

桐昆股份 (601233.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

龙头历坎坷，回暖值期待！

业绩简评

2023年01月30日公司披露年度业绩预告，预计全年实现归母净利润3.00-4.20亿元，同比下降94.27%-95.91%，实现扣非净利润2.00-3.00亿元，同比下降95.89%-97.26%。

经营分析

原油、产品价格下跌引发库存损失，终端需求承压，价差收窄，库存保持高位运行：2022年四季度，受疫情以及整体经济形势影响，公司产品的终端需求短期承压，导致涤纶长丝主要品种行业平均库存天数持续高位运行，四季度涤纶长丝POY行业平均库存天数在30天附近波动，且POY-PTA/MEG月度平均价差全年维持中低位运行，对业绩产生负面影响。

浙石化新材料深加工项目稳步推进，国产自给助力附加值提升：桐昆股份参股公司浙石化在舟山绿色石化基地投建的年产40万吨ABS装置于近期投料成功，目前已顺利产出合格产品。浙石化规划投建的140万吨/年乙烯及下游化工装置项目、高性能树脂项目、高端新材料项目持续推进，有助于提高高端材料的国产自给率，并提高产品附加值，助力公司投资收益长期增长。

聚酯一体化项目临近全面投产，助力提高产业链一体化水准：公司自筹资金建设的年产500万吨PTA、240万吨聚酯纺丝桐昆（洋口港）聚酯一体化项目及配套项目有望逐步建成投产，项目建成后将进一步扩大公司聚酯产能，提高公司产业链一体化水平，有望降低生产成本，放大利润空间。

盈利预测与评级

我们看好公司聚酯一体化项目未来对产品价差拉阔的助力效果，以及需求回暖时长丝产业存在的业绩弹性。考虑经济仍处于回暖初期，我们下调了公司2023/2024年盈利预测，下调幅度为33%/19%，预计公司22-24年净利为3.6/30/65亿元，对应EPS0.15/1.25/2.71元，对应PE为95.99X/11.55X/5.34X，维持“买入”评级。

风险提示

1. 原油价格单向大幅波动风险；2. 终端需求严重需求恶化；3. 地缘政治风险；4. 项目建设进度不及预期；5. 美元汇率大幅波动风险；6. 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）：15.35元

相关报告：

- 《聚酯需求走弱，高成长逻辑不变！-桐昆股份三季报点评》，2022.10.30
- 《浙石化新材料产能扩产值得期待！-桐昆股份中报点评》，2022.8.23
- 《浙石化二期转固值得期待！-桐昆股份点评》，2022.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	45,833	59,131	55,940	84,443	106,867
营业收入增长率	-9.39%	29.01%	-5.40%	50.95%	26.56%
归母净利润(百万元)	2,847	7,332	363	3,016	6,521
归母净利润增长率	-1.31%	157.58%	-95.05%	730.91%	116.22%
摊薄每股收益(元)	1.296	3.041	0.151	1.251	2.705
每股经营性现金流净额	1.52	1.16	-0.32	3.71	4.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.09%	20.46%	1.00%	7.77%	14.64%
P/E	15.89	6.96	95.99	11.55	5.34
P/B	1.76	1.43	0.96	0.90	0.78

