

桐昆股份 (601233.SH)

浙石化二期投产，盈利有望再上台阶

核心观点:

- **事件:** 桐昆股份公告, 4000万吨/年炼化一体化项目(二期)投产。
- **浙石化二期项目第一批装置投产。** 据公司公告, 浙石化 4000万吨/年炼化一体化项目一期工程自投产以来运行顺利, 开工负荷稳步提升, 盈利能力逐渐增强。目前二期项目完成工程建设、设备安装调试等前期工作, 相关装置具备投运条件, 浙石化根据进展情况已于 11月1日将二期工程第一批装置(常减压及相关公用工程装置等)投入运行。
- **参考一期项目进度, 我们预计二期或有望在明年上半年全面达产。** 参考一期项目进度(2019年5月21日公告第一批装置投产, 2019年12月31日公告全面投产, 2019年Q4开始取得投资收益), 考虑到一期项目的运转经验, 如果二期项目按一期项目的推进速度, 我们预计二期项目全面投产或将在明年上半年, 届时浙石化二期项目将开始贡献收益。
- **参考一期项目收益, 我们预计二期全面达产后公司盈利有望再上台阶。** 参考一期项目收益(2019Q4至2020Q3分季度联营企业和合营企业投资收益分别为1.38/3.20/5.76/6.70亿元), 考虑到二期项目投资规模小于一期项目以及二期项目的产品加工深度, 我们认为二期项目的盈利能力或将优于一期项目, 二期项目投产后公司盈利有望再上台阶。
- **主业景气度回暖, 公司经营情况向好。** 我们认为经过10月初的长丝环节库存去化, 聚酯行业经营压力最大的时间点已过, 产业链复苏在望, 我们持续看好后疫情时代的纺织原材料景气回升。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2020-22年 EPS 分别为 1.49/2.21/2.78元/股, 我们维持给予公司 2021年业绩 10倍 PE 估值水平不变, 对应合理价值 22.06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	48,298	51,867	55,088
增长率(%)	26.8	21.6	-4.5	7.4	6.2
EBITDA(百万元)	5,072	5,715	3,826	4,863	5,113
归母净利润(百万元)	2,120	2,884	2,762	4,081	5,148
增长率(%)	20.4	36.0	-4.3	47.8	26.1
EPS(元/股)	1.16	1.56	1.49	2.21	2.78
市盈率(P/E)	8.39	9.60	10.57	7.15	5.67
ROE(%)	13.2	15.2	12.4	14.9	15.3
EV/EBITDA	4.83	5.67	10.15	6.81	5.67

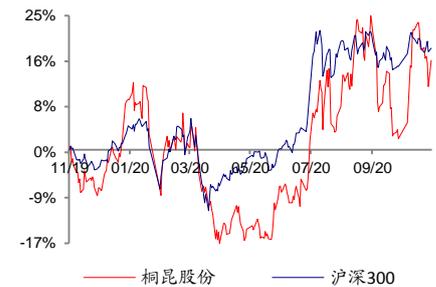
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	15.78元
合理价值	22.06元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-02

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):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
- 桐昆股份(601233.SH):主业短期承压, 浙江石化贡献收益 2020-04-28

联系人:

郭齐坤 021-38003580

guoqikun@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,976	12,745	13,070	12,156	13,811
货币资金	5,646	8,519	4,284	7,749	9,166
应收及预付	1,153	838	827	878	933
存货	4,147	2,717	7,279	2,846	3,025
其他流动资产	1,030	671	680	683	686
非流动资产	22,685	27,256	31,305	35,528	38,095
长期股权投资	5,247	6,830	8,330	9,330	9,830
固定资产	14,893	17,073	17,621	18,845	19,912
在建工程	1,331	1,717	3,717	5,717	6,717
无形资产	1,068	1,502	1,502	1,502	1,502
其他长期资产	145	135	135	135	135
资产总计	34,661	40,001	44,375	47,685	51,906
流动负债	13,662	16,970	17,574	14,781	11,578
短期借款	7,581	8,247	8,463	5,214	1,500
应付及预收	5,450	6,508	6,452	6,823	7,252
其他流动负债	631	2,214	2,658	2,744	2,825
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	22,027	20,235	18,031
股本	1,822	1,848	1,850	1,850	1,850
资本公积	5,918	6,226	6,226	6,226	6,226
留存收益	7,580	10,246	13,502	18,589	24,991
归属母公司股东权益	16,071	19,006	22,265	27,351	33,754
少数股东权益	61	71	82	99	120
负债和股东权益	34,661	40,001	44,375	47,685	51,906

