

化工

2021 年 01 月 11 日

桐昆股份 (601233)

——定增发行改善公司股权结构，助力远期成长

报告原因：有信息公布需要点评
买入 (维持)

市场数据： 2021 年 01 月 11 日	
收盘价 (元)	23.08
一年内最高/最低 (元)	24/11.25
市净率	2.1
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	50706
上证指数/深证成指	3531.50/15115.38

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020 年 09 月 30 日	
每股净资产 (元)	11.24
资产负债率%	53.53
总股本/流通 A 股 (百万)	2197/2197
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

证券分析师

 谢建斌 A0230516050003
xiejb@swsresearch.com

研究支持

 谢建斌 A0230516050003
xiejb@swsresearch.com

联系人

 谢建斌
(8621)23297818 × 转
xiejb@swsresearch.com

投资要点：

- **公司公告：**公司拟向控股股东桐昆控股的控股子公司磊鑫实业非公开发行不超过 1.24 亿股公司股份，发行价格为 16.07 元/股，拟募集不超过 20 亿元，募集资金用于江苏洋口港热电联产扩建、表面活性剂及纺织专用助剂项目建设。
- **大股东定增注入改善公司股权结构，优化当前现金流。**截至 2020 年底，公司控股股东桐昆控股持有公司 21.16% 的股份，实控人陈士良先生持有公司 26.02% 股份。桐昆控股、陈士良分别持有磊鑫实业 36.08%、44.57% 股权，不考虑剩余可转债转股的情况下定增发行后桐昆控股、陈士良持股比例将分别达到 21.96%、28.25%。此外，桐昆控股、陈士良及一致行动人盛隆投资均承诺自今日起至本次定增发行后六个月内不以任何方式减持公司股份。假设剩余可转债在 2021 年 1 月全部转股，公司股本为 22.9 亿股，此次定增落地后公司股本将增长 5.4%。公司目前规划建设包括江苏洋口港、江苏沐阳 PTA 及长丝项目和纺织专用助剂等项目，总资本开支不低于 330 亿元，定增落地将显著改善公司当前现金流。
- **Q4 长丝价差环比扩大，公司业绩弹性明显。**聚酯上游原料 PX 与 PTA 环节受供给宽松影响，四季度 PX-石脑油、PTA-0.655*PX 价差分别为 1013 元/吨、535 元/吨，价差环比分别收窄 16 元/吨、127 元/吨。涤纶长丝受益四季度以来纺织服装产销好转带来的景气回升，四季度 POY、FDY 及 DTY 与 PTA 及乙二醇价差分别为 1172 元/吨、1470 元/吨、2914 元/吨，价差环比分别扩大 373 元/吨、122 元/吨、543 元/吨。公司目前拥有 740 万吨涤纶长丝产能，对应涤纶长丝价差扩大弹性明显。
- **长丝产能保持成长性，浙江石化二期投产在即，公司价值有待重估。**公司目前在江苏如东洋口港及江苏沐阳规划了两个涤纶及 PTA 项目，涉及产能包括 2*250 万吨 PTA 及 480 万吨涤纶长丝（短纤），其中洋口港一期项目 2*250 万吨 PTA 及 120 万吨涤纶长丝预计于 2022 年底前投产，主营业务持续保持成长性。此外公司持有浙江石化 20% 股权，浙江石化一期项目 2020 年全年净利润有望突破 100 亿元，二期常减压及公用工程已于前期投产，预计整体将在 2021 年达产，盈利能力将再有大幅提升。随着浙江石化项目的逐步投产，公司对应股权价值有望提升至合理水平。
- **投资建议：**桐昆股份作为国内涤纶长丝龙头，2020 年底拥有 740 万吨涤纶长丝产能，业绩弹性突出、长丝盈利能力优于行业，同时公司未来成长性确定。不考虑定增发行并假设剩余“桐 20 转债”在 2021 年全部转股的情况下，我们维持 2020~2022 年 EPS 预测分别为 1.26 元、2.09 元和 2.58 元，对应 PE 分别为 18X、11X 和 9X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外疫情恢复不及预期；原油价格大幅波动；浙江石化二期项目投产不及预期。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	50,582	32,819	45,541	51,499	56,709
同比增长率 (%)	21.6	-11.9	-10.0	13.1	10.1
归母净利润 (百万元)	2,884	1,802	2,774	4,775	5,892
同比增长率 (%)	36.0	-26.5	-3.8	72.1	23.4
每股收益 (元/股)	1.56	0.97	1.26	2.09	2.58
毛利率 (%)	11.8	6.1	6.5	8.7	9.0
ROE (%)	15.2	8.7	10.7	14.9	15.6
市盈率	18		18	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	41,601	50,582	45,541	51,499	56,709
其中: 营业收入	41,601	50,582	45,541	51,499	56,709
减: 营业成本	36,742	44,610	42,591	47,016	51,621
减: 税金及附加	81	122	110	124	136
主营业务利润	4,777	5,850	2,840	4,359	4,952
减: 销售费用	126	163	147	166	183
减: 管理费用	585	660	594	672	739
减: 研发费用	488	1,118	1,007	1,138	1,254
减: 财务费用	573	415	357	469	606
经营性利润	3,005	3,494	735	1,914	2,170
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-294	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	66	265	2,249	3,365	4,292
营业利润	2,778	3,757	2,985	5,279	6,462
加: 营业外净收入	10	5	0	0	0
利润总额	2,788	3,762	2,985	5,279	6,462
减: 所得税	656	866	200	484	546
净利润	2,131	2,896	2,786	4,795	5,916
少数股东损益	11	12	11	20	24
归属于母公司所有者的净利润	2,120	2,884	2,774	4,775	5,892
全面摊薄总股本	1,822	1,848	2,197	2,288	2,288
每股收益 (元)	1.16	1.57	1.26	2.09	2.58

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。