

# 主营产品价格下滑，上半年业绩低于预期

## ——桐昆股份（601233）半年报点评报告

增持（维持）

日期：2020年08月31日

**事件：**2020年8月28日公司发布2020年上半年中报：2020上半年公司实现营收213.43亿元，同比下降13.36%；实现归母净利润10.12亿元，同比下降27.23%。

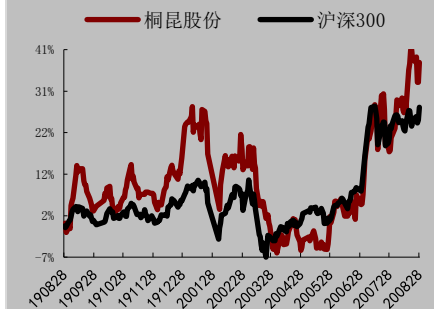
### 投资要点：

- **受疫情影响公司上半年业绩低于预期：**2020上半年公司实现营收213.43亿元，同比下降13.36%；实现归母净利润10.12亿元，同比下降27.23%，业绩略低于预期，主要原因是报告期内受疫情和国际油价影响，主营产品价格下滑。价格方面，2020H1 PTA价差为863元/吨（不含税价格），同比下降34%。POY平均价差为1649元/吨，同比下滑8.8%；FDY平均价差为2296元/吨，同比下滑3.9%；DTY平均价差为3442元/吨，同比下滑0.5%。销量方面，2020H涤纶长丝总销量为335.35万吨，其中POY产量为215.46万吨，同比增长12.58%；FDYA销量为53.15万吨，同比下滑5.75%；DTY销量33.27万吨，同比下滑10.95%；PTA销量33.47万吨，同比增长43.16%。
- **参股浙石化，公司实现产业链一体化：**公司参股20%股权的浙石化，浙石化炼化项目每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年PX、140万吨/年乙烯，目前一期项目已经全面投产，公司延伸进入上游原材料PX领域实现全产业链布局。后续随着项目的继续推进，助力公司业绩稳定增长。
- **新建项目稳步推进，巩固公司龙头地位：**目前公司有3个项目处于建设期，其中恒超年产30万吨智能化超仿真纤维项目聚酯、长丝土建已开始收尾，聚酯装置即将投产；如东聚酯一体化项目建设年产500万吨PTA、240万吨聚酯纺丝正处于全面开工建设阶段；恒翔年产15万吨表面活性剂、20万吨纺织专用助剂项目已完成备案、环评等报批手续。我们认为随着公司项目的推进，将进一步增加公司在行业的竞争力，巩固公司龙头地位。
- **盈利预测与投资建议：**因业绩不达预期，调整全年盈利预测，预计公司2020-2022年营收分别为448.86/527.84/582.37亿，PE分别为8.8/8.1/7.8，EPS分别为1.88/2.04/2.11，维持“增持”评级。

### 基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	浙江桐昆控股集团有限公司/31.6%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,847.99
流通A股(百万股)	1,847.99
收盘价(元)	16.45
总市值(亿元)	303.99
流通A股市值(亿元)	303.99

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2020年08月30日

### 相关研究

万联证券研究所 20191028\_桐昆股份(601233) 季报点评\_AAA\_公司盈利能力提升、业绩符合预期  
万联证券研究所 20190816\_桐昆股份(601233) 半年报点评\_AAA\_PTA 表现亮眼、业绩基本符合预期  
万联证券研究所 20190401\_公司首次覆盖\_AAA\_桐昆股份(601233)

分析师：黄侃

执业证书编号：S0270520070001

电话：18818400628

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	50,582	44,862	52,784	58,237
增长比率(%)	21.6%	-11.3%	17.7%	10.3%
净利润(百万)	2,884	3,469	3,770	3,894
增长比率(%)	36.0%	20.3%	8.7%	3.3%
每股收益(元)	1.56	1.88	2.04	2.11
市盈率(倍)	10.5	8.8	8.1	7.8

