

公司点评

桐昆股份(601233.SH)

石油石化 | 炼化及贸易

行业需求低迷拖累短期业绩，看好公司长期发展

2022年05月09日

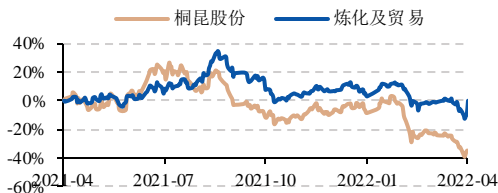
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	14.75
52周价格区间(元)	13.79-28.51
总市值(百万)	35564.01
流通市值(百万)	33741.08
总股本(万股)	241111.95
流通股(万股)	228753.10

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
桐昆股份	-15.67	-28.68	-32.68
炼化及贸易	-6.88	-11.99	-8.15

周策

执业证书编号:S0530519020001
zhouce67@hncasing.com

分析师

相关报告

- 1、《桐昆股份(601233.SH)公司点评:业绩略超预期,盈利稳定性强》2021-11-08
- 2、《桐昆股份(601233)2019年年报点评:疫情压制短期业绩,公司长期发展可期》2020-04-23
- 3、《桐昆股份(601233.SH)3季度报点评:3季度业绩符合预期,产业链布局稳健推进》2019-10-31

预测指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	45,832.69	59,130.95	65,001.74	74,688.53	82,115.08
净利润(百万元)	2,846.53	7,332.20	6,580.96	8,273.08	9,777.03
每股收益(元)	1.18	3.04	2.73	3.43	4.05
每股净资产(元)	10.58	14.86	17.36	20.50	24.21
P/E	12.87	5.00	5.57	4.43	3.75
P/B	1.44	1.02	0.87	0.74	0.63

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 公司发布2021年年度以及2022年1季度报告,2021年实现营业收入591.31亿元,同比上升29.01%;归属于上市公司股东的净利润73.32亿元,同比增长158.44%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润72.91亿元,同比增长163.53%。2022年1季度实现营业收入129.94亿元,同比增长16.72%;归属于上市公司股东的净利润15.03亿元,同比下降12.45%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润14.866亿元,同比下降14.21%。
- 2021年公司业绩的大幅增长一方面是上半年石化行业需求景气,涤纶业务以及公司投资的炼化项目在上半年实现了41.33亿元净利润。进入2021年下半年,由于各地限工限产、疫情反复等因素,下游需求逐渐疲软,石化品价差收窄,挤压了公司产品利润水平。2021年3季度参股公司浙江石化的炼化二期正式达产,为公司带来了新的业绩增长点。进入2022年,国际原油价格在地缘政治事件的推动下,从77美元上涨至最高137美元,油价的暴涨对石化行业产生了重大冲击,叠加下游需求受疫情反复以及出口不畅的影响,化纤价格难以传导原材料成本。以涤纶POY(150D/48F)为例,1季度价格涨幅仅8.5%(7330元/吨-7950元/吨),价格涨幅难以覆盖成本上涨,行业陷入减产保价的地步。我们认为公司2季度仍将面临库存成本高企,下游需求难以快速恢复的情况。
- 公司多个项目推进顺利。恒翔项目在2021年9月份进入试生产,比计划提前1个月;嘉通项目克服诸多困难,在2021年12月实现首套聚酯装置开车投产,为公司打造全国性全产业链布局落好了江苏地区的关键一子。恒超一期全面达产、二期开工建设:恒超一期于2021年7月完成纺丝最后一条线开车,达到装置满负荷状态,全面达产以来实现了生产稳定。虽然行业目前景气度低迷,但是公司保持了原有的扩产规划,为公司未来的长远发展打好基础。
- 盈利预测。我们调整对公司2022-2024年营业收入预测至650.01、746.88、821.15亿元,对应归属净利润分别为65.80、82.73、97.77亿元,对应EPS分别为2.73、3.43、4.05元。考虑公司长期产能规

划带来的业务成长性以及化纤行业平均估值水平，给予公司 2022 年 8-10 倍 PE 估值，维持公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**涤纶下游需求不及预期，合营企业盈利不及预期。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45,832.	59,130.	65,001.	74,688.	82,115.	营业收入	45,832.	59,130.	65,001.	74,688.	82,115.
减: 营业成本	42,937.	52,614.	58,490.	67,200.	73,878.	增长率(%)	-9.39	29.01	9.93	14.90	9.94
营业税金及附加	90.50	146.89	148.73	170.89	187.88	归属母公司股东净利润	2,846.5	7,332.2	6,580.9	8,273.0	9,777.0
营业费用	79.29	80.01	136.78	157.17	172.79	增长率(%)	-1.31	157.58	-10.25	25.71	18.18
管理费用	688.32	994.76	972.44	1,117.3	1,228.4	每股收益(EPS)	1.18	3.04	2.73	3.43	4.05
研发费用	1,041.9	1,459.7	1,506.4	1,730.9	1,903.0	每股股利(DPS)	0.12	0.00	0.23	0.29	0.34
财务费用	326.92	327.08	648.29	366.06	157.61	每股经营现金流	1.39	1.16	2.14	2.91	2.97
减值损失	6.95	-32.58	-9.45	-10.85	-11.93	销售毛利率	0.06	0.11	0.10	0.10	0.10
加: 投资收益	2,172.7	4,438.4	3,993.3	4,993.3	5,993.3	销售净利率	0.06	0.12	0.10	0.11	0.12
公允价值变动损益	50.15	-19.71	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.11	0.20	0.16	0.17	0.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.11	0.21	0.14	0.16	0.18
营业利润	2,969.4	7,995.0	7,170.9	9,016.5	10,656.	市盈率(P/E)	12.87	5.00	5.57	4.43	3.75
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	1.44	1.02	0.87	0.74	0.63
利润总额	3,002.9	7,976.9	7,177.8	9,023.4	10,663.	股息率(分红/股价)	0.01	0.00	0.02	0.02	0.02
减: 所得税	146.62	624.56	574.23	721.87	853.10	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,856.3	7,352.3	6,603.6	8,301.5	9,810.6	收益率					
减: 少数股东损益	9.82	20.18	22.64	28.46	33.64	毛利率	6.32%	11.02%	10.02%	10.03%	10.03%
归属母公司股东净利润	2,846.5	7,332.2	6,580.9	8,273.0	9,777.0	三费/销售收入	2.39%	2.37%	2.70%	2.20%	1.90%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EBIT/销售收入	7.27%	14.04%	12.04%	12.57%	13.18%
货币资金	6,725.8	11,332.	6,500.1	7,468.8	8,556.4	EBITDA/销售收入	11.78%	18.09%	14.59%	15.18%	15.55%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	6.23%	12.43%	10.16%	11.11%	11.95%
应收和预付款项	753.11	1,370.3	1,331.6	1,530.0	1,682.1	资产获利率					
其他应收款(合计)	37.97	53.65	50.60	58.14	63.92	ROE	11.09%	20.46%	15.72%	16.74%	16.75%
存货	2,864.9	5,340.8	4,467.4	5,132.7	5,642.7	ROA	6.06%	10.52%	9.95%	11.62%	12.68%
其他流动资产	193.44	643.98	487.19	559.80	615.46	ROIC	11.16%	21.42%	14.48%	16.37%	17.83%
长期股权投资	12,656.	17,129.	21,129.	26,129.	32,129.	资本结构					
金融资产投资	115.51	91.83	91.83	91.83	91.83	资产负债率	45.19%	48.34%	36.45%	30.25%	23.94%
投资性房地产	47.73	33.32	30.22	27.12	24.02	投资资本/总资产	76.45%	71.27%	79.69%	78.42%	77.72%
固定资产和在建工程	21,061.	27,793.	26,375.	24,670.	22,962.	带息债务/总负债	58.50%	56.93%	44.66%	29.08%	9.27%
无形资产和开发支出	1,597.9	1,989.5	1,790.6	1,591.6	1,392.7	流动比率	0.65	0.70	0.68	0.83	1.02
资产总计	46,988.	69,694.	66,169.	71,174.	77,075.	股利支付率	10.45%	0.00%	8.50%	8.50%	8.50%
短期借款	7,637.1	12,775.	5,961.2	3,035.7	0.00	收益留存率	89.55%	100.00	91.50%	91.50%	91.50%
交易性金融负债	4.40	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	7,429.6	9,989.4	10,260.	11,788.	12,959.	总资产周转率	0.98	0.85	0.98	1.05	1.07
长期借款	4,784.5	6,404.7	4,810.5	3,223.3	1,709.5	固定资产周转率	2.44	3.16	2.98	3.03	3.58
负债合计	21,233.	33,690.	24,120.	21,527.	18,448.	存货周转率	14.99	9.85	13.09	13.09	13.09
股本	2,196.9	2,411.1	2,411.1	2,411.1	2,411.1	估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	10,645.	13,731.	13,731.	13,731.	13,731.	EBIT	3,329.8	8,304.0	7,826.1	9,389.4	10,821.
留存收益	12,829.	19,693.	25,715.	33,284.	42,230.	EBITDA	5,397.8	10,697.	9,486.8	11,337.	12,771.
归属母公司股东权益	25,672.	35,836.	41,857.	49,427.	58,373.	NOPLAT	3,089.2	7,692.9	7,194.3	8,632.6	9,950.0
少数股东权益	82.24	168.59	191.24	219.70	253.34	净利润	2,846.5	7,332.2	6,580.9	8,273.0	9,777.0
股东权益合计	25,754.	36,004.	42,049.	49,647.	58,626.	EPS	1.18	3.04	2.73	3.43	4.05
负债和股东权益合计	46,988.	69,694.	66,169.	71,174.	77,075.	BPS	10.58	14.86	17.36	20.50	24.21
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE	12.87	5.00	5.57	4.43	3.75
经营性现金净流量	3,347.4	2,793.9	5,158.6	7,005.1	7,160.4	PEG	-9.80	0.03	-0.54	0.17	0.21
投资性现金净流量	-4,532.	-10,521	-374.45	-454.45	-534.45	PB	1.44	1.02	0.87	0.74	0.63
筹资性现金净流量	2,704.2	10,540.	-9,616.	-5,582.	-5,538.	PS	0.80	0.62	0.56	0.49	0.45
现金流量净额	1,518.0	2,812.0	-4,832.	968.68	1,087.6	PCF	10.94	13.11	7.10	5.23	5.11

资料来源: iFind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438