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,601	50,582	48,298	51,867	55,088
营业成本	36,742	44,610	44,278	46,792	49,736
营业税金及附加	81	122	109	117	126
销售费用	126	163	153	165	175
管理费用	585	660	646	688	733
研发费用	488	1,118	1,067	1,146	1,217
财务费用	573	415	377	319	116
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	1,850	2,600	3,650
营业利润	2,778	3,757	3,608	5,329	6,725
营业外收支	10	5	2	2	2
利润总额	2,788	3,762	3,610	5,331	6,727
所得税	656	866	837	1,233	1,557
净利润	2,131	2,896	2,773	4,098	5,169
少数股东损益	11	12	11	17	21
归属母公司净利润	2,120	2,884	2,762	4,081	5,148
EBITDA	5,072	5,715	3,826	4,863	5,113
EPS (元)	1.16	1.56	1.49	2.21	2.78

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,426	5,116	-1,036	8,591	3,978
净利润	2,131	2,896	2,773	4,098	5,169
折旧摊销	1,493	1,806	1,781	1,905	2,012
营运资金变动	-1,962	-22	-4,172	4,834	274
其它	763	436	-1,418	-2,247	-3,478
投资活动现金流	-7,715	-3,664	-3,048	-2,098	753
资本支出	-2,898	-2,980	-3,398	-3,698	-2,398
投资变动	-1,392	-1,449	-1,500	-1,000	-500
其他	-3,425	765	1,850	2,600	3,650
筹资活动现金流	4,823	569	-151	-3,029	-3,313
银行借款	17,908	15,210	716	-2,249	-2,714
股权融资	0	0	2	0	0
其他	-13,085	-14,641	-869	-780	-599
现金净增加额	-486	2,012	-4,235	3,465	1,417
期初现金余额	3,052	2,566	8,519	4,284	7,749
期末现金余额	2,566	4,578	4,284	7,749	9,166

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	26.8%	21.6%	-4.5%	7.4%	6.2%
营业利润增长	24.0%	35.2%	-4.0%	47.7%	26.2%
归母净利润增长	20.4%	36.0%	-4.3%	47.8%	26.1%
获利能力					
毛利率	11.7%	11.8%	8.3%	9.8%	9.7%
净利率	5.1%	5.7%	5.7%	7.9%	9.4%
ROE	13.2%	15.2%	12.4%	14.9%	15.3%
ROIC	9.6%	9.3%	4.3%	5.8%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	53.5%	52.3%	49.6%	42.4%	34.7%
净负债比率	114.9%	109.7%	98.6%	73.7%	53.2%
流动比率	0.88	0.75	0.74	0.82	1.19
速动比率	0.53	0.56	0.30	0.59	0.88
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.26	1.09	1.09	1.06
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	6.64	18.22	18.21
每股指标 (元)					
每股收益	1.16	1.56	1.49	2.21	2.78
每股经营现金流	1.33	2.77	-0.56	4.64	2.15
每股净资产	8.82	10.28	12.03	14.78	18.24
估值比率					
P/E	8.39	9.60	10.57	7.15	5.67
P/B	1.11	1.46	1.31	1.07	0.87
EV/EBITDA	4.83	5.67	10.15	6.81	5.67

广发基础化工行业研究小组

何 雄：资深分析师，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	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
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

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。