\*数据来源：万联证券研究所

- **风险因素：**国内疫情反复、油价持续下跌。

万联证券

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	12,745	5,980	7,651	9,140
货币资金	8,519	1,029	2,115	3,210
应收票据及应收账款	264	512	523	561
其他应收款	30	32	38	40
预付账款	574	551	635	704
存货	2,717	3,216	3,699	3,984
其他流动资产	641	641	641	641
<b>非流动资产</b>	27,256	32,413	36,535	40,821
长期股权投资	6,830	6,830	6,830	6,830
固定资产	17,073	21,808	25,833	29,793
在建工程	1,717	1,700	1,389	1,292
无形资产	1,502	1,943	2,355	2,781
其他长期资产	135	132	129	125
<b>资产总计</b>	40,001	38,393	44,186	49,961
<b>流动负债</b>	16,970	11,237	12,666	13,970
短期借款	8,247	3,325	3,628	4,086
应付票据及应付账款	6,258	5,567	6,539	7,269
预收账款	251	213	250	278
其他流动负债	2,214	2,132	2,248	2,338
<b>非流动负债</b>	3,954	4,254	4,554	4,854
长期借款	891	1,191	1,491	1,791
应付债券	2,944	2,944	2,944	2,944
其他非流动负债	119	119	119	119
<b>负债合计</b>	20,924	15,491	17,220	18,824
股本	1,848	1,848	1,848	1,848
资本公积	6,226	6,226	6,226	6,226
留存收益	10,246	14,054	18,102	22,255
归属母公司股东权益	19,006	22,814	26,862	31,015
少数股东权益	71	87	104	122
<b>负债和股东权益</b>	40,001	38,393	44,186	49,961

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	5,116	4,687	6,534	6,659
净利润	2,896	3,485	3,787	3,912
折旧摊销	1,806	2,425	2,013	2,094
营运资金变动	-22	-1,536	541	452
其它	436	314	192	201
<b>投资活动现金流</b>	-3,664	-7,155	-5,744	-5,988
资本支出	-2,980	-7,243	-5,860	-6,124
投资变动	-1,449	0	0	0
其他	765	89	116	135
<b>筹资活动现金流</b>	569	-5,022	296	424
银行借款	15,210	-4,622	603	758
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-14,641	-400	-306	-334
<b>现金净增加额</b>	2,012	-7,490	1,087	1,094
期初现金余额	2,566	8,519	1,029	2,115
期末现金余额	4,578	1,029	2,115	3,210

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	50,582	44,862	52,784	58,237
营业成本	44,610	38,657	45,834	50,929
营业税金及附加	122	101	119	133
销售费用	163	141	166	184
管理费用	660	611	712	784
研发费用	1,118	746	931	1,051
财务费用	415	229	286	292
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	172	89	116	135
资产处置收益	1	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	3,757	4,522	4,923	5,081
营业外收入	38	0	0	0
营业外支出	33	0	0	0
<b>利润总额</b>	3,762	4,522	4,923	5,081
所得税	866	1,038	1,136	1,170
<b>净利润</b>	2,896	3,485	3,787	3,912
少数股东损益	12	16	17	18
<b>归属母公司净利润</b>	2,884	3,469	3,770	3,894
EBITDA	5,715	7,030	7,034	7,250
EPS (元)	1.56	1.88	2.04	2.11

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.6%	-11.3%	17.7%	10.3%
营业利润	35.2%	20.4%	8.9%	3.2%
归属于母公司净利润	36.0%	20.3%	8.7%	3.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.8%	13.8%	13.2%	12.5%
净利率	5.7%	7.8%	7.2%	6.7%
ROE	15.2%	15.2%	14.0%	12.6%
ROIC	9.3%	11.3%	10.7%	9.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.3%	40.3%	39.0%	37.7%
净负债比率	24.6%	33.0%	26.2%	21.6%
流动比率	0.75	0.53	0.60	0.65
速动比率	0.56	0.20	0.26	0.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.26	1.17	1.19	1.17
应收账款周转率	191.45	143.30	156.92	156.67
存货周转率	16.42	12.02	12.39	12.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.56	1.88	2.04	2.11
每股经营现金流	2.77	2.54	3.54	3.60
每股净资产	10.28	12.35	14.54	16.78
<b>估值比率</b>				
P/E	10.54	8.76	8.06	7.81
P/B	1.60	1.33	1.13	0.98
EV/EBITDA	5.67	5.40	5.33	5.12

数据来源：万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场