

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

需求下滑与成本上行压制盈利，未来有望复苏

——桐昆股份(601233)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

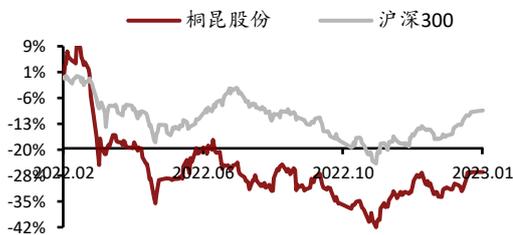
买入(维持)
市场数据(2023-01-30)

发布日期：2023年01月31日

收盘价(元)	15.35
一年内最高/最低(元)	23.25/12.10
沪深300指数	4,201.35
市净率(倍)	1.02
流通市值(亿元)	351.14

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	15.09
每股经营现金流(元)	-1.85
毛利率(%)	5.79
净资产收益率_摊薄(%)	5.32
资产负债率(%)	59.19
总股本/流通股(万股)	241,111.95/228,753.10
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)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

《桐昆股份(601233)中报点评：涤纶长丝景气上行与浙石化投资收益推动，上半年业绩大幅增长》 2021-08-20

联系人：马崧琦
电话： 021-50586973

地址： 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编： 200122

投资要点：公司公布2022年度业绩预告，预计2022年度实现归属于上市公司股东的净利润为3.00亿元-4.20亿元，同比减少69.12亿元至70.32亿元，降幅94.27%至95.91%。扣除非经常性损益后，预计2022年度实现归属于上市公司股东的净利润为2.00亿元-3.00亿元，同比减少69.91亿元至70.91亿元，降幅95.89%-97.26%。

- **长丝需求疲软与成本上行导致公司业绩下滑。**2022年以来，由于俄乌冲突导致国际油价大幅上行，加上疫情冲击和消费下滑等因素影响，涤纶长丝行业两端受压，产品盈利显著收窄。同时公司参股的浙石化在高油价和需求下滑的影响下，盈利亦出现下滑，导致公司投资收益的下降。多因素下公司全年业绩出现较大幅度下滑。根据卓创资讯数据，2022年涤纶长丝POY均价7911.45元/吨，提升5.97%，FDY均价8455.62元/吨，提升10.74%，DTY均价9303.21元/吨，提升2.47%。原材料方面，2022年PX和PTA均价分别上涨27.90%和29%，原材料涨幅大于产品价格涨幅导致了公司长丝盈利能力承压与盈利的下行。

受需求下滑，油价上涨影响，2022年公司参股的子公司浙石化业绩亦同比大幅下降，导致了公司投资收益的下滑。2022年前三季度公司投资收益17.88亿元，同比下滑49.50%。其中三季度投资收益0.73亿元，同比下滑94.27%，环比下滑88.58%。

- **成本下降与需求复苏有望带动公司业绩上行。**2022年三季度以来，国际油价持续回落，目前国际油价整体保持在80美元/桶附近，基本恢复至2021年底水平。随着油价的回落，公司成本压力有望减轻，推动盈利能力的恢复。此外，2023年我国宏观经济增速回升的可能性较大，经济的回暖有望带动消费需求的增长，从而拉动涤纶长丝下游纺织服装的需求，带来涤纶长丝行业景气的复苏。未来公司业绩有望进入修复阶段。

- **长丝龙头底部扩产，进一步巩固竞争优势。**公司目前拥有900万吨聚合，950万吨纺丝产能，规模位列全球第一。未来公司仍有部分产能陆续投放，公司在行业景气底部保持扩张态势，竞争优势进一步稳固。2022年上半年公司嘉通一期三套30万吨聚酯装置顺利开车，为公司新增90万吨新产能。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下半年和2023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占率有望继续提升，竞争优势进一步巩固。

