

桐昆股份（601233.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年08月23日

评级：买入（维持）

市场价格：15.46

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

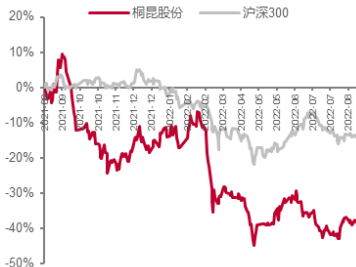
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	45,833	59,131	72,544	75,276	86,581
增长率 yoy%	-9%	29%	23%	4%	15%
净利润（百万元）	2,847	7,332	5,094	8,282	9,450
增长率 yoy%	-1%	158%	-31%	63%	14%
每股收益（元）	1.18	3.04	2.11	3.44	3.92
每股现金流量	1.39	1.16	2.03	2.49	3.18
净资产收益率	11%	20%	13%	17%	16%
P/E	13.1	5.1	7.3	4.5	3.9
P/B	1.5	1.0	0.9	0.8	0.7

备注：股价取自 2022/8/23

基本状况

总股本(百万股)	2411.12
流通股本(百万股)	2287.53
市价(元)	15.46
市值(百万元)	37275.91
流通市值(百万元)	35365.23

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

■ **事件：**8月23日，公司发布2022中报：2022H1实现营业收入298.52亿元，同比-1.11%；实现归属母公司净利润23.02亿元，同比-44.32%；实现扣非归母净利润2.58亿元，同比-45.40%。其中2022Q2，公司单季度营业收入168.57亿元，同比-11.52%，环比+29.7%；单季度归母净利润7.98亿元，同比-66.96%，环比-46.9%；单季度扣非净利润7.71亿元，同比-67.92%，环比-48.15%。

点评：

■ **产品价差下滑，公司盈利能力承压。**2022H1实现营业收入298.52亿元，同比略降1.11%。盈利能力方面，2022H1毛利率为8.02%，同比下降1.7pct；净利率为7.74%，同比下降3.88pct；ROE为6.23%，同比下降8.17pct，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，2022H1公司期间费用率合计为5.39%，同比增长0.02pct。其中，销售费用率为0.15%，同比下降0.02pct，管理费用（含研发费用，可比口径）率为4.43%，同比下降0.06pct，财务费用率为0.81%，同比增长0.1pct，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，2022H1 Brent原油均价为105美元/桶，同比上涨61%，2022Q2单季Brent原油均价为112美元/桶，同比上涨62%，环比上涨14%。根据中纤网，涤纶长丝POY、FDY、DTY 2022年1-6月份均价分别为7941元/吨、8328元/吨、9524元/吨，环比2.81%、4.87%、2.54%，同比增长11.65%、14.30%、10.13%；Q2单季均价分别为7903元/吨、8335元/吨、9470元/吨，环比-0.94%、0.17%、-1.13%，同比增长7.04%、10.00%、7.77%。**价差方面**，POY/FDY/DTY与PTA和乙二醇上半年均价差分别为1080元/吨、1422元/吨、2481元/吨，环比-24.96%、-12.79%、-12.12%，同比-27.38%、-13.33%、-12.84%，Q2均价差分别为887元/吨、1270元/吨、2274元/吨，环比-30.21%、-19.36%、-15.37%，同比-42.57%、-26.05%、-18.43%。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，产品盈利能力有望向上游传导。**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，公司沐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 年上半年 POY/FDY/DTY 产量分别为 313.86/51.33/39.82 万吨，环比增长 20.2%/1.3%/4.1%，同比增长 5.1%/10.6%/2.7%，销量分别为 271.14/46.77/34.49 万吨，环比 +9.8%/-7.7%/-15.0%，同比-8.3%/3.8%/-2.7%；其中 Q2 单季 POY/FDY/DTY 产量分别为 159.11/26.5/19.72 万吨，环比 +2.8%/+6.7%/-1.9%，同比 +15.2%/+12.9%/2.0%，销量分别为 144.17/26.28/17.42 万吨，环比 +13.5%/+28.3%/+2.1%，同比-7.6%/-4.9%/-15.8%。

