

证券研究报告
化工行业
2022年04月28日



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

桐昆股份(601233)

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

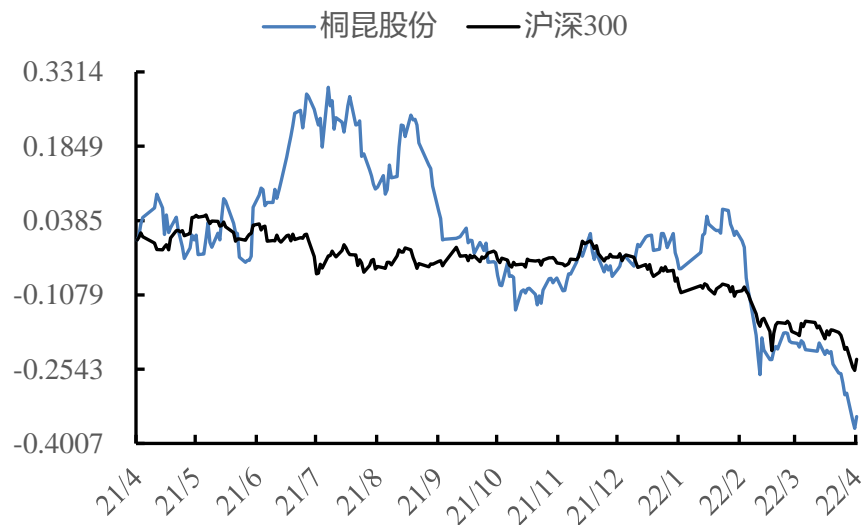
dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	-18.2%	-30.9%	-34.7%
沪深300	-6.7%	-15.7%	-23.5%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	59131	70401	90822	102629
增长率(%)	29	19	29	13
归母净利润 (百万元)	7332	8816	10131	11415
增长率(%)	158	20	15	13
摊薄每股收益 (元)	3.17	3.36	3.86	4.35
ROE(%)	20	20	18	17
P/E	6.68	4.26	3.71	3.29
P/B	1.43	0.84	0.68	0.57
P/S	0.86	0.53	0.41	0.37
EV/EBITDA	9.80	8.25	6.57	4.66

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——桐昆股份 (601233) 三季报点评: 浙石化二期获批原油配额, 看好四季度涤纶景气 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2021-10-30

聚酯产能稳步扩张，浙石化二期将带来新增量

事件：2022年4月27日，桐昆股份发布2021年年报：实现营业收入591.31亿元，同比上升29.01%；实现归母净利润73.32亿元，同比上升158.44%（调整后）；加权平均净资产收益率为23.85%，同比上升10.20个百分点（调整后）。销售毛利率11.02%，同比上升4.70个百分点；销售净利率12.43%，同比上升6.20个百分点。

其中，2021年Q4实现营收87.83亿元，同比-32.50%，环比-56.44%；实现归母净利润11.71亿元，同比+12.16%，环比-42.23%。销售毛利率10.46%，同比上升3.67个百分点，环比上升1.79个百分点；销售净利率13.39%，同比上升5.35个百分点，环比上升3.30个百分点。

同时，公司发布2022年一季报，实现营业收入129.94亿元，同比+16.72%，环比+47.94%；实现归母净利润15.03亿元，同比-12.45%，环比+28.37%。销售毛利率9.72%，同比下降5.86个百分点，环比下降0.74个百分点；销售净利率11.62%，同比下降3.82个百分点，环比下降1.77个百分点。

点评：

涤纶长丝量价齐升，浙石化助推业绩新高

2021年公司营收和归母净利润均站上历史新高，其中实现营收591.31亿元，同比上升29.01%；实现归母净利润73.32亿元，同比上升158.44%（调整后）。公司业绩实现高速增长，一方面得益于公司主要产品涤纶长丝的量价齐升，其中POY销量达542.42万吨，同比+16.13%，均价达6629.32元/吨，同比+36.28%；FDY销量达95.71万吨，同比-12.10%，均价达7169.83元/吨，同比+29.46%；DTY销量达76.01万吨，同比+1.29%，均价达8810.72元/吨，同比+33.16%。同时，公司参股的浙石化项目全年各装置生产进展顺利，开工负荷稳步提升，经济效益显著。

分板块来看，2021年公司化纤业务实现营收579.23亿元，同比+33.64%，毛利率达11.24%，同比增加4.91个百分点；石化板块实现营收1.06亿元，同比-94.25%，毛利率为-1.63%，同比下滑9.31个百分点，石化板块营收大幅下滑，主要由于公司长丝产量提升，PTA自用需求增加，外售减少。

期间费用方面，2021年公司销售/管理/财务费用率分别0.14%/4.15%/0.55%，同比-0.03/+0.37/-0.16 pct。2021年，公司经营活动产生的现金流量净额达27.94亿元，同比减少16.46%，主要系主要系本期支付的职工薪酬及税费增加所致。

投资收益提升，Q1业绩环比增长

2022年Q1，公司实现营收129.94亿元，同比+16.72%，环比+47.94%。公司营收同环比均实现增长，一方面受益于长丝产能不断扩张，公司产销实现提升；另一方面受成本驱动，长丝价格呈增长趋势，其中2022Q1，POY市场均价达7918.0元/吨，同比+16.63%，环比+1.27%；FDY市场均价达8149.72元/吨，同比+16.76%，环比+2.78%。2022年Q1，公司实现归母净利润15.03亿元，同比-12.45%，环比+28.37%，盈利同比下滑主要受上游原料价格上涨，以及疫情背景下，下游开工不畅等因素影响，涤纶长丝短期承压，其中2022Q1，POY价差达1391.72元/吨，同比-10.83%，环比-20.79%；FDY价差达1563.44元/吨，同比-8.05%，环比-13.52%。价差收窄，也带动毛利率下滑，其中2022年Q1公司销售毛利率达9.72%，同比下滑5.86个百分点，环比下滑0.74个百分点。相较2021年Q4，公司涤纶长丝价差收窄，而投资收益实现环比提升，其中2022年Q1公司投资收益达10.75亿元，同比+19.82%。期间费用率方面，公司2022年Q1年销售/管理/财务费用率分别为0.17%/4.49%/0.71%，同比-0.03/+0.06/-0.02 pct，环比-0.06/-1.92/+0.09 pct；同时，2022年Q1公司经营活动产生现金流量净额达-37.33亿元，同比下滑-0.25%。

