

桐昆股份 (601233)

2023 年中报点评：长丝高弹性，炼化高成长 买入 (维持)

2023 年 08 月 30 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书：S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	61,993	84,733	98,619	103,414
同比	5%	37%	16%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	130	2,007	4,184	6,028
同比	-98%	1441%	108%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	0.83	1.74	2.50
P/E (现价&最新股本摊薄)	271.09	17.59	8.44	5.86

关键词：#困境反转 #产能扩张 #一体化

投资要点

- **事件：**公司发布 23H1 业绩，实现营业收入 369 亿元，同比+24%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比-95%；实现扣非净利润 0.2 亿，同比-99%。其中 23Q2 单季度，实现归母净利润 6.0 亿元，同比-25%、环比扭亏为盈，实现扣非净利润 5.4 亿，同比-30%、环比扭亏为盈。
- **长丝量价齐升，浙石化盈利环比改善：**1) **涤纶长丝：**23Q2 期间，公司实现长丝销售 253 万吨，环比+32%，其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 196/33/24 万吨。**价格价差方面，**Q2 期间公司 POY/FDY/DTY 不含税售价分别为 6782/7618/8315 元/吨，环比+123/+174/+66 元/吨，单吨价差分别为 1088/1925/2622 元/吨，环比+71/+122/+14 元/吨，价格价差均呈现改善趋势。2) **浙石化：**23Q1/23Q2 期间浙石化分别实现净利润-25.6/8.0 亿元，对应单季度投资收益分别为-5.1/1.6 亿元，其中成品油和芳烃盈利表现较优。
- **旺季行情开启在即，看好涤纶长丝向上弹性：**截至 8 月 24 日，涤纶长丝与下游织机开工率分别达 86%/64%，较去年同期+22pct/+18pct，均处于年初以来高位。同时 POY/FDY/DTY 库存天数分别为 12.3/17.8/24.0 天，处于近五年中低位。向后看，金九银十开启在即，国内纺织服装零售和出口需求或边际改善，长丝盈利有望进一步修复。
- **长丝投产高峰期已过，向后看产能增速边际放缓：**根据百川盈孚统计，23 年国内共有 550 万吨长丝产能投放，其中 Q1-Q4 投产量分别为 235/80/125/110 万吨，Q1 投产量较多主要系去年行业亏损，部分产能延后至年初投放。站在当前时点，新增产能对于行业的影响已经基本消化，向后看，24 年起行业扩产边际放缓，供需格局有望持续优化。
- **在建项目陆续投产，PTA&长丝双双迈入千万吨级：**1) 截至 23H1，公司合计拥有 PTA/长丝产能 1020/1170 万吨，其中上半年分别投产 300/210 万吨；2) 目前公司仍有嘉通、恒阳、中昆等项目在建，预计到 23 年底，PTA/长丝/乙二醇产能将分别达到 1020/1290/60 万吨。
- **印尼炼化项目正式启动，全产业链布局打开成长空间：**公司携手新凤鸣在印尼布局 1600 万吨/年炼化一体化项目，年产 PX 520 万吨、乙烯 80 万吨，成品油收率低于 30%。印尼项目的布局有助于公司打通产业链的最后一环，也为公司开启大化工和新材料转型提供了平台基础。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑行业复苏节奏，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 20/42/60 亿元（此前为 25/47/64 亿元），按 8 月 29 日收盘价计算，对应 PE 分别 17.6/8.4/5.9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求复苏不及预期、项目实施进度延后、炼化市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.64
一年最低/最高价	11.84/17.19
市净率(倍)	1.02
流通 A 股市值(百万元)	33,489.45
总市值(百万元)	35,298.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.41
资产负债率(% ,LF)	65.34
总股本(百万股)	2,411.12
流通 A 股(百万股)	2,287.53

相关研究

《桐昆股份(601233)：2023 年半年报业绩预告点评：长丝蓄力，炼化启航》

2023-07-15

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22,462	36,169	44,880	53,739	营业总收入	61,993	84,733	98,619	103,414
货币资金及交易性金融资产	12,160	24,812	30,862	38,717	营业成本(含金融类)	59,988	77,400	89,162	93,665
经营性应收款项	1,785	2,486	2,887	3,029	税金及附加	152	208	242	254
存货	7,386	7,522	9,570	10,229	销售费用	101	127	148	155
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,193	1,588	1,848	1,938
其他流动资产	1,131	1,349	1,560	1,764	研发费用	1,655	2,092	2,435	2,553
非流动资产	67,678	75,145	81,574	88,238	财务费用	427	1,468	1,907	2,139
长期股权投资	18,502	21,425	23,500	25,999	加:其他收益	88	60	105	92
固定资产及使用权资产	23,431	22,671	21,721	20,581	投资净收益	1,232	600	2,000	4,000
在建工程	20,483	25,483	30,483	35,483	公允价值变动	30	0	0	0
无形资产	2,294	2,598	2,903	3,207	减值损失	(174)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(16)	(9)	(13)	(17)
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	(363)	2,491	4,959	6,774
其他非流动资产	2,968	2,968	2,968	2,968	营业外净收支	37	12	9	12
资产总计	90,140	111,314	126,454	141,976	利润总额	(325)	2,503	4,968	6,786
流动负债	39,077	56,206	65,103	72,518	减:所得税	(462)	476	742	696
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,852	39,507	44,679	49,679	净利润	136	2,027	4,226	6,089
经营性应付款项	12,510	11,969	14,737	16,500	减:少数股东损益	6	20	42	61
合同负债	1,118	920	1,119	1,345	归属母公司净利润	130	2,007	4,184	6,028
其他流动负债	2,597	3,811	4,567	4,994	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.83	1.74	2.50
非流动负债	16,056	18,556	21,056	23,556	EBIT	(1,181)	3,951	6,833	8,864
长期借款	15,315	17,815	20,315	22,815	EBITDA	1,542	6,781	9,853	12,075
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.23	8.65	9.59	9.43
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	0.21	2.37	4.24	5.83
其他非流动负债	721	721	721	721	收入增长率(%)	4.79	36.68	16.39	4.86
负债合计	55,134	74,762	86,159	96,074	归母净利润增长率(%)	(98.26)	1,441.42	108.44	44.09
归属母公司股东权益	34,698	36,223	39,924	45,470					
少数股东权益	308	329	371	432					
所有者权益合计	35,006	36,551	40,295	45,902					
负债和股东权益	90,140	111,314	126,454	141,976					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,073	5,270	8,352	9,018	每股净资产(元)	14.39	15.02	16.56	18.86
投资活动现金流	(16,292)	(9,705)	(7,464)	(5,890)	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	12,825	17,087	5,162	4,727	ROIC(%)	0.76	3.83	5.84	7.11
现金净增加额	(2,390)	12,652	6,050	7,855	ROE-摊薄(%)	0.38	5.54	10.48	13.26
折旧和摊销	2,723	2,831	3,021	3,211	资产负债率(%)	61.16	67.16	68.13	67.67
资本开支	(15,019)	(7,382)	(7,389)	(7,391)	P/E (现价&最新股本摊薄)	271.09	17.59	8.44	5.86
营运资本变动	(864)	(1,576)	517	1,188	P/B (现价)	1.02	0.97	0.88	0.78

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>