

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

《长丝景气度上行, 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

## 业绩环比明显改善, 聚酯龙头成长空间广阔

2023年8月29日

**事件:** 2023年8月29日晚, 桐昆股份发布2023年半年度报告。2023年上半年, 公司实现营业总收入368.97亿元, 同比增长23.60%; 实现归母净利润1.05亿元, 同比下降95.42%; 扣非净利润为0.19亿元, 同比下降99.14%; 基本每股收益为0.04元/股, 同比下降95.83%。

2023年第二季度公司实现营业总收入209.84亿元, 同比增长24.48%, 环比增长31.86%; 实现归母净利润5.95亿元, 同比下降25.20%, 环比增长221.49%; 实现扣非净利润为5.41亿元, 同比下降29.93%, 环比增长203.84%; 实现基本每股收益为0.25元/股, 同比下降24.24%, 环比增长225.00%。

**点评:**

- **上半年炼化板块有所拖累, 公司业绩短期承压。**公司上半年业绩贡献中, 公司控股浙石化根据权益法确认了3.5亿的投资亏损, 对公司整体盈利造成一定拖累, 主要系浙石化由于生产经营需要, 需提前采购原油以便后续加工生产, 2022年由于整体油价高位, 炼化原材料库存成本明显抬升, 叠加下游需求弱复苏, 导致一季度整体盈利出现亏损。从二季度看, 伴随下游织机开工逐渐修复, 聚酯行业库存明显去化, 叠加二季度炼化板块景气度上行, 公司盈利明显好转。从经营效益角度看, 上半年聚合熔体成本冲高后基本回落至2022年底的低位, 长丝的运行趋势相同, 但绝对价格仍高于2022年11-12月的底部水平, 2023年上半年涤纶长丝整体加工价差有所好转。上半年涤纶长丝主要产品POY、DTY、FDY单吨净利润分别为68.50元/吨、70.11元/吨、213.03元/吨, 同比变化+74.15%、-58.72%、+185.84元/吨。
- **产销两旺叠加库存去化, 公司长丝板块业绩有望持续释放。**2022年下半年, 由于下游需求表现不佳, 涤纶长丝行业整体库存高企, 长丝行业开工负荷明显下降, 部分厂商采取降价促销等方式主动去库。进入2023年后, 伴随终端需求逐步回暖, 下游坯布库存逐步回落, 叠加织机开工率明显回升, 下游开启补库周期。2023年二季度, POY/FDY/DTY行业库存分别为17、21、27天, 较一季度分别下降4、3、1天; 二季度下游织机平均开工率达到58%, 环比提升15个pct。进入下半年后, 由于6-7月为聚酯行业传统淡季, 但涤纶长丝库存仍持续去化, 达到历史相对低位, 且长丝行业开工负荷提升至近三年高位水平, 在淡季背景下仍具有“产销两旺”特征。2023年上半年聚酯长丝行业直纺投放量为311万吨, 其中公司投产210万吨, 占新投产比重约70%, 龙头地位持续巩固。我们认为, 未来伴随“金九银十”传统长丝旺季到来, 秋冬季订单陆续放量, 叠加当前行业处于库存低位, 公司长丝板块业绩有望持续释放。
- **消费旺季与补库周期共振, 炼化板块业绩空间或将打开。**伴随暑期来临, 居民出行半径扩大、车用空调增加, 成品油传统消费旺季来临, 需求端拉动力度或将加大, 此外, 部分化工品如PX等产品或受益于调油需求增加, 产品价格中枢有望抬升。化工品领域, 二季度大宗石化化工产品

价格整体下行，同时产品库存亦整体去化，行业处于主动去库阶段；目前来看，炼化下游化工品处于阶段性价格低位，库存亦处于相对偏低水平，其中 2023 年二季度聚烯烃、PX 库存环比下降 2%、7%。在聚酯产业链中，二季度涤纶长丝库存环比下降 5%，下游织机平均开工率达到 58%，环比提升 15 个 pct。我们认为，未来伴随经济刺激政策持续释放，炼化下游化工品补库周期有望开启，化工品价格、价差或将上行，公司有望受益于炼化景气度改善，浙石化业绩贡献空间或将持续打开。

