

**601233.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.84

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.7	(0.6)	23.1	4.0
相对上证综指	3.6	4.6	25.7	6.6

发行股数 (百万)	2,411.12
流通股 (百万)	2,287.53
总市值 (人民币 百万)	35,781.01
3个月日均交易额 (人民币 百万)	225.18
主要股东	
桐昆控股集团有限公司	19.28

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年8月31日收市价为标准

**相关研究报告**

《桐昆股份》20230425  
 《桐昆股份》20220828  
 《桐昆股份》20211031

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122050006

# 桐昆股份

## 长丝景气度向好, 印尼项目拓展一体化布局

2023年上半年, 公司实现营业收入368.97亿元, 同比增长23.60%; 归母净利润1.05亿元, 同比减少95.42%。2023年第二季度实现营收209.84亿元, 同比增长24.48%, 环比增长31.86%; 归母净利润5.95亿元, 同比下降25.20%, 环比扭亏为盈。长丝价差逐步修复, 公司新增产能有序投放, 同时布局印尼1600万吨炼油项目, 看好长期发展, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **长丝价差环比改善, 行业景气度回暖。**2023年上半年, 公司长丝实现销售444.93万吨, 其中POY/FDY/DTY销量分别为336.76/62.86/45.31万吨, 同比增长24.20%/34.40%/31.37%, 其中第二季度比第一季度环比增长39.15%/7.25%/17.63%。产品价格企稳回升, 2023年第二季度, POY/FDY/DTY销售均价分别为6730.29/7533.98/8284.38元/吨, 同比下降6.60%/3.98%/7.64%, 环比上涨1.07%/1.21%/0.43%, 此外, 嘉通能源两套PTA装置进入试生产阶段, 长丝主要原料实现自给自足, 成本优势进一步增强。下游需求持续提升, Wind数据显示, 2023年前三季度江浙地区下游织机的开工率分别为42.80%/58.08%/63.38%。“金九银十”需求旺季即将来临, 涤纶长丝景气度或持续回暖。
- **浙石化亏损拖累投资收益, 盈利能力或触底回升。**2023年上半年, 由于下游需求不畅, 炼化行业景气度低迷, 浙石化净利润为-17.52亿元, 造成公司3.50亿元的投资亏损。根据百川盈孚统计数据, 三季度以来, PX/汽油/EVA国内市场均价为8472.67/9082.42/14932.6元/吨, 较二季度分别变动-0.54%/+2.17%/+0.51%; 未来随着下游需求复苏, 浙石化盈利能力有望逐步修复。
- **长丝产能集中投放, 印尼项目拓展一体化布局。**2023年上半年长丝产能集中投放, 强势扩产巩固龙头地位。恒超二期、恒阳CP1-CP2按计划进入试生产阶段, 新疆宇欣和嘉通首套有光聚酯装置成功投料开车, 新疆中昆项目计划在三季度中交、年底投产。上半年公司聚酯长丝直纺新产能投放量达210万吨, 占行业新投产比重约70%。与此同时, 公司向上游延伸产业链, 积极拓展一体化布局。6月26日, 公司公布与新凤鸣共同启动印尼1600万吨/年炼油炼化一体化项目, 拟投入的资金规模达86.24亿美元, 公司在长丝行业的龙头地位持续巩固, 同时印尼大炼化项目有望塑造桐昆新的成长曲线, 发展空间显著提升。

**估值**

- 考虑到涤纶长丝行业景气度下滑, 下调盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润分别为16.99亿元、35.47亿元、47.73亿元, EPS分别为0.70元、1.47元、1.98元, 对应当前市盈率分别为21.1倍、10.1倍、7.5倍, 公司龙头地位巩固, 成长空间提升, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 下游需求恢复不及预期, 上游原材料价格剧烈波动, 在建项目投产进度不及预期等。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	59,131	61,993	74,007	88,716	92,476
增长率(%)	29.0	4.8	19.4	19.9	4.2
EBITDA(人民币 百万)	6,195	1,454	5,210	7,673	9,469
归母净利润(人民币 百万)	7,332	130	1,699	3,547	4,773
增长率(%)	157.6	(98.2)	1,205.0	108.7	34.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	3.04	0.05	0.70	1.47	1.98
原股本摊薄每股收益(人民币)	/	/	1.39	1.84	2.58
调整幅度(%)	/	/	(49.64)	(20.11)	(23.26)
市盈率(倍)	4.9	274.8	21.1	10.1	7.5
市净率(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(倍)	7.9	40.9	15.0	12.1	10.8
每股股息(人民币)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2023 年上半年财务报告摘要