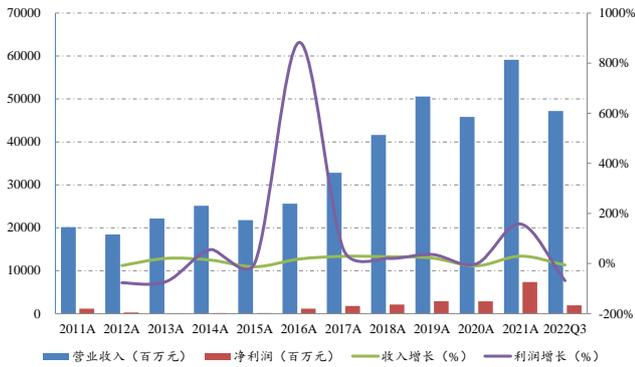
- **浙石化新材料项目持续推进，未来仍有增长潜力。**公司参股的浙石化二期项目于 2022 年初实现完全投产，炼化产能由 2000 万吨提升至 4000 万吨，开工负荷和盈利能力稳步提升。浙江石化二期达产后，凭借自身的原材料供应优势，进一步向下游高附加值的化工品延伸。近期浙石化 40 万吨 ABS 装置成功投产，未来规划产品包括 α -烯烃、POE、EVA、己二胺、顺酐等多个具有潜力的化工产品，下游涵盖新能源、新材料等多个领域，具有良好的增长潜力。随着浙石化的持续扩张，未来有望进一步增厚公司的投资收益。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022、2023 年 EPS 为 0.16 元和 1.39 元，以 1 月 30 日收盘价 15.35 元计算，PE 分别为 95.75 倍和 11.30 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	45,833	59,131	55,850	71,560	85,620
增长比率（%）	-9.39	29.01	-5.55	28.13	19.65
净利润（百万元）	2,837	7,332	396	3,355	5,200
增长比率（%）	-1.64	158.44	-94.60	747.57	54.98
每股收益(元)	1.18	3.04	0.16	1.39	2.16
市盈率(倍)	13.36	5.17	95.75	11.30	7.29

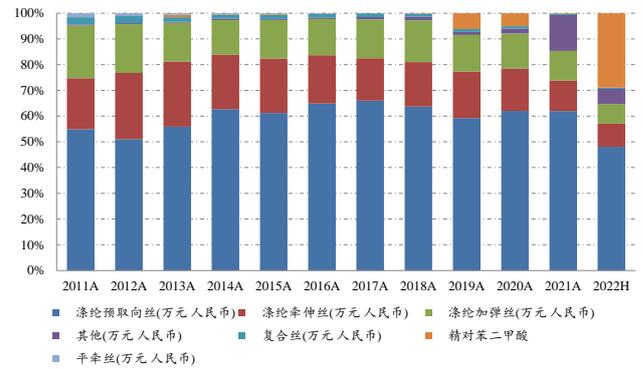
资料来源：中原证券

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



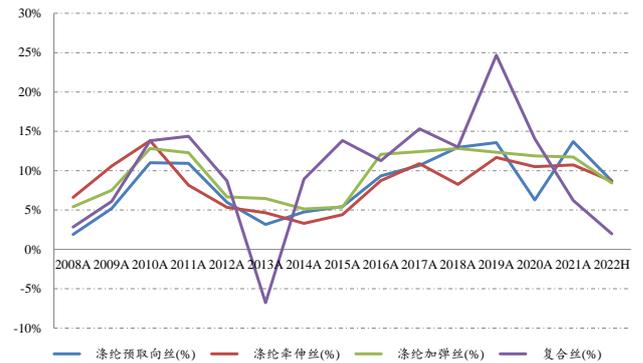
资料来源: 中原证券、wind

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,576	18,741	18,121	31,648	37,255
现金	6,726	11,332	13,775	21,906	30,254
应收票据及应收账款	166	364	183	488	315
其他应收款	38	54	60	60	60
预付账款	313	578	559	661	831
存货	2,865	5,341	2,556	7,427	4,584
其他流动资产	468	1,073	989	1,107	1,211
非流动资产	36,487	50,954	50,603	50,135	49,553
长期投资	12,657	17,129	17,129	17,129	17,129
固定资产	18,765	18,665	22,859	24,663	25,216
无形资产	1,655	1,990	1,990	1,990	1,990
其他非流动资产	3,411	13,170	8,626	6,354	5,218
资产总计	47,063	69,695	68,724	81,784	86,808
流动负债	16,164	26,822	26,825	36,521	36,332
短期借款	7,637	12,776	15,040	17,304	20,527
应付票据及应付账款	6,525	8,566	6,568	13,406	9,615
其他流动负债	2,002	5,481	5,217	5,811	6,191
非流动负债	5,074	6,868	6,868	6,868	6,868
长期借款	3,608	6,376	6,376	6,376	6,376
其他非流动负债	1,466	492	492	492	492
负债合计	21,238	33,690	33,693	43,389	43,200
少数股东权益	82	169	169	177	190
股本	2,197	2,411	2,376	2,376	2,376
资本公积	10,728	13,732	13,183	13,183	13,183
留存收益	12,646	19,681	19,292	22,647	27,847
归属母公司股东权益	25,743	35,836	34,863	38,218	43,418
负债和股东权益	47,063	69,695	68,724	81,784	86,808

