

桐昆股份 (601233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外炼化打开二次成长曲线

事件点评

2023年6月26日桐昆股份公告拟启动泰坤石化(印尼)有限公司印尼北加炼化一体化项目,项目包含年产430万吨成品油,520万吨PX,80万吨乙烯及聚乙烯、EVA、聚丙烯等产品。项目预计投资额86.2亿美元,建设期共为4年,每年投资额约为21.56亿美元,每年投资额约为21.56亿美元,项目建成后原油加工量将达到1600万吨/年。

经营分析

新规划项目完善公司全产业链一体化布局:海外炼化项目积极布局炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施,有助于公司产业链价值链供应链一体化建设,项目规模为1600万吨/年炼油,520万吨/年PX以及80万吨/年乙烯。其中,PX产品将运回国内供桐昆股份、新凤鸣聚酯生产基地使用,加快发展下游PTA聚酯纺丝产业。

重芳烃轻烯烃布局有望打开业绩二次成长曲线:公司侧重芳烃布局,印尼炼化一体化项目规划了430万吨/年成品油,520万吨/年PX,80万吨/年乙烯产能,整体规划重芳烃轻烯烃。伴随全球“双碳”政策的推进,海外老旧炼厂持续出清,推动成品油-原油价差走阔。通过回溯2021年至今新加坡柴油汽油价差,柴油/汽油平均价差为20.73美元/桶和14.84美元/桶,而PX的原料可作为调油组分,PX-原油价差持续维持较高水平,2021年至今PX-原油平均价差达2635.14元/吨以上,伴随着“双碳”持续推进,成品油及PX环节价差有望维持中高位,重芳烃轻烯烃布局有望打开业绩二次成长曲线。

长丝价差持续修复有望获得显著业绩弹性:当前涤纶长丝进入消费旺季,开工率提升的同时伴随产品持续去库,长丝价差持续得到修复。截至6月26日,聚酯开工率和下游织机开工率分别为87.4%和62.56%,POY/FDY/DTY实物库存水平分别为14/18/25天,相较于5月平均库存水平下降5.25/1.75/3.5天。POY在4-6月产品价差均值分别为929元/1169元/1281元/吨,FDY在4-6月价差均值分别为1429元/1687元/1834元/吨,DTY在4-6月份价差均值分别为2141元/2332元/2500元/吨,长丝价差环比持续改善,伴随终端需求持续修复有望获得业绩弹性。

盈利预测、估值与评级

我们看好海外炼化项目对公司未来业绩的提振效果,以及需求回暖时长丝产业存在的业绩弹性,但当前炼化项目还未正式批准,长丝恢复仍在初期,因此我们维持2023-2025年的盈利预测,预计公司23-25年归母净利润为15.27/50.06/80.13亿元,对应EPS为0.63/2.08/3.32元,对应PE为20.37X/6.21X/3.88X,维持“买入”评级。

风险提示

(1) 审批不通过或审批时间过长风险;(2) 油价单向大幅波动风险;(3) 疫情反复扰乱终端产品销售及运输;(4) 终端需求严重需求恶化;(5) 地缘政治风险;(6) 项目建设进度不及预期;(7) 美元汇率大幅波动风险;(8) 其他不可抗力影响。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):12.85元

相关报告:

- 《桐昆股份公司点评:景气触底回升!》,2023.4.29
- 《桐昆股份公司点评:长丝景气触底,期待持续回暖!》,2023.4.22
- 《桐昆股份公司点评:龙头历坎坷,回暖值得期待!》,2023.1.31



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,131	61,993	76,766	86,011	93,546
营业收入增长率	29.01%	4.84%	23.83%	12.04%	8.76%
归母净利润(百万元)	7,332	130	1,527	5,006	8,013
归母净利润增长率	157.58%	-98.22%	1072.58%	227.89%	60.06%
摊薄每股收益(元)	3.041	0.054	0.633	2.076	3.323
每股经营性现金流净额	1.16	0.44	-0.09	3.01	3.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.46%	0.38%	4.23%	12.34%	16.77%
P/E	6.96	267.57	20.37	6.21	3.88
P/B	1.43	1.00	0.86	0.77	0.65

