

桐昆股份 (601233.SH) 年报业绩大增&Q1 成本拖累, 关注新项目及浙石化贡献增量

——公司年报及一季报点评报告

2022年05月05日

投资评级: 买入 (维持)

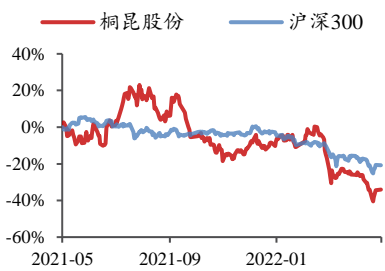
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2022/5/5
当前股价(元)	15.30
一年最高最低(元)	28.84/13.27
总市值(亿元)	368.90
流通市值(亿元)	349.99
总股本(亿股)	24.11
流通股本(亿股)	22.88
近3个月换手率(%)	82.05

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《三季报点评报告-Q3 业绩短期收缩, 浙石化及新项目逐步兑现收益》- 2021.11.1

《公司中报点评报告-业绩大幅增长, 长丝景气回升及浙石化贡献收益》- 2021.8.19

● **年报业绩大增&Q1 成本拖累, 新项目及浙石化贡献增量。维持“买入”评级**
公司发布年报, 2021 年实现营收 591.3 亿元, 同比+29.0%, 归母净利润 73.3 亿元, 同比+158.4%, 扣非净利润 72.9 亿元, 同比+163.5%。同时, 公司发布一季报, 2022 年 Q1 实现营收 129.9 亿元, 同比+16.7%, 归母净利润 15.0 亿元, 同比-12.5%, 扣非净利润 14.9 亿元, 同比-14.2%。考虑到原油价格维持高位, 2022 年 Q1 公司原料 PX/PTA 价格同比大涨, 我们适当下调盈利预测并新增 2024 年预测, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 80.1/94.6 (前值 103.9/120.7) /109.0 亿元, 同比增长 9.3%/18.1%/15.2%; EPS 分别为 3.32/3.93/4.52 元, 对应当前股价 PE 为 4.6/3.9/3.4 倍。公司新项目逐渐投产, 浙石化二期有望贡献增量, 未来仍具成长性, 维持“买入”评级。

● **量价齐升致 2021 年业绩大增, 成本大涨拖累 Q1 业绩**

2021 涤纶丝量价齐升: 2021 年涤纶丝销量 718 万吨, 同比+9.5%, POY、FDY 和 DTY 售价分别为 6629、7170 和 8811 元/吨, 同比+36.3%、+29.5%和+33.2%, 原料 PX、PTA 和 MEG 价格分别为+38.4%、+30.8%和+35.4%, POY、FDY 和 DTY 吨毛利分别为 908、770 和 1035 元/吨, 同比+196.9%、+32.2%和+31.8%, 产品价格上涨致价差拉大, 吨毛利同比大增, 2021 年公司业绩同比大增。**2022Q1 成本大涨:** 2022 年 Q1 涤纶丝销量 165 万吨, 同比+10.3%, POY、FDY 和 DTY 售价分别为 6939、7588、和 8911 元/吨, 同比+16.7%、+15.0%和+10.9%, PX、PTA 和 MEG 价格同比+40.8%、38.0%和+0.4%, 油价大涨致主要原料 PX/PTA 价格涨幅高于产品涨幅, 成本上涨暂时拖累 Q1 业绩。随着疫情缓解, 下游需求提升支撑产品价格上涨, 原油价格高位回落有望降本, 涤纶长丝价差具有修复潜力。

● **浙石化二期&新项目投产贡献增量**

浙石化二期: 公司对浙石化参股 20%, 2021 年浙石化一期满负荷生产, 贡献 44.6 亿元投资收益, 浙石化二期于 2022 年 1 月全面投料试车, 新增 2000 万吨/年炼油、660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯产能, 浙石化有望带来稳定投资收益。

洋口港聚酯一体化项目: 500 万吨/年 PTA、240 万吨/年聚酯纺丝, 首套装置已试生产, 预计 2023 年上半年全部投产。

桐昆沭阳: 240 万吨/年长丝 (短纤)、90 万吨/年 DTY 纤维、25 万吨/年高端面料坯布, 项目完成报批并开始建设。

恒翔新材料: 15 万吨/年表面活性剂、20 万吨/年纺织专用助剂, 项目于 2021 年 9 月试生产, 预计 2022 年底满负荷运行。新项目贡献增量, 业绩增长可期。

