

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

## 二季度经营回暖, 未来业绩有望延续复苏

——桐昆股份(601233)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

发布日期: 2023年07月27日

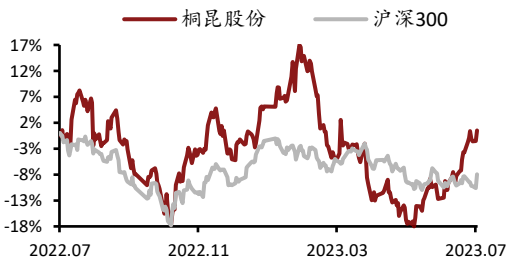
#### 市场数据(2023-07-26)

收盘价(元)	15.10
一年内最高/最低(元)	17.05/12.06
沪深300指数	3,907.01
市净率(倍)	1.04
流通市值(亿元)	345.42

#### 基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	14.18
每股经营现金流(元)	-0.95
毛利率(%)	4.79
净资产收益率_摊薄(%)	-1.43
资产负债率(%)	62.41
总股本/流通股(万股)	241,111.95/228,753.1
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)公司点评报告: 需求下滑与成本上行压制盈利, 未来有望复苏》

2023-01-31

《桐昆股份(601233)中报点评: 成本上行与需求承压导致盈利下滑, 龙头扩张强化竞争优势》 2022-08-31

《桐昆股份(601233)年报点评: 涤纶长丝景气复苏与浙石化收益推动业绩增长》

2022-05-06

联系人: 马嶽琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

**投资要点:** 公司公布2023年上半年业绩预减公告, 预计2023年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为0.9亿元-1.3亿元, 同比减少21.72亿元至22.12亿元, 降幅94.35%至96.09%。扣除非经常性损益后, 预计2023年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为200万元-4200万元, 同比减少22.16亿元至22.56亿元, 降幅98.14%-99.91%。

- **长丝主业景气提升, 公司业绩二季度环比改善。** 2023年以来, 随着宏观经济的复苏, 涤纶长丝行业景气度有所回暖, 价格、盈利均有所上行。根据卓创资讯数据, 2023年1季度和2季度, 我国涤纶长丝FDY均价分别为8112元/吨和8148元/吨, 环比分别上涨2.24%和0.44%; 涤纶DTY均价8753元/吨和8887元/吨, 环比分别上涨2.43%和1.53%; 涤纶POY均价7364元/吨和7779元/吨, 环比下跌4.85%和上涨5.63%。受涤纶长丝主业景气回暖推动, 公司单季度盈利环比逐步改善。根据公司业绩预告测算, 二季度公司实现净利润5.8-6.2亿元, 环比大幅扭亏。
- **下游需求复苏, 公司盈利有望持续改善。** 2023年以来, 受下游需求复苏的拉动, 涤纶长丝行业开工率持续提升, 行业库存逐步走低。根据卓创资讯数据, 截至7月20日, 我国涤纶长丝行业整体开工率88%, 处于近年来高位。行业库存天数18.4天, 较年初的21.4天显著下降。下游需求方面, 今年以来我国纺织服装销售额呈现较为明显的复苏态势。1-6月服装鞋帽等纺织品零售总额6834亿元, 同比增长8.79%, 其中服装零售总额5016.7亿元, 同比增长12.4%。目前涤纶长丝行业竞争格局总体较好, 行业集中度不断提升。随着下游需求的复苏, 行业景气有望进一步回升, 推动公司盈利的持续改善。
- **长丝龙头底部扩产, 进一步巩固竞争优势。** 截至2022年底, 公司拥有910万吨聚酯聚合产能, 960万吨涤纶长丝产能, 规模位列全球第一。公司在行业景气底部保持扩张态势, 竞争优势进一步稳固。未来公司仍有部分产能陆续投放, 其中嘉通一期剩余四套预计年内投产, 此外公司两套250万吨PTA装置分布于2022年下半年和2023上半年投产, 届时公司PTA产能将达1000万吨, 实现PTA的完全自给。随着公司规模的继续扩张, 公司在涤纶长丝领域的市场占有率有望继续提升, 竞争优势进一步巩固。
- **布局印尼炼化产业链布局进一步完善。** 6月27日, 公司公告启动泰昆石化(印尼)有限公司印尼北加炼化一体化项目。桐昆股份和新凤鸣共同成立的华灿国际(桐昆香港股权占比51%)与海

