

桐昆股份 (601233)

产能扩张+布局大炼化，业绩有望持续增长

买入 (首次)

2023年02月15日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	59,131	64,691	84,393	89,957
同比	29%	9%	30%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	7,332	346	5,392	6,631
同比	158%	-95%	1457%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.04	0.14	2.24	2.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	5.35	113.22	7.27	5.91

关键词: #困境反转 #产能扩张

投资要点

- **事件: 收购桐昆香港 100% 股权, 促进业务发展。** 2023 年 2 月 15 日, 公司宣布拟以支付现金 237.33 万元方式, 收购公司控股股东桐昆控股集团有限公司全资子公司桐昆 (香港) 投资有限公司 100% 的股权, 有利于满足公司未来业务发展需要。
- **业绩情况:** 公司披露 2022 年度业绩预告, 预计实现归母净利润 3.0-4.2 亿元, 同比降低 94.3%-95.9%; 扣非归母净利润 2.0-3.0 亿元, 同比降低 95.9%-97.3%。2022Q4, 公司归母净亏损 15.2-16.4 亿元, 同比降低 229.4%-239.6%, 亏损环比扩大 313.8%-346.5%; 扣非归母净亏损 15.8-16.8 亿元, 同比降低 240.4%-249.3%, 亏损环比扩大 314.7%-340.9%。
- **外部、内部双重承压, 聚酯长丝下游需求疲软导致产品价差缩窄: 国外原因:** 供需两端持续博弈使得 2022 年全球原油价格呈现先涨后跌、整体高位、波动较大的态势。其主要影响因素包括供给端的 OPEC+ 政策执行、俄罗斯局势演变、美国增产节奏, 以及需求端的美联储加息引发市场担忧。油价中枢上行引发公司原材料成本上升。**国内原因:** 疫情影响产品生产和运输, 2022 年江浙地区涤纶长丝开工率仅有 73.6%, 为近五年最低水平。**下游消费恢复缓慢,** 涤纶长丝整体需求量不及预期, 库存大幅增加。年均 POY 加工价差由 2021 年的 1597 元/吨, 下降至 2022 年的 1142 元/吨, 同比下降 28.5%, 致使公司利润率下滑。
- **国内经济复苏&海外航线运费回落, 长丝市场反弹在即:** 国内方面, 自 2022 年以来, 随着国内疫情防控措施愈发宽松, 居民出行及下游消费需求在持续回暖之中, 涤纶长丝实现价格回弹。库存有望得到释放。**海外出口方面,** 截至 2022 年 12 月初, 中国出口集装箱运价综合指数已从年初 3433 点回落至 1464 点附近, 海外航线运输费用恢复正常水平, 待海外需求复苏后, 长丝出口市场同样具有广阔空间。
- **产能迅速扩张, 业绩潜力待释放:** 公司当前产能包括: 420 万吨 PTA, 900 万吨聚合和 950 万吨纺丝, 在建项目丰富, 产能进一步扩张后龙头地位更加稳固。**PTA 方面,** 公司子公司嘉兴石化拥有 420 万吨产能, 2022 年下半年、2023 年上半年公司南通生产基地计划投产两套 250 万吨 PTA 项目, 项目完成后公司将拥有近 1000 万吨 PTA 产能。**聚酯方面,** 沭阳年产 240 万吨长丝 (短纤)、500 台加弹机、1 万台织机已启动建设。此外, 嘉通一期三套 30 万吨聚酯装置顺利开车, 为公司新增 90 万吨产能。**下游纺织制造方面,** 公司沭阳生产基地预计在 2023 年上半年实现 1 万套纺织设备投产; 恒阳织造一车间顺利投产, 实现从“一滴油”到“一匹布”的产业链延伸。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.26
一年最低/最高价	11.84/23.80
市净率(倍)	1.08
流通 A 股市值(百万元)	37,195.25
总市值(百万元)	39,204.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.09
资产负债率(% ,LF)	59.19
总股本(百万股)	2,411.12
流通 A 股(百万股)	2,287.53

