向大股东定增彰显公司长期发展信心

桐昆股份（601233）重大事项点评 | 2021.1.12

中信证券研究部

王喆
首席能源化工分析师
S1010513110001

王佩坚
能源化工分析师
S1010520110002

桐昆股份	601233
评级	买入（维持）
当前价	23.08 元
目标价	30 元
总股本	2,197 百万股
流通股本	2,197 百万股
52 周最高/最低价	23.08/11.39 元
近 1 月绝对涨幅	21.47%
近 12 月绝对涨幅	60.40%

核心观点

公司公告拟向控股股东的控股子公司定增不超过 20 亿元，用于投资热电联产及表面活性剂、纺织助剂项目，向大股东定增彰显公司长期发展信心，有助于维持公司股权结构稳定。2020Q4 涤纶长丝环比显著改善，公司主业有望迎来景气向上拐点，预计浙石化二期投产后将进一步增厚公司 2021 年投资收益。按照 2021 年 15 倍 PE 估值，给予公司目标价 30 元，维持“买入”评级。

- **公司拟向控股股东的控股子公司定增不超过 20 亿元。**公司公告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募集不超过 20 亿元，发行股份不超过 1.24 亿股，本次定增发行价格为 16.07 元/股，不低于基准日前 20 交易日均价的 80%，本次募集资金主要用于洋口港经济开发区热电联产扩建项目和 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂项目。

- **募投项目预计效益良好，本次定增后将提升大股东持股比例。**公司本次募投项目均为公司现有业务有效补充，有望发挥产业链协同效应。洋口港热电联产项目有望解决公司后续在该地区规划建设的 500 万吨 PTA 和 240 万吨聚酯一体化项目的热负荷需求，公司预计项目投资 21.8 亿元，并测算税后内部收益率 11.03%，投产后有望增厚公司业绩约 2.4 亿元。表面活性剂及纺织专用助剂项目可为公司现有聚酯长丝产能提供助剂，提高差别化油剂国产比率，公司预计项目投资 20.5 亿元，并测算税后内部收益率 17.96%，投产后有望增厚公司业绩约 3.7 亿元。本次向大股东的控股子公司定向增发，彰显公司长期发展信心，定增后将提升大股东持股比例，有助于维持公司股权结构稳定。

- **2020Q4 涤纶长丝盈利环比大幅改善，公司主业有望迎来景气拐点。**2020 年聚酯产业链产品价格价差受疫情冲击严重，全年 PTA 扣税价差 541 元/吨，同比下降 43%，涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产品扣税价差 1059、1463、2545 元/吨，同比下降 16%、12%、6%。其中 20Q4 在国内疫情趋稳及海外订单向国内转移推动下，行业景气逐步修复，Q4 单季度涤纶长丝 POY/FDY/DTY 扣税价差 1057、1260、2552 元/吨，环比+42%、+8%、+23%，根据同行业公司新凤鸣近期业绩预告测算，涤纶长丝 Q4 单吨盈利达到 250 元/吨附近，环比改善明显。2021 年初至今涤纶长丝价差环比 20Q4 继续提升，我们认为公司主业有望迎来景气向上拐点。

- **浙江石化二期 2020 年 11 月投产，预计继续提升公司 21 年投资收益。**公司公告浙江石化 4000 万吨/年炼化项目二期工程第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）已于 2020 年 11 月初投入运行，后续下游配套项目建设将继续推进。根据浙江石化一期项目投产和下游配套装置全面投产的时间间隔，我们预计浙江石化二期 21 年下半年有望全面投产。浙江石化及同行业恒力石化等民营大炼化项目自投产以来经济效益显著，我们预计浙江石化二期全面投产后将继续提升公司投资收益。