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,344	2,794	2,617	3,305	2,645
净利润	2,847	7,352	396	3,364	5,213
折旧摊销	2,069	2,393	2,231	2,343	2,448
财务费用	521	562	508	590	690
投资损失	-2,173	-4,438	-1,396	-5,117	-5,137
营运资金变动	263	-3,249	801	2,035	-669
其他经营现金流	-183	175	77	90	99
投资活动现金流	-4,579	-10,521	-562	3,152	3,172
资本支出	-3,936	-10,046	-1,958	-1,965	-1,965
长期投资	-3,720	-36	0	0	0
其他投资现金流	3,076	-440	1,396	5,117	5,137
筹资活动现金流	2,751	10,541	387	1,674	2,532
短期借款	-610	5,139	2,264	2,264	3,222
长期借款	2,717	2,768	0	0	0
普通股增加	349	214	-35	0	0
资本公积增加	4,502	3,004	-549	0	0
其他筹资现金流	-4,206	-583	-1,293	-590	-690
现金净增加额	1,516	2,812	2,442	8,131	8,349

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45,833	59,131	55,850	71,560	85,620
营业成本	42,937	52,615	53,860	69,230	80,650
营业税金及附加	93	147	140	179	214
营业费用	79	80	78	100	120
管理费用	692	995	933	1,195	1,430
研发费用	1,042	1,460	1,379	1,768	2,098
财务费用	327	327	383	439	449
资产减值损失	-3	-17	-119	-125	-134
其他收益	73	103	0	0	0
公允价值变动收益	50	-20	0	0	0
投资净收益	2,173	4,438	1,396	5,117	5,137
资产处置收益	-2	-1	7	0	0
营业利润	2,960	7,995	361	3,641	5,662
营业外收入	36	40	40	40	40
营业外支出	2	58	5	5	5
利润总额	2,994	7,977	396	3,676	5,697
所得税	147	625	0	312	484
净利润	2,847	7,352	396	3,364	5,213
少数股东损益	10	20	0	8	13
归属母公司净利润	2,837	7,332	396	3,355	5,200
EBITDA	3,138	6,298	1,691	1,431	3,557
EPS (元)	1.52	3.17	0.16	1.39	2.16

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-9.39	29.01	-5.55	28.13	19.65
营业利润 (%)	-21.21	170.10	-95.49	908.99	55.51
归属母公司净利润 (%)	-1.64	158.44	-94.60	747.57	54.98
获利能力					
毛利率 (%)	6.32	11.02	3.56	3.26	5.80
净利率 (%)	6.19	12.40	0.71	4.69	6.07
ROE (%)	11.02	20.46	1.14	8.78	11.98
ROIC (%)	2.66	6.28	-0.92	-1.30	1.40
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.13	48.34	49.03	53.05	49.77
净负债比率 (%)	82.24	93.57	96.18	113.01	99.06
流动比率	0.65	0.70	0.68	0.87	1.03
速动比率	0.45	0.45	0.54	0.63	0.86
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.01	0.81	0.95	1.02
应收账款周转率	213.08	223.22	205.44	213.66	213.86
应付账款周转率	14.08	14.63	14.49	14.40	14.50
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.18	3.04	0.16	1.39	2.16
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.39	1.16	1.09	1.37	1.10
每股净资产 (最新摊薄)	10.68	14.86	14.46	15.85	18.01
估值比率					
P/E	13.36	5.17	95.75	11.30	7.29
P/B	1.47	1.06	1.09	0.99	0.87
EV/EBITDA	16.23	9.69	28.20	29.23	10.32

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 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。