): 主业景气度触底回升, 浙石化提供增量 2020-11-01

桐昆股份 (601233.SH): 浙石化贡献收益, 静待纺织产业链复苏 2020-08-31

联系人: 郭齐坤 021-38003580

guoqikun@gf.com.cn

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,976	12,745	12,930	13,022	17,174	经营活动现金流	2,426	5,116	-1,709	8,194	4,542
货币资金	5,646	8,519	4,443	8,443	12,051	净利润	2,131	2,896	2,658	5,141	6,145
应收及预付	1,153	838	792	913	1,041	折旧摊销	1,493	1,806	1,781	1,905	2,012
存货	4,147	2,717	7,017	2,983	3,392	营运资金变动	-1,962	-22	-4,176	5,021	635
其他流动资产	1,030	671	678	684	691	其它	763	436	-1,972	-3,873	-4,250
非流动资产	22,685	27,256	31,305	35,528	38,095	投资活动现金流	-7,715	-3,664	-2,498	-498	1,503
长期股权投资	5,247	6,830	8,330	9,330	9,830	资本支出	-2,898	-2,980	-3,398	-3,698	-2,398
固定资产	14,893	17,073	17,621	18,845	19,912	投资变动	-1,392	-1,449	-1,500	-1,000	-500
在建工程	1,331	1,717	3,717	5,717	6,717	其他	-3,425	765	2,400	4,200	4,400
无形资产	1,068	1,502	1,502	1,502	1,502	筹资活动现金流	4,823	569	131	-3,697	-2,437
其他长期资产	145	135	135	135	135	银行借款	17,908	15,210	556	-2,943	-1,860
资产总计	34,661	40,001	44,235	48,551	55,269	股权融资	0	0	440	0	0
流动负债	13,662	16,970	17,112	14,282	12,601	其他	-13,085	-14,641	-865	-754	-577
短期借款	7,581	8,247	8,303	4,360	1,500	现金净增加额	-486	2,012	-4,076	4,000	3,608
应付及预收	5,450	6,508	6,215	7,143	8,126	期初现金余额	3,052	2,566	8,519	4,443	8,443
其他流动负债	631	2,214	2,593	2,779	2,975	期末现金余额	2,566	4,578	4,443	8,443	12,051
非流动负债	4,868	3,954	4,454	5,454	6,454						
长期借款	1,715	891	1,391	2,391	3,391						
应付债券	3,042	2,944	2,944	2,944	2,944						
其他非流动负债	110	119	119	119	119						
负债合计	18,529	20,924	21,566	19,736	19,055						
股本	1,822	1,848	2,288	2,288	2,288						
资本公积	5,918	6,226	6,226	6,226	6,226						
留存收益	7,580	10,246	13,387	19,512	26,886						
归属母公司股东权益	16,071	19,006	22,587	28,712	36,086						
少数股东权益	61	71	82	103	128						
负债和股东权益	34,661	40,001	44,235	48,551	55,269						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,601	50,582	45,447	52,914	60,764
营业成本	36,742	44,610	42,689	49,037	55,764
营业税金及附加	81	122	103	119	139
销售费用	126	163	164	184	214
管理费用	585	660	677	756	880
研发费用	488	1,118	1,045	1,169	1,361
财务费用	573	415	373	292	72
资产减值损失	294	0	0	0	0
公允价值变动收益	18	1	0	0	0
投资净收益	20	172	2,400	4,200	4,400
营业利润	2,778	3,757	2,887	5,647	6,825
营业外收支	10	5	2	2	2
利润总额	2,788	3,762	2,889	5,649	6,827
所得税	656	866	231	508	683
净利润	2,131	2,896	2,658	5,141	6,145
少数股东损益	11	12	11	21	25
归属母公司净利润	2,120	2,884	2,647	5,120	6,119
EBITDA	5,072	5,715	2,550	3,554	4,419
EPS (元)	1.16	1.56	1.16	2.24	2.68

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	26.8%	21.6%	-10.2%	16.4%	14.8%
营业利润增长	24.0%	35.2%	-23.2%	95.6%	20.9%
归母净利润增长	20.4%	36.0%	-8.2%	93.4%	19.5%
获利能力					
毛利率	11.7%	11.8%	6.1%	7.3%	8.2%
净利率	5.1%	5.7%	5.8%	9.7%	10.1%
ROE	13.2%	15.2%	11.7%	17.8%	17.0%
ROIC	9.6%	9.3%	1.9%	3.8%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	53.5%	52.3%	48.8%	40.7%	34.5%
净负债比率	114.9%	109.7%	95.1%	68.5%	52.6%
流动比率	0.88	0.75	0.76	0.91	1.36
速动比率	0.53	0.56	0.31	0.66	1.04
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.26	1.03	1.09	1.10
应收账款周转率	145.91	191.45	192.11	192.11	192.11
存货周转率	10.03	18.62	6.48	17.74	17.92
每股指标 (元)					
每股收益	1.16	1.56	1.16	2.24	2.68
每股经营现金流	1.33	2.77	-0.75	3.58	1.99
每股净资产	8.82	10.28	9.87	12.55	15.78
估值比率					
P/E	8.39	9.60	19.70	10.18	8.52
P/B	1.11	1.46	2.31	1.82	1.44
EV/EBITDA	4.83	5.67	24.10	15.34	11.10

广发基础化工行业研究小组

何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

郭 齐 坤：山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。