

证券研究报告

公司研究

点评报告

桐昆股份(601233.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: chenshuxian@cindasc.com

相关研究

《浙石化业绩持续释放, Q2 长丝龙头产销放量!》2020. 8. 30
《底部业绩环比修复, 浙石化收益持续增长!》2020. 11. 1
《“桐昆转债”提前赎回, 长丝龙头破茧重生!》2020. 11. 12
《桐 20 转债强制赎回, 织布染整纵深推进!》2020. 12. 3
《定增扩建配套项目, 强化聚酯内核竞争力》2021. 01. 11
《浙石化贡献业绩, 深耕聚酯“再造新桐昆”》2021. 04. 17
《长丝景气度上行, 龙头毛利率显著提升》2021. 04. 28
《顺周期景气回升, 聚酯龙头业绩爆发》2021. 7. 16
《景气度复苏业绩高增, 浙石化持续贡献收益》2021. 8. 18
《浙石化贡献高收益, 低估值长丝龙头显优势》2021. 11. 03

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩承压不挡扩产势头, 浙石化二期释放收益

2022年5月12日

事件一: 2022年4月28日, 桐昆股份发布2021年年度报告, 2021年, 公司实现营业收入591.31亿元, 同比增加29.01%; 归母净利润为73.32亿元, 同比增加158.44%; 实现基本每股收益3.17元, 同比增长108.55%。

事件二: 2022年4月28日, 桐昆股份发布2022年一季度报告, 2022年第一季度, 公司实现营业收入129.94亿元, 同比增加16.72%; 归母净利润为15.03亿元, 同比下降12.45%; 实现扣非后归属母公司股东净利润14.87亿元, 同比下降14.21%; 实现基本每股收益0.62元, 同比下降18.42%。

点评:

- **长丝价格上涨, 市场需求增加, 21年业绩显著增长。** 2021年, 公司完成对江苏海欣50万吨聚酯纺丝产能的收购, 长丝产能显著提升, POY、FDY和DTY年销售量分别为542.42、95.71和76.01万吨, 合计销售涤纶长丝714.14万吨, 同比增长9.7%, 全年产销率为97.33%。受益于原油价格高位推动长丝价格上涨, 2021年公司POY、FDY和DTY售价(不含税)分别为6629.36元/吨、7169.75元/吨和8810.64元/吨, 同比增加36.28%、29.47%和33.15%; 需求端受益于全球经济从疫情中持续复苏, 石化产品价格持续上涨, 产品价差扩大。涤纶长丝POY、FDY、DTY的市场年均加工价差分别为1374、1526、2759元/吨, 同比上涨29%、10%和13%。长丝量价齐升推动公司业绩显著增长。
- **成本显著上涨, 价差收窄, 22Q1利润承压。** 2022年第一季度, 受原材料价格上涨影响, 公司营业成本同比上涨24.82%, 归母净利润同比下降12.45%, 公司盈利空间承压。POY、FDY、DTY第一季度平均价差分别为1110、1379、2476元/吨, 同比下降19.89%、7.91%、13.9%, 环比下降22.51%、13.22%、15.67%。
- **浙石化二期全面投产, 业绩有望更上一层楼。** 公司参股20%股权的浙石化项目为公司在2021年报告期内的盈利贡献了44.6亿元的投资收益, 并构成了报告期内公司利润来源的重要部分。2021年10月25日商务部下达关于浙石化二期项目获1200万吨原油非国营贸易进口允许量的通知。原油配额的下发保障了目前浙石化“4000万吨/年炼化一体化项目”项目原料的充分供给, 助力一期稳定运行与二期项目的全面投产。2022年1月12日, 公司参股浙江石油化工有限公司4000万吨/年炼化一体化项目(二期), 炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车, 打通全流程。项目二期投产后, 浙石化新增2000万吨/年炼油能力、660万吨/年芳烃和140万吨/年乙烯生产能力, 由于浙石化二期项目产能规划包含EVA/LDEP等附加值相对更高的产品, 盈利水平和抗风险能力有望进一步增强。浙石化炼化一体化二期项目全部投产