浙石化投资收益亮眼，看好二期持续贡献业绩增量

浙石化自2019年底投产以来，运行稳定，为公司持续贡献投资收益。2021年，化工行业景气提升，主要化工品需求旺盛，浙石化也展现出强盈利能力，全年实现营收1175.45亿元，同比增长81.11%；实现净利润222.96亿元，同比增长98.51%，其中桐昆股份持有20%股份，为公司带来44.6亿元的权益利润。同时，浙石化二期的建设工作也快速推进，2022年1月13日，浙石化二期炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车。与一期相比，浙石化二期精细化工产品产出更为丰富，附加值更高。随着二期的全面投产，将为桐昆股份业绩带来显著提升，助力公司业绩再上新台阶。

涤纶龙头地位稳固，新增产能持续扩张

公司是国内聚酯龙头，截至报告期末，公司拥有涤纶长丝产能860万吨/年、PTA产能420万吨/年，连续十多年来在国内及国际市场实现产销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率为20%，全球占比超过13%。公司聚酯产能扩张稳步推进，报告期内，公司通过在江苏泗阳设立的孙公司桐昆恒欣新材料，完成了对原“江苏海欣纤维”50万吨/年聚酯纺丝项目资产的收购；2021年12月，嘉通项目（洋口港聚酯一体化项目）第一套30万吨/年聚酯装置顺利开车，开始为公司贡献业绩增量。同时，公司在沭阳规划了年产240万吨长丝（短纤）项目，包括150万吨/年涤纶长丝和90万吨/年涤纶短纤产能，目前建设工作已全面展开，部分设备已开始安装，预计首套聚酯长丝装置将于今年三季度或四季度初投入试生产。同时，公司还将与福化古雷共同出资建设年产200万吨聚酯纤维项目。随着聚酯和PTA产能规模的持续扩大，公司一体化规模优势将得到进一步提升，综合竞争力持续增强。

研发投入持续加大，技术驱动力稳步增强

公司致力打造国际化研发团队，构筑高水平科技研发平台，近年研发投入持续增加，2021年公司研发费用达14.60亿元，同增40.10%；研发人员数量达1340人，占公司总人数比例达5.34%。报告期内，公司新材料研究院实验室建设和研发项目推进均有新突破，持续引进高端人才、整合技术资源，通过独立研发和外部合作引入项目两手抓，在功能性纤维开发、绿色催化剂研发、循环水处理、循环托盘以及各类新材料领域探索等方面为企业创造新的价值。同时，子公司恒隆公司成功荣获国家工信部专精特新“小巨人”称号，并被评为浙江省“隐形冠军”培育企业。随着研发实力的持续提升，公司在产品差异化、工艺技术优化等方面将持续突破，核心竞争力不断增强。

开展回购计划，彰显公司发展信心

基于对公司未来发展前景的信心和内在价值的认可，3月19日，公司发布公告，将以集中竞价交易方式进行股票回购。本次回购金额不低于人民币5亿元、不超过10亿元。截至2022年3月31日，公司以累计回购745.11万股，占公司总股本的0.309%，成交总额达1.32亿元。通过股票回购，将有效增强投资者的信心，促进公司长期健康发展。

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为88.16、101.31、114.15亿元，EPS为3.36、3.86、4.35元/股，对应PE为4.3、3.7、3.3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	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	59131	70401	90822	102629
增长率（%）	29	19	29	13
归母净利润（百万元）	7332	8816	10131	11415
增长率（%）	158	20	15	13
摊薄每股收益（元）	3.17	3.36	3.86	4.35
ROE（%）	20	20	18	17
P/E	6.68	4.26	3.71	3.29
P/B	1.43	0.84	0.68	0.57
P/S	0.86	0.53	0.41	0.37
EV/EBITDA	9.80	8.25	6.57	4.66

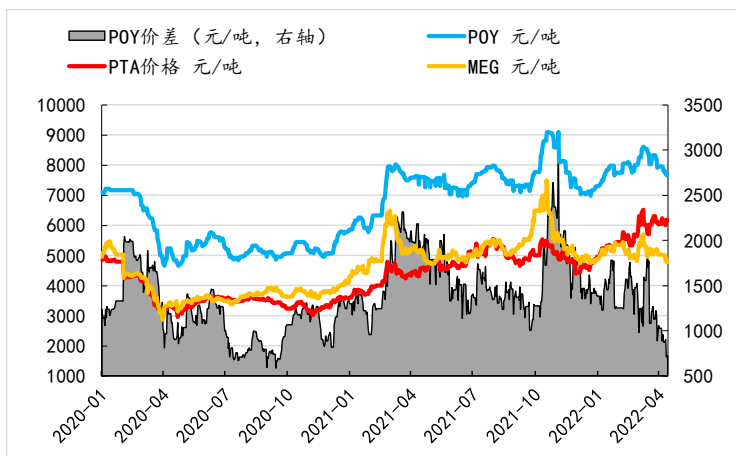
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：分产品经营数据