来源：公司年报、国金证券研究所

1、终端需求承压，价差收窄，库存保持高位运行

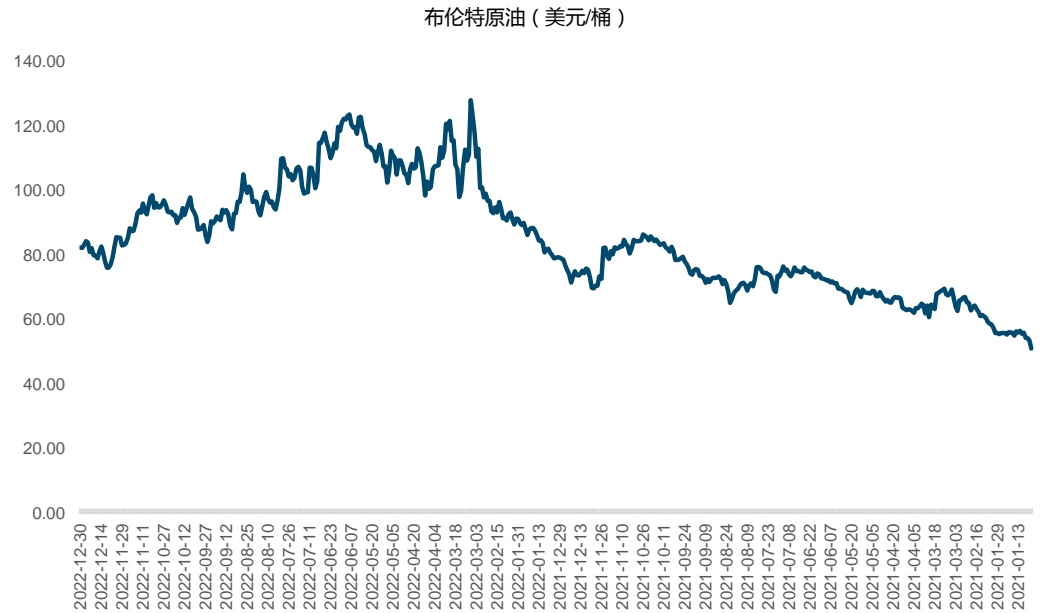
桐昆股份 01 月 30 日披露 2022 年度业绩预告，预计全年实现归母净利润 3.00-4.20 亿元，同比下降 94.27%-95.91%，实现扣非净利润 2.00-3.00 亿元，同比下降 95.89%-97.26%。

2022 年四季度，原油价格环比下降 6.41% 叠加终端 POY 产品价格环比下跌 6.73%，引发库存损失。受疫情以及整体经济形势影响，公司产品的终端需求继续承压，导致涤纶长丝主要品种行业平均库存天数持续高位运行，四季度涤纶长丝 POY 行业平均库存天数在 30 天附近波动。库存损失与 POY 等终端产品价差收窄对四季度以及全年业绩产生较大负面影响。

2022 年全年，终端需求整体景气度下降，下游织机开工率持续维持较低水平，涤纶长丝 POY 库存天数均值约为 28.5 天，且 POY-PTA/MEG 月度均价差全年在 50% 附近维持中低位运行，浙石化产品年均价差相对 2021 年收窄 11.80%，造成全年业绩承压。

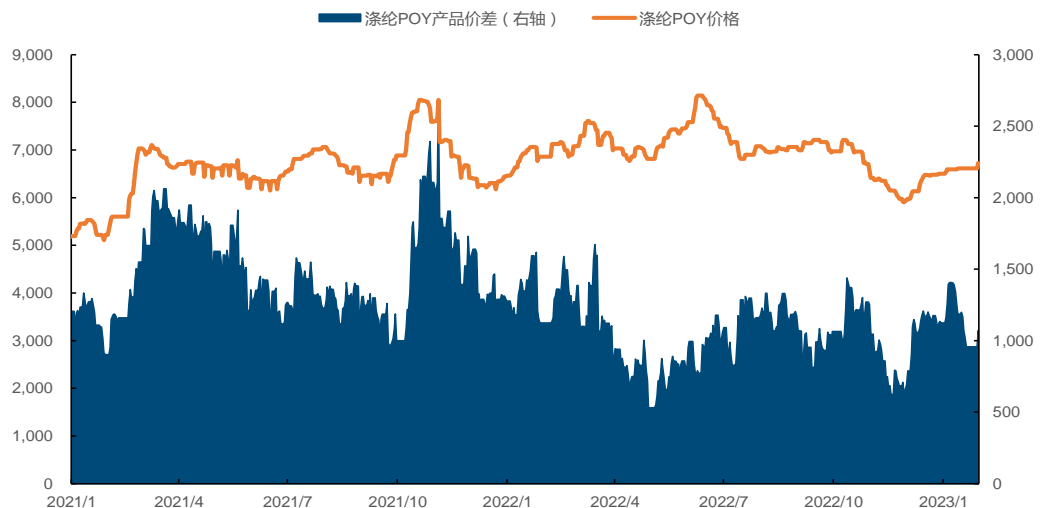
值得注意的是，POY 行业库存天数于近期出现一定下降，终端需求或有复苏迹象。

图表1：布伦特原油价格



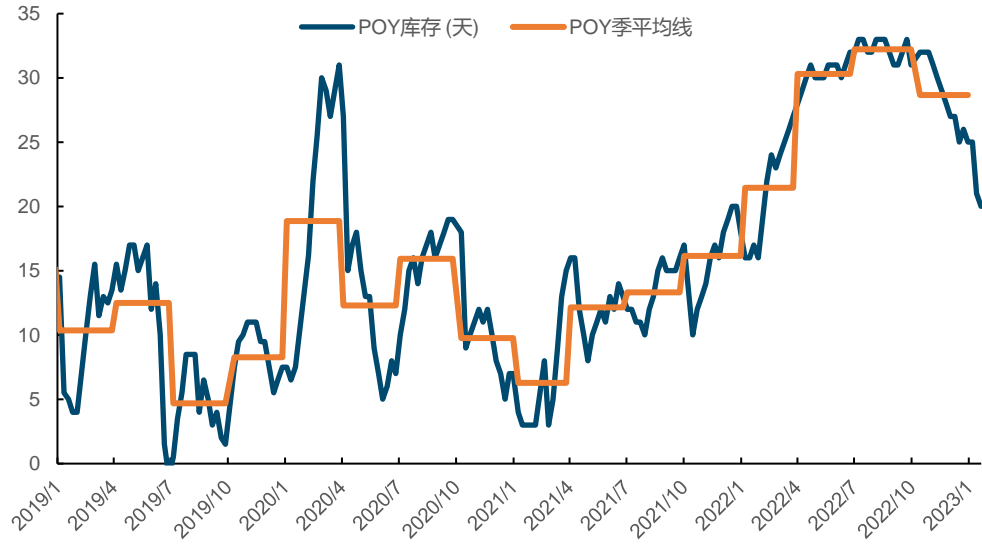
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：涤纶长丝 POY 价格与价差



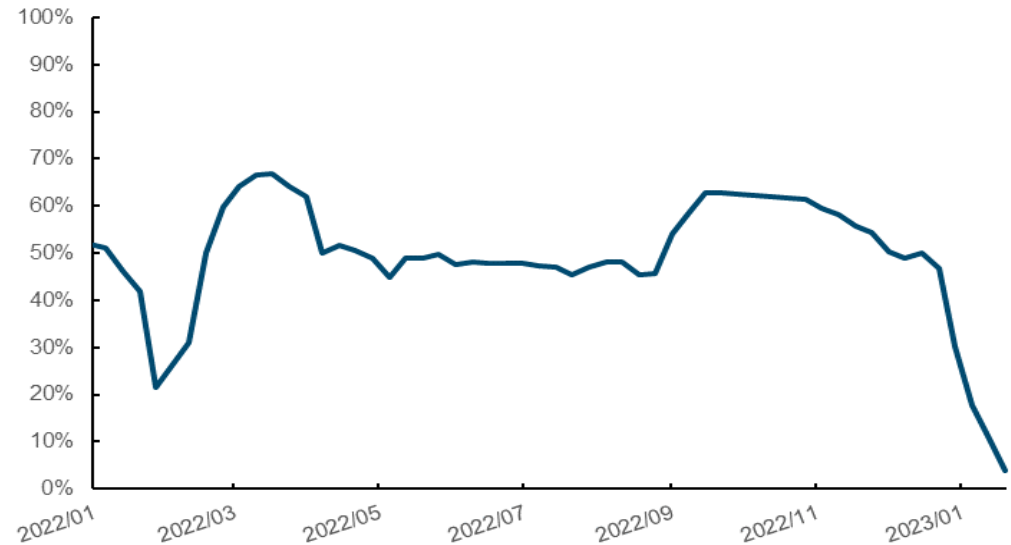
来源：CCFEI，国金证券研究所

图表3: 涤纶长丝 POY 行业库存天数



来源: CCFEI, 国金证券研究所

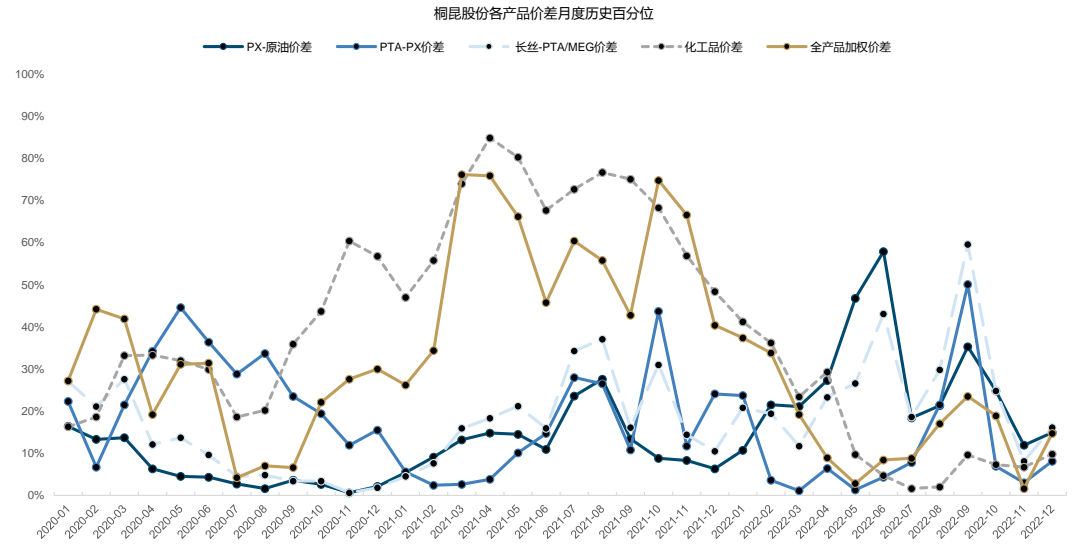
图表4: 江浙区域涤纶长丝织机开工率



来源: CCFEI, 国金证券研究所

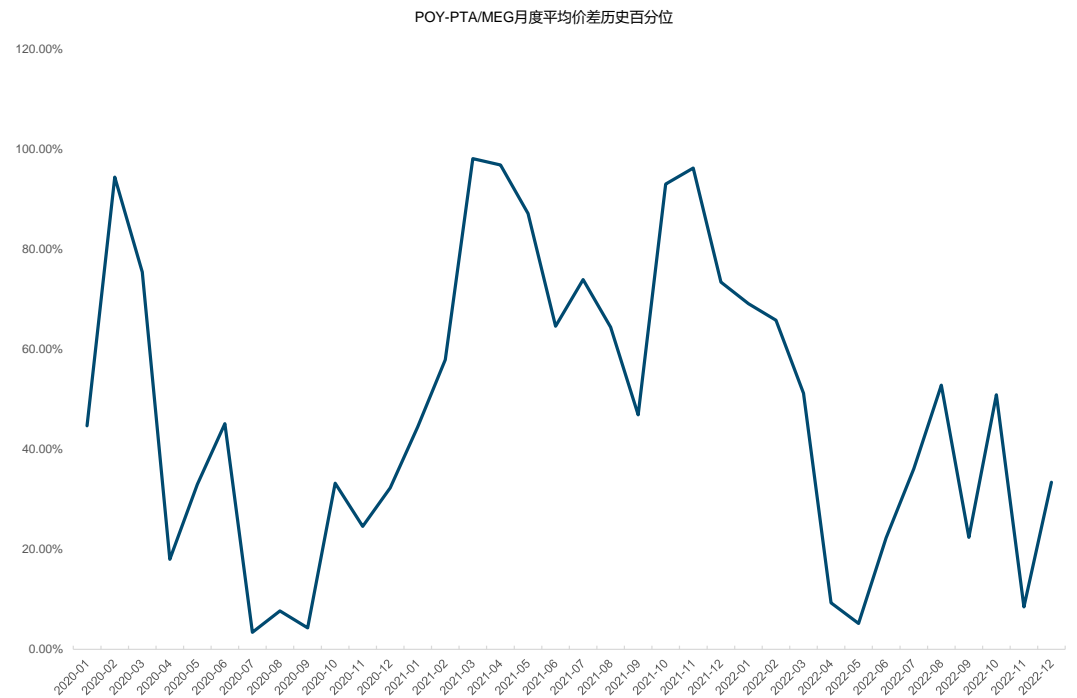
2022 年全年, 由于价格波动传导不畅, 桐昆股份各产品价格差所处历史百分位相对于 2021 年均有明显下降, 2022 年四季度, 公司全产品加权价差环比收窄 5.84%, 全年各产品加权价差均值同比收窄 23.84%。部分产品价格差历史百分位年内数次接近零点, 价差收窄导致公司利润空间减小, 并对四季度及全年业绩产生一定的负面影响。

图5: 桐昆股份各产品价格月度历史百分位



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图6: POY-PTA/MEG 月度平均价差历史百分位



来源: Wind, 国金证券研究所

2、浙石化新材料深加工项目稳步推进，国产自给助力附加值提升

2023年1月16日，浙石化控股公司荣盛石化公告称，浙石化在舟山绿色石化基地投资建设的年产40万吨ABS装置于近期投料成功，目前已顺利产出合格产品。浙石化目前规划投建的140万吨/年乙烯及下游化工装置项目、高性能树脂项目、高端新材料项目逐步稳健推进，重点高端产品包括光伏级EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE聚烯烃弹性体、NMP等。浙石化数个大体量项目的投建有望提高高端材料的国产自给率，维护国内相

关产业链供给安全稳定，同时提高产品附加值，保障公司投资收益的长期成长性。

3、聚酯一体化项目临近全面投产，助力提高产业链一体化水准

公司自筹资金建设的年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝桐昆（洋口港）聚酯一体化项目及配套项目有望逐步建成投产，项目建成后将进一步扩大公司聚酯产能，提高公司产业链一体化水平，有望降低生产成本，放大利润空间。预计将于 23 年上半年陆续全面投产，项目建成后将实现 PTA-聚酯-纺丝连续生产，提高公司产业链一体化水平，有望降低生产成本，放大利润空间。

此外，安徽佑顺年产 120 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目、中昆新材料 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目均处于建设期，建设完毕后有望对产业链进行延长、补充、拓展，进而维护供应链安全稳定，降本增效。

风险提示

- 1) 油价单向大幅波动风险: 炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平；
- 2) 疫情反复扰乱终端产品销售及运输: 疫情反复及外溢或扰乱终端产品销售及运输；
- 3) 终端需求严重需求恶化: 公司一体化的化学品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时，下游消费，包装，汽车，基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响；
- 4) 地缘政治风险: 原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等，终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等；
- 5) 项目建设进度不及预期: 公司多个项目处于建设中，如项目建设进度不及预期，或对盈利预测产生影响；
- 6) 美元汇率大幅波动风险: 原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响；
- 7) 其他不可抗力影响；

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	50,582	45,833	59,131	55,940	84,443	106,867
增长率		-9.4%	29.0%	-5.4%	51.0%	26.6%
主营业务成本	-44,610	-42,937	-52,615	-52,400	-78,999	-97,951
%销售收入	88.2%	93.7%	89.0%	93.7%	93.6%	91.7%
毛利	5,972	2,895	6,516	3,540	5,443	8,916
%销售收入	11.8%	6.3%	11.0%	6.3%	6.4%	8.3%
营业税金及附加	-122	-90	-147	-140	-211	-267
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-163	-79	-80	-84	-127	-160
%销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-660	-688	-995	-895	-1,351	-1,710
%销售收入	1.3%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	-1,118	-1,042	-1,460	-1,399	-2,111	-2,672
%销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	3,909	995	3,835	1,023	1,644	4,107
%销售收入	7.7%	2.2%	6.5%	1.8%	1.9%	3.8%
财务费用	-415	-327	-327	-875	-1,527	-1,694
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	1.6%	1.8%	1.6%
资产减值损失	-2	7	-33	0	0	0
公允价值变动收益	1	50	-20	0	0	0
投资收益	172	2,173	4,438	269	3,183	4,697
%税前利润	4.6%	72.4%	55.6%	64.6%	96.5%	66.1%
营业利润	3,757	2,969	7,995	416	3,300	7,110
营业利润率	7.4%	6.5%	13.5%	0.7%	3.9%	6.7%
营业外收支	5	33	-18	0	0	0
税前利润	3,762	3,003	7,977	416	3,300	7,110
利润率	7.4%	6.6%	13.5%	0.7%	3.9%	6.7%
所得税	-866	-147	-625	-33	-264	-569
所得税率	23.0%	4.9%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	2,896	2,856	7,352	383	3,036	6,541
少数股东损益	12	10	20	20	20	20
归属于母公司的净利润	2,884	2,847	7,332	363	3,016	6,521
净利率	5.7%	6.2%	12.4%	0.6%	3.6%	6.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,896	2,856	7,352	383	3,036	6,541
少数股东损益	12	10	20	20	20	20
非现金支出	1,807	2,061	2,426	2,878	3,846	4,462
非经营收益	434	-1,831	-3,735	715	-1,677	-2,713
营运资金变动	-22	261	-3,249	-4,753	3,731	1,666
经营活动现金净流	5,116	3,347	2,794	-777	8,937	9,956
资本开支	-2,980	-3,889	-10,046	-16,243	-5,660	-6,200
投资	-1,449	-3,720	-36	-2,200	-9,064	0
其他	765	3,076	-440	269	3,183	4,697
投资活动现金净流	-3,664	-4,533	-10,521	-18,174	-11,540	-1,503
股权募资	0	1	2,032	0	0	0
债权募资	1,242	3,552	10,916	20,167	8,960	-3,961
其他	-673	-849	-2,407	-1,085	-1,963	-2,535
筹资活动现金净流	569	2,704	10,541	19,082	6,997	-6,496
现金净流量	2,012	1,518	2,812	132	4,393	1,957

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,519	6,726	11,332	11,456	15,844	17,797
应收款项	562	478	846	1,065	1,231	1,411
存货	2,717	2,865	5,341	6,963	6,926	8,051
其他流动资产	947	507	1,222	2,191	1,634	1,823
流动资产	12,745	10,575	18,741	21,675	25,635	29,082
%总资产	31.9%	22.5%	26.9%	24.6%	24.9%	27.0%
长期投资	6,871	12,820	17,254	19,254	28,318	28,318
固定资产	18,789	21,062	27,753	43,448	44,963	47,515
%总资产	47.0%	44.8%	39.8%	49.3%	43.7%	44.0%
无形资产	1,502	1,598	1,990	2,347	2,647	2,942
非流动资产	27,256	36,413	50,954	66,426	77,303	78,810
%总资产	68.1%	77.5%	73.1%	75.4%	75.1%	73.0%
资产总计	40,001	46,989	69,695	88,101	102,938	107,893
短期借款	9,370	7,642	14,899	28,945	35,905	29,944
应付款项	6,335	6,783	9,009	8,798	11,831	14,670
其他流动负债	1,266	1,734	2,914	982	1,252	1,574
流动负债	16,970	16,159	26,822	38,725	48,988	46,189
长期贷款	891	3,608	6,376	12,376	14,376	16,376
其他长期负债	3,063	1,466	492	656	555	551
负债	20,924	21,234	33,690	51,757	63,920	63,116
普通股股东权益	19,006	25,672	35,836	36,156	38,810	44,548
其中：股本	1,848	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411
未分配利润	9,404	11,656	18,531	18,851	21,505	27,244
少数股东权益	71	82	169	189	209	229
负债股东权益合计	40,001	46,989	69,695	88,101	102,938	107,893

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.561	1.296	3.041	0.151	1.251	2.705
每股净资产	10.285	11.685	14.863	14.995	16.096	18.476
每股经营现金净流	2.769	1.524	1.159	-0.322	3.706	4.129
每股股利	0.120	0.130	0.330	0.018	0.150	0.325
回报率						
净资产收益率	15.18%	11.09%	20.46%	1.00%	7.77%	14.64%
总资产收益率	7.21%	6.06%	10.52%	0.41%	2.93%	6.04%
投入资本收益率	9.32%	2.47%	6.17%	1.21%	1.69%	4.15%
增长率						
主营业务收入增长率	21.59%	-9.39%	29.01%	-5.40%	50.95%	26.56%
EBIT 增长率	9.25%	-74.54%	285.33%	-73.33%	60.69%	149.86%
净利润增长率	36.04%	-1.31%	157.58%	-95.05%	730.91%	116.22%
总资产增长率	15.41%	17.47%	48.32%	26.41%	16.84%	4.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	1.7	1.6	3.0	2.1	1.6
存货周转天数	28.1	23.7	28.5	48.5	32.0	30.0
应付账款周转天数	24.7	25.9	24.9	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	123.2	149.4	115.2	167.8	121.3	94.5
偿债能力						
净负债/股东权益	24.56%	22.14%	27.61%	82.17%	88.26%	63.70%
EBIT 利息保障倍数	9.4	3.0	11.7	1.2	1.1	2.4
资产负债率	52.31%	45.19%	48.34%	58.75%	62.10%	58.50%

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	2021-04-29	买入	22.08	46.80
2	2021-07-16	买入	26.85	46.30~46.30
3	2021-08-17	买入	26.87	50.30~50.30
4	2021-10-31	买入	19.94	48.00~48.00
5	2022-01-30	买入	20.67	46.50~46.50
6	2022-04-28	买入	14.30	N/A
7	2022-08-23	买入	15.58	N/A
8	2022-10-30	买入	12.53	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402