(亿元)	2023 年上半年	2022 年上半年	同比增长(%)
一、营业总收入	368.97	298.52	23.60
二、营业总成本	365.88	291.19	25.64
其中：营业成本	347.06	274.58	26.40
营业税金及附加	0.93	0.48	88.61
销售费用	0.51	0.45	12.12
管理费用	6.29	5.77	8.42
研发费用	8.29	7.47	10.96
财务费用	2.80	2.42	15.77
资产减值	/	/	/
三、其他经营收益	0.45	0.50	(10.85)
公允价值变动收益	(0.58)	--	--
投资收益	(2.53)	17.15	(114.75)
四、营业利润	0.78	24.61	(96.84)
加：营业外收入	0.19	0.20	(5.34)
减：营业外支出	0.01	0.01	(8.42)
五、利润总额	0.96	24.80	(96.14)
减：所得税	(0.27)	1.70	(115.76)
六、净利润	1.22	23.11	(94.70)
少数股东损益	0.17	0.09	116.45
七、归属母公司净利润	1.05	23.02	(95.42)
EPS(元)	0.04	0.96	(95.83)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2.公司 2023 年第二季度财务报告摘要

(亿元)	2023 年第二季度	2022 年第二季度	同比增长(%)
一、营业总收入	209.84	168.57	24.48
二、营业总成本	206.38	166.69	23.78
其中：营业成本	195.54	157.27	24.34
营业税金及附加	0.64	0.28	123.33
销售费用	0.28	0.24	18.30
管理费用	3.31	3.01	8.95
研发费用	5.04	4.40	14.43
财务费用	1.57	1.50	4.74
资产减值	/	/	/
三、其他经营收益	0.34	0.45	(24.76)
公允价值变动收益	0.01	/	/
投资收益	1.91	6.41	(70.18)
四、营业利润	5.67	8.31	(31.48)
加：营业外收入	0.11	0.07	48.05
减：营业外支出	0.00	0.00	68.50
五、利润总额	5.77	8.38	(30.83)
减：所得税	(0.18)	0.37	(147.37)
六、净利润	5.95	8.01	(25.39)
少数股东损益	(0.01)	0.02	(145.67)
七、归属母公司净利润	5.95	7.98	(25.20)
EPS(元)	0.04	0.96	(95.83)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

### 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	59,131	61,993	74,007	88,716	92,476
营业收入	59,131	61,993	74,007	88,716	92,476
营业成本	52,615	59,988	69,135	81,846	84,910
营业税金及附加	147	152	182	218	227
销售费用	80	101	120	144	151
管理费用	995	1,193	1,184	1,419	1,480
研发费用	1,460	1,655	1,850	2,218	2,312
财务费用	327	427	665	895	1,052
其他收益	103	88	90	90	90
资产减值损失	(17)	(140)	(100)	(100)	(100)
信用减值损失	(16)	(34)	(30)	(30)	(30)
资产处置收益	(1)	(16)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	(20)	30	0	0	0
投资收益	4,438	1,232	1,000	2,000	3,000
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,995	(363)	1,826	3,931	5,300
营业外收入	40	45	40	40	40
营业外支出	58	8	10	10	10
利润总额	7,977	(325)	1,856	3,961	5,330
所得税	625	(462)	149	396	533
净利润	7,352	136	1,708	3,565	4,797
少数股东损益	20	6	9	18	24
归母净利润	7,332	130	1,699	3,547	4,773
EBITDA	6,195	1,454	5,210	7,673	9,469
EPS(最新股本摊薄, 元)	3.04	0.05	0.70	1.47	1.98