产品/项目		2022Q1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2019H2	2019H1	2021	2020	2019	2021H2同比	2021H2环比
POY	销量 (万吨)	126.97	273.92	268.50	251.61	215.46	195.93	191.39	542.42	467.07	387.32	8.87%	2.02%
	营收 (亿元)	88.11	188.98	170.61	118.50	108.71	132.57	140.93	359.59	227.21	273.50	59.48%	10.77%
	均价 (元/吨, 不含税)	6939.28	6899.08	6354.12	4709.49	5045.48	6766.27	7363.36	6629.32	4864.58	7061.34	46.49%	8.58%
FDY	销量 (万吨)	20.49	47.72	47.99	55.73	53.15	54.75	56.39	95.71	108.88	114.14	-14.37%	-0.56%
	营收 (亿元)	15.55	35.68	32.94	30.04	30.26	38.64	44.83	68.62	60.30	83.47	18.79%	8.32%
	均价 (元/吨, 不含税)	7587.24	7477.25	6864.14	5389.70	5693.32	7058.25	7949.18	7169.83	5538.21	7312.95	38.73%	8.93%
DTY	销量 (万吨)	17.07	38.96	37.05	41.77	33.27	38.22	37.36	76.01	75.04	75.58	-6.73%	5.16%
	营收 (亿元)	15.21	36.06	30.91	26.90	22.75	31.91	33.69	66.97	49.65	65.60	34.03%	16.66%
	均价 (元/吨, 不含税)	8910.13	9255.59	8342.91	6441.18	6837.99	8347.96	9017.53	8810.72	6616.47	8679.54	43.69%	10.94%
PTA	销量 (万吨)		1.00	2.08	25.31	33.47	34.42	23.38	3.08	58.78	57.80	-96.05%	-51.92%
	营收 (亿元)		0.34	0.71	7.80	10.56	15.56	12.85	1.06	18.36	28.41	-95.60%	-51.89%
	均价 (元/吨, 不含税)		3429.19	3426.92	3082.73	3155.06	4519.90	5497.22	3427.66	3123.51	4915.22	11.24%	0.07%
营业收入 (亿元)		129.94	289.45	301.86	244.90	213.43	259.49	246.33	591.31	458.33	505.82	18.19%	-4.11%
营业成本 (亿元)		117.31	248.07	278.08	239.64	212.01	241.98	228.90	526.15	429.37	446.10	3.52%	-10.79%
毛利润 (亿元)		12.64	41.38	23.78	5.26	1.42	17.51	17.44	65.16	28.96	59.72	686.67%	74.01%
销售毛利率		9.72%	14.30%	7.88%	2.15%	0.67%	6.75%	7.08%	11.02%	6.32%	11.81%	12.15%	6.42%
净利润 (亿元)		15.10	32.11	41.42	18.39	10.16	15.04	13.94	73.52	28.56	28.98	74.56%	-22.47%
销售净利率		11.62%	11.09%	13.72%	7.51%	4.76%	5.80%	5.66%	12.43%	6.23%	5.73%	3.58%	-2.63%

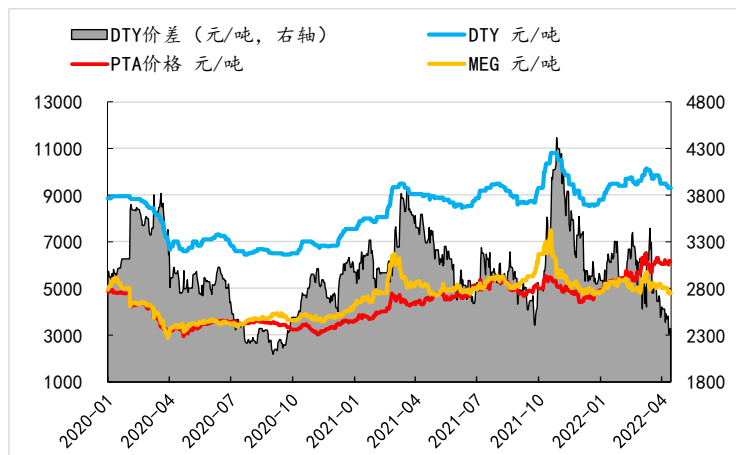
资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

图表：POY价格价差情况



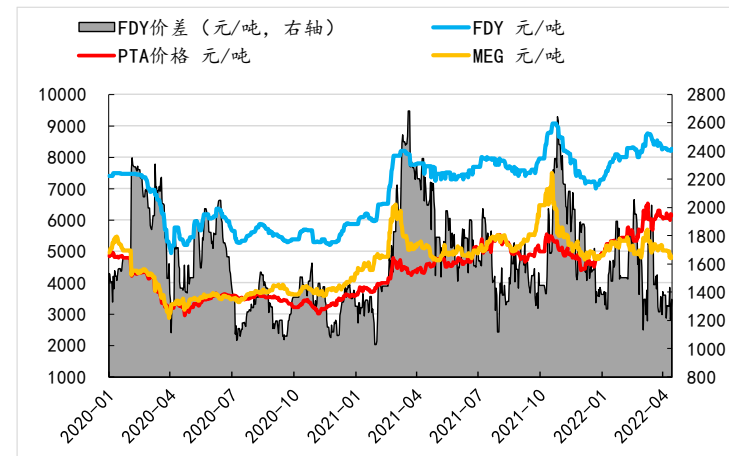
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：DTY价格价差情况



