

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

桐昆股份 (601233.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《底部业绩环比修复, 浙石化收益持续增长!》2020.11.1

《“桐昆转债”提前赎回, 长丝龙头破茧重生!》2020.11.12

《桐 20 转债强制赎回, 织布染整纵深推进!》2020.12.3

《定增扩建配套项目, 强化聚酯内核竞争力》2021.01.11

《浙石化贡献业绩, 深耕聚酯“再造新桐昆”》2021.04.17

《长景气度上行, 龙头毛利率显著提升》2021.04.28

《顺周期景气回升, 聚酯龙头业绩爆发》2021.7.16

《景气度复苏业绩高增, 浙石化持续贡献收益》2021.8.18

《浙石化贡献高收益, 低估值长丝龙头显优势》2021.11.03

《桐昆股份: 产能放量正当时, 长丝龙头或迎来底部反转》2022.08.24

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

公司盈利短期收窄, 聚酯龙头强者恒强

2023年4月23日

事件: 2023年4月21日晚, 桐昆股份发布2022年年度报告。2022年公司实现营业收入619.93亿元, 同比上升4.79%, 实现利润总额-3.25万元, 同比下降104.01%; 实现归属于母公司股东的净利润1.30万元, 同比下降98.26%, 实现基本每股收益0.06元, 同比下降98.11%。

2022年第四季度公司实现营业总收入148.05亿元, 同比增加68.05%, 环比下降14.60%; 实现归母净利润-18.05亿元, 同比下降124.62%, 环比下降393.17%; 实现扣非净利润为-18.69亿元, 同比下降266.28%, 环比下降390.55%; 实现基本每股收益为-0.75元/股, 同比下降253.06%, 环比下降400.00%。

点评:

- **成本与需求双向夹击, 公司业绩承压下行。**2022年公司业绩承压主要受成本抬升和需求偏弱双向影响, 上半年, 受俄乌冲突影响, 国际原油价格大幅抬升, 长丝成本端快速上行, 产品端单吨盈利明显收窄; 下半年, 受疫情管控及部分地区高温限电影响, 下游开工负荷提升有限, 终端需求增长乏力, 产品盈利大幅回落。此外, 在成本和需求打压下, 参控股公司浙石化盈利明显收窄, 2022年浙石化贡献利润12.11亿元, 同比下滑72.85%。根据我们测算, 2022年公司主要产品PTA、POY、DTY、FDY单吨净利润分别为-49.12元/吨、-5.52元/吨、61.14元/吨、78.90元/吨, 同比下降75.03%、101.86%、86.69%、49.55%。涤纶长丝平均开工率为76.68%, 同比下降5个pct; POY、DTY、FDY行业平均库存水平为29.10天、34.89天、30.38天, 同比增长81.05%、35.66%、52.74%; 公司化纤板块毛利率为3.47%, 同比下降8.12个pct。
- **成本及需求端或将改善, 聚酯+大炼化有望助力业绩上行。**成本端, 2023年初至今, 布伦特原油平均价格为82美元/桶, 较去年均价下降17美元/桶, 总体在70-90美元/桶间震荡。我们认为, 伴随原油价格在高位趋稳, 成本端波动或将减弱, 聚酯及大炼化成本端压力有望释放。需求端, 进入2023年后, 随着疫情防控措施优化, 消费端逐步回暖, 下游织机开工负荷持续修复, 涤纶长丝库存明显去化。2023年3月国内纺织服装消费同比增长17.7%, 3月织机开工率回升至64%, 3月涤纶长丝平均库存为23天, 同比下降17%, 长丝下游及终端需求持续回暖。此外, 在成本端压力改善和需求回暖背景下, 大炼化行业亦有望迎来修复, 参股公司浙石化或助力公司业绩进一步扩张。
- **行业集中度有望再度提升, 聚酯龙头强者恒强。**2022年公司拥有720万吨PTA的年生产能力, 聚合产能约为910万吨/年, 涤纶长丝产能约为960万吨/年。2022年新增的直纺产能基本来自行业前6家, 占比超过90%, 行业龙头占据主要产能地位, 其中公司新投产长丝产能100万吨。根据CCFEI数据, 预计2023年涤纶长丝行业将有425万吨产能投放, 其中公司新增产能占比约35%。我们认为, 未来涤纶长丝

行业落后产能将持续淘汰，新增产能主要来自头部厂商，行业竞争格局将趋于集中，叠加公司 PTA 产品采用 KTS 优化后的 P8++ 工艺技术，低成本和规模化优势有望进一步打造，在行业景气度上行阶段，公司作为聚酯龙头有望优先受益。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 40.78、52.66 和 58.03 亿元，同比增速分别为 3032.0%、29.1%、10.2%，EPS（摊薄）分别为 1.69、2.18 和 2.41 元/股，按照 2023 年 4 月 21 日收盘价对应的 PE 分别为 7.82、6.05 和 5.49 倍。我们看好公司在 PTA 和涤纶长丝领域的产能持续扩张和龙头地位提升，以及长丝在历经需求和价差大幅缩减后的底部反转机会，公司持续受益于合资的浙石化项目带来的高额投资收益，公司盈利能力有望持续加强，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；公司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；浙江石化炼化一体化项目盈利不及预期的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	59,157	61,993	71,734	98,072	111,143
增长率 YoY %	29.1%	4.8%	15.7%	36.7%	13.3%
归属母公司净利润 (百万元)	7,464	130	4,078	5,266	5,803
增长率 YoY%	163.1%	-98.3%	3032.0%	29.1%	10.2%
毛利率%	11.0%	3.2%	9.4%	9.3%	9.5%
净资产收益率ROE%	20.8%	0.4%	10.6%	12.2%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	3.23	0.05	1.69	2.18	2.41
市盈率 P/E(倍)	6.56	289.00	7.82	6.05	5.49
市净率 P/B(倍)	1.42	1.00	0.83	0.74	0.66

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,746	22,462	34,169	44,582	54,456
货币资金	11,332	11,670	17,583	22,334	29,355
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	364	795	1,179	1,612	1,827
预付账款	578	380	412	564	637
存货	5,356	7,386	12,460	17,057	19,283
其他	1,116	2,232	2,535	3,015	3,354
非流动资产	51,080	67,678	80,648	89,270	95,817
长期股权投资	17,275	18,502	22,393	25,316	26,543
固定资产(合)	18,661	23,399	27,174	27,569	27,584
无形资产	1,990	2,294	2,598	2,903	3,207
其他	13,155	23,483	28,483	33,483	38,483
资产总计	69,826	90,140	114,817	133,852	150,272
流动负债	26,821	39,077	57,464	68,965	77,288
短期借款	12,776	19,507	36,507	41,507	46,507
应付票据	4,367	3,163	3,426	4,690	5,302
应付账款	4,198	9,335	10,111	13,841	15,647
其他	5,480	7,072	7,421	8,927	9,832
非流动负债	6,868	16,056	18,556	21,056	23,556
长期借款	6,376	15,315	17,815	20,315	22,815
其他	492	741	741	741	741
负债合计	33,689	55,134	76,020	90,021	100,844
少数股东权益	169	308	503	754	1,031
归属母公司股 东权益	35,969	34,698	38,294	43,077	48,398
负债和股东权 益	69,826	90,140	114,817	133,852	150,272

重要财务指标

 单位:百万
元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	59,157	61,993	71,734	98,072	111,143
同比(%)	29.1%	4.8%	15.7%	36.7%	13.3%
归属母公司净 利润	7,464	130	4,078	5,266	5,803
同比(%)	163.1 %	- 98.3%	3032.0%	29.1%	10.2%
毛利率(%)	11.0%	3.2%	9.4%	9.3%	9.5%
ROE%	20.8%	0.4%	10.6%	12.2%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	3.23	0.05	1.69	2.18	2.41
P/E	6.56	289.00	7.82	6.05	5.49
P/B	1.42	1.00	0.83	0.74	0.66
EV/EBITDA	9.71	39.79	6.88	6.32	5.71

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	59,157	61,993	71,734	98,072	111,143
营业成本	52,656	59,988	64,969	88,940	100,546
营业税金及附加	147	152	176	241	273
销售费用	80	101	108	147	167
管理费用	995	1,193	660	902	1,023
研发费用	1,460	1,655	1,435	2,421	2,744
财务费用	327	427	1,468	1,941	2,180
减值损失合计	-17	-140	0	0	0
投资净收益	4,584	1,232	2,800	2,800	2,800
其他	66	67	106	134	152
营业利润	8,126	-363	5,824	6,414	7,164
营业外收支	-18	37	12	8	9
利润总额	8,108	-325	5,836	6,422	7,173
所得税	623	-462	1,564	906	1,093
净利润	7,485	136	4,273	5,517	6,079
少数股东损益	20	6	194	251	277
归属母公司净利	7,464	130	4,078	5,266	5,803
EBITDA	6,283	1,542	10,415	11,798	13,141
EPS(当年)(元)	3.23	0.05	1.69	2.18	2.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,794	1,073	2,298	9,102	10,116
净利润	7,485	136	4,273	5,517	6,079
折旧摊销	2,393	2,723	3,306	3,686	4,066
财务费用	562	693	1,586	2,029	2,291
投资损失	-4,584	-1,232	-2,800	-2,800	-2,800
营运资金变动	-3,236	-860	-4,062	666	470
其它	175	-388	-4	4	10
投资活动现金流	-10,521	-16,292	-13,471	-9,512	-7,822
资本支出	-10,046	-15,019	-12,381	-9,389	-9,395
长期投资	-36	-13	-3,891	-2,923	-1,227
其他	-440	-1,260	2,800	2,800	2,800
筹资活动现金流	10,541	12,825	17,087	5,162	4,727
吸收投资	2,032	141	0	0	0
借款	26,599	42,680	19,500	7,500	7,500
支付利息或股息	-967	-1,806	-2,068	-2,511	-2,773
现金流净增加额	2,812	-2,390	5,913	4,751	7,021

研究团队简介

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长(主持工作)，从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com



华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。