

桐昆股份（601233.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年4月28日

评级：买入（维持）

市场价格：14.75

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	45,833	59,131	63,888	75,276	86,581
增长率 yoy%	-9%	29%	8%	18%	15%
净利润（百万元）	2,847	7,332	7,390	8,283	9,450
增长率 yoy%	-1%	158%	1%	12%	14%
每股收益（元）	1.18	3.04	3.07	3.44	3.92
每股现金流量	1.39	1.16	2.43	2.78	3.18
净资产收益率	11%	20%	17%	16%	16%
P/E	12.5	4.9	4.8	4.3	3.8
P/B	1.4	1.0	0.8	0.7	0.6

备注：股价取自 2022/4/27

投资要点

■ **事件：4月27日，公司发布2021年报：2021年公司实现营收591.31亿元，同比增长29.01%，实现归母净利润73.32亿元，同比增长158.44%；Q4单季实现营收87.83亿元，同比下降32.50%，环比下降56.43%，实现归母净利润11.71亿元，同比增长12.69%，环比下降42.24%。公司发布2022年一季报：2022Q1公司实现营收129.94亿元，同比增长16.72%，环比增长47.94%，实现归母净利润15.03亿元，同比下降12.45%，环比增加28.37%。**

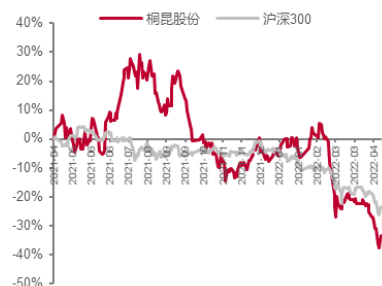
■ **点评：**

■ **长丝产能释放叠加大炼化增量，公司业绩大幅提升。**公司2021全年实现归母净利润72.91亿元，同比增长163.53%；2022Q1公司实现归母净利润15.03亿元，同比下降12.45%，环比增加28.37%。**盈利能力方面**，2021全年毛利率为11.02%，同比上升4.7pct，净利率为12.43%，同比增加6.2pct，ROE为20.46%，同比提升9.37pct；2022Q1毛利率为9.72%，同比下降5.86pct，环比下降0.74pct，净利率为11.62%，同比下降3.82pct，环比下降1.77pct，ROE为4.04%，同比下降1.97pct，环比上升0.72pct。步入四季度，受涤纶长丝价差缩窄、产销回落等影响，公司盈利能力环比有所承压；但受益于公司长丝产能释放与行业格局持续优化，及大炼化项目带来投资收益的增量，公司在一季度盈利有所修复，环比向上。**期间费用方面**，2021全年公司期间费用率合计为4.84%，同比上升0.18pct。其中，销售费用率为0.14%，同比下降0.03pct；管理费用（含研发费用，可比口径）率为4.15%，同比上升0.37pct；财务费用率为0.55%，同比下降0.16pct。2022Q1公司期间费用率合计为5.37%，同比上升0.01pct。其中，销售费用率为0.17%，同比下降0.03pct；管理费用（含研发费用，可比口径）率为4.49%，同比上升0.06pct；财务费用率为0.71%，同比下降0.02pct。公司大力推行“5S”管理、“TPM”管理、“六西格玛”管理等模式，加强智能化控制和自动化监测，提高运营效率，2021年公司持续加大研发力度，研发费用有所上涨。

■ **2021全年长丝景气复苏，疫情反复短期有所承压。**价格方面，根据Wind，涤纶长丝POY、FDY、DTY 2021年均价分别为7394元/吨、7569元/吨、8963元/吨，同比增长30.27%、25.25%、23.87%，Q4单季均价分别为7748元/吨、7920元/吨、9444元/吨，环比增长2.98%、2.29%、4.66%，全年整体呈现上涨趋势，并且一季度仍维持高位，Q1单季均价分别为7880元/吨、8188元/吨、9425元/吨，环比分别