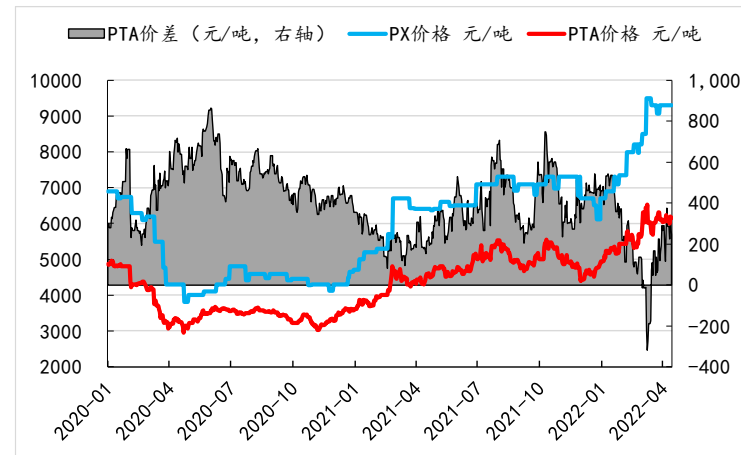
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：FDY价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

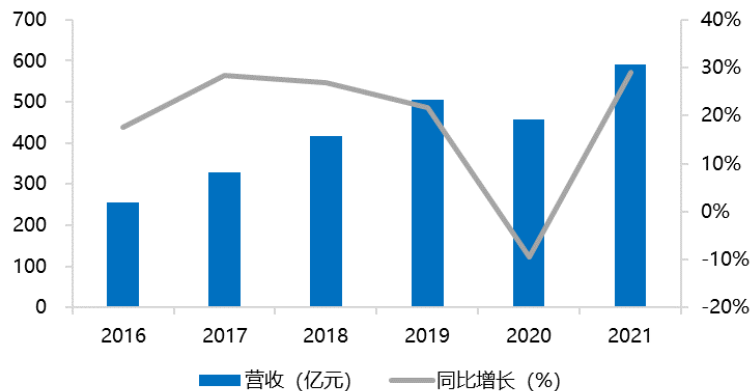
图表：PTA价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

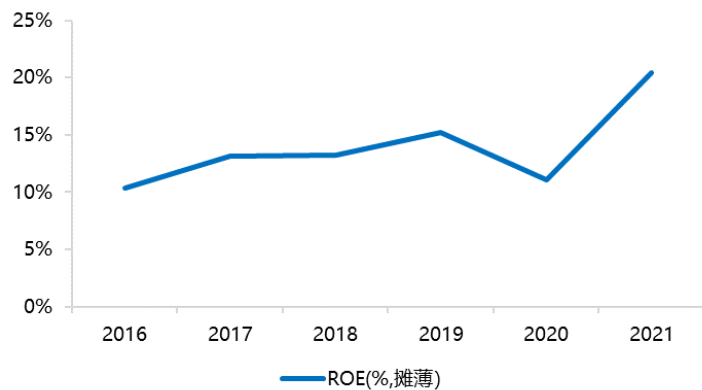
2021年归母净利大增

图表：2021年营收增长29.01%



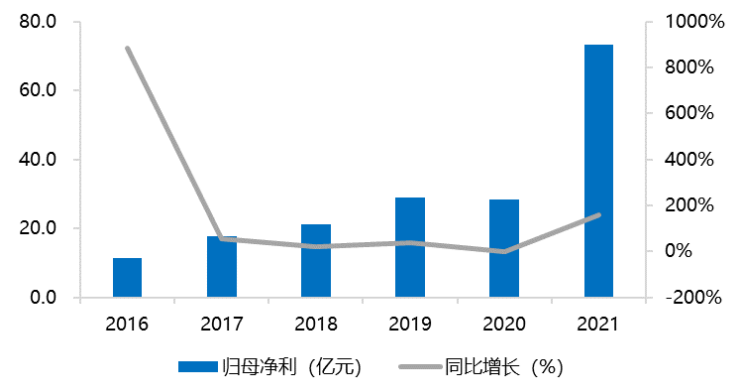
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年净资产收益率回升



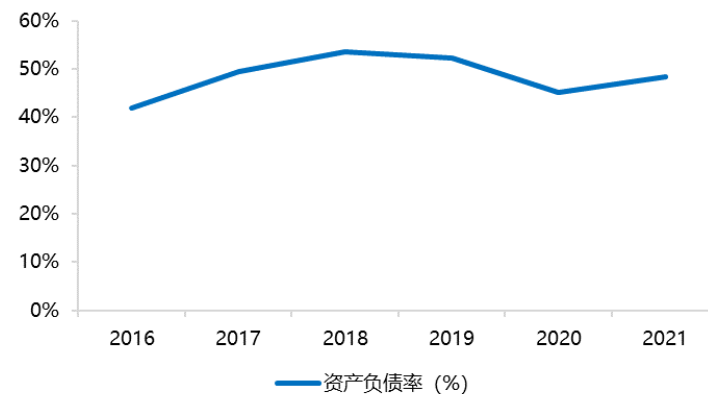
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年归母净利润大增