- **风险因素：**国际油价大幅波动的风险，国际疫情防控不及预期的风险，中美贸易争端加剧的风险，本次定增存在不确定性的风险。

- **投资建议：**由于疫情对公司 2020 年前三季度主业经营的影响，我们小幅下调公司 2020 年盈利预测至 28 亿元（此前预测 32.2 亿元），由于浙石化二期进度快于此前预期，我们上调公司 2021-2022 年盈利预测至 48.0/70.4 亿元（此前预期为 36.9/51.2 亿元），2021 年业绩快速增长主要来自主业修复及浙石化二期投产增厚投资收益。2020-2022 年 EPS 预测分别为 1.28/2.19/3.20 元，当前股价对应 PE 分别为 18/11/7 倍。按照 2021 年 15 倍 PE 估值，公司合理市值在 720 亿元附近，考虑公司二期可转债赎回及本次定增对股本稀释的影响，给予目标价 30 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,601	50,582	33,167	42,894	48,082
营业收入增长率	27%	22%	-34%	29%	12%
净利润(百万元)	2,120	2,884	2,804	4,804	7,039
净利润增长率	20%	36%	-3%	71%	47%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.16	1.57	1.28	2.19	3.20
毛利率%	12%	12%	7%	10%	11%
净资产收益率 ROE%	13.2%	15.2%	13.1%	18.6%	21.9%
每股净资产（元）	7.3	8.7	9.7	11.7	14.6
PE	20	15	18	11	7
PB	3.2	2.7	2.4	2.0	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2021 年 1 月 11 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,601	50,582	33,167	42,894	48,082
营业成本	36,742	44,610	30,825	38,562	43,008
毛利率	11.68%	11.81%	7.06%	10.10%	10.55%
营业税金及附加	81	122	80	103	116
销售费用	126	163	107	139	155
营业费用率	0.30%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%
管理费用	585	660	432	559	627
管理费用率	1.41%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
财务费用	573	415	182	210	130
财务费用率	1.38%	0.82%	0.55%	0.49%	0.27%
投资收益	20	172	2,140	2,918	4,626
营业利润	2,778	3,757	2,997	5,354	7,677
营业利润率	6.68%	7.43%	9.04%	12.48%	15.97%
营业外收入	16	38	25	26	30
营业外支出	7	33	15	18	22
利润总额	2,788	3,762	3,007	5,362	7,685
所得税	656	866	189	536	615
所得税率	23.54%	23.02%	6.30%	10.00%	8.00%
少数股东损益	11	12	13	23	32
归属于母公司股东的净利润	2,120	2,884	2,804	4,804	7,039
净利率	5.10%	5.70%	8.45%	11.20%	14.64%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,646	8,519	4,459	6,271	10,808
存货	4,147	2,717	1,877	2,349	2,619
应收账款	285	264	173	224	251
其他流动资产	1,897	1,245	1,357	1,762	2,122
流动资产	11,976	12,745	7,867	10,606	15,801
固定资产	14,893	17,073	19,120	20,900	22,414
长期股权投资	5,247	6,830	6,830	6,830	6,830
无形资产	1,068	1,502	1,782	2,056	2,321
其他长期资产	1,477	1,852	2,225	2,598	2,973
非流动资产	22,685	27,256	29,957	32,384	34,537
资产总计	34,661	40,001	37,823	42,990	50,338
短期借款	7,581	8,247	7,898	7,983	8,655
应付账款	2,929	3,104	2,337	2,894	3,160
其他流动负债	3,151	5,618	2,175	2,294	2,354
流动负债	13,662	16,970	12,410	13,171	14,169
长期借款	1,715	891	891	891	891
其他长期负债	3,153	3,063	3,063	3,063	3,063
非流动性负债	4,868	3,954	3,954	3,954	3,954
负债合计	18,529	20,924	16,363	17,125	18,123
股本	1,822	1,848	2,197	2,197	2,197
资本公积	5,918	6,226	5,877	5,877	5,877
归属于母公司所有者权益合计	16,071	19,006	21,376	25,759	32,077
少数股东权益	61	71	84	107	139
股东权益合计	16,131	19,077	21,460	25,865	32,215
负债股东权益总计	34,661	40,001	37,823	42,990	50,338

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,788	3,762	3,007	5,362	7,685
所得税支出	-656	-866	-189	-536	-615
折旧和摊销	1,493	1,806	1,826	2,100	2,375
营运资金的变化	-1,872	11	-3,393	-251	-332
其他经营现金流	674	403	-2,008	-2,765	-4,548
经营现金流合计	2,426	5,116	-758	3,910	4,566
资本支出	-2,914	-3,016	-4,454	-4,454	-4,454
投资收益	20	172	2,140	2,918	4,626
其他投资现金流	-4,821	-819	-23	-17	-22
投资现金流合计	-7,715	-3,664	-2,336	-1,553	150
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	30,512	29,178	-349	85	672
股息支出	-182	-219	-434	-421	-721
其他融资现金流	-25,507	-28,390	-182	-210	-130
融资现金流合计	4,823	569	-965	-546	-178
现金及现金等价物净增加额	-465	2,022	-4,060	1,812	4,537

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	26.78%	21.59%	-34.43%	29.33%	12.10%
营业利润增长率	23.99%	35.24%	-20.24%	78.66%	43.39%
净利润增长率	20.42%	36.04%	-2.79%	71.32%	46.53%
毛利率	11.68%	11.81%	7.06%	10.10%	10.55%
EBITDA Margin	11.20%	9.21%	15.08%	17.83%	21.13%
净利率	5.10%	5.70%	8.45%	11.20%	14.64%
净资产收益率	13.19%	15.18%	13.12%	18.65%	21.94%
总资产收益率	6.12%	7.21%	7.41%	11.17%	13.98%
资产负债率	53.46%	53.46%	43.26%	39.83%	36.00%
所得税率	23.54%	23.02%	6.30%	10.00%	8.00%
股利支付率	10.31%	15.06%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号: 350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。