

分析师：顾敏豪
 登记编码：S0730512100001
 gumh00@ccnew.com 021-50586308

成本上行与需求承压导致盈利下滑，龙头扩张强化竞争优势

——桐昆股份(601233)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

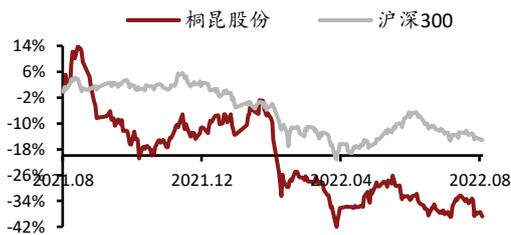
市场数据(2022-08-31)

收盘价(元)	14.27
一年内最高/最低(元)	27.31/13.79
沪深 300 指数	4,078.84
市净率(倍)	0.92
流通市值(亿元)	326.43

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	15.58
每股经营现金流(元)	-1.84
毛利率(%)	8.02
净资产收益率_摊薄(%)	6.13
资产负债率(%)	56.00
总股本/流通股(万股)	241,111.95/228,753.10
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《桐昆股份(601233)年报点评：涤纶长丝景气复苏与浙石化收益推动业绩增长》 2022-05-06

《桐昆股份(601233)中报点评：涤纶长丝景气上行与浙石化投资收益推动，上半年业绩大幅增长》 2021-08-20

《桐昆股份(601233)季报点评：行业景气处于高位，一季度业绩大增》 2021-04-30

联系人：马焱琦
电话： 021-50586973

地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编： 200122

发布日期：2022 年 08 月 31 日

事件：公司公布 2022 年中报，上半年公司实现营业收入 298.52 亿元，同比下滑 1.11%，实现归母净利润 23.02 亿元，同比下滑 44.32%，扣非后的净利润 22.58 亿元，同比下滑 45.40%，基本每股收益 0.96 元。2022 年第二季度，公司实现营业收入 168.57 亿元，同比增长下滑 11.52%，实现净利润 7.98 亿元，同比下滑 66.96%，环比下滑 46.89%。

- **成本上涨及需求下滑导致公司业绩承压。**2022 年上半年，由于俄乌冲突导致国际油价大幅上行，加上疫情冲击和消费下滑等因素影响，涤纶长丝行业两端受压，产品盈利显著收窄。同时公司参股的浙石化在高油价和需求下滑的影响下，盈利亦出现下滑，导致公司投资收益的下降。多因素下公司上半年业绩承压。上半年公司涤纶长丝产量 405.01 万吨，同比增长 14.55%，销量 352.4 万吨，同比下滑 0.32%，产销率 87%。从销售价格看，上半年涤纶长丝平均售价 7463 元/吨，同比提升 12.53%。其中 POY 均价 7206 元/吨，提升 13.41%，FDY 均价 7846 元/吨，提升 14.31%，DTY 均价 8970 元/吨，提升 7.53%。原材料方面，上半年公司采购 PX 和 PTA 均价分别上涨 46.35%和 41.36%，由于原材料涨幅大幅产品价格涨幅，上半年公司盈利承压，综合毛利率 8.02%，同比下降 4.53 个百分点。产品销售承压和毛利率的下行共同导致了公司涤纶长丝业务盈利的下行。

在高油价和需求下滑的影响下，上半年浙石化盈利 85.39 亿元，同比下滑 25.1%，贡献投资收益 17.08 亿元。单季度来看，2022 年一季度和二季度，公司分别实现投资收益 10.75 亿元和 6.41 亿元，以此测算，一二季度涤纶长丝产业链贡献净利润分别为 4.3 和 1.6 亿元。

- **长丝龙头底部扩产，进一步巩固竞争优势。**上半年公司嘉通一期三套 30 万吨聚酯装置顺利开车，为公司新增 90 万吨新产能。公司目前拥有 900 万吨聚合，950 万吨纺丝产能，规模位列全球第一。未来公司仍有部分产能陆续投放，公司在行业景气底部保持扩张态势，竞争优势进一步稳固。2022 下半年和 2023 上半年公司分别有两套 250 万吨 PTA 装置投产，届时公司 PTA 产能将达 1000 万吨，实现 PTA 的完全自给。随着公司规模的继续扩张，公司在涤纶长丝领域的市占率有望继续提升，竞争优势进一步巩固。

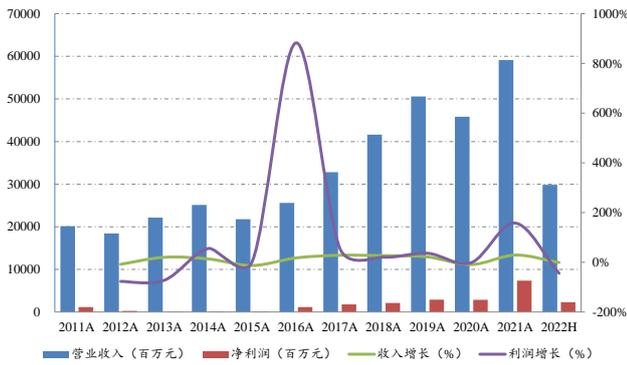
- **浙石化二期投产，未来仍有增长潜力。**公司参股的浙石化二期项目于 2022 年初实现完全投产，炼化产能由 2000 万吨提升至 4000 万吨，开工负荷和盈利能力稳步提升。上半年年浙石化贡献投资收益 17.08 亿元，是公司业绩的重要支撑。浙江石化二期的达产后，将进一步向下游高附加值的化工品延伸。浙石化未来规划产品包括 α -烯烃、POE、EVA、己二胺、顺酐等多个具有潜力的化工产品，下游涵盖新能源、新材料等多个领域，具有良好的增长潜力。随着浙石化的持续扩张，未来有望进一步增厚公司的投资收益。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022、2023 年 EPS 为 2.31 和 3.21 元，以 8 月 31 日收盘价 14.27 元计算，PE 分别为 6.17 倍和 4.45 倍。公司估值较低，结合公司的行业地位，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：油价大幅上涨、需求下滑超出预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	45833	59131	68750	75680	85460
增长比率（%）	-9.39%	29.01%	16.27%	10.08%	12.92%
净利润（百万元）	2837	7332	5581	7733	10381
增长比率（%）	-1.64%	158.44%	-23.89%	38.56%	34.24%
每股收益(元)	1.52	3.17	2.31	3.21	4.31
市盈率(倍)	13.55	6.68	6.17	4.45	3.31

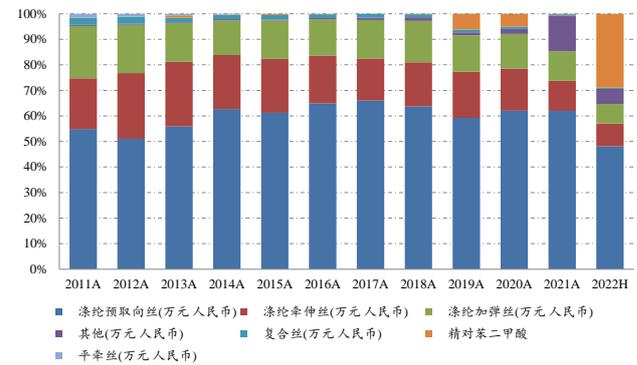
资料来源：中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



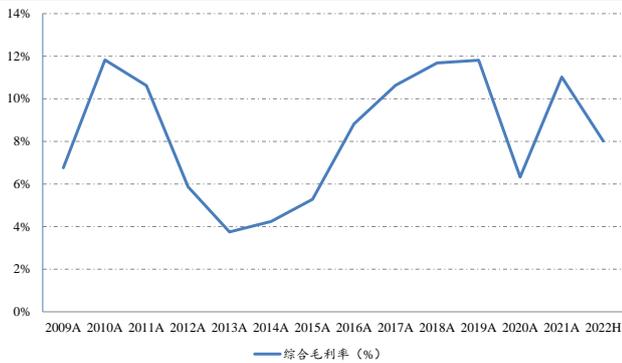
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



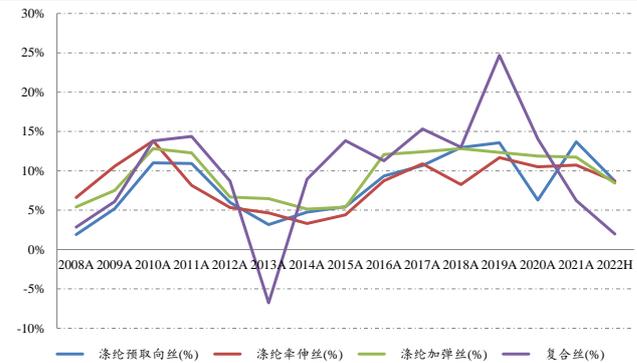
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分产品毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10576	18741	12991	9142	8766
现金	6726	11332	4666	85	-1236
应收票据及应收账款	166	364	377	415	468
其他应收款	38	54	62	68	77
预付账款	313	578	696	762	845
存货	2865	5341	6065	6639	7369
其他流动资产	468	1073	1125	1174	1242
非流动资产	36487	50954	61597	71397	80257
长期投资	12657	17129	21572	26255	30823
固定资产	18765	18665	22793	23479	23377
无形资产	1655	1990	2290	2586	2900
其他非流动资产	3411	13170	14943	19077	23157
资产总计	47063	69695	74589	80540	89024
流动负债	16164	26822	26118	24314	22386
短期借款	7637	12776	10231	7266	3851
应付票据及应付账款	6525	8566	10051	11003	12212
其他流动负债	2002	5481	5837	6046	6323
非流动负债	5074	6868	6868	6868	6868
长期借款	3608	6376	6376	6376	6376
其他非流动负债	1466	492	492	492	492
负债合计	21238	33690	32986	31182	29254
少数股东权益	82	169	185	209	240
股本	2197	2411	2411	2411	2411
资本公积	10728	13732	13732	13732	13732
留存收益	12646	19681	25262	32994	43375
归属母公司股东权益	25743	35836	41417	49150	59530
负债和股东权益	47063	69695	74589	80540	89024

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3344	2794	3680	4447	7453
净利润	2847	7352	5597	7756	10412
折旧摊销	2069	2393	578	2100	3124
财务费用	521	562	739	633	510
投资损失	-2173	-4438	-4125	-6433	-7093
营运资金变动	263	-3249	925	428	543
其他经营现金流	-183	175	-34	-38	-43
投资活动现金流	-4579	-10521	-7062	-5430	-4848
资本支出	-3936	-10046	-6747	-7183	-7378
长期投资	-3720	-36	-4440	-4680	-4563
其他投资现金流	3076	-440	4125	6433	7093
筹资活动现金流	2751	10541	-3284	-3599	-3925
短期借款	-610	5139	-2545	-2966	-3415
长期借款	2717	2768	0	0	0
普通股增加	349	214	0	0	0
资本公积增加	4502	3004	0	0	0
其他筹资现金流	-4206	-583	-739	-633	-510
现金净增加额	1516	2812	-6666	-4582	-1320

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45833	59131	68750	75680	85460
营业成本	42937	52615	63250	69240	76850
营业税金及附加	93	147	158	870	464
营业费用	79	80	96	106	120
管理费用	692	995	1066	1173	1325
研发费用	1042	1460	1684	1854	2094
财务费用	327	327	694	615	510
资产减值损失	-3	-17	0	0	0
其他收益	73	103	117	129	145
公允价值变动收益	50	-20	0	0	0
投资净收益	2173	4438	4125	6433	7093
资产处置收益	-2	-1	34	38	43
营业利润	2960	7995	6078	8421	11379
营业外收入	36	40	0	0	0
营业外支出	2	58	0	0	0
利润总额	2994	7977	6078	8421	11379
所得税	147	625	480	665	967
净利润	2847	7352	5597	7756	10412
少数股东损益	10	20	17	23	31
归属母公司净利润	2837	7332	5581	7733	10381
EBITDA	3138	6298	7333	11113	14982
EPS (元)	1.52	3.17	2.31	3.21	4.31

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-9.39%	29.01%	16.27%	10.08%	12.92%
营业利润 (%)	-21.21%	170.10%	-23.98%	38.56%	35.12%
归属母公司净利润 (%)	-1.64%	158.44%	-23.89%	38.56%	34.24%
获利能力					
毛利率 (%)	6.32%	11.02%	8.00%	8.51%	10.07%
净利率 (%)	6.21%	12.43%	8.14%	10.25%	12.18%
ROE (%)	11.02%	20.46%	13.47%	15.73%	17.44%
ROIC	2.66%	6.28%	10.31%	12.74%	15.04%
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.13%	48.34%	44.22%	38.72%	32.86%
净负债比率 (%)	82.24%	93.57%	79.29%	63.17%	48.94%
流动比率	0.65	0.70	0.50	0.38	0.39
速动比率	0.46	0.48	0.24	0.07	0.02
营运能力					
总资产周转率	0.97	0.85	0.92	0.94	0.96
应收账款周转率	276.12	162.53	182.50	182.50	182.50
应付账款周转率	14.34	12.53	13.04	13.04	13.04
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	3.17	2.31	3.21	4.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.39	1.16	1.53	1.84	3.09
每股净资产 (最新摊薄)	10.68	14.86	17.18	20.38	24.69
估值比率					
P/E	13.55	6.68	6.17	4.45	3.31
P/B	1.93	1.43	0.83	0.70	0.58
EV/EBITDA	16.23	9.69	6.61	4.51	3.21

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。