邮编： 200122

青翎在印尼共同成立泰昆石化（华灿国际股权占比 90%）。该项目包括炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施。项目规模为 1600 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）产能 520 万吨/年，乙烯 80 万吨/年。项目总投资 86.24 亿美元，项目建成后预计年均税后利润 13.28 亿美元，税后财务内部收益率 16.68%。随着印尼石化项目的投产，公司涤纶产业链上游有望彻底打通，为公司后续成长带来动力。

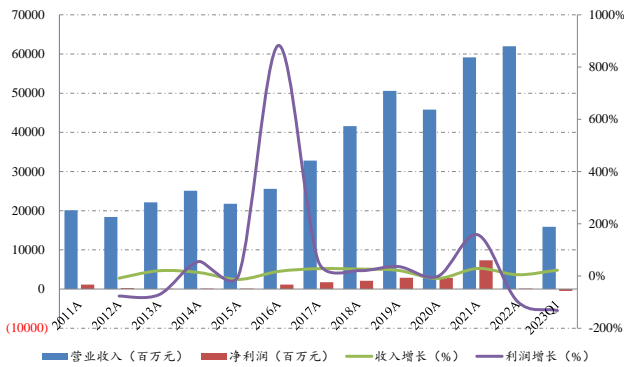
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2023、2024 年 EPS 为 0.65 元和 1.68 元，以 7 月 26 日收盘价 15.10 元计算，PE 分别为 23.21 倍和 9.00 倍。考虑到公司的发展前景，维持公司“买入”的投资评级。

**风险提示：**油价大幅波动，产品价格下跌，新项目进展低于预期

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	59,157	61,993	71,206	81,793	93,958
增长比率（%）	29.07	4.79	14.86	14.87	14.87
净利润（百万元）	7,464	130	1,569	4,044	4,745
增长比率（%）	163.10	-98.26	1104.74	157.81	17.33
每股收益(元)	3.10	0.05	0.65	1.68	1.97
市盈率(倍)	4.88	279.61	23.21	9.00	7.67

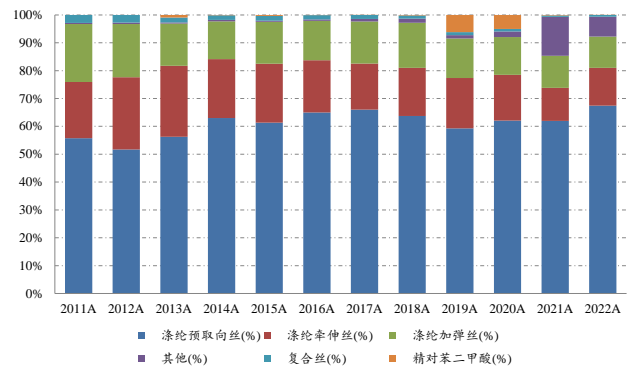
资料来源：中原证券，聚源数据

图 1：公司历年业绩增长



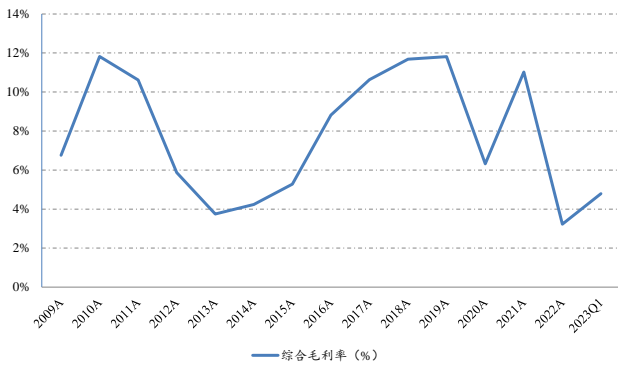
资料来源：中原证券、wind

图 2：公司收入结构



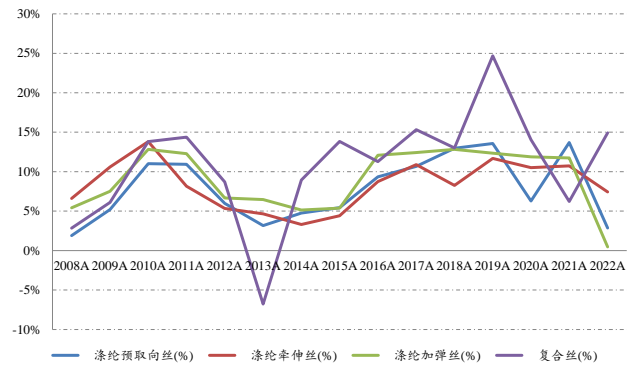
资料来源：中原证券、wind

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>18,746</b>	<b>22,462</b>	<b>20,443</b>	<b>23,201</b>	<b>24,511</b>
现金	11,332	11,670	11,197	11,828	13,282
应收票据及应收账款	364	795	511	743	562
其他应收款	54	48	60	60	60
预付账款	578	380	549	654	679
存货	5,356	7,386	6,005	7,667	7,547
其他流动资产	1,063	2,184	2,121	2,249	2,381
<b>非流动资产</b>	<b>51,080</b>	<b>67,678</b>	<b>73,089</b>	<b>78,027</b>	<b>82,498</b>
长期投资	17,275	18,502	18,502	18,502	18,502
固定资产	18,661	23,399	35,551	43,860	50,016
无形资产	1,990	2,294	2,294	2,294	2,294
其他非流动资产	13,155	23,483	16,742	13,371	11,686
<b>资产总计</b>	<b>69,826</b>	<b>90,140</b>	<b>93,532</b>	<b>101,228</b>	<b>107,010</b>
<b>流动负债</b>	<b>26,821</b>	<b>39,077</b>	<b>40,912</b>	<b>44,554</b>	<b>45,579</b>
短期借款	12,776	19,507	23,507	24,507	25,507
应付票据及应付账款	8,566	12,499	10,190	12,453	12,085
其他流动负债	5,480	7,072	7,215	7,594	7,987
<b>非流动负债</b>	<b>6,868</b>	<b>16,056</b>	<b>16,056</b>	<b>16,056</b>	<b>16,056</b>
长期借款	6,376	15,315	15,315	15,315	15,315
其他非流动负债	492	741	741	741	741
<b>负债合计</b>	<b>33,689</b>	<b>55,134</b>	<b>56,969</b>	<b>60,611</b>	<b>61,635</b>
少数股东权益	169	308	312	322	334
股本	2,411	2,411	2,410	2,410	2,410
资本公积	13,732	13,732	13,717	13,717	13,717
留存收益	19,813	19,159	20,727	24,771	29,516
归属母公司股东权益	35,969	34,698	36,251	40,295	45,040
<b>负债和股东权益</b>	<b>69,826</b>	<b>90,140</b>	<b>93,532</b>	<b>101,228</b>	<b>107,010</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,794</b>	<b>1,073</b>	<b>3,862</b>	<b>5,383</b>	<b>5,634</b>
净利润	7,485	136	1,573	4,054	4,757
折旧摊销	2,393	2,723	3,470	3,937	4,395
财务费用	562	693	785	876	913
投资损失	-4,584	-1,232	-1,424	-4,090	-4,698
营运资金变动	-3,236	-860	-619	515	168
其他经营现金流	175	-388	77	90	99
<b>投资活动现金流</b>	<b>-10,521</b>	<b>-16,292</b>	<b>-7,534</b>	<b>-4,875</b>	<b>-4,267</b>
资本支出	-10,046	-15,019	-8,958	-8,965	-8,965
长期投资	-36	-13	0	0	0
其他投资现金流	-440	-1,260	1,424	4,090	4,698
<b>筹资活动现金流</b>	<b>10,541</b>	<b>12,825</b>	<b>3,199</b>	<b>124</b>	<b>87</b>
短期借款	5,139	6,731	4,000	1,000	1,000
长期借款	2,768	8,939	0	0	0
普通股增加	214	0	-1	0	0
资本公积增加	3,004	1	-15	0	0
其他筹资现金流	-583	-2,846	-785	-876	-913
<b>现金净增加额</b>	<b>2,812</b>	<b>-2,390</b>	<b>-473</b>	<b>631</b>	<b>1,454</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>59,157</b>	<b>61,993</b>	<b>71,206</b>	<b>81,793</b>	<b>93,958</b>
营业成本	52,656	59,988	66,952	76,903	88,339
营业税金及附加	147	152	178	204	235
营业费用	80	101	100	115	132
管理费用	995	1,193	1,189	1,366	1,569
研发费用	1,460	1,655	1,759	2,020	2,302
财务费用	327	427	657	753	783
资产减值损失	-17	-140	-119	-125	-134
其他收益	103	88	0	0	0
公允价值变动收益	-20	30	0	0	0
投资净收益	4,584	1,232	1,424	4,090	4,698
资产处置收益	-1	-16	7	0	0
<b>营业利润</b>	<b>8,126</b>	<b>-363</b>	<b>1,684</b>	<b>4,396</b>	<b>5,164</b>
营业外收入	40	45	40	40	40
营业外支出	58	8	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>8,108</b>	<b>-325</b>	<b>1,719</b>	<b>4,431</b>	<b>5,199</b>
所得税	623	-462	146	377	442
<b>净利润</b>	<b>7,485</b>	<b>136</b>	<b>1,573</b>	<b>4,054</b>	<b>4,757</b>
少数股东损益	20	6	4	10	12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,464</b>	<b>130</b>	<b>1,569</b>	<b>4,044</b>	<b>4,745</b>
EBITDA	6,283	1,542	4,498	5,121	5,777
EPS (元)	3.23	0.05	0.65	1.68	1.97

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	29.07	4.79	14.86	14.87	14.87
营业利润 (%)	174.53	-104.46	564.45	161.09	17.46
归属母公司净利润 (%)	163.10	-98.26	1104.74	157.81	17.33
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	10.99	3.23	5.97	5.98	5.98
净利率 (%)	12.62	0.21	2.20	4.94	5.05
ROE (%)	20.75	0.38	4.33	10.04	10.53
ROIC (%)	6.25	0.68	1.20	1.29	1.41
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	48.25	61.16	60.91	59.88	57.60
净负债比率 (%)	93.23	157.50	155.81	149.22	135.84
流动比率	0.70	0.57	0.50	0.52	0.54
速动比率	0.45	0.35	0.31	0.31	0.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.01	0.78	0.78	0.84	0.90
应收账款周转率	223.32	107.03	109.09	130.51	144.00
应付账款周转率	14.64	8.86	9.00	11.25	12.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	3.10	0.05	0.65	1.68	1.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.16	0.44	1.60	2.23	2.34
每股净资产 (最新摊薄)	14.92	14.39	15.03	16.71	18.68
<b>估值比率</b>					
P/E	4.88	279.61	23.21	9.00	7.67
P/B	1.01	1.05	1.00	0.90	0.81
EV/EBITDA	9.71	39.79	14.98	13.23	11.65

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 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。