来源:公司年报、国金证券研究所

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)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	45,833	59,131	61,993	76,766	86,011	93,546	货币资金	6,726	11,332	11,670	13,080	20,025	28,571	
增长率		29.0%	4.8%	23.8%	12.0%	8.8%	应收款项	478	846	1,453	1,392	1,560	1,697	
主营业务成本	-42,937	-52,615	-59,988	-71,900	-78,780	-84,880	存货	2,865	5,341	7,386	7,490	8,207	8,842	
%销售收入	93.7%	89.0%	96.8%	93.7%	91.6%	90.7%	其他流动资产	507	1,222	1,954	2,148	1,120	2,252	
毛利	2,895	6,516	2,005	4,866	7,231	8,666	流动资产	10,575	18,741	22,462	24,111	30,912	41,363	
%销售收入	6.3%	11.0%	3.2%	6.3%	8.4%	9.3%	%总资产	22.5%	26.9%	24.9%	25.9%	30.3%	36.5%	
营业税金及附加	-90	-147	-152	-154	-172	-187	长期投资	12,820	17,254	18,568	18,568	18,568	18,568	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	21,062	27,753	43,881	46,007	48,269	49,133	
销售费用	-79	-80	-101	-123	-138	-150	%总资产	44.8%	39.8%	48.7%	49.5%	47.3%	43.3%	
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,598	1,990	2,294	2,446	2,497	2,546	
管理费用	-688	-995	-1,193	-1,535	-1,720	-1,871	非流动资产	36,413	50,954	67,678	68,821	71,134	72,049	
%销售收入	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	77.5%	73.1%	75.1%	74.1%	69.7%	63.5%	
研发费用	-1,042	-1,460	-1,655	-1,919	-2,150	-2,339	资产总计	46,989	69,695	90,140	92,932	102,046	113,411	
%销售收入	2.3%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	7,642	14,899	22,852	23,520	25,765	27,023	
息税前利润 (EBIT)	995	3,835	-1,095	1,135	3,051	4,119	应付款项	6,783	9,009	12,960	10,968	12,018	12,949	
%销售收入	2.2%	6.5%	n.a	1.5%	3.5%	4.4%	其他流动负债	1,734	2,914	3,266	1,021	836	1,803	
财务费用	-327	-327	-427	-1,014	-1,172	-1,100	流动负债	16,159	26,822	39,077	35,509	38,619	41,774	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	1.3%	1.4%	1.2%	长期贷款	3,608	6,376	15,315	20,315	21,815	22,815	
资产减值损失	7	-33	-174	-153	-15	-13	其他长期负债	1,466	492	741	744	742	740	
公允价值变动收益	50	-20	30	0	0	0	负债	21,234	33,690	55,134	56,568	61,176	65,330	
投资收益	2,173	4,438	1,232	1,828	4,026	6,420	普通股股东权益	25,672	35,836	34,698	36,056	40,562	47,773	
%税前利润	72.4%	55.6%	-378.6%	101.8%	68.4%	68.1%	其中：股本	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411	
营业利润	2,969	7,995	-363	1,796	5,890	9,427	未分配利润	11,656	18,531	17,953	19,327	23,833	31,044	
营业利润率	6.5%	13.5%	n.a	2.3%	6.8%	10.1%	少数股东权益	82	169	308	308	308	308	
营业外收支	33	-18	37	0	0	0	负债股东权益合计	46,989	69,695	90,140	92,932	102,046	113,411	
税前利润	3,003	7,977	-325	1,796	5,890	9,427	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	6.6%	13.5%	n.a	2.3%	6.8%	10.1%	每股指标							
所得税	-147	-625	462	-269	-883	-1,414	每股收益	1.296	3.041	0.054	0.633	2.076	3.323	
所得税率	4.9%	7.8%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	11.685	14.863	14.391	14.954	16.823	19.814	
净利润	2,856	7,352	136	1,527	5,006	8,013	每股经营现金净流	1.524	1.159	0.445	-0.086	3.012	3.105	
少数股东损益	10	20	6	0	0	0	每股股利	0.130	0.330	0.000	0.063	0.208	0.332	
归属于母公司的净利润	2,847	7,332	130	1,527	5,006	8,013	回报率							
净利率	6.2%	12.4%	0.2%	2.0%	5.8%	8.6%	净资产收益率	11.09%	20.46%	0.38%	4.23%	12.34%	16.77%	
							总资产收益率	6.06%	10.52%	0.14%	1.64%	4.91%	7.07%	
							投入资本收益率	2.47%	6.17%	0.63%	1.20%	2.93%	3.57%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-9.39%	29.01%	4.84%	23.83%	12.04%	8.76%	
							EBIT增长率	-74.54%	285.33%	-128.57%	-203.63%	168.77%	35.03%	
							净利润增长率	-1.31%	157.58%	-98.22%	1072.58%	227.89%	60.06%	
							总资产增长率	17.47%	48.32%	29.34%	3.10%	9.81%	11.14%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	1.7	1.6	3.4	3.4	3.4	3.4	
							存货周转天数	23.7	28.5	38.7	38.8	38.8	38.8	
							应付账款周转天数	25.9	24.9	41.2	30.0	30.0	30.0	
							固定资产周转天数	149.4	115.2	137.8	115.8	104.7	96.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	22.14%	27.61%	74.29%	83.23%	66.22%	43.21%	
							EBIT利息保障倍数	3.0	11.7	-2.6	1.1	2.6	3.7	
							资产负债率	45.19%	48.34%	61.16%	60.87%	59.95%	57.60%	

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-31	买入	19.94	48.00~48.00
2	2022-01-30	买入	20.67	46.50~46.50
3	2022-04-28	买入	14.30	N/A
4	2022-08-23	买入	15.58	N/A
5	2022-10-30	买入	12.53	N/A
6	2023-01-31	买入	15.35	N/A
7	2023-04-22	买入	13.22	N/A
8	2023-04-29	买入	12.90	N/A

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。

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806