

桐昆股份 (601233.SH) 买入 (维持评级)

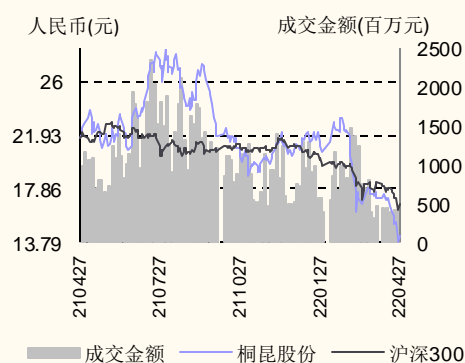
公司点评

市场价格 (人民币): 14.30 元

浙石化二期转固值得期待!

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	24.11
已上市流通 A 股(亿股)	22.88
总市值(亿元)	344.79
年内股价最高最低(元)	28.51/13.79
沪深 300 指数	3896
上证指数	2958



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	45,833	59,131	90,422	104,139	106,867
营业收入增长率	-9.39%	29.01%	52.92%	15.17%	2.62%
归母净利润(百万元)	2,847	7,332	7,834	9,251	10,849
归母净利润增长率	-1.31%	157.58%	6.85%	18.08%	17.27%
摊薄每股收益(元)	1.296	3.041	3.249	3.837	4.499
每股经营性现金流净额	1.52	1.16	3.07	3.96	4.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.09%	20.46%	18.33%	18.19%	17.96%
P/E	15.89	6.96	4.40	3.73	3.18
P/B	1.76	1.43	0.81	0.68	0.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

桐昆股份 2022 年 4 月 27 日发布 2021 年年报和 2022 年一季报, 公司 2021 年全年实现 73.32 亿元净利润, 同比 2020 年增长 158.44%, 2022 年 Q1 实现归母净利润 15.03 亿元, 同比 2021 年下降 12.46%。

经营分析

- **浙石化持续释放业绩, 推动公司业绩增长:** 参考桐昆股份年报, 2021 年浙石化净利约为 222.96 亿元, 全年给公司带来投资收益 44.6 亿元, 参考荣盛石化年报, 浙石化二期项目截止 2021 年底仅有 12.5% 左右进行转固, 实际贡献利润有限。浙石化二期项目规划终端产品丰富程度及深加工水平远超浙石化一期, 在二期项目完全达产后, 浙石化所带来的利润或远超市场预期
- **深加工项目投产增厚产品附加值同时有望弱化业绩周期性:** 浙石化二期项目中包含用于光伏、新能源汽车等领域的新材料, 在全球“双碳”政策推动下, 新能源相关材料终端消费需求高增长确定性较强。2022 年一季度桐昆投资收益 (浙石化股权部分) 达 10.68 亿元, 相比 2021 年同期增长 22.75%, 折算浙石化 2022 年一季度实现净利约为 53.4 亿元, 在原油及煤炭中枢价格持续上抬情景下, 浙石化由于深加工产品的陆续投产, 诸多大体量新能源新材料等终端产品加权销售价格涨幅高于原料端涨幅的情景将陆续得以体现, 从而带来持续性成长的确定性, 伴随着浙石化二期业绩逐步释放, 公司业绩周期性显著弱化。

投资建议

- 当前原料端价格中枢持续上行, 而终端高附加值产品预计 2022-2024 年逐步释放, 存量产能业绩或承压, 我们下调了 2022-2023 年盈利预测, 在行业极端景气底部情景下, 桐昆股份 2022-2024 年盈利预测为 78.3 亿元/92.5 亿元/108.5 亿元, 2022-2023 年下调幅度分别达 29% 和 30%, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 3.25 元/3.84 元/4.50 元, 对应 PE 分别为 4.4X/3.7X/3.2X。

风险提示

1. 油价单向大幅波动风险;
2. 终端需求严重需求恶化;
3. 地缘政治风险;
4. 项目建设进度不及预期;
5. 美元汇率大幅波动风险;
6. 其他不可抗力影响

相关报告

1. 《浙石化二期有望继续推动公司业绩增长-桐昆股份点评》, 2022.1.30
2. 《浙石化二期投产在即, 有望持续高增长! -桐昆股份三季报点评》, 2021.10.31
3. 《静态 PE 仅 7 倍的高成长龙头! -桐昆股份半年报点评》, 2021.8.17
4. 《巨大业绩弹性还将持续! -桐昆股份点评》, 2021.7.16
5. 《严重低估的高成长龙头! -桐昆股份一季报点评》, 2021.4.29