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>18,741</b>	<b>22,462</b>	<b>14,628</b>	<b>16,395</b>	<b>15,686</b>
货币资金	11,332	11,670	5,921	7,097	7,398
应收账款	364	795	644	588	440
应收票据	0	0	0	0	0
存货	5,341	7,386	5,289	6,078	5,243
预付账款	578	380	724	583	549
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,126	2,232	2,050	2,048	2,057
<b>非流动资产</b>	<b>50,954</b>	<b>67,678</b>	<b>89,580</b>	<b>99,796</b>	<b>110,821</b>
长期投资	17,221	18,524	18,524	18,524	18,524
固定资产	18,665	23,399	33,457	43,018	53,307
无形资产	1,990	2,294	2,257	2,216	2,169
其他长期资产	13,078	23,461	35,342	36,038	36,821
<b>资产合计</b>	<b>69,695</b>	<b>90,140</b>	<b>104,209</b>	<b>116,191</b>	<b>126,507</b>
<b>流动负债</b>	<b>26,822</b>	<b>39,077</b>	<b>48,181</b>	<b>52,939</b>	<b>56,150</b>
短期借款	12,776	19,507	27,071	34,337	39,888
应付账款	4,198	9,335	9,869	8,319	5,832
其他流动负债	9,848	10,235	11,241	10,282	10,430
<b>非流动负债</b>	<b>6,868</b>	<b>16,056</b>	<b>19,314</b>	<b>22,973</b>	<b>25,281</b>
长期借款	6,376	15,315	18,702	22,297	24,637
其他长期负债	492	741	612	677	644
<b>负债合计</b>	<b>33,690</b>	<b>55,134</b>	<b>67,494</b>	<b>75,912</b>	<b>81,431</b>
股本	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
少数股东权益	169	308	317	335	359
归属母公司股东权益	35,836	34,698	36,397	39,944	44,717
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>69,695</b>	<b>90,140</b>	<b>104,209</b>	<b>116,191</b>	<b>126,507</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,352	136	1,708	3,565	4,797
折旧摊销	2,393	2,723	3,805	4,933	6,202
营运资金变动	(149)	1,409	4,235	(3,404)	(1,177)
其他	(6,802)	(3,196)	(966)	(783)	(2,102)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,794</b>	<b>1,073</b>	<b>8,781</b>	<b>4,311</b>	<b>7,720</b>
资本支出	(10,063)	(15,035)	(25,201)	(15,401)	(17,101)
投资变动	(4,459)	(1,773)	0	0	0
其他	4,001	517	995	1,995	2,995
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10,521)</b>	<b>(16,292)</b>	<b>(24,206)</b>	<b>(13,406)</b>	<b>(14,106)</b>
银行借款	7,906	15,670	10,951	10,861	7,891
股权融资	1,991	(3,631)	0	0	0
其他	644	786	(1,275)	(589)	(1,205)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>10,541</b>	<b>12,825</b>	<b>9,675</b>	<b>10,272</b>	<b>6,686</b>
<b>净现金流</b>	<b>2,813</b>	<b>(2,394)</b>	<b>(5,749)</b>	<b>1,177</b>	<b>301</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	29.0	4.8	19.4	19.9	4.2
营业利润增长率(%)	169.2	(104.5)	(603.8)	115.2	34.8
归属于母公司净利润增长率(%)	157.6	(98.2)	1,205.0	108.7	34.6
息税前利润增长率(%)	279.4	(133.4)	(210.7)	94.9	19.2
息税折旧前利润增长率(%)	101.8	(76.5)	258.4	47.3	23.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	157.6	(98.2)	1,205.0	108.7	34.6
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	6.4	(2.0)	1.9	3.1	3.5
营业利润率(%)	13.5	(0.6)	2.5	4.4	5.7
毛利率(%)	11.0	3.2	6.6	7.7	8.2
归母净利润率(%)	12.4	0.2	2.3	4.0	5.2
ROE(%)	20.5	0.4	4.7	8.9	10.7
ROIC(%)	10.3	0.9	1.6	2.5	2.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6
净负债权益比	0.3	0.8	1.2	1.3	1.3
流动比率	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	223.2	107.0	102.9	144.0	180.0
应付账款周转率	16.4	9.2	7.7	9.8	13.1
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
管理费用率(%)	1.7	1.9	1.6	1.6	1.6
研发费用率(%)	2.5	2.7	2.5	2.5	2.5
财务费用率(%)	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.0	0.1	0.7	1.5	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	0.4	3.6	1.8	3.2
每股净资产(最新摊薄)	14.9	14.4	15.1	16.6	18.5
每股股息	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	4.9	274.8	21.1	10.1	7.5
P/B(最新摊薄)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.9	40.9	15.0	12.1	10.8
价格/现金流(倍)	12.8	33.4	4.1	8.3	4.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371