

证券研究报告
炼化及贸易
2022年08月24日



桐昆股份（601233）2022年中报点评： 涤纶长丝持续扩能，行业景气逐步修复

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/08/23

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	4.6%	-3.8%	-36.7%
沪深300	-1.8%	2.6%	-14.0%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	59131	80492	101104	118008
增长率(%)	29	36	26	17
归母净利润 (百万元)	7332	5642	8368	10232
增长率(%)	158	-23	48	22
摊薄每股收益 (元)	3.04	2.34	3.47	4.24
ROE(%)	20	15	18	18
P/E	6.68	6.61	4.45	3.64
P/B	1.43	0.97	0.79	0.65
P/S	0.86	0.46	0.37	0.32
EV/EBITDA	9.69	9.75	7.37	5.94

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《桐昆股份 (601233) 2021年报点评: 聚酯产能稳步扩张, 浙石化二期将带来新增量 (买入)*化学纤维*董伯骏, 李永磊》——2022-04-28

《——桐昆股份 (601233) 季报点评: 浙石化二期获批原油配额, 看好四季度涤丝景气 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2021-10-30

事件：2022年8月23日，桐昆股份发布2022年中报：实现营业收入298.52亿元，同比-1.11%；实现归属于上市公司股东的净利润23.02亿元，同比-44.32%；加权平均净资产收益率为6.23%，同比减少8.17个百分点。销售毛利率8.02%，同比减少4.73个百分点；销售净利率7.74%，同比减少5.98个百分点。

其中，2022年Q2实现营收168.57亿元，同比-11.52%，环比+29.73%；实现归母净利润7.98亿元，同比-66.96%，环比-46.89%；加权平均净资产收益率为2.14%，同比减少5.98个百分点，环比减少1.98个百分点。销售毛利率6.71%，同比减少4.39个百分点，环比减少3.01个百分点；销售净利率4.75%，同比减少7.97个百分点，环比减少6.87个百分点。

点评：

成本抬升叠加下游需求走弱，公司上半年业绩承压

2022年上半年，基础能源价格大幅上涨，带动公司主要原料采购价格大幅提升，其中PX采购均价达7682.90元/吨，同增46.35%；PTA均价达5469.59元/吨，同增41.36%，公司成本端承压。同时，上半年国内疫情多地爆发，物流运输放缓，下游工厂开工率大幅下滑，行业出货一般。在多重不利因素下，公司上半年实现营收298.52亿元，同比-1.11%；毛利率达8.02%，同比下滑4.73个百分点，环比下滑1.19个百分点；实现归母净利润23.02亿元，同比-44.32%。

分产品来看，2022年上半年POY实现营收195.39亿元，同比+14.52%，环比+3.39%；销量达271.14万吨，同比+0.98%，环比-1.01%；均价达7206.06元/吨，同比+13.41%，环比+4.45%。FDY实现营收36.70亿元，同比+11.40%，环比+2.84%；实现销量46.77万吨，同比-2.54%，环比-1.99%；均价达7846.21元/吨，同比+14.31%，环比+4.93%。DTY实现营收30.93亿元，同比+0.07%，环比-14.22%；实现销量34.49万吨，同比-6.91%，环比-11.47%；均价达8969.74元/吨，同比+7.53%，环比-3.09%。

2022年上半年公司经营活动产生现金流量净额达-44.44亿元，同比-2108.15%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。期间费用方面，2022年上半年销售/管理/财务费用率分别达0.15%/4.44%/0.81%，同比+0.02/+0.59/+0.19个百分点，管理费用增加主要系本期员工成本增加。

浙石化二期全面投产，未来三大项目合计投资额达1178亿元

公司参股并持有浙石化20%的股权，2022年上半年，浙石化一期工程实现稳定满负荷运行，二期工程也于2022年1月全面投产，项目总体产量稳步攀升。2022年上半年，浙石化实现营业收入1066.66亿元，净利润85.39亿元，为桐昆股份带来17.08亿元的投资收益。随着浙石化二期工程相关装置负荷的稳步爬升，预计将持续为公司贡献较为丰厚的投资收益。同时，未来浙石化将作为实施主体建设140万吨乙烯及下游化工装置、高端新材料项目、及高性能树脂项目，三个项目累计投资额达1178亿元，累计将为浙石化带来净利润164亿元。

“PTA-涤纶长丝”持续扩能，规模化优势显著

公司是国内PTA-涤纶长丝龙头企业，截至报告期末，公司拥有PTA产能420万吨/年，聚酯聚合产能900万吨/年，涤纶长丝产能950万吨/年，位列行业第一。未来，公司将持续进行扩张，2022年下半年、2023年上半年，公司南通生产基地计划完成两套250万吨PTA投产。同时，下半年嘉通项目（洋口港聚酯一体化项目）还将有2套30万吨聚酯装置开车；恒阳聚纺一体化计划在九月底前完成开车，织造车间当前已经全面安装完毕，加弹机在7月中旬开车，未来聚酯和纺丝会一起开车；恒超二期聚纺一体化60万吨项目计划在10月底完成投产；宇欣聚纺一体化预计在三季度完成开车。随着新项目的陆续建成达产，公司PTA及涤纶长丝规模优势持续增强。

长丝价差逐步修复，长丝龙头将受益

2022年4月开始，受疫情等因素影响，长丝下游开工不畅，叠加上游原料价格持续上行，涤纶长丝价差出现较大回落。随着疫情有效控制，以及原油价格高位回落，涤纶长丝价差也迎来修复。据Wind，截至8月15日，POY三季度价差达1262元/吨，环比+38.3%；FDY三季度价差达1808元/吨，环比+26.4%。未来，随着秋冬临近，下游消费换装需求提升，纺织及长丝将进入传统旺季。我们看好旺季下，涤纶长丝景气再启桐昆股份作为国内长丝龙头，将充分受益。

综合考虑今年高原油价格对成本端带来的压力，我们对公司2022年盈利预测进行适当下调，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为56.42、83.68、102.32亿元，EPS为2.34、3.47、4.24元/股，对应PE为7、4、4倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

图表：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	59131	80492	101104	118008
增长率(%)	29	36	26	17
归母净利润（百万元）	7332	5642	8368	10232
增长率(%)	158	-23	48	22
摊薄每股收益（元）	3.04	2.34	3.47	4.24
ROE(%)	20	15	18	18
P/E	6.68	6.61	4.45	3.64
P/B	1.43	0.97	0.79	0.65
P/S	0.86	0.46	0.37	0.32
EV/EBITDA	9.69	9.75	7.37	5.94

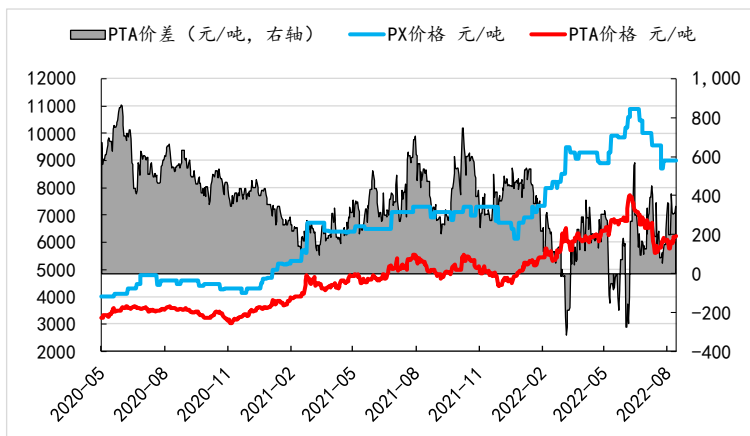
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：桐昆股份分产品经营数据

产品/项目		2022H1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2021	2020	2022H1同比	2022H1环比
POY	销量(万吨)	271.14	273.92	268.50	251.61	215.46	542.42	467.07	0.98%	-1.01%
	营收(亿元)	195.39	188.98	170.61	118.50	108.71	359.59	227.21	14.52%	3.39%
	均价(元/吨, 不含税)	7206.06	6899.08	6354.16	4709.49	5045.48	6629.32	4864.58	13.41%	4.45%
FDY	销量(万吨)	46.77	47.72	47.99	55.73	53.15	95.71	108.88	-2.54%	-1.99%
	营收(亿元)	36.70	35.68	32.94	30.04	30.26	68.62	60.30	11.40%	2.84%
	均价(元/吨, 不含税)	7846.21	7477.25	6864.26	5389.70	5693.32	7169.83	5538.21	14.31%	4.93%
DTY	销量(万吨)	34.49	38.96	37.05	41.77	33.27	76.01	75.04	-6.91%	-11.47%
	营收(亿元)	30.93	36.06	30.91	26.90	22.75	66.97	49.65	0.07%	-14.22%
	均价(元/吨, 不含税)	8969.74	9255.59	8341.84	6441.18	6837.99	8810.72	6616.47	7.53%	-3.09%
PTA	销量(万吨)		1.00	2.08	25.31	33.47	3.08	58.78		
	营收(亿元)		0.34	0.71	7.80	10.56	1.06	18.36		
	均价(元/吨, 不含税)		3429.19	3426.92	3082.73	3155.06	3427.66	3123.51		
营业收入(亿元)		298.52	289.45	301.86	244.90	213.43	591.31	458.33	-1.11%	3.13%
营业成本(亿元)		274.58	262.79	263.36	239.64	212.01	526.15	429.37	4.26%	4.49%
毛利润(亿元)		23.94	26.66	38.50	5.26	1.42	65.16	28.96	-37.81%	-10.21%
销售毛利率		8.02%	9.21%	12.75%	2.15%	0.67%	11.02%	6.32%	-4.73%	-1.19%
净利润(亿元)		23.11	32.11	41.42	18.39	10.16	73.52	28.56	-44.21%	-28.04%
销售净利率		7.74%	11.09%	13.72%	7.51%	4.76%	12.43%	6.23%	-5.98%	-3.35%

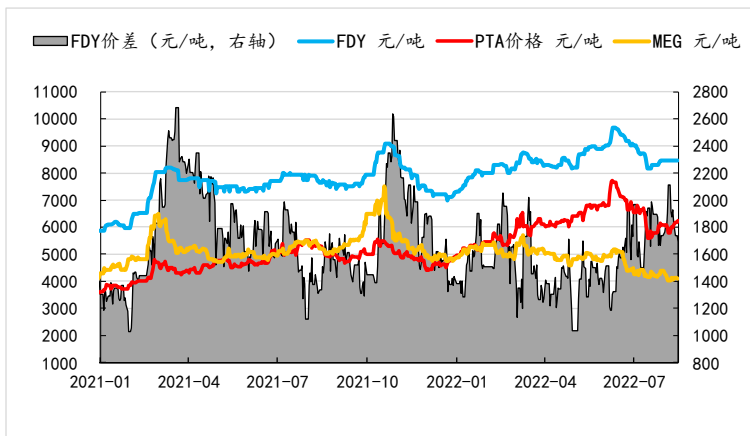
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：PTA-PX价格价差情况



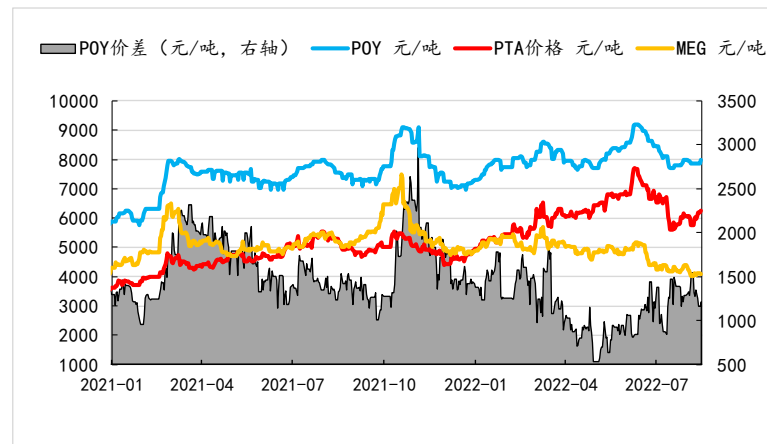
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：FDY-PTA/MEG价格价差情况



