

分析师：顾敏豪  
 登记编码：S0730512100001  
 gumh00@ccnew.com 021-50586308

# 涤纶长丝景气复苏与浙石化收益推动业绩增长

——桐昆股份(601233)年报点评

## 证券研究报告-年报点评

**买入(维持)**

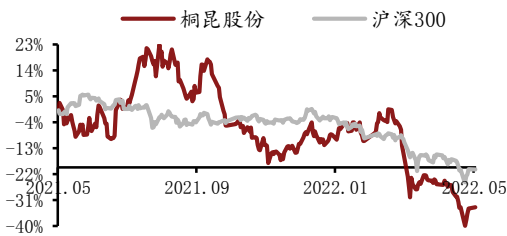
### 市场数据(2022-05-05)

收盘价(元)	15.30
一年内最高/最低(元)	28.51/13.79
沪深 300 指数	4,010.21
市净率(倍)	0.99
流通市值(亿元)	349.99

### 基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	15.43
每股经营现金流(元)	-1.55
毛利率(%)	9.72
净资产收益率_摊薄(%)	4.04
资产负债率(%)	51.82
总股本/流通股(万股)	241,111.95/228,753.1
	0
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

### 相关报告

《桐昆股份(601233)中报点评：涤纶长丝景气上行与浙石化投资收益推动，上半年业绩大幅增长》 2021-08-20

《桐昆股份(601233)季报点评：行业景气处于高位，一季度业绩大增》 2021-04-30

《桐昆股份(601233)年报点评：产销提升推动业绩逆势增长，浙石化开始贡献收益》 2020-04-23

**联系人：朱宇澍**
**电话：021-50586973**
**地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼**
**邮编：200122**

发布日期：2022 年 05 月 06 日

**事件：公司公布 2021 年年报，2021 年公司实现营业收入 591.31 亿元，同比增长 29.01%；实现归属于母公司股东的净利润 73.32 亿元，同比增长 158.44%，每股收益 3.17 元。公司发布 2022 年一季报，一季度公司实现营业收入 129.94 亿元，同比增长 16.72%，环比增长 47.94%；实现净利润 15.03 亿元，同比下滑 12.45%，环比增长 28.37%。**

- **涤纶长丝景气复苏，浙石化盈利提升推动业绩增长。**2020 年下半年以来，受全球经济复苏推动，涤纶长丝行业需求提升，景气持续上行。2021 年公司涤纶长丝产品量价齐升，推动了业绩的大幅增长。全年公司涤纶长丝产量 737.62 万吨，同比增长 12.32%，销量 718.04 万吨，同比增长 9.52%。其中 POY 销量 542.42 万吨，增长 16.1%，FDY 销量 95.71 万吨，下滑 9.71%，DTY 销量 76.01 万吨，增长 1.29%。从销售价格看，2021 年涤纶长丝平均售价 6941 元/吨，同比提升 33.59%。其中 POY 均价 6629 元/吨，提升 36.28%，FDY 均价 7170 元/吨，提升 29.47%，DTY 均价 8811 元/吨，提升 33.15%。随着行业景气上行，2021 年公司毛利率 11.02%，同比提升 4.7 个百分点。产品量价齐升和毛利率的提高推动公司涤纶长丝主业盈利的提升。

2021 年公司参股 20% 股权的浙石化舟山绿色石化基地投资建设的“4,000 万吨/年炼化一体化项目”各项工程进展顺利。一期工程实现稳定满负荷运行，二期工程炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等全面投料试车，打通全流程。浙石化盈利较 2020 年大幅提升，全年为公司贡献了 44.6 亿元的投资收益，较 2020 年增长 100%，并构成了 2021 年公司利润来源的重要部分。

- **高油价下一季度利润承压，未来有望好转。**2021 年底以来，受俄乌冲突等供给面因素影响，国际油价大幅上涨，目前已进入高油价阶段，大幅推升了公司涤纶长丝业务的成本。同时一季度由于国内部分地区疫情因素导致下游开工下滑，需求不振情况下高成本难以有效传导，公司化纤业务利润承压。2022 年一季度，公司实现营业收入 129.94 亿元，同比增长 16.72%；实现归母净利润 15.03 亿元，同比下滑 12.45%，环比增长 28.37%。一季度公司实现投资收益 10.75 亿元，以此测算，公司涤纶产业链实现净利润约 4.3 亿元，同比下滑约 50%，环比增长约 55%。随着未来俄乌局势的缓解以及下游需求的恢复，未来盈利有望好转。
- **浙石化二期投产，进一步提升投资收益。**公司参股的浙石化二期项目于 2021 年下半年开始投料试生产，预计与 2022 年上半年实

现完全达产，届时炼化产能将由 2000 万吨提升至 4000 万吨。开工负荷和盈利能力稳步提升。2022 年浙石化贡献投资收益 44.6 亿元，是公司业绩的重要支撑。随着浙江石化二期的完全达产，高附加值的化工品陆续产出，有望进一步增厚公司的投资收益，为公司业绩提供有力保障。