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 联系人
chenlvlu@gjzq.com.cn

1、浙石化持续释放业绩，推动公司业绩增长

桐昆股份 2022 年 4 月 27 日发布 2021 年年报和 2022 年一季报，桐昆股份 2021 年全年实现 73.32 亿元净利润，同比 2020 年增长 158.44%，2021 年 Q4 实现净利润 11.71 亿元，同比 2020 年同期增长 12.16%，2022 年 Q1 实现营业收入 129.94 亿元，同比 2021 年增长 16.72%，实现归母净利润 15.03 亿元，同比 2021 年下降 12.46%。

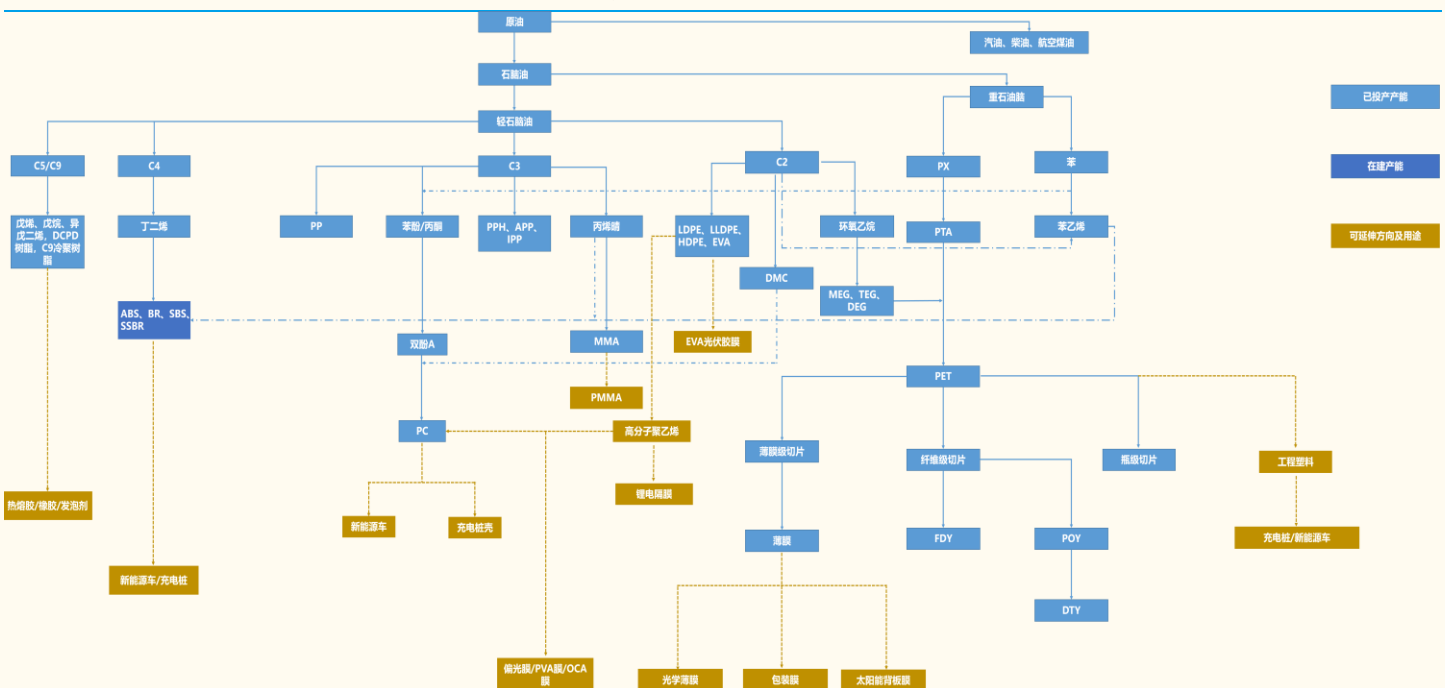
浙石化持续释放业绩，推动公司业绩增长

桐昆参股公司浙石化一期项目于 2019 年 12 月进行投产，考虑到 2000 万吨一体化炼化项目装置复杂性，浙石化一期项目在 2020 年并未达到满负荷生产，因而在 2021 年业绩持续释放，继续推动业绩增长，2021 年浙石化全年实现利润 222.96 亿元，给公司带来投资收益达到 44.6 亿元，成为公司利润来源的重要部分。

浙石化二期于 2022 年 1 月 13 日公告全面投产，浙石化二期项目具备 2000 万吨/年炼油能力，660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯及配套的下游大体量深加工产能。参考荣盛石化 2021 年年报，截止 2021 年年底，浙石化二期仅有约 12.5%左右投资额已经转固，浙石化二期在 2021 年大概率暂未大规模释放业绩，且考虑下游多品种深加工装置及一体化项目开车复杂性，现阶段业绩大概率由初级产品贡献，伴随二期下游深加工项目的逐步投产，浙石化二期有望在 2022-2023 年逐步释放业绩，桐昆股份投资收益增长确定性强。

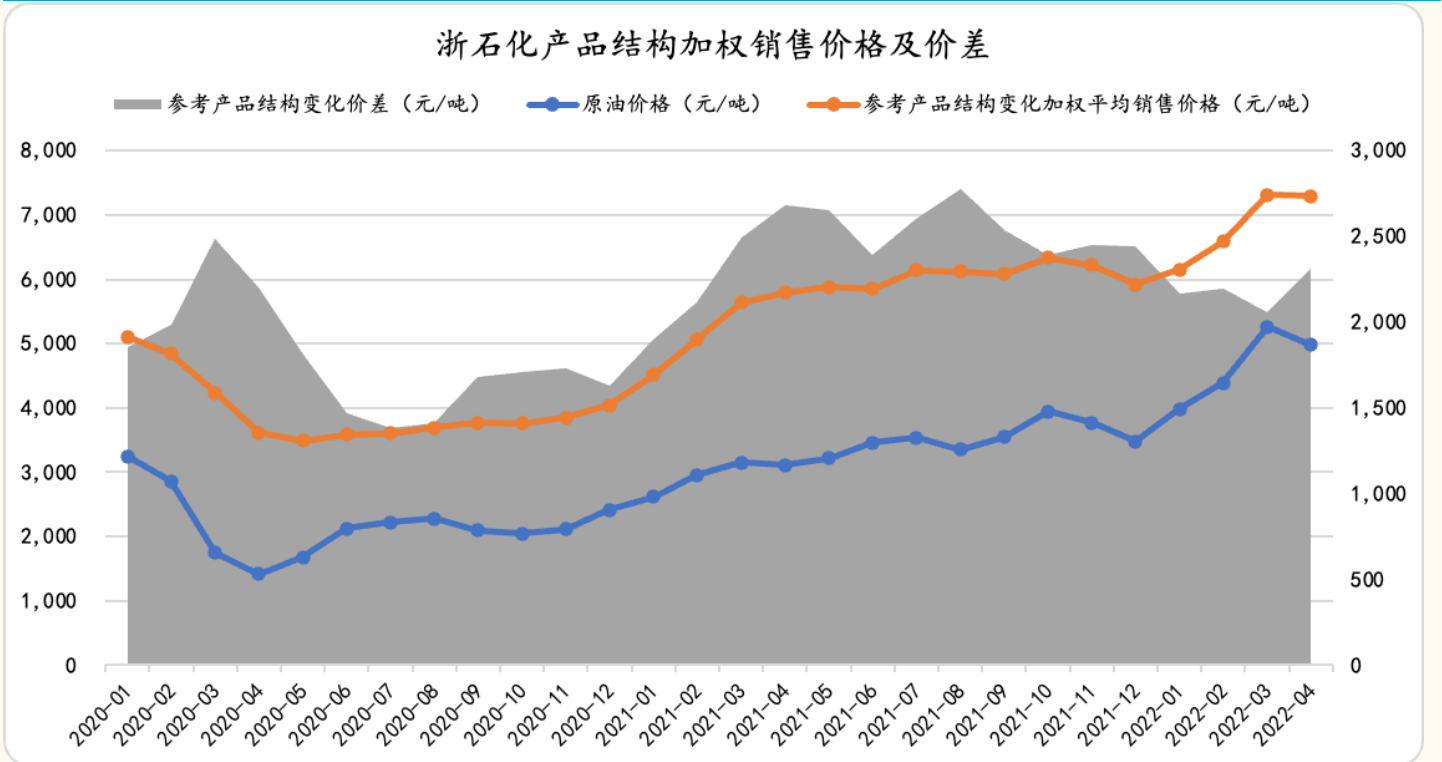
浙石化二期项目下游化工产品包含大体量光伏级 EVA，DMC，PC，ABS 等广泛用于光伏、新能源汽车等新材料，在全球“双碳”政策推动下，新能源相关材料终端消费需求高增长确定性较强，在增厚产品附加值同时有望弱化公司业绩周期性。与此同时，浙石化新材料产能均为一体化规划，相较于单环节企业，成本优势以及规模优势较为显著。2022 年一季度桐昆投资收益（对联营及合营子公司）达 10.68 亿元，相比 2021 年同期增长 22.75%，折算浙石化 2022 年一季度实现净利约为 53.4 亿元，在原油及煤炭中枢价格持续上抬情景下，浙石化由于二期深加工项目的投产，诸多大体量新能源新材料等终端产品加权销售价格涨幅高于原料端涨幅的情景将陆续得以体现，从而带来持续性成长的确性强，伴随着浙石化二期业绩逐步释放，公司业绩周期性显著弱化。

图表 1：桐昆股份及浙石化产业链布局及潜在延伸方向



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 浙石化产品结构加权销售价格及价差



来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

1. 油价单向大幅波动风险: 炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性, 油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平;
2. 终端需求严重需求恶化: 浙石化及桐昆股份自有产品大多为大宗类化工产品, 受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时, 下游消费, 包装, 汽车, 基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响;
3. 地缘政治风险: 原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断, 或者突发事件造成原油供应大幅度增加等, 终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税, 东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等;
4. 项目建设进度不及预期: 浙石化二期项目终端化工深加工装置以及桐昆自有长丝、PTA 等项目目前处于持续建设及投产过程中, 如项目建设进度不及预期, 或对盈利预测产生影响;
5. 美元汇率大幅波动风险: 原油采购使用美元, 而收入端结算以人民币为主, 日常经营需要买入美元, 卖出人民币, 完成结算, 美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响;
6. 其他不可抗力影响;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	50,582	45,833	59,131	90,422	104,139	106,867	货币资金	8,519	6,726	11,332	12,595	14,327	17,316
增长率		-9.4%	29.0%	52.9%	15.2%	2.6%	应收款项	562	478	846	1,194	1,375	1,411
主营业务成本	-44,610	-42,937	-52,615	-81,940	-93,493	-94,552	存货	2,717	2,865	5,341	5,837	6,660	6,735
%销售收入	88.2%	93.7%	89.0%	90.6%	89.8%	88.5%	其他流动资产	947	507	1,222	1,663	1,779	1,790
毛利	5,972	2,895	6,516	8,482	10,646	12,315	流动资产	12,745	10,575	18,741	21,289	24,141	27,252
%销售收入	11.8%	6.3%	11.0%	9.4%	10.2%	11.5%	%总资产	31.9%	22.5%	26.9%	26.2%	25.3%	27.3%
营业税金及附加	-122	-90	-147	-226	-260	-267	长期投资	6,871	12,820	17,254	24,970	34,034	34,034
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	18,789	21,062	27,753	32,688	34,683	35,715
销售费用	-163	-79	-80	-136	-156	-160	%总资产	47.0%	44.8%	39.8%	40.2%	36.3%	35.7%
%销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,502	1,598	1,990	2,347	2,647	2,942
管理费用	-660	-688	-995	-1,447	-1,666	-1,710	非流动资产	27,256	36,413	50,954	60,044	71,401	72,726
%销售收入	1.3%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	68.1%	77.5%	73.1%	73.8%	74.7%	72.7%
研发费用	-1,118	-1,042	-1,460	-2,261	-2,603	-2,672	资产总计	40,001	46,989	69,695	81,333	95,542	99,978
%销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	9,370	7,642	14,899	16,317	18,413	10,997
息税前利润 (EBIT)	3,909	995	3,835	4,413	5,959	7,506	应付款项	6,335	6,783	9,009	12,273	14,003	14,162
%销售收入	7.7%	2.2%	6.5%	4.9%	5.7%	7.0%	其他流动负债	1,266	1,734	2,914	1,427	1,655	1,785
财务费用	-415	-327	-327	-565	-848	-921	流动负债	16,970	16,159	26,822	30,017	34,071	26,944
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	长期贷款	891	3,608	6,376	8,376	10,376	12,376
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3,063	1,466	492	21	15	11
公允价值变动收益	1	50	-20	0	0	0	负债	20,924	21,234	33,690	38,414	44,462	39,331
投资收益	172	2,173	4,438	4,597	4,857	5,102	普通股股东权益	19,006	25,672	35,836	42,730	50,871	60,418
%税前利润	4.6%	72.4%	55.6%	54.4%	48.7%	43.7%	其中：股本	1,848	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411
营业利润	3,757	2,969	7,995	8,445	9,969	11,687	未分配利润	9,404	11,656	18,531	25,426	33,566	43,113
营业利润率	7.4%	6.5%	13.5%	9.3%	9.6%	10.9%	少数股东权益	71	82	169	189	209	229
营业外收支	5	33	-18	0	0	0	负债股东权益合计	40,001	46,989	69,695	81,333	95,542	99,978
税前利润	3,762	3,003	7,977	8,445	9,969	11,687	比率分析						
利润率	7.4%	6.6%	13.5%	9.3%	9.6%	10.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-866	-147	-625	-591	-698	-818	每股指标						
所得税率	23.0%	4.9%	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%	每股收益	1.561	1.296	3.041	3.249	3.837	4.499
净利润	2,896	2,856	7,352	7,854	9,271	10,869	每股净资产	10.285	11.685	14.863	17.722	21.099	25.058
少数股东损益	12	10	20	20	20	20	每股经营现金净流	2.769	1.524	1.159	3.072	3.956	4.510
归属于母公司的净利润	2,884	2,847	7,332	7,834	9,251	10,849	每股股利	0.120	0.130	0.330	0.390	0.460	0.540
净利率	5.7%	6.2%	12.4%	8.7%	8.9%	10.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.18%	11.09%	20.46%	18.33%	18.19%	17.96%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	7.21%	6.06%	10.52%	9.63%	9.68%	10.85%
净利润	2,896	2,856	7,352	7,854	9,271	10,869	投入资本收益率	9.32%	2.47%	6.17%	6.07%	6.94%	8.31%
少数股东损益	12	10	20	20	20	20	增长率						
非现金支出	1,807	2,061	2,426	2,638	3,366	3,982	主营业务收入增长率	21.59%	-9.39%	29.01%	52.92%	15.17%	2.62%
非经营收益	434	-1,831	-3,735	-3,776	-3,939	-4,143	EBIT增长率	9.25%	-74.54%	285.33%	15.07%	35.05%	25.95%
营运资金变动	-22	261	-3,249	691	839	167	净利润增长率	36.04%	-1.31%	157.58%	6.85%	18.08%	17.27%
经营活动现金净流	5,116	3,347	2,794	7,407	9,537	10,874	总资产增长率	15.41%	17.47%	48.32%	16.70%	17.47%	4.64%
资本开支	-2,980	-3,889	-10,046	-4,137	-5,660	-5,306	资产管理能力						
投资	-1,449	-3,720	-36	-7,915	-9,064	0	应收账款周转天数	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
其他	765	3,076	-440	4,597	4,857	5,102	存货周转天数	28.1	23.7	28.5	26.0	26.0	26.0
投资活动现金净流	-3,664	-4,533	-10,521	-7,455	-9,866	-204	应付账款周转天数	24.7	25.9	24.9	25.0	25.0	25.0
股权募资	0	1	2,032	0	0	0	固定资产周转天数	123.2	149.4	115.2	88.6	86.9	85.0
债权募资	1,242	3,552	10,916	2,999	4,096	-5,416	偿债能力						
其他	-683	-850	-2,408	-1,682	-2,028	-2,261	净负债/股东权益	24.56%	22.14%	27.61%	28.19%	28.31%	9.99%
筹资活动现金净流	560	2,704	10,539	1,317	2,067	-7,677	EBIT利息保障倍数	9.4	3.0	11.7	7.8	7.0	8.2
现金净流量	2,012	1,518	2,812	1,270	1,738	2,993	资产负债率	52.31%	45.19%	48.34%	47.23%	46.54%	39.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	6	21	63
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-03	买入	24.80	46.95 ~ 46.95
2	2021-04-17	买入	20.50	46.80 ~ 46.80
3	2021-04-29	买入	22.08	46.80
4	2021-07-16	买入	26.85	46.30 ~ 46.30
5	2021-08-17	买入	26.87	50.30 ~ 50.30
6	2021-10-31	买入	19.94	48.00 ~ 48.00
7	2022-01-30	买入	20.67	46.50 ~ 46.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402