相关研究

- **浙石化二期项目全面投产，有利于公司获得丰厚投资收益：**公司全资子公司桐昆投资参股 20%浙石化项目，目前一期工程已实现稳定满负荷运行，二期项目已全面建成投产，40 万吨/年 ABS 装置投料成功，并顺利产出合格产品，提高工程塑料的国产自给率。浙石化项目相关装置负荷的稳步爬升保障总体产品产量稳定上升，为公司创造长期投资收益。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.46、53.92 和 66.31 亿元，同比增速分别为 -95.28%、1457.08%、22.98%，EPS（摊薄）分别为 0.14、2.24 和 2.75 元/股，按照 2023 年 2 月 15 日收盘价对应的 PE 分别为 113.22、7.27 和 5.91 倍。我们看好公司在 PTA、涤纶长丝和下游织造领域的产能持续扩张和龙头地位提升，以及公司持续受益于参股的浙石化项目带来的高额投资收益。同时公司在产业链深入一体化的支撑下盈利能力将更加稳健，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**PX、和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；公司长丝项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18,741	26,036	30,148	34,887	营业总收入	59,131	64,691	84,393	89,957
货币资金及交易性金融资产	11,332	10,945	11,322	14,818	营业成本(含金融类)	52,615	62,419	77,458	81,927
经营性应收款项	1,370	2,218	2,850	3,031	税金及附加	147	161	210	223
存货	5,341	11,971	14,855	15,712	销售费用	80	97	127	135
合同资产	0	0	0	0	管理费用	995	1,088	1,420	1,513
其他流动资产	698	903	1,121	1,326	研发费用	1,460	1,597	2,083	2,221
非流动资产	50,954	66,265	77,636	87,950	财务费用	327	866	1,370	1,631
长期股权投资	17,129	22,839	27,989	32,462	加:其他收益	103	108	143	151
固定资产及使用权资产	18,706	22,916	23,746	24,195	投资净收益	4,438	1,600	4,000	4,800
在建工程	9,088	14,088	19,088	24,088	公允价值变动	-20	0	0	0
无形资产	1,990	2,381	2,773	3,165	减值损失	-33	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	-1	-2	-2
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	7,995	170	5,867	7,255
其他非流动资产	4,040	4,040	4,040	4,040	营业外净收支	-18	7	8	10
资产总计	69,695	92,301	107,783	122,837	利润总额	7,977	178	5,875	7,265
流动负债	26,822	47,064	55,122	61,509	减:所得税	625	-169	469	616
短期借款及一年内到期的非流动负债	14,899	32,776	37,337	42,337	净利润	7,352	347	5,406	6,649
经营性应付款项	8,567	10,164	12,612	13,340	减:少数股东损益	20	1	15	18
合同负债	375	445	552	583	归属母公司净利润	7,332	346	5,392	6,631
其他流动负债	2,981	3,680	4,620	5,248	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.04	0.14	2.24	2.75
非流动负债	6,868	9,368	11,868	14,368	EBIT	3,905	1,042	7,230	8,877
长期借款	6,376	8,876	11,376	13,876	EBITDA	6,298	3,893	10,461	12,489
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.02	3.51	8.22	8.93
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	12.40	0.54	6.39	7.37
其他非流动负债	463	463	463	463	收入增长率(%)	29.01	9.40	30.45	6.59
负债合计	33,690	56,431	66,990	75,877	归母净利润增长率(%)	158.44	-95.28	1,457.08	22.98
归属母公司股东权益	35,836	35,700	40,610	46,758					
少数股东权益	169	170	184	203					
所有者权益合计	36,005	35,870	40,794	46,960					
负债和股东权益	69,695	92,301	107,783	122,837					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,794	-2,744	5,819	7,283	每股净资产(元)	14.86	14.81	16.84	19.39
投资活动现金流	-10,521	-16,556	-10,596	-9,117	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	10,541	18,912	5,155	5,330	ROIC(%)	7.53	3.02	7.96	8.43
现金净增加额	2,812	-388	377	3,496	ROE-摊薄(%)	20.46	0.97	13.28	14.18
折旧和摊销	2,393	2,851	3,231	3,611	资产负债率(%)	48.34	61.14	62.15	61.77
资本开支	-10,046	-12,446	-9,446	-9,445	P/E(现价&最新股本摊薄)	5.35	113.22	7.27	5.91
营运资本变动	-3,224	-5,811	-960	-278	P/B(现价)	1.09	1.10	0.97	0.84

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

