

桐昆股份 (601233)

证券研究报告

2020年11月02日

聚酯利润修复可期，浙石化贡献有望增强

业绩符合预期，浙石化项目是主要贡献

公司20年前三季度实现营业收入328.19亿，同比-11.87%；归母净利润18.02亿，同比-26.46%。第三季度实现营业收入114.76亿，环比-15.92%；归母净利润7.9亿，环比+35.51%。

公司利润主要来自于参股浙石化的投资收益，前三季度投资净收益达到15.19亿，其中第三季度6.69亿，环比+37.37%。未来随浙石化产能扩张以及油价回暖，业绩贡献有望更强。

聚酯主业承压，四季度利润修复，明年或是行业拐点

由于疫情影响，前三季度公司主要产品价格有所下降，其中POY、FDY、DTY、PTA价格分别下滑33.12%、28.6%、25.88%、39.64%。前三季度毛利率达到6.13%，聚酯主业整体仍处于亏损状态。

第四季度以来，在地产后周期拉动、拉尼娜寒冬预期、印度订单回流国内等因素多重作用下，涤纶长丝市场开始回暖，价格持续上涨。目前涤纶长丝POY、FDY、DTY单吨利润已经分别达到294、46、524元/吨。预计四季度整体盈利水平环比三季度将大幅改善。

我们判断，明年或是涤纶长丝供需拐点，涤纶盈利有望率先修复。需求端，下游库存周期或在今年下半年进入主动加库存，但受疫情影响，或推迟至明年下半年重新进入补库周期；供给端，20、21年仍有年均7-8%的新增产能投放，此后新增产能相对较少。

未来聚酯主业及浙石化增量可期

公司聚酯主业新建项目稳步推进。公司现有3个项目处于建设期：恒超年产50万吨智能化超仿真纤维项目；江苏南通如东洋口港聚酯一体化项目建设年产500万吨PTA、240万吨聚酯项目；恒翔年产15万吨表面活性剂、20万吨纺织专用助剂建设项目。

浙石化项目正在稳步推进，根据荣盛石化公告，由于浙石化二期投资增加，三季度末在建工程增长119亿至584亿。目前二期工程已经进入现场实施阶段，计划2020年四季度开始试运行，预计明年形成新的业绩增量。根据浙石化一期经验，二期项目有望实现更好的收益。

盈利预测与评级

维持公司20-22年净利润预测27/43/54亿，EPS为1.46/2.32/2.93元/股，对应PE为10/7/5倍，维持“买入”评级。

风险提示：聚酯利润修复不达预期，浙石化建设不达预期

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 41,600.75 | 50,582.43 | 42,429.18 | 44,871.40 | 52,767.65 |
| 增长率(%) | 26.78 | 21.59 | (16.12) | 5.76 | 17.60 |
| EBITDA(百万元) | 5,303.69 | 7,005.51 | 4,683.85 | 6,734.86 | 8,187.97 |
| 净利润(百万元) | 2,120.25 | 2,884.41 | 2,707.02 | 4,293.66 | 5,412.52 |
| 增长率(%) | 20.42 | 36.04 | (6.15) | 58.61 | 26.06 |
| EPS(元/股) | 1.15 | 1.56 | 1.46 | 2.32 | 2.93 |
| 市盈率(P/E) | 13.20 | 9.71 | 10.34 | 6.52 | 5.17 |
| 市净率(P/B) | 1.74 | 1.47 | 1.35 | 1.14 | 0.96 |
| 市销率(P/S) | 0.67 | 0.55 | 0.66 | 0.62 | 0.53 |
| EV/EBITDA | 4.60 | 4.61 | 7.49 | 3.70 | 2.73 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 化工/化学纤维 |
| 6个月评级 | 买入(维持评级) |
| 当前价格 | 15.13元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 1,850.32 |
| 流通A股股本(百万股) | 1,850.32 |
| A股总市值(百万元) | 27,995.37 |
| 流通A股市值(百万元) | 27,995.37 |
| 每股净资产(元) | 10.66 |
| 资产负债率(%) | 53.53 |
| 一年内最高/最低(元) | 17.39/11.25 |

作者

张樨樨 分析师
SAC执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

刘子栋 分析师
SAC执业证书编号：S1110519090001
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080007
zhengxiaobing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《桐昆股份-半年报点评:2020中报:业绩符合预期，显著低估应有修复》2020-08-30
- 《桐昆股份-首次覆盖报告:浙石化进入业绩释放期，疫情过后或迎双击》2020-05-27
- 《桐昆股份-季报点评:PTA 盈利大幅改善，桐昆 Q3 净利润大增 117%》2018-10-28

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 5,646.27 | 8,518.88 | 6,635.50 | 17,350.81 | 19,978.23 | 营业收入 | 41,600.75 | 50,582.43 | 42,429.18 | 44,871.40 | 52,767.65 |
| 应收票据及应收账款 | 612.66 | 264.21 | 1,175.50 | (615.01) | (723.24) | 营业成本 | 36,742.47 | 44,610.35 | 38,977.58 | 40,378.91 | 47,557.85 |
| 预付账款 | 540.19 | 573.56 | 455.42 | 622.80 | 614.78 | 营业税金及附加 | 81.13 | 121.67 | 102.06 | 107.93 | 126.93 |
| 存货 | 4,147.15 | 2,717.06 | 3,792.05 | 3,022.87 | 4,936.02 | 营业费用 | 125.84 | 163.37 | 148.50 | 157.05 | 184.69 |
| 其他 | 1,029.73 | 670.97 | 808.49 | 819.48 | 794.52 | 管理费用 | 584.85 | 659.56 | 636.44 | 717.94 | 897.05 |
| 流动资产合计 | 11,976.00 | 12,744.67 | 12,866.97 | 21,200.95 | 25,600.32 | 研发费用 | 487.94 | 1,118.11 | 1,060.73 | 1,166.66 | 1,424.73 |
| 长期股权投资 | 5,247.01 | 6,829.86 | 6,829.86 | 6,829.86 | 6,829.86 | 财务费用 | 573.22 | 415.06 | 311.00 | 340.00 | 338.00 |
| 固定资产 | 14,893.50 | 17,072.52 | 17,003.01 | 16,658.30 | 16,135.47 | 资产减值损失 | 293.54 | 0.00 | 76.23 | 76.23 | 76.23 |
| 在建工程 | 1,331.23 | 1,716.74 | 1,066.04 | 687.63 | 442.58 | 公允价值变动收益 | 17.88 | 0.97 | 6.69 | (4.25) | 0.60 |
| 无形资产 | 1,067.55 | 1,501.91 | 1,432.60 | 1,363.30 | 1,293.99 | 投资净收益 | 19.90 | 171.54 | 2,400.00 | 3,600.00 | 4,800.00 |
| 其他 | 145.38 | 135.24 | 147.90 | 139.57 | 140.90 | 其他 | (104.14) | (435.27) | (4,813.39) | (7,191.50) | (9,601.21) |
| 非流动资产合计 | 22,684.67 | 27,256.27 | 26,479.42 | 25,678.65 | 24,842.80 | 营业利润 | 2,778.10 | 3,757.07 | 3,523.34 | 5,522.43 | 6,962.78 |
| 资产总计 | 34,660.67 | 40,000.94 | 39,346.39 | 46,879.59 | 50,443.11 | 营业外收入 | 16.18 | 38.19 | 25.08 | 26.48 | 29.92 |
| 短期借款 | 7,581.34 | 8,247.25 | 10,000.00 | 10,000.00 | 10,000.00 | 营业外支出 | 6.56 | 32.96 | 15.37 | 18.30 | 22.21 |
| 应付票据及应付账款 | 5,269.75 | 6,257.70 | 3,814.23 | 6,758.01 | 5,585.34 | 利润总额 | 2,787.72 | 3,762.30 | 3,533.05 | 5,530.61 | 6,970.49 |
| 其他 | 810.48 | 2,465.11 | 1,645.89 | 1,780.86 | 1,918.54 | 所得税 | 656.27 | 866.00 | 813.23 | 1,216.74 | 1,533.51 |
| 流动负债合计 | 13,661.56 | 16,970.06 | 15,460.12 | 18,538.86 | 17,503.88 | 净利润 | 2,131.45 | 2,896.30 | 2,719.82 | 4,313.88 | 5,436.98 |
| 长期借款 | 1,715.00 | 891.05 | 1,000.00 | 1,000.00 | 1,000.00 | 少数股东损益 | 11.20 | 11.89 | 12.80 | 20.22 | 24.46 |
| 应付债券 | 3,042.30 | 2,944.07 | 1,995.46 | 2,660.61 | 2,533.38 | 归属于母公司净利润 | 2,120.25 | 2,884.41 | 2,707.02 | 4,293.66 | 5,412.52 |
| 其他 | 110.35 | 118.80 | 100.75 | 109.97 | 109.84 | 每股收益(元) | 1.15 | 1.56 | 1.46 | 2.32 | 2.93 |
| 非流动负债合计 | 4,867.65 | 3,953.92 | 3,096.21 | 3,770.58 | 3,643.22 | | | | | | |
| 负债合计 | 18,529.22 | 20,923.98 | 18,556.33 | 22,309.44 | 21,147.10 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 60.61 | 71.03 | 83.19 | 103.07 | 126.99 | 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本 | 1,821.93 | 1,847.93 | 1,850.32 | 1,850.32 | 1,850.32 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 5,918.47 | 6,226.04 | 6,226.04 | 6,226.04 | 6,226.04 | 营业收入 | 26.78% | 21.59% | -16.12% | 5.76% | 17.60% |
| 留存收益 | 13,498.45 | 16,471.81 | 18,856.55 | 22,616.76 | 27,318.70 | 营业利润 | 23.99% | 35.24% | -6.22% | 56.74% | 26.08% |
| 其他 | (5,168.01) | (5,539.85) | (6,226.04) | (6,226.04) | (6,226.04) | 归属于母公司净利润 | 20.42% | 36.04% | -6.15% | 58.61% | 26.06% |
| 股东权益合计 | 16,131.45 | 19,076.97 | 20,790.06 | 24,570.15 | 29,296.01 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 34,660.67 | 40,000.94 | 39,346.39 | 46,879.59 | 50,443.11 | 毛利率 | 11.68% | 11.81% | 8.13% | 10.01% | 9.87% |
| | | | | | | 净利率 | 5.10% | 5.70% | 6.38% | 9.57% | 10.26% |
| | | | | | | ROE | 13.19% | 15.18% | 13.07% | 17.55% | 18.56% |
| | | | | | | ROIC | 14.48% | 14.16% | 12.49% | 16.44% | 26.63% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 53.46% | 52.31% | 47.16% | 47.59% | 41.92% |
| | | | | | | 净负债率 | 41.49% | 24.56% | 34.48% | -12.40% | -19.07% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.88 | 0.75 | 0.83 | 1.14 | 1.46 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.57 | 0.59 | 0.59 | 0.98 | 1.18 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 60.31 | 115.37 | 58.94 | 160.11 | -78.86 |
| | | | | | | 存货周转率 | 12.21 | 14.74 | 13.04 | 13.17 | 13.26 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.36 | 1.35 | 1.07 | 1.04 | 1.08 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.15 | 1.56 | 1.46 | 2.32 | 2.93 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.31 | 2.76 | -1.89 | 4.09 | -0.63 |
| | | | | | | 每股净资产 | 8.69 | 10.27 | 11.19 | 13.22 | 15.76 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 13.20 | 9.71 | 10.34 | 6.52 | 5.17 |
| | | | | | | 市净率 | 1.74 | 1.47 | 1.35 | 1.14 | 0.96 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 4.60 | 4.61 | 7.49 | 3.70 | 2.73 |
| | | | | | | EV/EBIT | 6.40 | 6.22 | 9.15 | 4.25 | 3.07 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 2,131.45 | 2,896.30 | 2,707.02 | 4,293.66 | 5,412.52 |
| 折旧摊销 | 1,493.00 | 1,805.52 | 849.51 | 872.44 | 887.19 |
| 财务费用 | 567.08 | 513.71 | 311.00 | 340.00 | 338.00 |
| 投资损失 | (19.90) | (171.54) | (2,400.00) | (3,600.00) | (4,800.00) |
| 营运资金变动 | (2,007.67) | 839.97 | (4,988.35) | 5,644.34 | (3,023.11) |
| 其它 | 262.09 | (767.96) | 19.49 | 15.97 | 25.07 |
| 经营活动现金流 | 2,426.05 | 5,116.00 | (3,501.33) | 7,566.40 | (1,160.33) |
| 资本支出 | 5,474.44 | 6,378.82 | 78.04 | 70.79 | 50.13 |
| 长期投资 | 1,387.77 | 1,582.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (14,576.91) | (11,625.48) | 2,259.61 | 3,450.89 | 4,699.54 |
| 投资活动现金流 | (7,714.70) | (3,663.81) | 2,337.66 | 3,521.68 | 4,749.66 |
| 债权融资 | 12,338.64 | 13,204.92 | 13,802.92 | 14,303.95 | 14,391.16 |
| 股权融资 | 179.07 | (145.75) | (994.80) | (340.00) | (338.00) |
| 其他 | (7,694.37) | (12,489.83) | (13,527.83) | (14,336.71) | (15,015.07) |
| 筹资活动现金流 | 4,823.34 | 569.33 | (719.71) | (372.77) | (961.91) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (465.31) | 2,021.53 | (1,883.38) | 10,715.31 | 2,627.42 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |