

2022年08月24日

桐昆股份 (601233.SH)

浙石化贡献重要收益，待长丝修复

■事件：公司发布 2022 年半年报，报告期内公司实现营业收入 298.52 亿元，同比-1.11%；实现归母净利润 23.02 亿元，同比44.32%。其中，二季度公司实现营业收入 168.57 亿元，同比-11.52%，环比+29.37%；实现归母净利润 7.98 亿元，同比-66.96%，环比-46.89%。

■点评：据披露，结构上浙石化贡献投资收益 17.08 亿元，长丝贡献利润总额约 7.72 亿元，公司在浙石化 20% 的股权贡献主要业绩收益。长丝由于上游原料涨价导致成本抬升，同时下游在不可抗力影响下需求受损，两端压力共同作用下导致价差收缩。据 wind 数据，二季度行业 POY 装置平均亏损约 50 元/吨左右，FDY 亏损约 70 元/吨（公司主要生产 POY、FDY 及少量 DTY）。在此背景下公司充分发挥大产能规模优势以及精细化管理带来的成本优势，录得正向利润实属不易。未来随着行业景气低谷带来的高成本及小产能退出，行业整体有望带来供给端出清，结构逐渐向好，整体反转可期。

■上下游布局逆势扩产，产业链延伸至“一匹布”：公告称子公司嘉兴石化 2*250 万吨 PTA 分别有望在 2022 年下半年以及 2023 年上半年投产，届时原料 PTA 上或可形成自给自足，进一步降本。长丝端截止报告期末嘉通一期新增 90 万吨/年长丝产能，当前公司以 950 万吨/年纺丝产能位居行业第一。织造端公司沭阳项目部分纺织设备已投入生产，有望于 2023 年上半年形成 1 万台织造规模。据公告，未来公司洋口港项目仍有 120 万吨/年长丝产能有待释放；沭阳项目已完成报批并启动建设。远期公司仍有福建古雷、安徽佑顺以及中昆新材料项目。公司逆势扩张，体现较强行业信心和战略决心，行业盈利修复后有望为公司带来较大业绩弹性。

■浙石化扩展有望带来远期业绩增量：据荣盛石化公告，浙石化三大项目，分别为 140 万吨/年乙烯及下游化工装置、高端新材料以及高性能树脂项目。据公告总投资额约 1178 亿元，达效后有望带来业绩增厚 164 亿元。据披露，项目中包含 70 万吨/年 EVA、35 万吨/年 α -烯烃、40 万吨/年 POE、100 万吨/年醋酸、30 万吨/年己二酸、25 万吨/年己二腈、50 万吨/年尼龙 66 盐、66 万吨/年丙烯腈、3 万吨/年 NMP、20 万吨/年 DMC、18 万吨/年 PMMA、120 万吨/年 ABS 等装置。其中 EVA 采用巴塞尔管式装置，根据公司已投产 30 万吨/年 EVA 光伏料装置满产预计剩余 70 万吨产能理论上也可满产光伏级材料。浙石化三大项目投产达效后，有望为桐昆带来净利润增厚 32.8 亿元（根据 20% 股权计算投资收益）。

■投资建议：维持买入-A 投资评级，。考虑 2022 年不可抗力对需求造成的影响，调低公司 2022 年利润预期。我们预计公司 2022 年-2024

公司快报

证券研究报告

其他石化

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 17.46 元
股价 (2022-08-23) 15.46 元

交易数据

总市值 (百万元)	37,275.91
流通市值 (百万元)	35,365.23
总股本 (百万股)	2,411.12
流通股本 (百万股)	2,287.53
12 个月价格区间	13.79/27.31 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.41	-7.88	-30.93
绝对收益	4.6	-3.77	-36.71

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

相关报告

桐昆股份：业绩同比增，长丝宜放量/张汪强	2022-04-28
桐昆股份：主营+投资共同驱动，未来业绩空间显著/张汪强	2021-11-01
桐昆股份：主营业务景气叠加浙石化助力，业绩实现高增长/张汪强	2021-08-18
桐昆股份：Q2 表现亮眼，年内业绩有望环比递增/张汪强	2021-07-18

年的净利润分别为 63.03、96.10 和 112.35 亿元。。

■风险提示：项目建设不及预期，地缘政治风险带来原料价格抬升、安环生产风险、项目审批风险、不可抗力拖累需求等

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	45,832.7	59,131.0	71,104.9	87,540.6	104,806.4
净利润	2,846.5	7,332.2	6,303.4	9,609.5	11,235.1
每股收益(元)	1.18	3.04	2.61	3.99	4.66
每股净资产(元)	10.65	14.86	17.21	20.80	24.99

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	13.1	5.1	5.9	3.9	3.3
市净率(倍)	1.5	1.0	0.9	0.7	0.6
净利润率	6.2%	12.4%	8.9%	11.0%	10.7%
净资产收益率	11.1%	20.5%	15.2%	19.2%	18.6%
股息收益率	0.8%	2.1%	1.7%	2.6%	3.0%
ROIC	13.3%	25.3%	16.4%	25.1%	30.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	45,832.7	59,131.0	71,104.9	87,540.6	104,806.4	成长性					
减:营业成本	42,937.5	52,614.9	64,001.4	78,993.2	93,903.5	营业收入增长率	-9.4%	29.0%	20.2%	23.1%	19.7%
营业税费	90.5	146.9	199.2	211.9	269.2	营业利润增长率	-21.0%	169.2%	-10.4%	52.4%	16.9%
销售费用	79.3	80.0	139.0	147.0	174.2	净利润增长率	-1.3%	157.6%	-14.0%	52.4%	16.9%
管理费用	688.3	994.8	1,063.7	1,365.7	1,655.4	EBITDA 增长率	-10.2%	100.9%	5.5%	35.4%	16.3%
研发费用	1,041.9	1,459.7	1,912.0	2,168.4	2,667.2	EBIT 增长率	-21.2%	155.9%	-5.4%	44.4%	16.7%
财务费用	326.9	327.1	633.5	338.5	374.4	NOPLAT 增长率	-2.4%	144.6%	-10.4%	44.4%	16.7%
资产减值损失	-	16.8	-	-	-	投资资本增长率	28.5%	37.9%	-5.5%	-2.5%	2.3%
加:公允价值变动收益	50.1	-19.7	4.4	-	-	净资产增长率	35.0%	39.8%	15.7%	20.8%	20.1%
投资和汇兑收益	2,172.8	4,438.4	4,000.0	6,600.0	7,000.0	利润率					
营业利润	2,969.5	7,995.0	7,160.4	10,916.0	12,762.5	毛利率	6.3%	11.0%	10.0%	9.8%	10.4%
加:营业外净收支	33.5	-18.1	-	-	-	营业利润率	6.5%	13.5%	10.1%	12.5%	12.2%
利润总额	3,003.0	7,976.9	7,160.4	10,916.0	12,762.5	净利润率	6.2%	12.4%	8.9%	11.0%	10.7%
减:所得税	146.6	624.6	848.8	1,294.0	1,512.9	EBITDA/营业收入	11.5%	18.0%	15.8%	17.3%	16.8%
净利润	2,846.5	7,332.2	6,303.4	9,609.5	11,235.1	EBIT/营业收入	7.0%	13.9%	11.0%	12.9%	12.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	141	114	107	97	82
						流动营业资本周转天数	-32	-28	-26	-26	-24
						流动资产周转天数	92	89	68	58	84
						应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
						存货周转天数	22	25	24	23	24
						总资产周转天数	342	355	317	255	252
						投资资本周转天数	212	220	206	161	134
						投资回报率					
						ROE	11.1%	20.5%	15.2%	19.2%	18.6%
						ROA	6.1%	10.5%	11.4%	14.1%	14.3%
						ROIC	13.3%	25.3%	16.4%	25.1%	30.0%
						费用率					
						销售费用率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
						管理费用率	1.5%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%
						研发费用率	2.3%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%
						财务费用率	0.7%	0.6%	0.9%	0.4%	0.4%
						四费/营业收入	4.7%	4.8%	5.3%	4.6%	4.6%
						偿债能力					
						资产负债率	45.2%	48.3%	25.0%	26.2%	22.9%
						负债权益比	82.4%	93.6%	33.4%	35.5%	29.7%
						流动比率	0.65	0.70	0.60	1.15	1.63
						速动比率	0.48	0.50	0.30	0.73	1.26
						利息保障倍数	9.84	25.18	12.30	33.25	35.09
						分红指标					
						DPS(元)	0.12	0.33	0.26	0.40	0.47
						分红比率	10.4%	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
						股息收益率	0.8%	2.1%	1.7%	2.6%	3.0%
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.18	3.04	2.61	3.99	4.66
						BVPS(元)	10.65	14.86	17.21	20.80	24.99
						PE(X)	13.1	5.1	5.9	3.9	3.3
						PB(X)	1.5	1.0	0.9	0.7	0.6
						P/FCF	-8.0	8.0	-3.5	3.8	3.5
						P/S	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
						EV/EBITDA	9.4	5.4	3.2	1.7	0.9
						CAGR(%)	49.9%	15.2%	29.6%	49.9%	15.2%
						PEG	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
						ROIC/WACC	2.3	4.3	2.8	4.3	5.1
						REP	0.7	0.3	0.3	0.2	0.1
						现金流量表					
						净利润	2,856.3	7,352.4	6,303.4	9,609.5	11,235.1
						加:折旧和摊销	2,068.0	2,382.3	3,407.2	3,906.5	4,497.4
						资产减值准备	-7.0	32.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-50.1	19.7	4.4	-	-
						财务费用	521.1	561.5	633.5	338.5	374.4
						投资损失	-2,172.8	-4,438.4	-4,000.0	-6,600.0	-7,000.0
						少数股东损益	9.8	20.2	8.2	12.5	14.6
						营运资金的变动	385.0	-5,441.2	3,427.7	624.5	-186.7
						经营活动产生现金流量	3,347.5	2,793.9	9,784.4	7,891.4	8,934.7
						投资活动产生现金流量	-4,532.9	-10,521.4	1,795.7	2,507.1	1,403.5
						融资活动产生现金流量	2,704.3	10,540.9	-20,637.3	-2,085.0	-1,200.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034