

桐昆股份（601233.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年10月28日

评级：买入（维持）

市场价格：12.53

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	45,833	59,131	69,739	72,873	84,070
增长率 yoy%	-9%	29%	18%	4%	15%
净利润（百万元）	2,847	7,332	2,702	7,071	8,611
增长率 yoy%	-1%	158%	-63%	162%	22%
每股收益（元）	1.18	3.04	1.12	2.93	3.57
每股现金流量	1.39	1.16	1.59	1.94	2.35
净资产收益率	11%	20%	7%	16%	16%
P/E	10.6	4.1	11.2	4.3	3.5
P/B	1.2	0.8	0.8	0.7	0.6

备注：股价取自 2022/10/28

基本状况

总股本(百万股)	2411.12
流通股本(百万股)	2287.53
市价(元)	12.53
市值(百万元)	30211.33
流通市值(百万元)	28662.76

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

■ **事件**：10月28日，公司发布2022年三季报：2022Q1-3实现营业收入471.89亿元，同比-6.27%；实现归属母公司净利润19.35亿元，同比-68.59%；实现扣非归母净利润18.78亿元，同比-69.55%。其中2022Q3，公司单季度营业收入173.37亿元，同比-14.01%，环比+2.85%；单季度归母净利润-3.66亿元，同比-118.06%，环比-145.86%；单季度扣非净利润-3.81亿元，同比-118.75%，环比-149.35%。

点评：

■ **产品价差下滑，公司盈利能力承压**。2022Q1-3实现营业收入471.89亿元，同比下降6.27%。盈利能力方面，2022Q1-3毛利率为5.79%，同比下降5.33pct；净利率为4.13%，同比下降8.14pct；ROE为5.32%，同比下降12.46pct，受疫情反复及油价中枢上移影响，公司盈利能力略有下滑。期间费用方面，2022Q1-3公司期间费用率合计为5.45%，同比增长1.03pct。其中，销售费用率为0.15%，同比上升0.03pct，管理费用（含研发费用，可比口径）率为4.52%，同比上升0.77pct，财务费用率为0.78%，同比增长0.24pct，公司通过加强内部管理创新，大力推行“5S”管理、“TPM”管理、“六西格玛管理”、“精益生产”、“卓越绩效模式”等新型的管理方法，提升公司管理水平。

■ **原油成本催升下游需求承压，长丝行业景气静待复苏**。价格方面，当前原油价格高位震荡，据Wind，2022Q1-3 Brent原油均价为102.53美元/桶，同比上涨51.06%，2022Q3单季Brent原油均价为97.7美元/桶，同比上涨33.42%，环比下降12.75%。根据中纤网，涤纶长丝POY、FDY、DTY 2022年1-9月份均价分别为8082元/吨、8570元/吨、9546元/吨，同比增长11.20%、14.88%、8.62%；Q3单季均价分别为7983元/吨、8526元/吨、9358元/吨，环比-3.64%、-3.83%、-3.53%，同比增长5.32%、9.18%、3.20%。价差方面，POY/FDY/DTY与PTA和乙二醇前三季度均价差分别为1073元/吨、1505元/吨、2368元/吨，同比-24.31%、-5.21%、-14.28%，Q3均价差分别为1103元/吨、1583元/吨、2320元/吨，环比+30.60%、+16.55%、+10.59%，同比-13.82%、+6.81%、-10.65%。进入下半年，随着疫情影响的逐渐减弱，叠加“金九银十”，下游需求端有望回暖，公司的产销量有所提升。**产能方面**，在PTA方面，公司子公司嘉兴石化拥有420万吨产能，至23年届时公司将拥有近1000万吨PTA产能，基本可以实现PTA原材料自给自足；在聚酯长丝方面，上半年嘉通一

期已新投产 90 万吨聚酯长丝产能，公司合计拥有 900 万吨聚合，950 万吨纺丝产能，位列行业第一；纺织制造方面，公司沭阳生产基地报告期内已经部分纺织设备投入生产，计划在 2023 年上半年完成 1 万套纺织设备投产，届时桐昆将完成从“一滴油到一匹布”的最终跨越。**产量方面**，根据公告，公司 2022 年前三季度 POY/FDY/DTY 产量分别为 467.3/79.49/59.93 万吨，同比增长 12.15%/7.91%/3.40%，销量分别为 425.24/76.72/55.2 万吨，同比 3.49%/5.07%/-3.02%；其中 Q3 单季 POY/FDY/DTY 产量分别为 153.44/28.16/20.11 万吨，环比-3.56%/6.26%/1.98%，同比 29.89%/3.34%/4.85%，销量分别为 154.1/29.95/20.71 万吨，环比 6.89%/13.96%/18.89%，同比 33.64%/7.12%/-3.63%。

- **浙石化持续贡献业绩，长丝产能继续扩张。**2021Q1 以来，浙石化为公司每季度贡献丰厚投资收益，分别为 8.70 亿元、14.05 亿元、12.81 亿元、8.93 亿元、10.68 亿元、6.40 亿元和 0.73 亿元；浙石化二期项目已经全面投产，新增 2,000 万吨/年炼油能力、660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯生产能力，紧跟一期项目步伐保持着高效稳定运行的状态，二期和一期相比，精细化工产品产出更为丰富，包括：LDPE、HDPE、LLDPE、聚碳酸酯、丁二烯等产品，产品利用率和附加值得到进一步提高，带动业绩更上一台阶，增厚公司投资收益。为继续完善上游供应链，公司于今年 5 月启动中昆新材料 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目。公司到“十四五”末，聚酯产能可达 1000 万吨/年，对应的乙二醇需求将超过 300 万吨/年。与传统石油化工制备乙二醇的路线不同，该项目以天然气为原材料，降低对石油的依赖。另外，公司启动年产 120 万吨轻量舒感功能纤维项目，用以延长差别化纤维产品产业链。该项目采用 PTA 法聚酯生产工艺路线，以精对苯二甲酸和乙二醇为原料，主导产品包括轻量差别化功能性 POY 纤维、差别化功能性 FDY 纤维。除了采用先进的大容量直接纺、一步法工艺技术和设备，亦提升了技术的自动性和智能化水平，实现传统产业的技术升级，有望提升企业竞争力和盈利能力。
- **盈利预测：**受地缘政治和疫情反复等影响，2022 年前三季度公司盈利能力下滑，我们下调 2022 年公司业绩预期。由于国际油价长期处于高位，前三季度均价为 102.53 美元/桶，同比上涨 51.06%，而产品终端需求走弱，化学品和长丝价差持续走弱，考虑到 Q4 原油价格或将再度向上并维持高位，同时疫情仍有不断反复的风险从而影响下游需求，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 27.0 亿元（原值为 50.9 亿元）、70.7 亿元（原值为 82.8 亿元）、86.1（原值为 94.5 亿元），维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价及产品大幅波动风险；产能释放不及预期风险；疫情恶化影响需求风险。

图表 1: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,332	8,625	16,840	27,254	营业收入	59,131	69,739	72,873	84,070
应收票据	0	0	0	0	营业成本	52,615	66,580	67,171	77,271
应收账款	364	429	448	517	税金及附加	147	154	161	185
预付账款	578	731	738	849	销售费用	80	94	99	114
存货	5,341	6,758	6,818	7,844	管理费用	995	1,043	1,090	1,258
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,460	1,722	1,799	2,075
其他流动资产	1,126	1,328	1,388	1,601	财务费用	327	279	335	338
流动资产合计	18,741	17,872	26,233	38,065	信用减值损失	-16	-15	-15	-15
其他长期投资	33	33	33	33	资产减值损失	-17	-6	-7	-10
长期股权投资	17,129	17,129	17,129	17,129	公允价值变动收益	-20	10	14	1
固定资产	18,665	18,276	17,321	16,484	投资收益	4,438	3,000	5,400	6,480
在建工程	9,088	7,874	7,224	6,524	其他收益	103	103	103	103
无形资产	1,990	2,166	2,285	2,448	营业利润	7,995	2,958	7,711	9,386
其他非流动资产	4,049	4,049	4,049	4,049	营业外收入	40	40	40	40
非流动资产合计	50,954	49,527	48,041	46,667	营业外支出	58	58	58	58
资产合计	69,695	67,399	74,274	84,732	利润总额	7,977	2,940	7,693	9,368
短期借款	12,776	5,000	5,000	5,000	所得税	625	230	603	733
应付票据	4,367	4,987	5,219	6,140	净利润	7,352	2,710	7,090	8,635
应付账款	4,198	5,313	5,360	6,166	少数股东损益	20	7	19	24
预收款项	1	163	134	89	归属母公司净利润	7,332	2,703	7,071	8,611
合同负债	375	1,255	1,312	1,513	NOPLAT	7,654	2,967	7,399	8,946
其他应付款	444	444	444	444	EPS (按最新股本摊薄)	3.04	1.12	2.93	3.57
一年内到期的非流动负债	2,123	2,123	2,123	2,123					
其他流动负债	2,538	2,964	2,994	3,336					
流动负债合计	26,822	22,249	22,585	24,811					
长期借款	6,376	6,426	6,356	6,436					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	492	492	492	492					
非流动负债合计	6,868	6,918	6,848	6,928					
负债合计	33,690	29,166	29,433	31,739					
归属母公司所有者权益	35,836	38,057	44,645	52,774					
少数股东权益	169	176	195	219					
所有者权益合计	36,005	38,233	44,841	52,993					
负债和股东权益	69,695	67,399	74,274	84,732					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,794	3,845	4,674	5,664
现金收益	10,062	5,491	9,897	11,339
存货影响	-2,476	-1,418	-60	-1,025
经营性应收影响	-446	-213	-18	-170
经营性应付影响	2,226	1,895	251	1,681
其他影响	-6,572	-1,911	-5,395	-6,161
投资活动现金流	-10,521	1,935	4,428	5,489
资本支出	-9,465	-1,075	-986	-992
股权投资	-4,473	0	0	0
其他长期资产变化	3,417	3,010	5,414	6,481
融资活动现金流	10,541	-8,487	-887	-740
借款增加	8,848	-7,726	-70	80
股利及利息支付	-967	-857	-1,249	-1,562
股东融资	2,032	0	0	0
其他影响	628	96	432	742

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	29.0%	17.9%	4.5%	15.4%
EBIT增长率	149.4%	-61.2%	149.4%	20.9%
归母公司净利润增长率	157.6%	-63.1%	161.6%	21.8%
获利能力				
毛利率	11.0%	4.5%	7.8%	8.1%
净利率	12.4%	3.9%	9.7%	10.3%
ROE	20.4%	7.1%	15.8%	16.2%
ROIC	22.8%	10.4%	21.4%	21.2%
偿债能力				
资产负债率	48.3%	43.3%	39.6%	37.5%
债务权益比	60.5%	36.7%	31.2%	26.5%
流动比率	0.7	0.8	1.2	1.5
速动比率	0.5	0.5	0.9	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	2	2	2	2
应付账款周转天数	25	26	29	27
存货周转天数	28	33	36	34
每股指标 (元)				
每股收益	3.04	1.12	2.93	3.57
每股经营现金流	1.16	1.59	1.94	2.35
每股净资产	14.86	15.78	18.52	21.89
估值比率				
P/E	4	11	4	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	30	56	31	27

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。