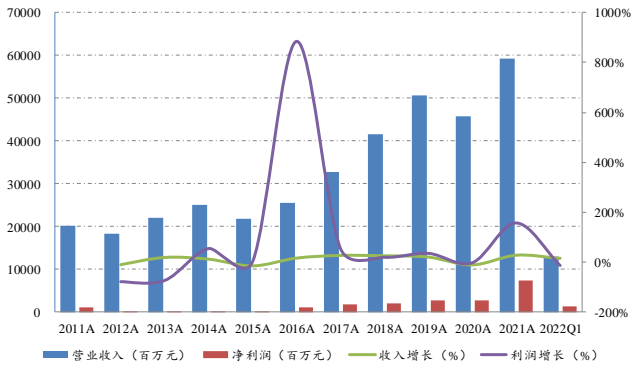
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022、2023 年 EPS 为 3.37 元和 4.42 元，以 5 月 5 日收盘价 15.30 元计算，PE 分别为 4.54 倍和 3.46 倍，公司估值处于历史低位，维持公司“买入”的投资评级。

**风险提示：**原材料价格大幅上涨、下游需求不及预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	45833	59131	68750	75680	85460
增长比率（%）	-9.39%	29.01%	16.27%	10.08%	12.92%
净利润（百万元）	2837	7332	8126	10652	11724
增长比率（%）	-1.64%	158.44%	10.83%	31.08%	10.06%
每股收益(元)	1.52	3.17	3.37	4.42	4.86
市盈率(倍)	13.55	6.68	4.54	3.46	3.15

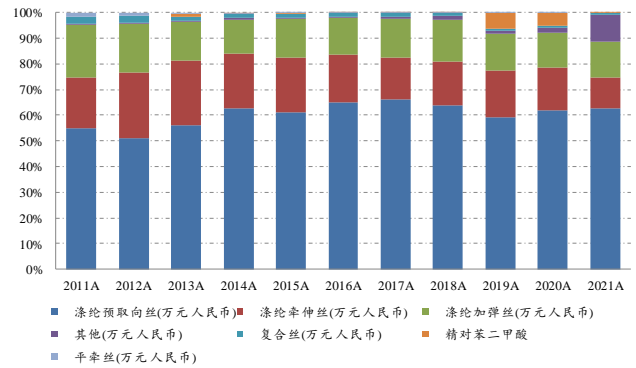
资料来源：中原证券、聚源数据

图 1：公司历年业绩



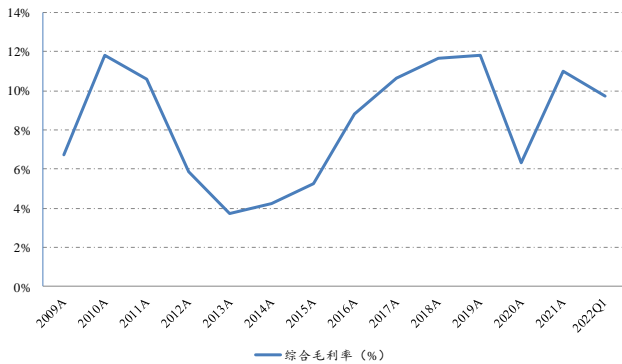
资料来源：中原证券，wind

图 2：公司收入结构



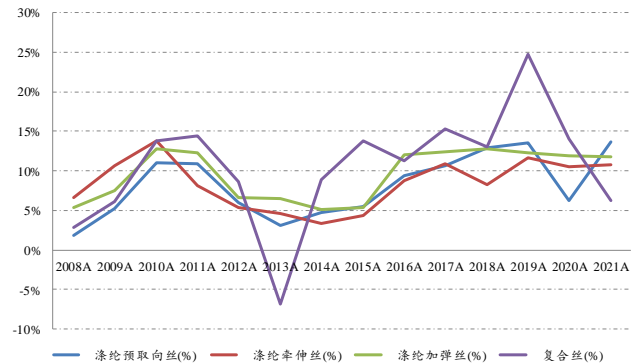
资料来源：中原证券，wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券，wind