资料来源：wind, 国海证券研究所

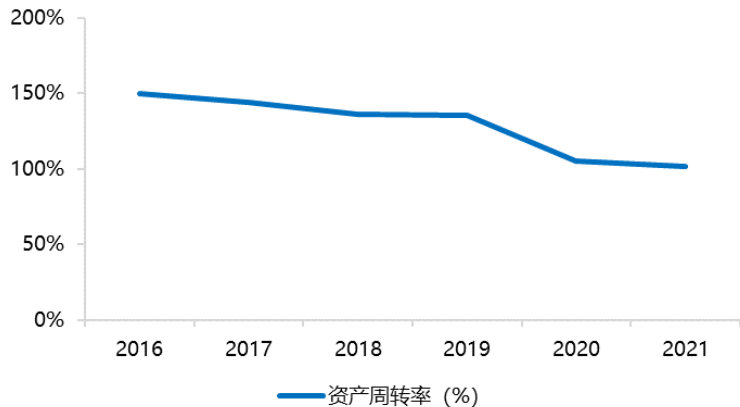
图表：2021年资产负债率略升



资料来源：wind, 国海证券研究所

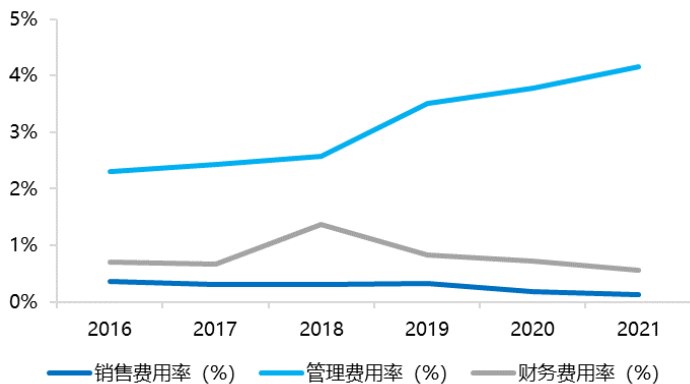
2021年毛利率、净利率实现较大增长

图表：2021年资产周转率略降至101.35%



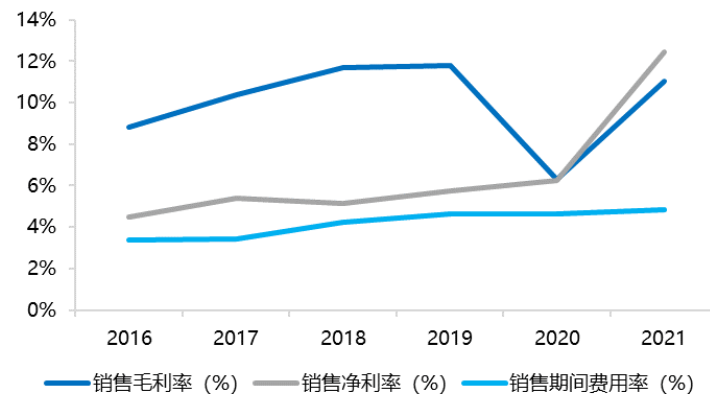
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年期间费用率下降



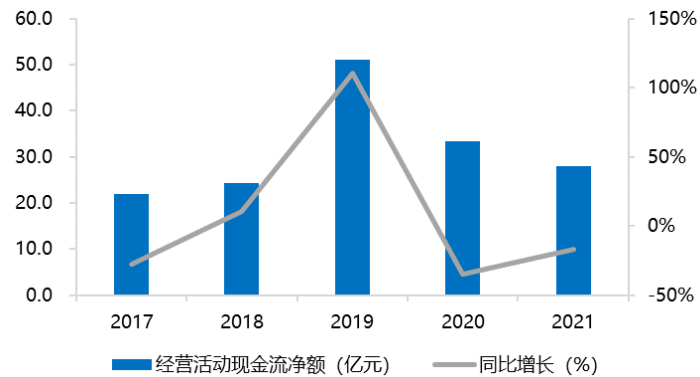
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年毛利率、净利率实现较大增长



资料来源：wind, 国海证券研究所

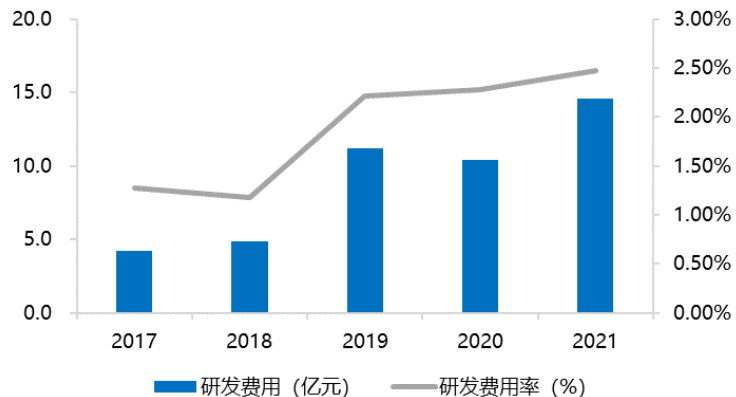
图表：2021年经营活动现金流略减



资料来源：wind, 国海证券研究所

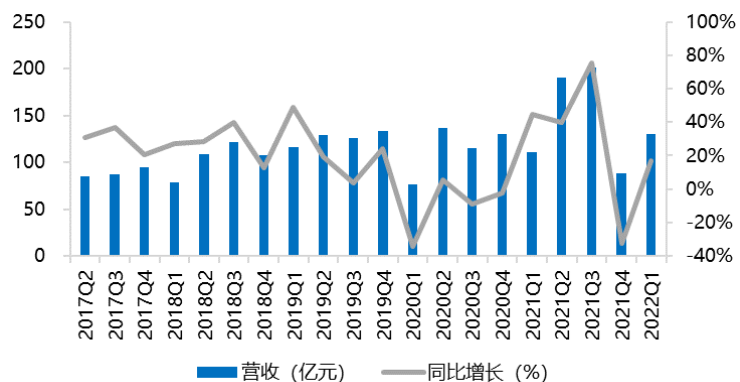
2022年Q1营收同增16.72%

图表：2021年研发费用达14.60亿元



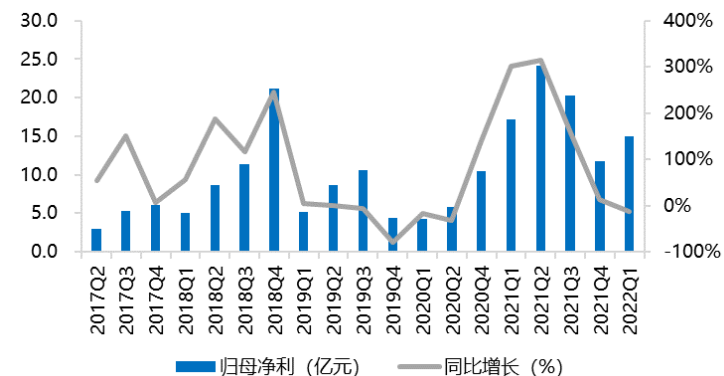
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q1营收同增16.72%