- **拓展海外炼化项目，公司盈利空间有望更上一层楼。** 2023 年 6 月，公司发布公告，启动泰昆石化（印尼）炼化项目，公司持有泰昆石化 45.9% 的股权，项目规模为 1600 万吨炼油产能，其产品包含成品油 430 万吨/年、对二甲苯 485 万吨/年、聚乙烯 FDPE50 万吨/年、光伏级 EVA 37 万吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等。成品油、硫磺等 467 万吨/年产品由印尼市场消化，对二甲苯、醋酸、苯、丙烷等 847 万吨/年由中国国内市场消化，聚乙烯 FDPE、EVA、聚丙烯等 118 万吨/年由中国、印尼及东盟市场共同消化。我们认为，公司再度加码炼化产业，将形成国内外炼化项目统筹投资布局，提升盈利的协同性和抗风险能力。
- **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 15.24、36.97 和 53.17 亿元，同比增速分别为 1070.2%、142.6%、43.8%，EPS（摊薄）分别为 0.63、1.53 和 2.21 元/股，按照 2023 年 8 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 23.17、9.55 和 6.64 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，以及长丝板块景气度持续修复机遇，公司也有望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	64,041	87,938	106,646
增长率 YoY %	29.1%	4.8%	3.3%	37.3%	21.3%
归属母公司净利润 (百万元)	7,464	130	1,524	3,697	5,317
增长率 YoY%	163.1%	-98.3%	1070.2%	142.6%	43.8%
毛利率%	11.0%	3.2%	8.6%	8.7%	8.9%
净资产收益率ROE%	20.8%	0.4%	4.3%	9.5%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	3.23	0.05	0.63	1.53	2.21
市盈率 P/E(倍)	6.56	289.00	23.17	9.55	6.64
市净率 P/B(倍)	1.42	1.00	0.99	0.91	0.81

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	18,746	22,462	29,918	38,156	48,795	
货币资金	11,332	11,670	14,821	17,896	24,491	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	364	795	1,053	1,446	1,753	
预付账款	578	380	371	509	616	
存货	5,356	7,386	11,220	15,398	18,630	
其他	1,116	2,232	2,453	2,907	3,306	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	69,826	90,140	110,566	127,426	144,612	
<b>流动负债</b>	26,821	39,077	55,889	66,858	76,456	
短期借款	12,776	19,507	36,507	41,507	46,507	
应付票据	4,367	3,163	3,085	4,234	5,123	
应付账款	4,198	9,335	9,104	12,495	15,117	
其他	5,480	7,072	7,193	8,623	9,710	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	33,689	55,134	74,445	87,914	100,012	
少数股东权益	169	308	381	557	811	
归属母公司股东权益	35,969	34,698	35,739	38,954	43,789	
<b>负债和股东权益</b>	69,826	90,140	110,566	127,426	144,612	

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	64,041	87,938	106,646	
同比(%)	29.1%	4.8%	3.3%	37.3%	21.3%	
归属母公司净利润	7,464	130	1,524	3,697	5,317	
同比(%)	163.1	-	1070.2%	142.6%	43.8%	
毛利率(%)	11.0%	3.2%	8.6%	8.7%	8.9%	
ROE%	20.8%	0.4%	4.3%	9.5%	12.1%	
EPS(摊薄)(元)	3.23	0.05	0.63	1.53	2.21	
P/E	6.56	289.00	23.17	9.55	6.64	
P/B	1.42	1.00	0.99	0.91	0.81	
EV/EBITDA	9.71	39.79	10.58	8.27	6.70	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	59,157	61,993	64,041	87,938	106,646	
营业成本	52,656	59,988	58,502	80,288	97,140	
营业税金及附加	147	152	157	216	262	
销售费用	80	101	96	132	160	
管理费用	995	1,193	589	809	981	
研发费用	1,460	1,655	1,281	2,171	2,633	
财务费用	327	427	1,468	1,955	2,202	
减值损失合计	-17	-140	0	0	0	
投资净收益	4,584	1,232	600	2,000	3,000	
其他	66	67	94	120	146	
<b>营业利润</b>	8,126	-363	2,642	4,488	6,415	
营业外收支	-18	37	12	9	12	
<b>利润总额</b>	8,108	-325	2,655	4,498	6,427	
所得税	623	-462	1,058	624	857	
<b>净利润</b>	7,485	136	1,596	3,873	5,570	
少数股东损益	20	6	73	176	254	
<b>归属母公司净利润</b>	7,464	130	1,524	3,697	5,317	
EBITDA	6,283	1,542	7,355	9,962	12,441	
EPS(当年)(元)	3.23	0.05	0.63	1.53	2.21	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	2,794	1,073	1,735	8,224	9,487	
净利润	7,485	136	1,596	3,873	5,570	
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	-600	-2,000	-3,000	
营运资金变动	-3,236	-860	-4,148	634	553	
其它	175	-388	-5	2	6	
<b>投资活动现金流</b>	-10,521	-16,292	-15,670	-10,310	-7,619	
资本支出	-10,046	-15,019	-12,380	-9,387	-9,391	
长期投资	-36	-13	-3,891	-2,923	-1,227	
其他	-440	-1,260	600	2,000	3,000	
<b>筹资活动现金流</b>	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	
<b>现金流净增加额</b>	2,812	-2,390	3,151	3,075	6,595	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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。



## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。