图 4：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券，wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>10576</b>	<b>18741</b>	<b>3340</b>	<b>1258</b>	<b>743</b>
现金	6726	11332	2696	615	99
应收票据及应收账款	166	364	0	0	0
其他应收款	38	54	0	0	0
预付账款	313	578	0	0	0
存货	2865	5341	0	0	0
其他流动资产	468	1073	644	644	644
<b>非流动资产</b>	<b>36487</b>	<b>50954</b>	<b>61597</b>	<b>71397</b>	<b>80257</b>
长期投资	12657	17129	21572	26255	30823
固定资产	18765	18665	22793	23479	23377
无形资产	1655	1990	2290	2586	2900
其他非流动资产	3411	13170	14943	19077	23157
<b>资产总计</b>	<b>47063</b>	<b>69695</b>	<b>64937</b>	<b>72656</b>	<b>81001</b>
<b>流动负债</b>	<b>16164</b>	<b>26822</b>	<b>13913</b>	<b>10948</b>	<b>7533</b>
短期借款	7637	12776	10231	7266	3851
应付票据及应付账款	6525	8566	0	0	0
其他流动负债	2002	5481	3682	3682	3682
<b>非流动负债</b>	<b>5074</b>	<b>6868</b>	<b>6868</b>	<b>6868</b>	<b>6868</b>
长期借款	3608	6376	6376	6376	6376
其他非流动负债	1466	492	492	492	492
<b>负债合计</b>	<b>21238</b>	<b>33690</b>	<b>20781</b>	<b>17816</b>	<b>14401</b>
少数股东权益	82	169	193	225	260
股本	2197	2411	2411	2411	2411
资本公积	10728	13732	13732	13732	13732
留存收益	12646	19681	27807	38460	50184
归属母公司股东权益	25743	35836	43963	54615	66339
<b>负债和股东权益</b>	<b>47063</b>	<b>69695</b>	<b>64937</b>	<b>72656</b>	<b>81001</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3344</b>	<b>2794</b>	<b>-353</b>	<b>5820</b>	<b>7788</b>
净利润	2847	7352	8151	10684	11760
折旧摊销	2069	2393	578	2100	3124
财务费用	521	562	739	633	510
投资损失	-2173	-4438	-6188	-7560	-7563
营运资金变动	263	-3249	-3599	0	0
其他经营现金流	-183	175	-34	-38	-43
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4579</b>	<b>-10521</b>	<b>-5000</b>	<b>-4302</b>	<b>-4378</b>
资本支出	-3936	-10046	-6747	-7183	-7378
长期投资	-3720	-36	-4440	-4680	-4563
其他投资现金流	3076	-440	6188	7560	7563
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2751</b>	<b>10541</b>	<b>-3284</b>	<b>-3599</b>	<b>-3925</b>
短期借款	-610	5139	-2545	-2966	-3415
长期借款	2717	2768	0	0	0
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	-4206	-583	-739	-633	-510
<b>现金净增加额</b>	<b>1516</b>	<b>2812</b>	<b>-8637</b>	<b>-2081</b>	<b>-515</b>

资料来源：中原证券、聚源数据

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>45833</b>	<b>59131</b>	<b>68750</b>	<b>75680</b>	<b>85460</b>
营业成本	42937	52615	62540	67180	75850
营业税金及附加	93	147	158	870	464
营业费用	79	80	96	106	120
管理费用	692	995	1066	1173	1325
研发费用	1042	1460	1684	1854	2094
财务费用	327	327	694	623	507
资产减值损失	-3	-17	0	0	0
其他收益	73	103	117	129	145
公允价值变动收益	50	-20	0	0	0
投资净收益	2173	4438	6188	7560	7563
资产处置收益	-2	-1	34	38	43
<b>营业利润</b>	<b>2960</b>	<b>7995</b>	<b>8850</b>	<b>11601</b>	<b>12852</b>
营业外收入	36	40	0	0	0
营业外支出	2	58	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2994</b>	<b>7977</b>	<b>8850</b>	<b>11601</b>	<b>12852</b>
所得税	147	625	699	916	1092
<b>净利润</b>	<b>2847</b>	<b>7352</b>	<b>8151</b>	<b>10684</b>	<b>11760</b>
少数股东损益	10	20	24	32	35
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2837</b>	<b>7332</b>	<b>8126</b>	<b>10652</b>	<b>11724</b>
EBITDA	3138	6298	10097	14292	16448
EPS (元)	1.52	3.17	3.37	4.42	4.86

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-9.39%	29.01%	16.27%	10.08%	12.92%
营业利润 (%)	-21.21%	170.10%	10.69%	31.08%	10.78%
归属母公司净利润 (%)	-1.64%	158.44%	10.83%	31.08%	10.06%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	6.32%	11.02%	9.03%	11.23%	11.25%
净利率 (%)	6.21%	12.43%	11.86%	14.12%	13.76%
ROE (%)	11.02%	20.46%	18.48%	19.50%	17.67%
ROIC	2.66%	6.28%	13.94%	15.90%	15.44%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	45.13%	48.34%	32.00%	24.52%	17.78%
净负债比率 (%)	82.24%	93.57%	47.06%	32.49%	21.62%
流动比率	0.65	0.70	0.24	0.11	0.10
速动比率	0.46	0.48	0.24	0.11	0.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.97	0.85	1.06	1.04	1.06
应收账款周转率	276.12	162.53			
应付账款周转率	14.34	12.53			
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	3.17	3.37	4.42	4.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.39	1.16	-0.15	2.41	3.23
每股净资产 (最新摊薄)	10.68	14.86	18.23	22.65	27.51
<b>估值比率</b>					
P/E	13.55	6.68	4.54	3.46	3.15
P/B	1.93	1.43	0.84	0.68	0.56
EV/EBITDA	16.23	9.69	5.24	3.64	2.99

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。