● **风险提示:** 项目进度不及预期、原料价格大幅波动、国际贸易政策变化

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	45,833	59,131	69,909	81,603	85,714
YOY(%)	-9.4	29.0	18.2	16.7	5.0
归母净利润(百万元)	2,837	7,332	8,014	9,464	10,903
YOY(%)	-1.6	158.4	9.3	18.1	15.2
毛利率(%)	6.3	11.0	8.4	8.5	8.6
净利率(%)	6.2	12.4	11.5	11.6	12.7
ROE(%)	11.0	20.4	18.6	18.2	17.5
EPS(摊薄/元)	1.18	3.04	3.32	3.93	4.52
P/E(倍)	13.0	5.0	4.6	3.9	3.4
P/B(倍)	1.4	1.0	0.9	0.7	0.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10576	18741	12428	9362	7198
现金	6726	11332	5913	0	0
应收票据及应收账款	166	364	263	469	299
其他应收款	38	54	55	72	61
预付账款	313	578	476	754	538
存货	2865	5341	4650	6995	5228
其他流动资产	468	1073	1073	1073	1073
非流动资产	36487	50954	64156	78504	90541
长期投资	12657	17129	27385	38975	51899
固定资产	18765	18665	22404	25804	25831
无形资产	1655	1990	2187	2379	2564
其他非流动资产	3411	13170	12181	11346	10247
资产总计	47063	69695	76585	87866	97740
流动负债	16164	26822	27296	30497	31645
短期借款	7637	12776	12776	13888	15897
应付票据及应付账款	6525	8566	9808	11608	10870
其他流动负债	2002	5481	4713	5000	4877
非流动负债	5074	6868	6034	5109	3435
长期借款	4785	6376	5542	4617	2943
其他非流动负债	290	492	492	492	492
负债合计	21238	33690	33330	35605	35080
少数股东权益	82	169	200	234	271
股本	2197	2411	2411	2411	2411
资本公积	10728	13732	13732	13732	13732
留存收益	12646	19681	26795	35164	44891
归属母公司股东权益	25743	35836	43055	52027	62389
负债和股东权益	47063	69695	76585	87866	97740

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3344	2794	6871	4626	7393
净利润	2847	7352	8045	9498	10940
折旧摊销	2069	2382	2095	2651	3078
财务费用	327	327	419	475	521
投资损失	-2173	-4438	-5782	-7112	-8437
营运资金变动	276	-3224	2105	-874	1303
其他经营现金流	-2	394	-12	-11	-13
投资活动现金流	-4579	-10521	-9504	-9875	-6666
资本支出	3940	10063	2947	2758	-887
长期投资	-3720	-30	-10256	-4473	-12925
其他投资现金流	-4358	-488	-16812	-11591	-20477
筹资活动现金流	2751	10541	-2786	-1776	-2737
短期借款	-610	5139	0	0	0
长期借款	949	1591	-834	-925	-1674
普通股增加	349	214	0	0	0
资本公积增加	4502	3004	0	0	0
其他筹资现金流	-2439	593	-1953	-851	-1063
现金净增加额	1516	2812	-5420	-7025	-2009

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45833	59131	69909	81603	85714
营业成本	42937	52615	64059	74667	78371
营业税金及附加	93	147	155	186	193
营业费用	79	80	163	176	162
管理费用	692	995	1032	1218	1320
研发费用	1042	1460	1420	1833	1933
财务费用	327	327	419	475	521
资产减值损失	-3	-17	-130	-45	-59
其他收益	73	103	0	0	0
公允价值变动收益	50	-20	12	11	13
投资净收益	2173	4438	5782	7112	8437
资产处置收益	-2	-1	0	0	0
营业利润	2960	7995	8585	10216	11722
营业外收入	36	40	33	37	36
营业外支出	2	58	25	30	29
利润总额	2994	7977	8592	10223	11730
所得税	147	625	547	725	789
净利润	2847	7352	8045	9498	10940
少数股东损益	10	20	31	34	37
归母净利润	2837	7332	8014	9464	10903
EBITDA	5640	11214	11400	13761	15835
EPS(元)	1.18	3.04	3.32	3.93	4.52

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-9.4	29.0	18.2	16.7	5.0
营业利润(%)	-21.2	170.1	7.4	19.0	14.7
归属于母公司净利润(%)	-1.6	158.4	9.3	18.1	15.2
获利能力					
毛利率(%)	6.3	11.0	8.4	8.5	8.6
净利率(%)	6.2	12.4	11.5	11.6	12.7
ROE(%)	11.0	20.4	18.6	18.2	17.5
ROIC(%)	8.8	14.1	13.8	14.2	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.1	48.3	43.5	40.5	35.9
净负债比率(%)	22.9	28.9	32.9	39.1	33.2
流动比率	0.7	0.7	0.5	0.3	0.2
速动比率	0.4	0.4	0.2	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	213.1	223.2	223.2	223.2	223.2
应付账款周转率	6.7	7.0	7.0	7.0	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	3.04	3.32	3.93	4.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.16	2.85	1.92	3.07
每股净资产(最新摊薄)	10.61	14.86	17.86	21.58	25.88
估值比率					
P/E	13.0	5.0	4.6	3.9	3.4
P/B	1.4	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.6	4.2	4.5	4.2	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn