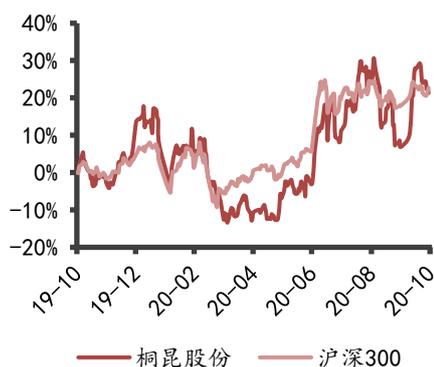


单季净利润环比提高，浙石化贡献业绩

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-31
收盘价（元）	15.13
近12个月最高/最低（元）	17.39/11.07
总股本（百万股）	1850.32
流通股本（百万股）	1850.32
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	279.95
流通市值（亿元）	279.95

公司股价与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《桐昆股份：二季度盈利能力恢复，浙石化投产助力业绩增长》2020.8.29

事件描述：

10月31日，公司公告2020年三季报。据公告，2020前三季度公司实现营收328.19亿元，同比下降11.87%；归母净利润18.02亿元，同比下降26.46%；扣非后归母净利润17.76亿元，同比下降24.88%；加权平均ROE为8.97%，同比下降5.23个百分点；经营活动现金流净额为7.55亿元，同比下降86.79%。

➤ 毛利水平略有降低，单季归母净利润环比增长

2020前三季度，公司实现毛利润20.11亿元，同比下降4.06%。前三季度，公司财务费用3.18亿元，同比下降7.64%；管理费用4.90亿元，同比增长9.13%；销售费用1.18亿元，同比增长5.70%。公司经营活动净现金流7.55亿元，同比下降86.79%，主要因为本期销售商品、提供劳务收到的现金减少；投资活动净现金流为-23.25亿元，同比增长20.11%，主要因为本期投资支付的现金增加；筹资活动净现金流为19.35亿元，同比增长665.91%，主要因为本期取得借款收到的现金增加。公司净现比为0.42，同比下降1.91，主要因为公司经营活动产生的现金流出现较大波动；存货周转天数为28.44天，同比增加0.41天，营运水平继续维持在较好水平。公司应付票据及账款由期初的62.58亿元增加至69.41亿元，应收票据及账款由期初的2.64亿元减少至2.58亿元，主要因为期末公司开具的未到期兑付的银行承兑汇票增加以及回收部分项目保证金。公司前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为18.18亿元，同比增加5.39%，在建工程35.34亿元，比期初增长了105.88%，主要因为本期恒超项目投资增加。

单季度来看，Q3公司营收114.76亿元，同比下降8.79%，环比下降15.92%；毛利润7.84亿元，同比下降62.60%，环比上升26.65%；毛利率6.83%，同比下降9.8个百分点，环比提升2.3个百分点；归母净利润7.90亿元，同比下降25.47%，环比增加35.51%。受疫情影响，公司产品需求量萎缩，产品价格维持在低位，公司自身业务盈利能力有所减弱。但受益于投资项目浙石化的顺利投产运行，公司Q3单季度归母净利润依旧实现环比增长。

➤ 主要产品销量同比略有上升，价格环比变化不大

2020前三季度，POY和PTA销量有所改善，FDY和DTY销量小幅下滑。涤纶长丝板块，POY、FDY、DTY销量分别为330.77万吨、81.11万吨和54.76万吨，同比分别增长17.76%、下降2.59%、下降1.40%，分别实现收入161.64、45.05和36.10亿元。PTA板块，PTA销量为48.56万吨，同比增长15.51%，实现收入15.32亿元。随着疫情影响减弱、需求逐步回升、产品价格回暖，预计未来公司发展将重新进入上升通道。单季度看，公司涤纶长丝板块Q3销量同比回升，PTA板块Q3销量同比下降。涤纶长丝板块，POY、FDY、DTY销量分别为115.31、27.96、21.49万吨，同比分别增长28.85%、4.02%和18.21%，环比分别下降23.16%、下降17.62%、上升1.66%；PTA板块，PTA销量15.09万吨，同比下降

19.13%，环比下降 42.45%。

图表 1 各系列产品价格数据

板块	产品	Q3 均价 (元/吨)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	最新价格 (元/吨)
涤纶长丝板块	POY	5104	-35.80%	-3.37%	5400
	FDY	5535	-31.73%	-5.25%	7600
	DTY	6501	-30.09%	-5.55%	7200
PTA 板块	PTA	3501	-36.73%	2.98%	3260

资料来源: wind, 华安证券研究所

➤ 浙石化开始贡献业绩，二期即将试运行

公司拥有浙石化 20% 的股权，浙石化一期的顺利投产，开工率稳步提升，前三季度为公司带来 15.66 亿元的投资收益，占公司营业利润的 86%。此外，总投资 829 亿元的浙石化二期工程已经全面进入建设安装阶段，长周期设备采购已完成，大宗材料的采购框架协议已基本完成，设备、材料开始陆续到货，预计 2020Q4 开始试运行，进一步增厚公司业绩。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 26.38、39.11、45.93 亿元，同比增速为-8.5%、48.3%、17.4%。对应 PE 分别为 10.61、7.16 和 6.10 倍。维持“买入”评级。

风险提示

行业周期性波动风险，项目建设不及预期风险，下游需求放缓风险等。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	50582	44213	52424	58335
(+/-) (%)	21.6%	-12.6%	18.6%	11.3%
归母净利润	2884	2638	3911	4593
(+/-) (%)	36.0%	-8.5%	48.3%	17.4%
EPS (元)	1.56	1.43	2.11	2.48
P/E	9.62	10.61	7.16	6.10

资料来源: wind, 华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12745	13818	14351	14409
现金	8519	8519	8519	8519
应收账款	264	362	354	392
其他应收款	30	31	39	40
预付账款	574	581	637	696
存货	2717	3408	3915	3909
其他流动资产	641	917	887	854
非流动资产	27256	34017	38144	42772
长期投资	6830	6830	6830	6830
固定资产	17073	22763	27034	31080
无形资产	1502	2003	2407	2853
其他非流动资产	1852	2421	1873	2008
资产总计	40001	47834	52495	57182
流动负债	16970	22012	22675	22643
短期借款	8247	13988	13758	12906
应付账款	3104	2931	3365	3646
其他流动负债	5618	5093	5553	6091
非流动负债	3954	3954	3954	3954
长期借款	891	891	891	891
其他非流动负债	3063	3063	3063	3063
负债合计	20924	25966	26629	26596
少数股东权益	71	225	310	437
股本	1848	1848	1848	1848
资本公积	6226	6226	6226	6226
留存收益	10932	13570	17481	22074
归属母公司股东权益	19006	21644	25555	30148
负债和股东权益	40001	47834	52495	57182

现金流量表

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	5116	5023	7351	8634
净利润	2884	2638	3911	4593
折旧摊销	1806	3247	2125	2350
财务费用	514	824	962	935
投资损失	-172	-67	-94	-131
营运资金变动	-22	-1772	361	760
其他经营现金流	3012	4564	3636	3959
投资活动现金流	-3664	-9940	-6158	-6847
资本支出	-2980	-10007	-6253	-6978
长期投资	-1449	0	0	0
其他投资现金流	765	67	94	131
筹资活动现金流	569	4917	-1193	-1786
短期借款	666	5741	-231	-851
长期借款	-824	0	0	0
普通股增加	26	0	0	0
资本公积增加	308	0	0	0
其他筹资现金流	394	-824	-962	-935
现金净增加额	2012	0	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50582	44213	52424	58335
营业成本	44610	38657	44839	49611
营业税金及附加	122	100	116	134
销售费用	163	138	164	185
管理费用	660	612	715	788
财务费用	415	569	707	679
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	67	94	131
营业利润	3757	3612	5197	6124
营业外收入	38	0	0	0
营业外支出	33	0	0	0
利润总额	3762	3612	5197	6124
所得税	866	820	1200	1404
净利润	2896	2792	3997	4719
少数股东损益	12	154	86	127
归属母公司净利润	2884	2638	3911	4593
EBITDA	5715	7307	7869	8940
EPS (元)	1.56	1.43	2.11	2.48

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	21.6%	-12.6%	18.6%	11.3%
营业利润	35.2%	-3.9%	43.9%	17.8%
归属于母公司净利润	36.0%	-8.5%	48.3%	17.4%
获利能力				
毛利率 (%)	11.8%	12.6%	14.5%	15.0%
净利率 (%)	5.7%	6.0%	7.5%	7.9%
ROE (%)	15.2%	12.2%	15.3%	15.2%
ROIC (%)	9.3%	7.7%	9.9%	10.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.3%	54.3%	50.7%	46.5%
净负债比率 (%)	109.7%	118.7%	103.0%	87.0%
流动比率	0.75	0.63	0.63	0.64
速动比率	0.56	0.45	0.43	0.43
营运能力				
总资产周转率	1.26	0.92	1.00	1.02
应收账款周转率	191.45	122.10	148.02	148.74
应付账款周转率	14.37	13.19	13.33	13.61
每股指标 (元)				
每股收益	1.56	1.43	2.11	2.48
每股经营现金流(薄)	2.76	2.71	3.97	4.67
每股净资产	10.27	11.70	13.81	16.29
估值比率				
P/E	9.62	10.61	7.16	6.10
P/B	1.46	1.29	1.10	0.93
EV/EBITDA	5.67	5.25	4.85	4.17

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

古武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。