- **浙石化持续贡献业绩，EVA 景气或将延续。**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；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更进一步提高，带动业绩更上一台阶，增厚公司投资收益。同时，根据公司公告，浙石化 30 万吨/年 EVA 装置已产出合格光伏级产品，随着光伏行业需求爆发，EVA 景气或将延续，公司作为目前的龙头企业有望充分受益。
- **长丝产能继续扩张，巩固行业龙头优势。**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。该项目可以丰富公司产业链的同时，降低原材料乙二醇价格波动带来的扰动。且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料，降低对石油的依赖，符合政策发展趋势。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：**2022 年国际油价持续高位震荡，同时下游需求或将持续承压，我们下调 2022 年公司业绩预期，我们预计 2022 年公司归母净利润为 50.9 亿元（原 73.9 亿元），EPS 为 2.11 元。2023-2024 年，国际油价有望企稳，同时疫情褪去拉升下游需求，我们维持 2023-2024 年业绩不变，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 82.8 亿元、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				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,332	14,509	19,428	30,322	营业收入	59,131	72,544	75,276	86,581
应收票据	0	143	148	170	营业成本	52,615	67,872	67,966	77,730
应收账款	364	396	411	473	税金及附加	147	160	166	191
预付账款	578	778	779	891	销售费用	80	98	102	117
存货	5,341	5,841	5,849	6,689	管理费用	995	1,069	1,109	1,276
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,460	1,720	1,785	2,053
其他流动资产	1,126	1,235	1,281	1,474	财务费用	327	545	297	116
流动资产合计	18,741	22,901	27,896	40,019	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	-17	-17	-17
长期股权投资	17,129	17,129	17,129	17,129	公允价值变动收益	-20	10	10	10
固定资产	18,665	18,862	19,035	19,186	投资收益	4,438	4,400	5,097	5,121
在建工程	9,088	7,588	6,088	4,588	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	5,560	9,029	10,299
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	49,827	48,619	47,433	营业外支出	58	58	58	58
资产合计	69,695	72,728	76,515	87,453	利润总额	7,977	5,542	9,011	10,281
短期借款	12,776	9,010	5,000	5,000	所得税	625	434	706	805
应付票据	4,367	5,084	5,091	5,822	净利润	7,352	5,108	8,305	9,476
应付账款	4,198	5,070	5,077	5,807	少数股东损益	20	14	23	26
预收款项	1	169	176	202	归属母公司净利润	7,332	5,094	8,282	9,450
合同负债	375	283	294	338	NOPLAT	7,654	5,610	8,579	9,583
其他应付款	444	444	444	444	EPS (按最新股本摊薄)	3.04	2.11	3.44	3.92
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	3,009	3,022	3,355					
流动负债合计	26,822	25,193	21,227	23,091					
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	32,111	28,075	30,018					
归属母公司所有者权益	35,836	40,435	48,235	57,203					
少数股东权益	169	183	205	231					
所有者权益合计	36,005	40,618	48,440	57,434					
负债和股东权益	69,695	72,728	76,515	87,453					

现金流量表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,794	4,884	6,006	7,673
现金收益	10,062	8,155	11,146	12,169
存货影响	-2,476	-500	-8	-840
经营性应收影响	-446	-358	-5	-179
经营性应付影响	2,226	1,756	20	1,487
其他影响	-6,572	-4,168	-5,148	-4,964
投资活动现金流	-10,521	3,035	3,772	3,739
资本支出	-9,465	-1,375	-1,336	-1,392
股权投资	-4,473	0	0	0
其他长期资产变化	3,417	4,410	5,108	5,131
融资活动现金流	10,541	-4,743	-4,859	-518
借款增加	8,848	-3,715	-4,080	80
股利及利息支付	-967	-1,480	-1,474	-1,659
股东融资	2,032	0	0	0
其他影响	628	452	695	1,061

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	29.0%	22.7%	3.8%	15.0%
EBIT增长率	149.4%	-26.7%	52.9%	11.7%
归母公司净利润增长率	157.6%	-30.5%	62.6%	14.1%
获利能力				
毛利率	11.0%	6.4%	9.7%	10.2%
净利率	12.4%	7.0%	11.0%	10.9%
ROE	20.4%	12.5%	17.1%	16.5%
ROIC	22.8%	16.3%	22.6%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	48.3%	44.2%	36.7%	34.3%
债务权益比	60.5%	44.4%	28.8%	24.5%
流动比率	0.7	0.9	1.3	1.7
速动比率	0.5	0.7	1.0	1.4
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	25	27	25
存货周转天数	28	30	31	29
每股指标 (元)				
每股收益	3.04	2.11	3.44	3.92
每股经营现金流	1.16	2.03	2.49	3.18
每股净资产	14.86	16.77	20.01	23.72
估值比率				
P/E	5	7	5	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	32	40	29	26

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。