基本状况

总股本(百万股)	2,411
流通股本(百万股)	2,288
市价(元)	14.75
市值(百万元)	35,564
流通市值(百万元)	33,741

股价与行业-市场走势对比

相关报告

+1.71%、+3.39%、-0.20%。价差方面，POY/FDY/DTY 与 PTA 和乙二醇 2021 年均价差分别为 1559 元/吨、1734 元/吨、3128 元/吨，同比+34.33%、+13.50%、+14.98%，Q4 均价差分别为 1651 元/吨、1823 元/吨、3348 元/吨，环比+24.41%、+17.90%、+18.40%。Q1 价差分别为 1263 元/吨、1572 元/吨、2808 元/吨，环比-23.49%、-13.75%、-16.21%。由于长丝格局集中度提升，产业格局持续优化，2021 年长丝价格与价差同比去年均有不同幅度改善，进入 2022 年由于国内疫情反复影响需求，价差短期有所承压。产量方面，根据公告，公司 2021 年全年 POY/FDY/DTY 产量分别为 559.61/97.1/77.03 万吨，同比+19.39%/-10.93%/+3.63%，销量分别为 542.42/95.71/76.01 万吨，同比+13.94%/-12.1%/+1.29%；Q4 单季 POY/FDY/DTY 产量分别为 118.13/27.25/19.18 万吨，环比+20.99%/-13.98%/-0.57%，销量分别为 115.31/27.96/21.49 万吨，环比+14.08%/-18.85%/-11.17%。2022Q1 单季 POY/FDY/DTY 产量分别为 154.75/24.83/20.10 万吨，环比+8.28%/+5.93%/+5.40%，销量分别为 126.97/20.49/17.07 万吨，环比-3.47%/-9.70%/-10.58%。公司于 2021 年中收购 50 万吨“江苏海欣纤维”的聚酯纺丝项目，嘉通能源首套聚酯装置于 12 月开车，后道配套长丝生产线已于年内投产 30 万吨，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。

- **浙石化持续贡献业绩，EVA 开启新材料增量。**2021Q1 以来，浙石化为公司每季度贡献丰厚投资收益，分别为 8.70 亿元、14.05 亿元、12.81 亿元、8.93 亿元和 10.68 亿元；根据荣盛石化公告，目前浙石化二期项目已经全面投产，新增 2,000 万吨/年炼油能力、660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯生产能力，紧跟一期项目步伐保持着高效稳定运行的状态，二期和一期相比，精细化工产品产出更为丰富，例如：聚乙烯涵盖了低密度、高密度及线性低密度等产品，更有 EVA、聚碳酸酯、丁二烯等产品，产品利用率和附加值得到更进一步提高，带动业绩更上一台阶，增厚公司投资收益。
- **长丝领域巩固龙头优势，多点开花开启成长新篇章。**洋口港石化聚酯一体化项目：子公司嘉通能源建设年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝，目前已投产 30 万吨长丝产能，后续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 主装置一土建工程完成至 60%，PTA 主装置二完成至 20%，预计分别于 2022 年 10 月底和 2023 年一季度投产；**沭阳 240 万吨长丝（短纤）项目：**配备 500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目报批工作已基本完成，已完成热电一阶段、GP1 聚纺、立体库、220kV 总降变的桩基施工，接下来项目土建施工将全面展开；**恒翔 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂：**于 2021 年 9 月 14 日开始试生产，经过半年多的试运行，所有生产线已经全部打通并能够正常生产。目前所有设备保持正常运行状态，根据销售情况，每月将逐步提升产量，预计将于 2022 年三季度进行项目各项竣工验收，年底实现满负荷运行；**古雷 200 万吨聚酯纤维项目：**公司拟投资新建年产 200 万吨聚酯纤维、500 台加弹机、2000 台织机项目，进一步实现产业链一体化，跨出省外完善空间布局，企业竞争力持续增强。几大项目投产后，公司远期长丝产能将达 1510 万吨，成长空间广阔。
- **风险提示：**油价及产品大幅波动风险；产能释放不及预期风险；疫情恶化影响需求风险。
- **盈利预测：**由于产品价格波动，我们调整盈利预测。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 73.90 亿元（原为 92.93 亿元）、82.83 亿元（原为 105.26 亿元）、94.50 亿元（新增），维持“买入”评级。