资料来源：wind, 国海证券研究所

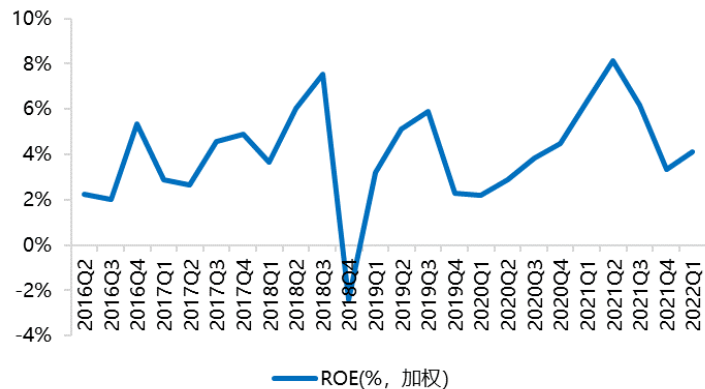
图表：2022Q1归母净利环增28.37%



资料来源：wind, 国海证券研究所

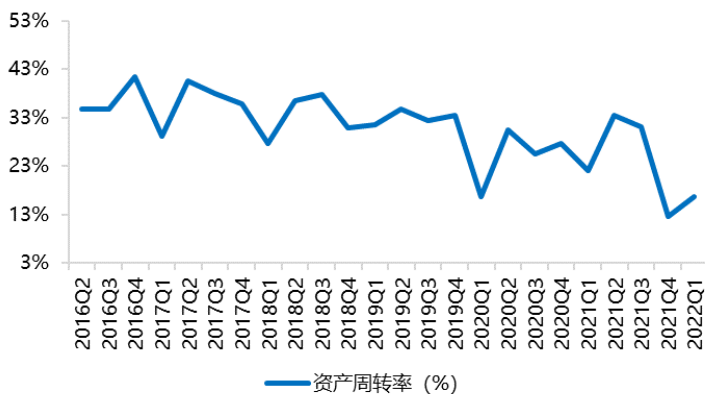
2022年Q1净资产收益率上升

图表：季度净资产收益率



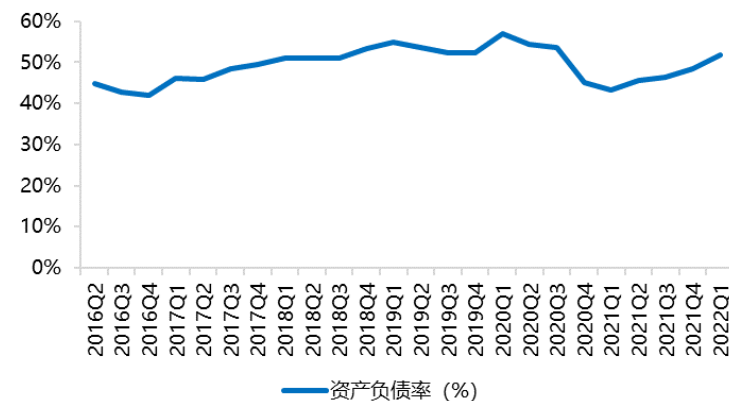
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



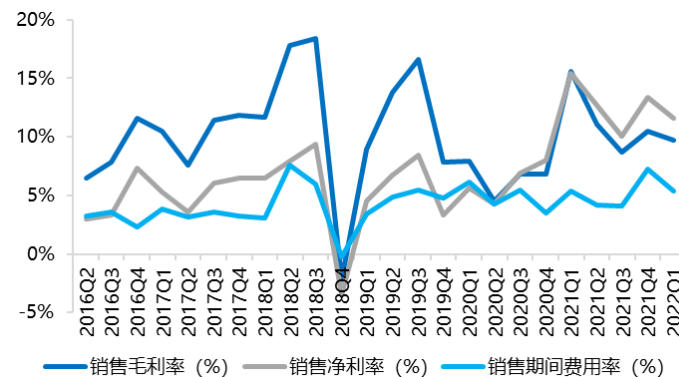
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

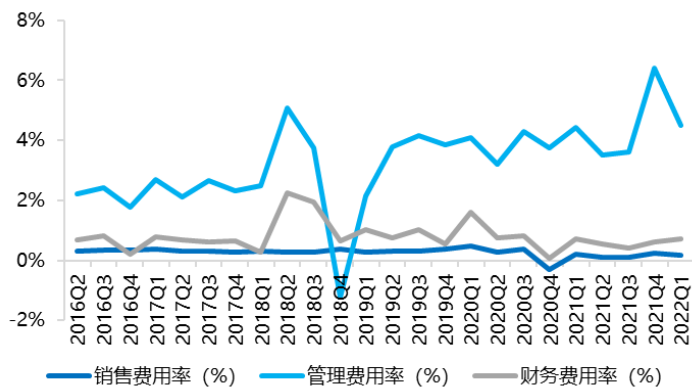
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

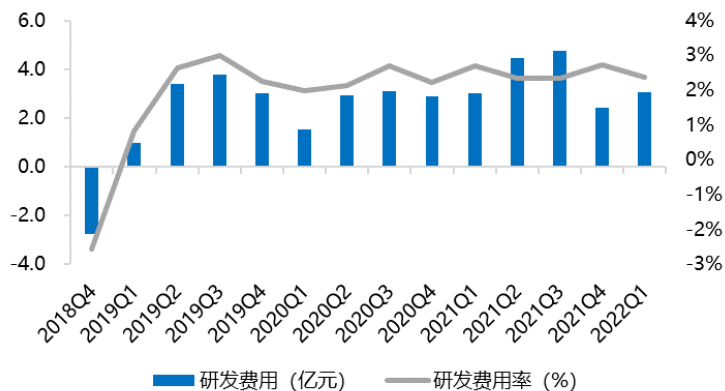
2022年Q1管理费用率下降明显

图表：2022Q1管理费用率下降明显



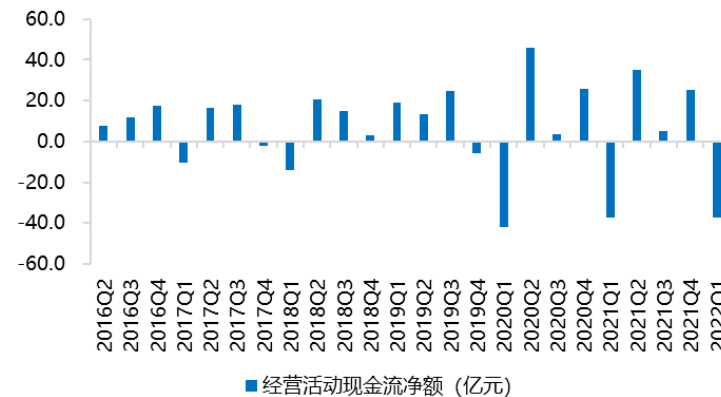
资料来源：wind, 国海证券研究所

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

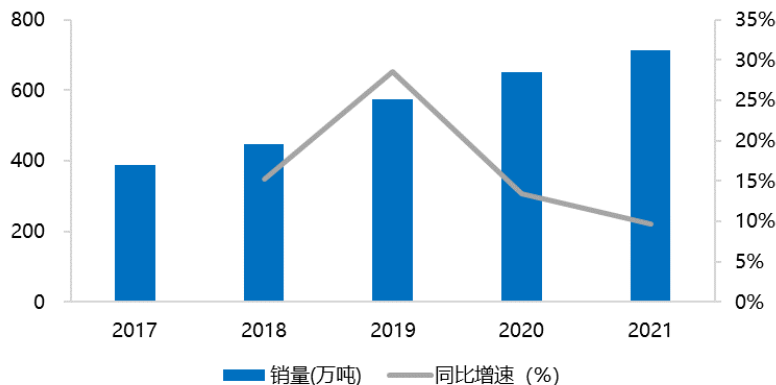
图表：2022Q1经营活动现金流为负值



资料来源：wind, 国海证券研究所

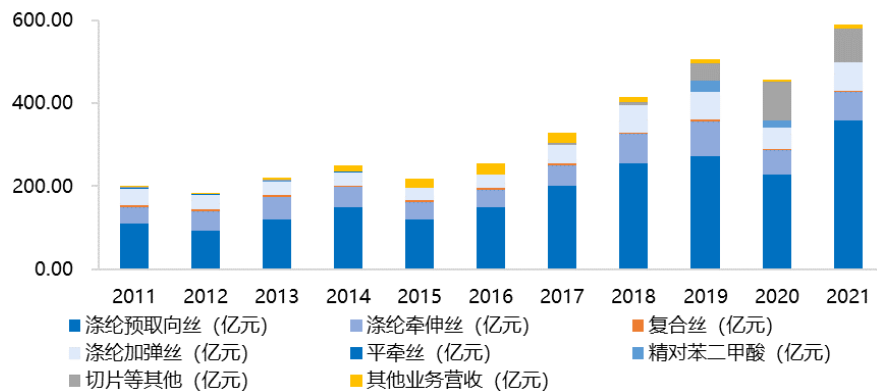
2021年涤纶长丝产品单吨毛利大增174.32%

图表：2021年涤纶长丝产品销量增长9.70%



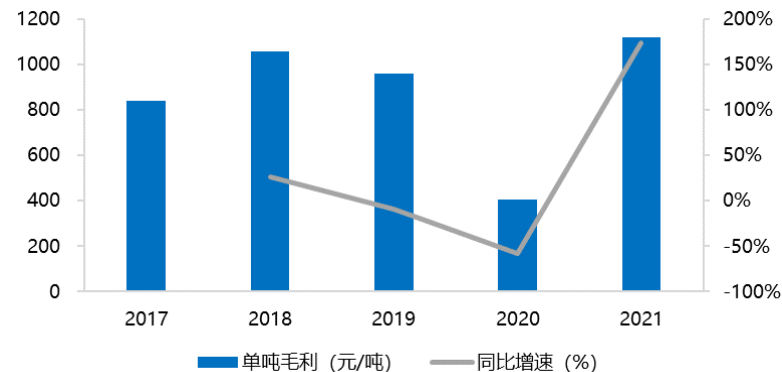
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



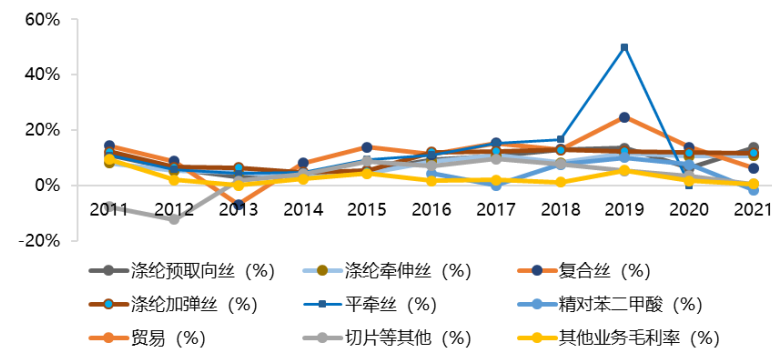
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年涤纶长丝产品单吨毛利同比增长174.32%



