

# 桐昆股份 (601233)

## 开启炼化新征程

买入 (维持)

2023年06月27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

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@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)	237.95	8.88	6.08	4.62

关键词: #产能扩张 #一体化 #困境反转

### 投资要点

■ **事件:** 2023年6月26日,公司公告拟携手新凤鸣投资86亿美元,在印尼北加里曼丹工业园区建设1600万吨/年炼化一体化项目,项目建设周期为4年,投产后预计可实现年均营业收入104亿美元、年均税后净利润13亿美元。

■ **进军炼化补齐产业短板,减油增化竞争力突出。** 1) **项目方案:** 印尼项目规划建设1600万吨/年炼油装置,下游年产430万吨成品油、485万吨PX(最大产能可达520万吨)、170万吨纯苯、52万吨醋酸、45万吨硫磺、70万吨丙烷、72万吨正丁烷、50万吨FDPE、37万吨光伏级EVA、24万吨聚丙烯等。其中成品油、硫磺等产品由印尼国内市场消化, PX、醋酸、苯、丙烷等产品由中国市场消化,聚乙烯、EVA、聚丙烯等产品由中国、印尼及东盟市场共同消化。2) **产品结构:** 项目通过配套渣油加氢、柴蜡油加氢等重质原料加工装置,最大化生产化工原料,化工品收率超过70%,其中PX收率超过32%(PX产能/炼化产能),在同类型项目中位居前列。

■ **长丝巨头强强联合,股权协同开启共赢新篇章。** 1) **此次项目实施主体为泰昆石化,桐昆股份为实际控制人。** 其中中华灿国际和上海青翎分别持有泰昆石化90%、10%的股权,而桐昆香港(桐昆股份全资子公司)和罗科史巴克(新凤鸣全资子公司)则分别持有华灿国际51%、49%的股权,桐昆股份通过桐昆香港和华灿国际两层股权架构,对印尼项目拥有实际控制权。2) 印尼项目的启动标志着两大长丝巨头的战略融合,未来双方还将在广西钦州布点炼化下游产品的深加工基地(此前公司已公告收购广西桐昆65%的股权),以满足国内云、贵、川以及广西、广东等省份及“一带一路”沿线国家对下游化工产品的需求。

■ **项目总投资86亿美元,建设周期4年,资本开支节奏可控。** 根据公告披露,项目总投资金额为86亿美元,其中银团贷款融资60亿美元,自筹资金26亿美元,按持股比例换算,公司需承担的资本金部分为11.9亿美元,考虑到4年的建设周期,年均投资规模在3亿美元左右(公司近三年经营现金流均值为24亿元),整体资本开支节奏可控。

■ **盈利预测与投资评级:** 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26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,大炼化项目启动打开远期成长空间,维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 审批进度不及预期、炼化市场竞争加剧、跨国经营风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.85
一年最低/最高价	11.84/17.19
市净率(倍)	0.91
流通 A 股市值(百万元)	29,394.77
总市值(百万元)	30,982.89

### 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):景气先行,估值筑底》

2023-06-11

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)	237.95	8.88	6.08	4.62
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>