将助力公司投资收益再上台阶。

- **聚酯产能持续扩张，强化公司龙头优势。**公司现有 PTA 产能 420 万吨/年、聚合产能约为 810 万吨/年、涤纶长丝产能 860 万吨/年。公司已连续十多年在国内及国际市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率为 20%，全球占比超过 13%。2021 年 12 月 22 日，嘉通能源项目首套聚酯装置进入开车试生产阶段，新增聚酯产能 30 万吨/年，该项目后续产能预计将以每季度一套 30 万吨聚酯装置的进度开启，并配套长丝产能释放；PTA 首套装置预计在 2022 年 10 月投产，二套装置预计在 2023 年 1 季度投产。此外，公司在建产能包括 1) 恒超二期 60 万吨/年轻量舒感功能性差别化纤维项目正在推进建设，预计在 2022Q4 投产；2) 江苏沐阳 240 万吨/年长丝（短纤）项目，2022 年 4 月，项目织造一车间正式投产，成功打通了“一滴油”到“一匹布”的产业链；3) 公司与福建古雷石化和福建漳州古雷港经开区管委会共同建设的 200 万吨/年聚酯纤维项目。待上述项目完成投产，公司 PTA 和聚酯产能或将达千万级，产能扩张将进一步扩大公司成长空间。
- **实施股票回购，维稳公司市值。**2022 年 3 月，公司公告拟以集中竞价交易方式回购股份，预计回购数量约 2000-4000 万股，约占公司总股本的 0.83-1.66%，其中，20%计划用于后期实施员工持股计划或股权激励计划，80%用于可转债转股。截至 2022 年 4 月 30 日，公司已累计回购股票 2445 万股，占公司总股本的 1.01%，回购最高价为 18 元/股，最低价为 14.49 元/股，总金额 4.18 亿元。此次股票回购一方面可调动员工积极性、降低委托代理成本，另一方面可提高市场信心、维护公司市值稳定。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 82.20、93.99 和 99.67 亿元，归母净利润增速分别为 12.1%、14.3 % 和 6.0%，EPS（摊薄）分别为 3.41、3.90 和 4.13 元/股，对应 2022 年 5 月 12 日的收盘价，PE 分别为 4.50、3.94 和 3.71 倍。我们看好公司在 PTA 和涤纶长丝领域的产能持续扩张和龙头地位提升，浙石化二期项目已全面投产，公司持续受益于合资的浙石化项目带来的高额投资收益，公司盈利能力持续加强，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；公司项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；新冠肺炎疫情反复导致终端需求恢复放缓的风险；浙江石化炼化一体化项目盈利不及预期的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	45,833	59,131	72,715	92,017	98,116
增长率 YoY %	-9.4%	29.0%	23.0%	26.5%	6.6%
归属母公司净利润 (百万元)	2,837	7,332	8,220	9,399	9,967
增长率 YoY%	-1.6%	158.4%	12.1%	14.3%	6.0%
毛利率%	6.3%	11.0%	9.5%	9.9%	10.2%
净资产收益率ROE%	11.0%	20.5%	18.9%	17.9%	16.1%
EPS(摊薄)(元)	1.52	3.17	3.41	3.90	4.13
市盈率 P/E(倍)	13.55	6.68	4.50	3.94	3.71
市净率 P/B(倍)	1.93	1.43	0.85	0.70	0.60