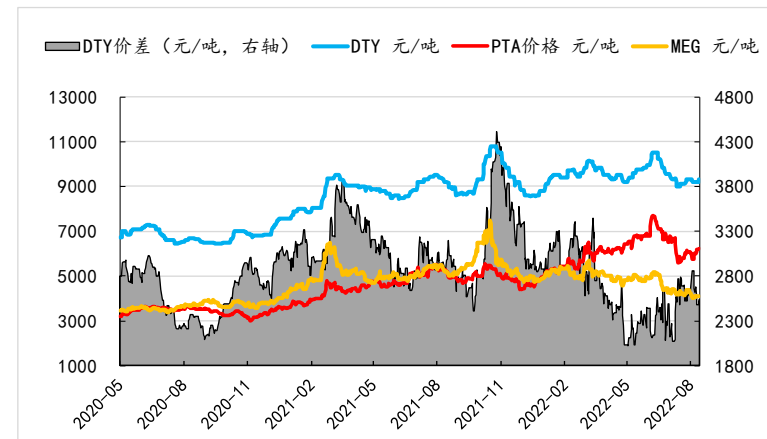
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：POY-PTA/MEG价格价差情况



资料来源：wind, 国海证券研究所

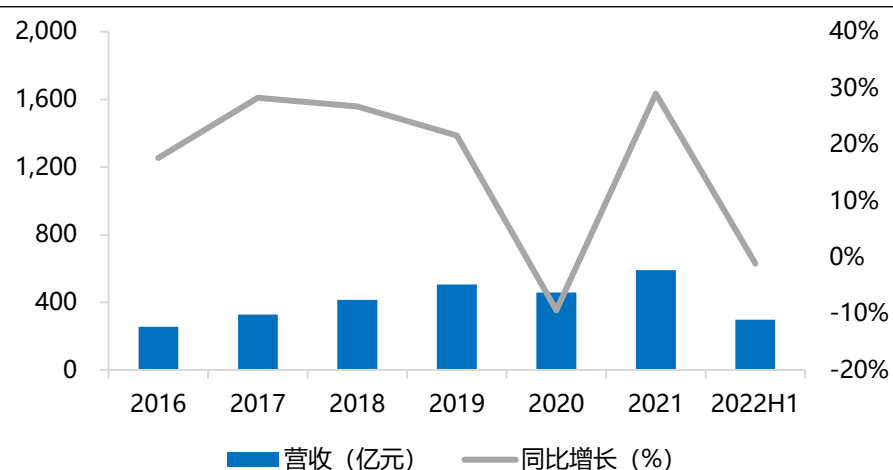
图表：DTY-PTA/MEG价格价差情况



资料来源：Bloomberg, Wind, 国海证券研究所

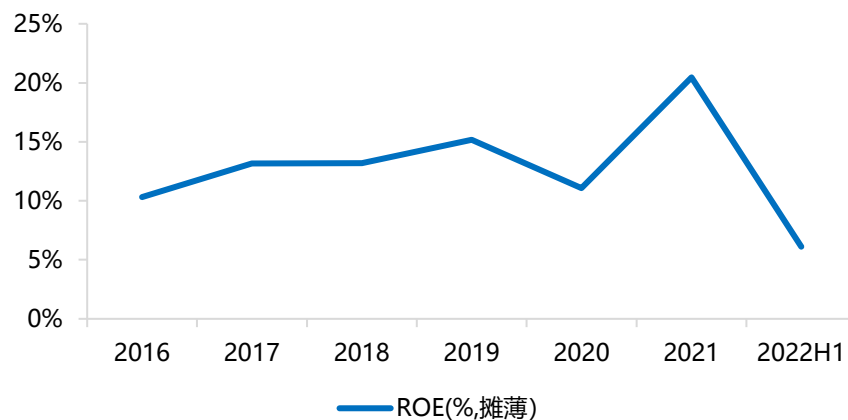
2022H1营收同比下降1.11%

图表：2022H1营收同比下降1.11%



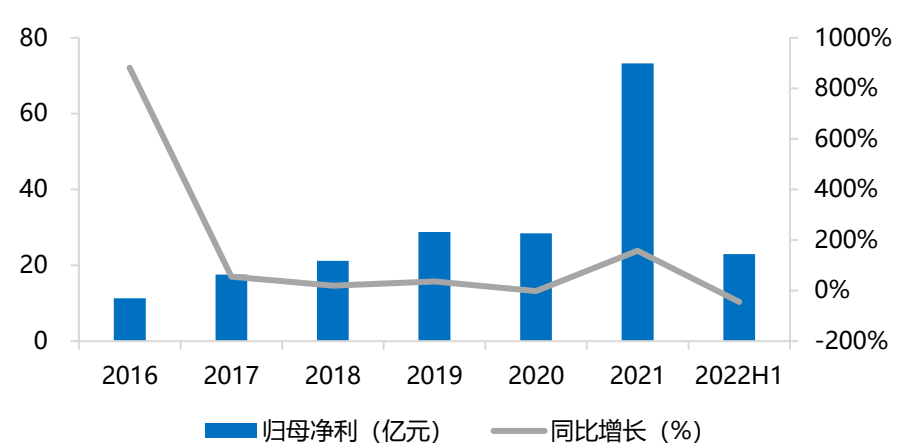
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1净资产收益率下降



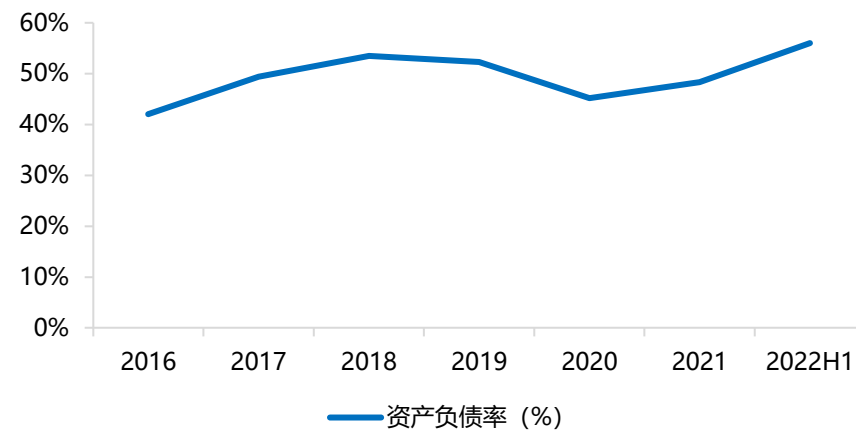
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1年归母净利润同比下滑



资料来源：wind，国海证券研究所

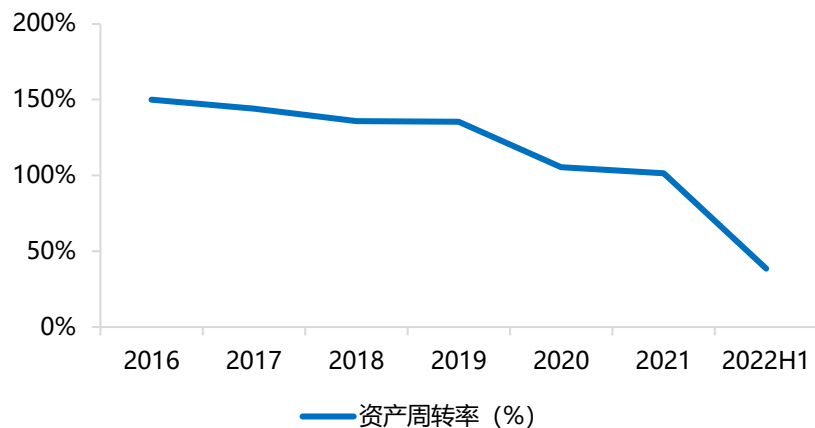
图表：2022H1年资产负债率提升



资料来源：wind，国海证券研究所

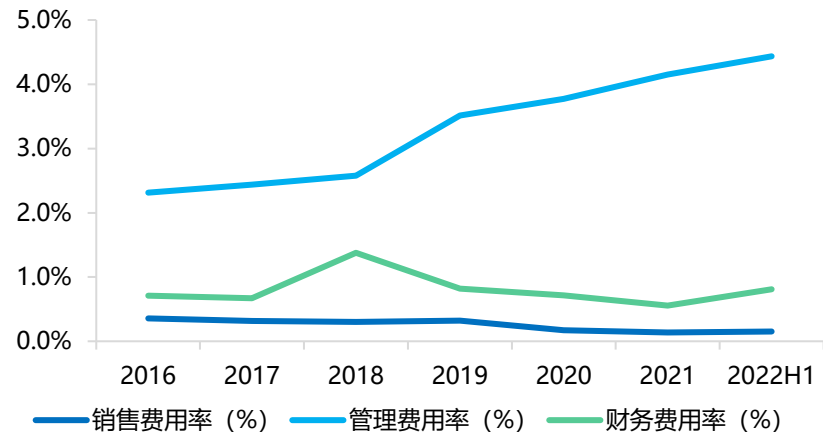
2022H1经营活动现金流同比减少2108.15%

图表：2022H1年资产周转率下降



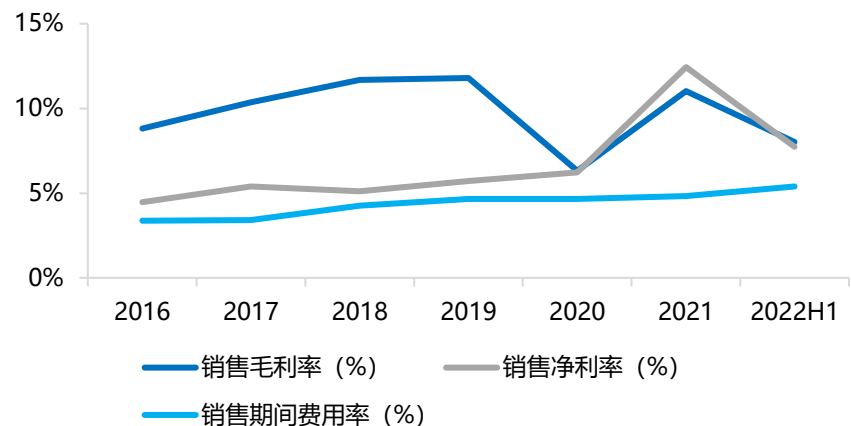
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1年三费费用率稳定



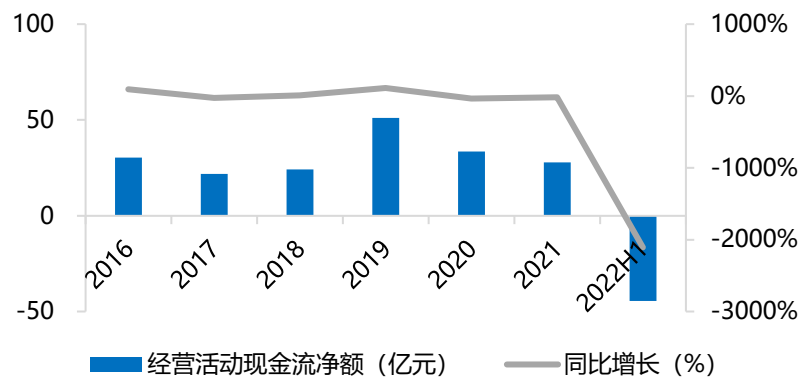
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1年毛利率下降



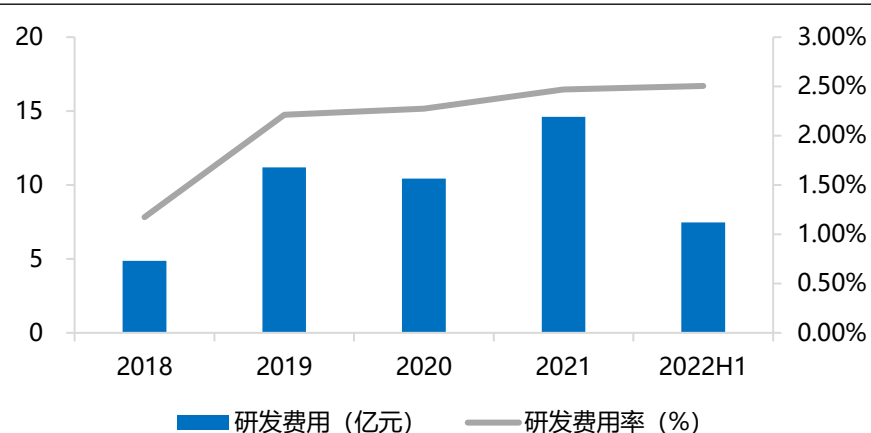
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1年经营活动现金流同比减少2108.15%



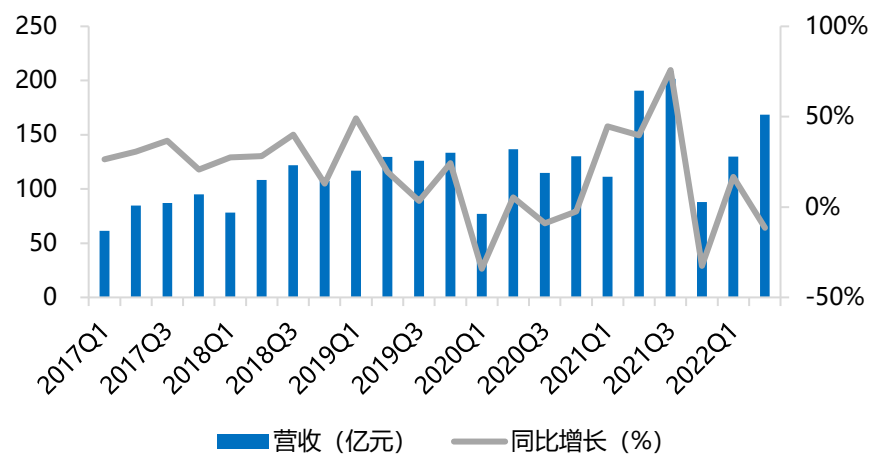
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1年研发费用率稳定



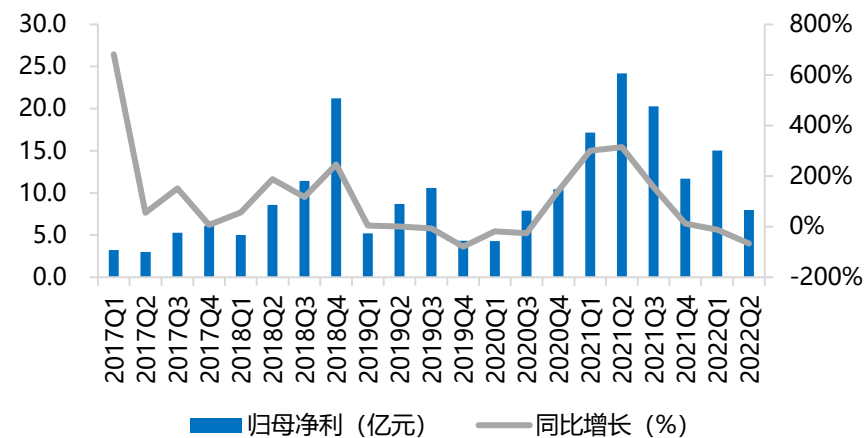
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同减11.52%



资料来源：wind, 国海证券研究所

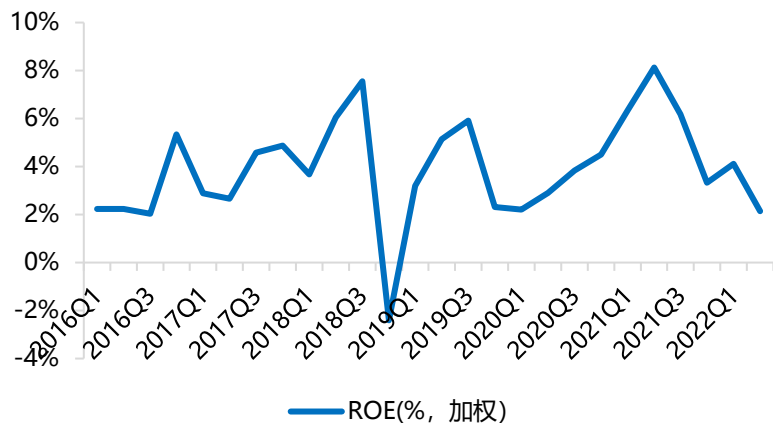
图表：2022Q2归母净利同减66.96%



资料来源：wind, 国海证券研究所

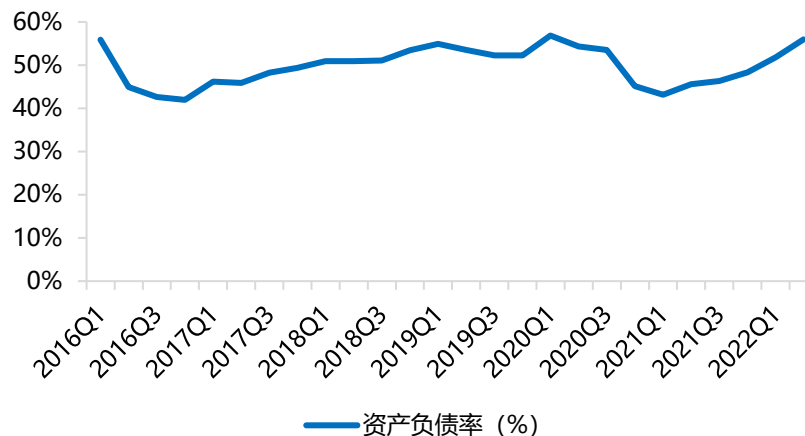
2022Q2资产周转率环比提升

图表：季度净资产收益率



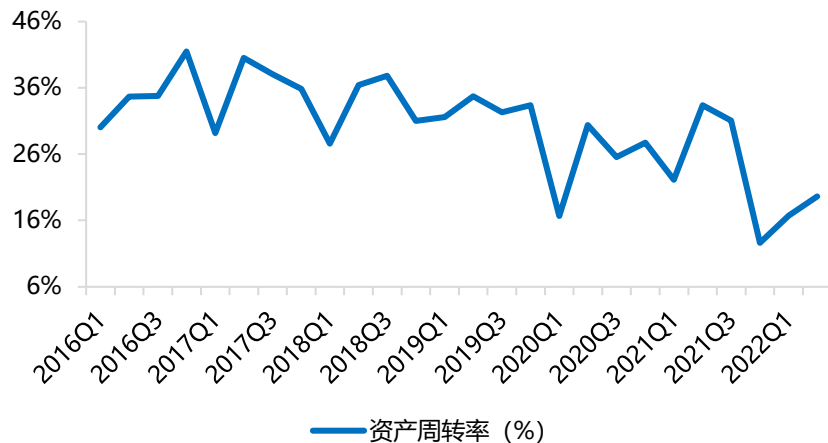
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



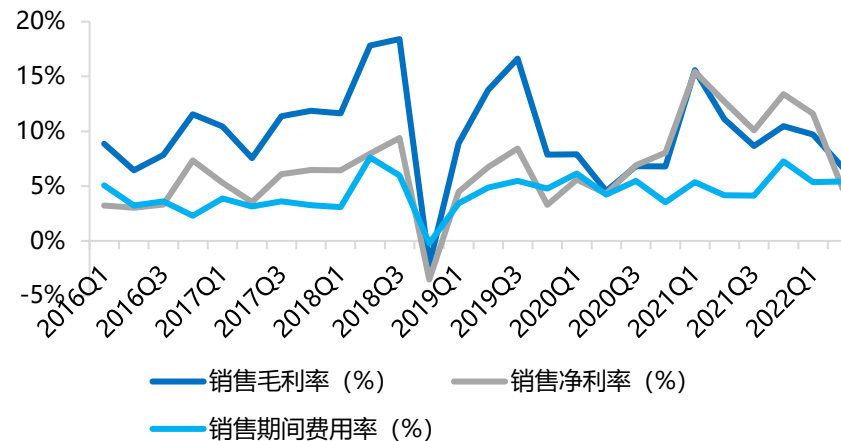
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



资料来源：wind, 国海证券研究所

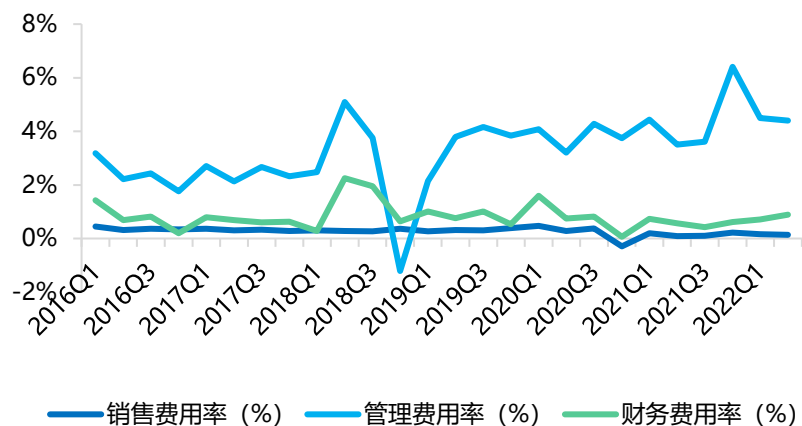
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

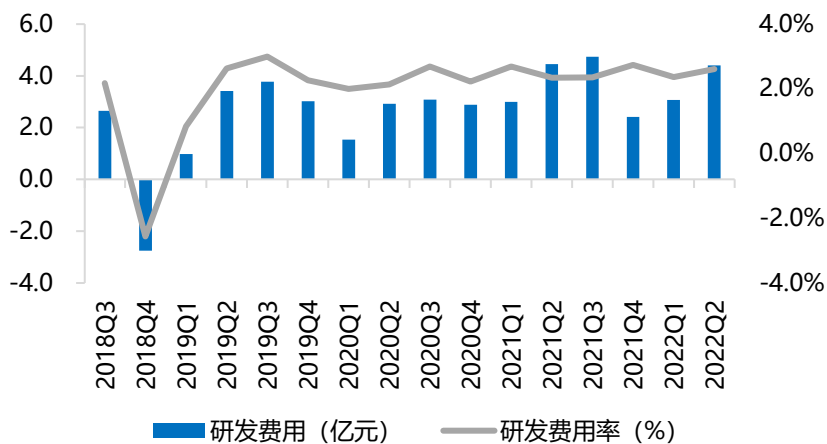
2022Q2研发费用增加

图表：季度期间费用率



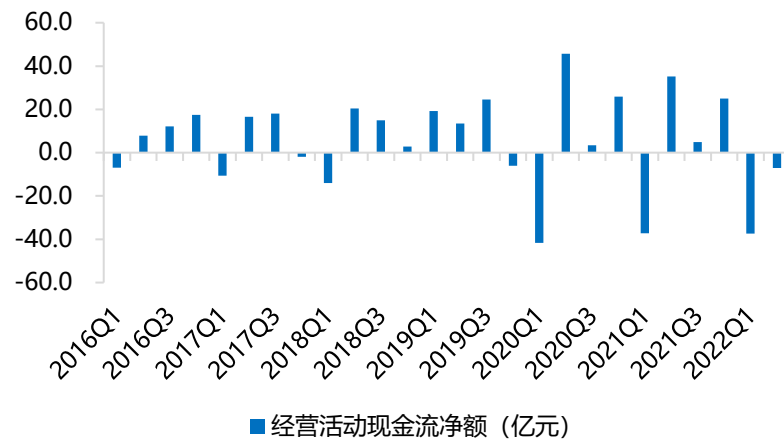
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind，国海证券研究所

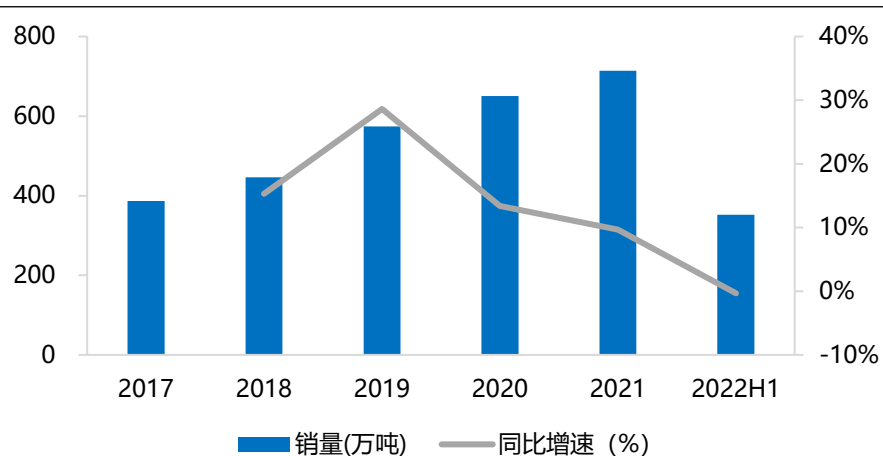
图表：季度经营活动现金流



资料来源：wind，国海证券研究所

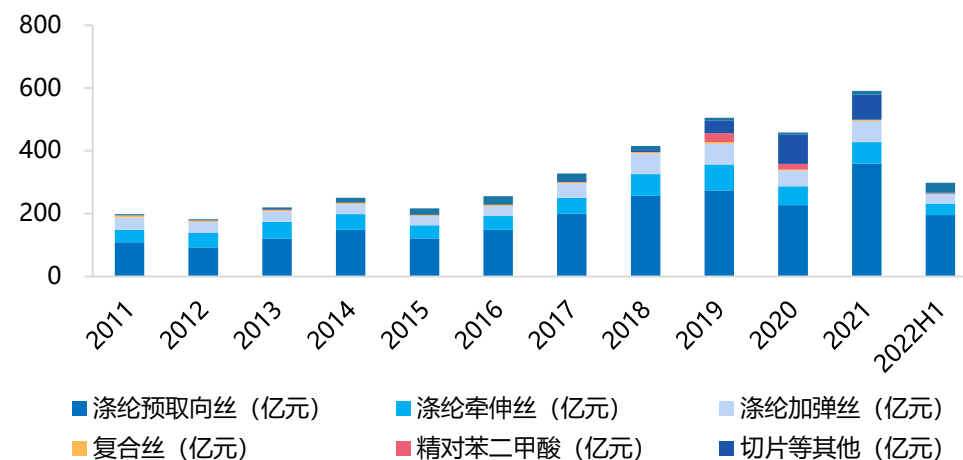
公司主要长丝产品销量下降

图表：公司主要长丝产品销量及同比增速情况



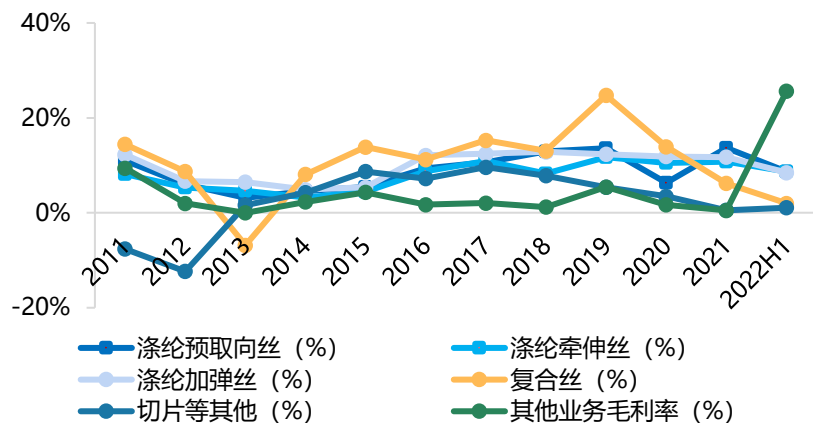
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品营收情况



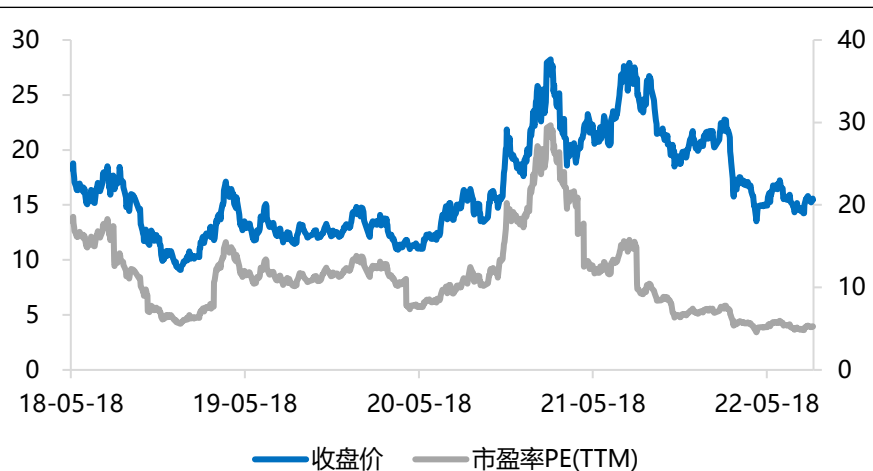
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率情况