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司产品主要产品毛利率



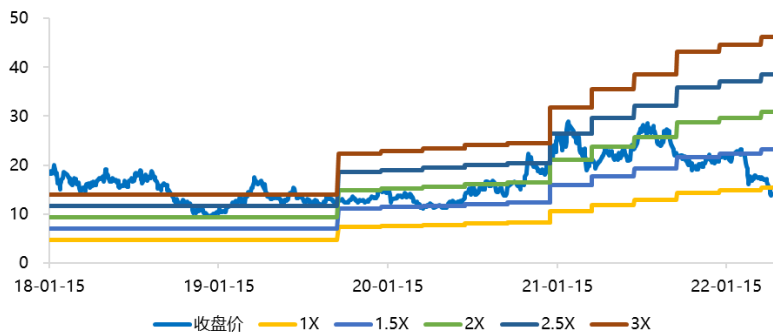
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



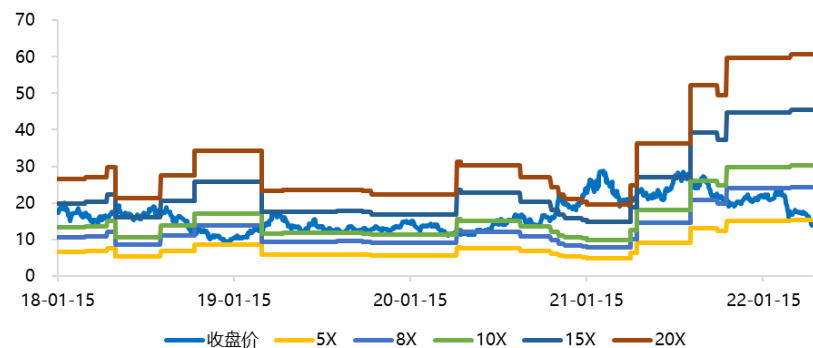
资料来源：wind，国海证券研究所

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: 14.30

投资评级: 买入

日期: 2022/4/27

桐昆股份盈利预测表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	11332	4471	12179	22837	营业收入	59131	70401	90822	102629	每股指标				
应收款项	364	17359	22394	25306	营业成本	52615	61969	80427	90930	EPS	3.17	3.36	3.86	4.35
存货净额	5341	7640	9916	11211	营业税金及附加	147	141	182	205	BVPS	14.86	17.09	20.95	25.30
其他流动资产	1704	3678	4569	5081	销售费用	80	141	182	246	估值				
流动资产合计	18741	33148	49057	64434	管理费用	995	1056	1816	2053	P/E	6.7	4.3	3.7	3.3
固定资产	18665	17055	15446	13836	财务费用	327	383	383	383	P/B	1.4	0.8	0.7	0.6
在建工程	9088	9138	9188	9238	其他费用/(-收入)	1460	2112	2725	3079	P/S	0.6	0.5	0.4	0.4
无形资产及其他	6071	6071	6070	6069	营业利润	7995	10372	11919	13430	盈利能力				
长期股权投资	17129	17130	17131	17132	营业外净收支	-18	0	0	0	ROE	20%	20%	18%	17%
资产总计	69695	82542	96892	110709	利润总额	7977	10372	11919	13429	毛利率	11%	12%	11%	11%
短期借款	12776	12776	12776	12776	所得税费用	625	1556	1788	2014	期间费率	2%	2%	3%	3%
应付款项	8566	12733	16526	18684	净利润	7352	8816	10131	11415	销售净利率	12%	13%	11%	11%
预收帐款	1	0	0	0	少数股东损益	20	0	0	0	成长能力				
其他流动负债	5479	5130	5556	5800	归属于母公司净利润	7332	8816	10131	11415	收入增长率	29%	19%	29%	13%
流动负债合计	26822	30639	34858	37260	经营活动现金流	2794	-12061	1786	3910	利润增长率	158%	20%	15%	13%
长期借款及应付债券	6376	6376	6376	6376	净利润	7332	8816	10131	11415	营运能力				
其他长期负债	492	492	492	492	少数股东权益	20	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.85	0.94	0.93
长期负债合计	6868	6868	6868	6868	折旧摊销	2393	1612	1612	1612	应收账款周转率	162.53	4.06	4.06	4.06
负债合计	33690	37507	41725	44128	公允价值变动	20	0	0	0	存货周转率	11.07	9.21	9.16	9.15
股本	2411	2625	2625	2625	营运资金变动	-3249	-17452	-3983	-2316	偿债能力				
股东权益	36005	45035	55166	66581	投资活动现金流	-10521	5369	6305	7132	资产负债率	48%	45%	43%	40%
负债和股东权益总计	69695	82542	96892	110709	资本支出	-10046	-51	-51	-51	流动比	0.70	1.08	1.41	1.73
					长期投资	-36	-1	-1	-1	速动比	0.48	0.79	1.08	1.386
					其他	-440	5421	6357	7184					
					筹资活动现金流	10541	-169	-383	-383					
					债务融资	10916	0	0	0					
					权益融资	2032	214	0	0					
					其它	-2407	-383	-383	-383					
					现金净增加额	2812	-6862	7708	10659					

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。

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

国海化工团队 李永磊 (liy103@ghzq.com.cn)
董伯骏 (dongbj@ghzq.com.cn)
汤永俊 (tangyj03@ghzq.com.cn)



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