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年5月12日收盘价

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,576	18,741	28,021	37,040	45,707
货币资金	6,726	11,332	18,733	25,357	33,145
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	166	364	447	566	604
预付账款	313	578	723	910	968
存货	2,865	5,341	6,681	8,412	8,946
其他	506	1,126	1,437	1,794	2,044
非流动资产	36,487	50,954	60,896	71,742	81,626
长期股权投资	12,657	17,129	21,090	26,240	30,713
固定资产(合)	18,765	18,665	19,255	19,560	19,579
无形资产	1,655	1,990	2,381	2,773	3,165
其他	3,411	13,170	18,170	23,170	28,170
资产总计	47,063	69,695	88,917	108,782	127,333
流动负债	16,164	26,822	35,784	44,207	50,746
短期借款	7,637	12,776	17,776	22,776	27,776
应付票据	3,530	4,367	5,463	6,879	7,316
应付账款	2,995	4,198	5,252	6,613	7,033
其他	2,002	5,481	7,293	7,939	8,622
非流动负债	5,074	6,868	9,368	11,868	14,368
长期借款	3,608	6,376	8,876	11,376	13,876
其他	1,466	492	492	492	492
负债合计	21,238	33,690	45,152	56,075	65,113
少数股东权益	82	169	191	217	244
归属母公司股	25,743	35,836	43,574	52,490	61,975
负债和股东权益	47,063	69,695	88,917	108,782	127,333

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45,833	59,131	72,715	92,017	98,116
同比(%)	-9.4%	29.0%	23.0%	26.5%	6.6%
归属母公司净利润	2,837	7,332	8,220	9,399	9,967
同比(%)	-1.6%	158.4%	12.1%	14.3%	6.0%
毛利率(%)	6.3%	11.0%	9.5%	9.9%	10.2%
ROE%	11.0%	20.5%	18.9%	17.9%	16.1%
EPS(摊薄)(元)	1.52	3.17	3.41	3.90	4.13
P/E	13.55	6.68	4.50	3.94	3.71
P/B	1.93	1.43	0.85	0.70	0.60
EV/EBITDA	16.23	9.69	4.07	3.42	3.14

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45,833	59,131	72,715	92,017	98,116
营业成本	42,937	52,615	65,818	82,871	88,132
营业税金	93	147	181	229	244
销售费用	79	80	109	138	147
管理费用	692	995	1,223	1,548	1,651
研发费用	1,042	1,460	1,795	2,272	2,422
财务费用	327	327	746	971	1,201
减值损失	-3	-17	0	0	0
投资净收	2,173	4,438	5,626	6,311	6,627
其他	128	66	120	154	163
营业利润	2,960	7,995	8,589	10,454	11,110
营业外收	33	-18	7	8	7
利润总额	2,994	7,977	8,596	10,462	11,117
所得税	147	625	354	1,038	1,123
净利润	2,847	7,352	8,242	9,425	9,995
少数股东	10	20	23	26	27
归属母公	2,837	7,332	8,220	9,399	9,967
EBITDA	3,138	6,298	11,790	14,164	15,331
EPS(当年)(元)	1.52	3.17	3.41	3.90	4.13

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动	3,344	2,794	7,089	8,394	8,390
现金流	2,847	7,352	8,242	9,425	9,995
折旧摊销	2,069	2,393	2,471	2,756	3,041
财务费用	521	562	802	1,065	1,327
投资损失	-172	-2,173	-4,438	-5,626	-6,311
营运资金	263	-3,249	1,206	1,466	660
其它	-183	175	-6	-6	-6
投资活动	-4,579	-10,521	-6,781	-7,285	-6,293
资本支出	-3,936	-10,046	-8,446	-8,447	-8,447
长期投资	-3,720	-36	-3,961	-5,150	-4,473
其他	3,076	-440	5,626	6,311	6,627
筹资活动	2,751	10,541	7,092	5,515	5,690
吸收投资	49	2,032	0	0	0
借款	18,324	26,599	7,500	7,500	7,500
支付利息或股息	-847	-967	-1,285	-1,547	-1,810
现金流净增加额	1,516	2,812	7,400	6,624	7,788

研究团队简介

陈淑娴，女，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第9届Wind金牌分析师石化行业第一名，第9届Choice最佳分析师石化行业第二名，第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第8届Wind金牌分析师石化行业第四名，21世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告；2019年荣获第7届Wind金牌分析师石化行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。