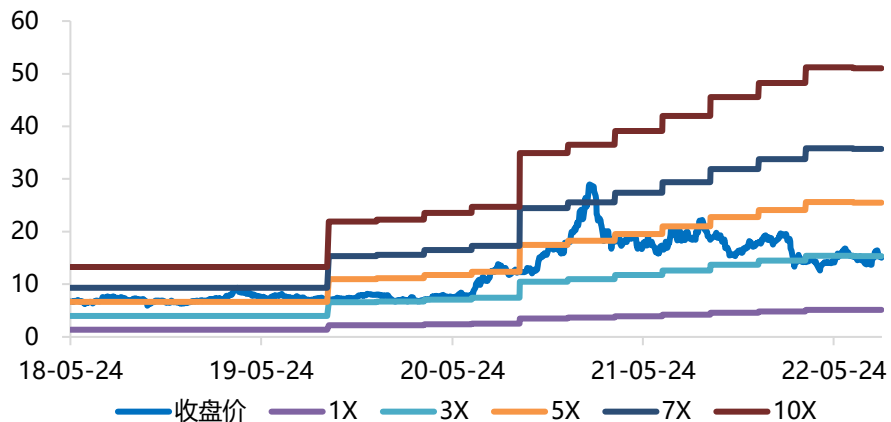
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



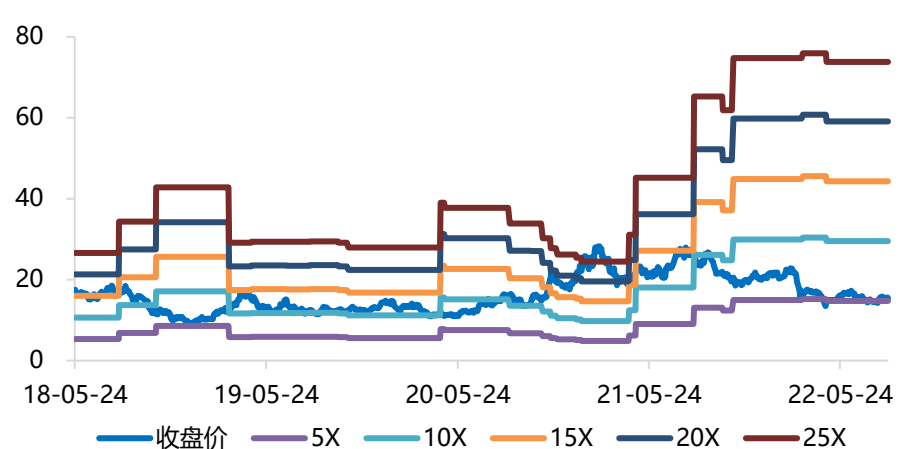
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

桐昆股份盈利预测表

证券代码: 601233		股价: 15.46				投资评级: 买入(维持)				日期: 20220823				
资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值					
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	11332	2508	2874	4621	营业收入	59131	80492	101104	118008	每股指标				
应收款项	364	269	614	391	营业成本	52615	73919	92085	106286	EPS	3.17	2.34	3.47	4.24
存货净额	5341	3206	9121	5244	营业税金及附加	147	186	230	278	BVPS	14.86	16.01	19.48	23.72
其他流动资产	1704	1936	2286	2567	销售费用	80	169	175	204	估值				
流动资产合计	18741	7918	14895	12822	管理费用	995	1206	1581	1866	P/E	6.7	6.6	4.5	3.6
固定资产	18665	26842	29052	31616	财务费用	327	0	0	0	P/B	1.4	1.0	0.8	0.7
在建工程	9088	11460	14708	18842	其他费用/(-收入)	1460	1865	2379	2808	P/S	0.9	0.5	0.4	0.3
无形资产及其他	6071	6759	7165	7669	营业利润	7995	6660	9877	12075	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	17129	22839	28175	33348	营业外净收支	-18	0	0	0	盈利能力				
资产总计	69695	75818	93996	104297	利润总额	7977	6660	9877	12075	ROE	20%	15%	18%	18%
短期借款	12776	15040	17304	20527	所得税费用	625	999	1482	1811	毛利率	11%	8%	9%	10%
应付款项	8566	9293	16065	12413	净利润	7352	5661	8395	10264	期间费率	2%	2%	2%	2%
预收帐款	1	134	58	89	少数股东损益	20	19	27	32	销售净利率	12%	7%	8%	9%
其他流动负债	5479	5704	6526	6963	归属于母公司净利润	7332	5642	8368	10232	成长能力				
流动负债合计	26822	30172	39953	39991	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	29%	36%	26%	17%
长期借款及应付债券	6376	6376	6376	6376	经营活动现金流	2794	8067	7601	9210	利润增长率	158%	-23%	48%	22%
其他长期负债	492	492	492	492	净利润	7332	5642	8368	10232	营运能力				
长期负债合计	6868	6868	6868	6868	少数股东权益	20	19	27	32	总资产周转率	0.85	1.06	1.08	1.13
负债合计	33690	37039	46821	46859	折旧摊销	2393	2698	3352	3618	应收账款周转率	162.53	299.71	164.53	302.15
股本	2411	2287	2287	2287	公允价值变动	20	0	0	0	存货周转率	11.07	25.11	11.08	22.51
股东权益	36005	38779	47174	57438	营运资金变动	-3249	3084	907	636	偿债能力				
负债和股东权益总计	69695	75818	93996	104297	投资活动现金流	-10521	-16269	-9499	-10685	资产负债率	48%	49%	50%	45%
					资本支出	-10046	-13914	-9203	-10811	流动比	0.70	0.26	0.37	0.32
					长期投资	-36	-5732	-5352	-5185	速动比	0.45	0.11	0.11	0.15
					其他	-440	3377	5055	5310					
					筹资活动现金流	10541	-623	2264	3222					
					债务融资	10916	2264	2264	3222					
					权益融资	2032	-2102	0	0					
					其它	-2407	-785	0	0					
					现金净增加额	2812	-8824	366	1747					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597