

# 桐昆股份 (601233)

## 景气先行, 估值筑底

买入 (维持)

2023年06月11日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	61,993	74,802	86,340	101,895
同比	5%	21%	15%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	130	3,487	5,099	6,709
同比	-98%	2578%	46%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	1.45	2.11	2.78
P/E (现价&最新股本摊薄)	237.58	8.87	6.07	4.61

关键词: #大股东增持 #产能扩张 #困境反转

### 投资要点

- **事件:** 2023年5月31日, 公司董事会选举陈蕾女士担任公司董事长; 2023年6月9日, 公司持股5%以上股东磊鑫实业通过二级市场竞价交易增持公司股份, 增持后持股比例达5.42%。未来12个月内, 磊鑫实业将继续增持不低于2亿元、不超过4亿元, 增持价格不高于18元/股。
- **底部增持彰显信心, 价差已先于估值修复:** 年初以来, 涤纶长丝震荡复苏, 其中4月份受原料强势影响阶段性承压, 随后再度修复, 截至6月9日, POY/FDY/DTY近五年价差分位数已回升至53%/80%/48%, 而同期公司PB仅为0.9倍, 仍处于近五年4%分位, 估值修复明显滞后于价差表现。大股东在此背景下增持股份, 彰显了对于公司经营前景的信心。
- **全产业链库存回落, 看好涤纶长丝向上弹性:** 22Q4以来行业进入主动去库周期, 截至6月8日, POY/FDY/DTY库存天数分别为14/19/26天, 较去年同期分别回落16/11/9天, 同时下游织造环节库存维持中低位, 终端服装环节已连续13个月去库, 全产业链库存均回归合理区间。向后看, 低库存将赋予行业更高的业绩弹性, 随着国内纺服零售好转, 以及出口需求边际企稳, 下游补库力度或将加大, 长丝开工率和盈利中枢有望进一步修复。
- **聚酯链在建项目丰富, 远期有望再造一个“新桐昆”:** 截至23Q1, 公司在建工程210亿, 在建工程/固定资产比值达93%, 极具成长性。具体上看, 长丝方面恒超二期60万吨、嘉通一期5#30万吨、恒阳首套30万吨、新疆宇欣30万吨聚合装置已于23Q1投产, 预计全年新增长丝产能或达300万吨, 另外还有安徽佑顺、福建古雷两个项目处于规划阶段。PTA方面, 嘉通一期2#装置将于Q2投产, 届时公司PTA产能将达到970万吨。乙二醇方面, 新疆120万吨天然气制乙二醇项目一期预计于年底进入试生产阶段。
- **浙石化盈利环比改善, 新材料延伸持续增厚投资收益:** 年初以来国内成品油盈利向好, 芳烃高景气, 油制烯烃利润回升, 浙石化盈利逐步改善。与此同时, 浙石化追加1178亿投资下游三大新材料项目, 精细化水平和附加值持续提升, 有望为公司贡献高额投资收益。
- **盈利预测与投资评级:** 长丝行业景气度逐渐修复, 公司产能不断释放, 我们维持公司2023-2025年归母净利润35、51和67亿元, 按2023年6月9日收盘价计算, 对应PE分别8.9、6.1和4.6倍。周期底部投资价值凸显, 公司业绩弹性与成长性兼具, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格剧烈波动、终端需求表现疲软、投产不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.83
一年最低/最高价	11.84/17.98
市净率(倍)	0.90
流通A股市值(百万元)	29,349.02
总市值(百万元)	30,934.66

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.18
资产负债率(% ,LF)	62.41
总股本(百万股)	2,411.12
流通A股(百万股)	2,287.53

### 相关研究

《桐昆股份(601233): 2023年一季度报点评: 产能扩张叠加需求复苏, 盈利拐点将至》

2023-04-28

《桐昆股份(601233): 2022年年报点评: 盈利短期承压+产能持续扩张, 业绩增长未来可期》

2023-04-24

桐昆股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>22,462</b>	<b>36,341</b>	<b>45,548</b>	<b>56,682</b>	<b>营业总收入</b>	<b>61,993</b>	<b>74,802</b>	<b>86,340</b>	<b>101,895</b>
货币资金及交易性金融资产	12,160	25,943	32,815	41,785	营业成本(含金融类)	59,988	70,474	80,494	92,908
经营性应收款项	1,785	2,208	2,543	2,988	税金及附加	152	184	212	250
存货	7,386	6,849	8,640	10,147	销售费用	101	112	130	153
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,193	1,402	1,618	1,910
其他流动资产	1,131	1,341	1,550	1,762	研发费用	1,655	1,847	2,131	2,515
<b>非流动资产</b>	<b>67,678</b>	<b>75,145</b>	<b>81,574</b>	<b>88,238</b>	财务费用	427	1,468	1,901	2,130
长期股权投资	18,502	21,425	23,500	25,999	加:其他收益	88	53	92	91
固定资产及使用权资产	23,431	22,671	21,721	20,581	投资净收益	1,232	4,000	5,200	5,200
在建工程	20,483	25,483	30,483	35,483	公允价值变动	30	0	0	0
无形资产	2,294	2,598	2,903	3,207	减值损失	(174)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(16)	(8)	(11)	(17)
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>(363)</b>	<b>3,351</b>	<b>5,124</b>	<b>7,293</b>
其他非流动资产	2,968	2,968	2,968	2,968	营业外净收支	37	12	9	10
<b>资产总计</b>	<b>90,140</b>	<b>111,486</b>	<b>127,123</b>	<b>144,920</b>	<b>利润总额</b>	<b>(325)</b>	<b>3,364</b>	<b>5,134</b>	<b>7,303</b>
<b>流动负债</b>	<b>39,077</b>	<b>54,883</b>	<b>63,352</b>	<b>72,354</b>	减:所得税	(462)	(159)	(17)	526
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,852	39,507	44,679	49,679	<b>净利润</b>	<b>136</b>	<b>3,523</b>	<b>5,150</b>	<b>6,777</b>
经营性应付款项	12,510	10,897	13,304	16,366	减:少数股东损益	6	35	52	68
合同负债	1,118	838	1,010	1,334	<b>归属母公司净利润</b>	<b>130</b>	<b>3,487</b>	<b>5,099</b>	<b>6,709</b>
其他流动负债	2,597	3,641	4,358	4,974	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	1.45	2.11	2.78
非流动负债	16,056	18,556	21,056	23,556	EBIT	(1,181)	4,796	6,984	9,364
长期借款	15,315	17,815	20,315	22,815	EBITDA	1,542	7,627	10,004	12,575
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.23	5.79	6.77	8.82
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	0.21	4.66	5.91	6.58
其他非流动负债	721	721	721	721	收入增长率(%)	4.79	20.66	15.42	18.02
<b>负债合计</b>	<b>55,134</b>	<b>73,439</b>	<b>84,408</b>	<b>95,910</b>	归母净利润增长率(%)	(98.26)	2,578.36	46.20	31.59
归属母公司股东权益	34,698	37,703	42,320	48,547					
少数股东权益	308	344	395	463					
<b>所有者权益合计</b>	<b>35,006</b>	<b>38,047</b>	<b>42,715</b>	<b>49,010</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>90,140</b>	<b>111,486</b>	<b>127,123</b>	<b>144,920</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,073	3,000	5,973	8,934	每股净资产(元)	14.39	15.64	17.55	20.13
投资活动现金流	(16,292)	(6,304)	(4,262)	(4,691)	最新发行在外股份(百万股)	2,411	2,411	2,411	2,411
筹资活动现金流	12,825	17,087	5,162	4,727	ROIC(%)	0.76	5.96	6.90	7.58
现金净增加额	(2,390)	13,783	6,872	8,970	ROE-摊薄(%)	0.38	9.25	12.05	13.82
折旧和摊销	2,723	2,831	3,021	3,211	资产负债率(%)	61.16	65.87	66.40	66.18
资本开支	(15,019)	(7,381)	(7,387)	(7,393)	P/E (现价&最新股本摊薄)	237.58	8.87	6.07	4.61
营运资本变动	(864)	(1,779)	453	1,435	P/B (现价)	0.89	0.82	0.73	0.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