图表 1: 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,332	12,778	21,732	32,626	营业收入	59,131	63,888	75,276	86,581
应收票据	0	126	148	170	营业成本	52,615	57,700	67,966	77,730
应收账款	364	349	411	473	税金及附加	147	141	166	191
预付账款	578	661	779	891	销售费用	80	86	102	117
存货	5,341	4,966	5,849	6,689	管理费用	995	941	1,109	1,276
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,460	1,515	1,785	2,053
其他流动资产	1,126	1,087	1,281	1,474	财务费用	327	500	223	70
流动资产合计	18,741	19,967	30,200	42,323	信用减值损失	-16	-15	-15	-15
其他长期投资	33	33	33	33	资产减值损失	-17	-17	-17	-17
长期股权投资	17,129	17,129	17,129	17,129	公允价值变动收益	-20	10	10	10
固定资产	18,665	18,862	19,035	19,186	投资收益	4,438	4,975	5,024	5,075
在建工程	9,088	7,588	6,088	4,588	其他收益	103	103	103	103
无形资产	1,990	2,166	2,285	2,448	营业利润	7,995	8,058	9,030	10,299
其他非流动资产	4,049	4,049	4,049	4,049	营业外收入	40	40	40	40
非流动资产合计	50,954	49,827	48,619	47,433	营业外支出	58	58	58	58
资产合计	69,695	69,793	78,819	89,757	利润总额	7,977	8,040	9,012	10,281
短期借款	12,776	5,683	5,000	5,000	所得税	625	629	706	805
应付票据	4,367	4,322	5,091	5,822	净利润	7,352	7,411	8,306	9,476
应付账款	4,198	4,311	5,077	5,807	少数股东损益	20	20	23	26
预收款项	1	149	176	202	归属母公司净利润	7,332	7,391	8,283	9,450
合同负债	375	249	294	338	NOPLAT	7,654	7,872	8,512	9,540
其他应付款	444	444	444	444	EPS (按最新股本摊薄)	3.04	3.07	3.44	3.92
一年内到期的非流动负债	2,123	2,123	2,123	2,123					
其他流动负债	2,538	2,674	3,022	3,355					
流动负债合计	26,822	19,955	21,227	23,091					
长期借款	6,376	6,426	6,356	6,436					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	492	492	492	492					
非流动负债合计	6,868	6,918	6,848	6,928					
负债合计	33,690	26,873	28,075	30,018					
归属母公司所有者权益	35,836	42,732	50,533	59,500					
少数股东权益	169	189	212	238					
所有者权益合计	36,005	42,921	50,745	59,738					
负债和股东权益	69,695	69,793	78,819	89,757					

现金流量表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,794	5,860	6,713	7,673
现金收益	10,062	10,413	11,073	12,123
存货影响	-2,476	375	-883	-840
经营性应收影响	-446	-177	-185	-179
经营性应付影响	2,226	214	1,562	1,487
其他影响	-6,572	-4,965	-4,854	-4,918
投资活动现金流	-10,521	3,610	3,699	3,693
资本支出	-9,465	-1,375	-1,336	-1,392
股权投资	-4,473	0	0	0
其他长期资产变化	3,417	4,985	5,035	5,085
融资活动现金流	10,541	-8,025	-1,458	-472
借款增加	8,848	-7,043	-753	80
股利及利息支付	-967	-1,712	-1,407	-1,659
股东融资	2,032	0	0	0
其他影响	628	730	702	1,107

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	29.0%	8.0%	17.8%	15.0%
EBIT增长率	149.4%	2.8%	8.1%	12.1%
归母公司净利润增长率	157.6%	0.8%	12.1%	14.1%
获利能力				
毛利率	11.0%	9.7%	9.7%	10.2%
净利率	12.4%	11.6%	11.0%	10.9%
ROE	20.4%	17.2%	16.3%	15.8%
ROIC	22.8%	23.5%	21.3%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	48.3%	38.5%	35.6%	33.4%
债务权益比	60.5%	34.3%	27.5%	23.5%
流动比率	0.7	1.0	1.4	1.8
速动比率	0.5	0.8	1.1	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	2	2	2	2
应付账款周转天数	25	27	25	25
存货周转天数	28	32	29	29
每股指标 (元)				
每股收益	3.04	3.07	3.44	3.92
每股经营现金流	1.16	2.43	2.78	3.18
每股净资产	14.86	17.72	20.96	24.68
估值比率				
P/E	5	5	4	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	32	31	29	26

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。