



桐昆股份 (601233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 扭亏，有望进一步复苏!

业绩简评

桐昆股份于2023年8月29日发布公司2023年半年度报告，1H23公司实现营业收入368.97亿元，同比增加23.60%；实现归母净利润1.05亿元，同比减少95.44%。其中，2023Q2公司实现营业收入209.84亿元，同比增加14.48%，环比增加31.87%；实现归母净利润5.95亿元，同比减少25.53%，环比增加221.43%。公司业绩环比显著修复，上半年业绩实现扭亏为盈。

经营分析

浙石化环比扭亏，聚酯板块带动公司业绩复苏：公司2023Q2来自浙石化投资收益1.61亿元，环比扭亏。与此同时，公司涤纶长丝板块持续修复。1H23公司涤纶长丝加权平均价差为2183元/吨，同比增加4.81%。公司现有1162万吨/年涤纶长丝权益产能，市场占有率达到23.3%，同时2023年下半年以及2024年公司还将有约150万吨/年涤纶长丝产能陆续投产，公司边际议价能力进一步提升，涤纶长丝价差有望走阔为公司带来业绩边际增量。

Q3 涤纶长丝行业旺季到来，公司产品有望实现量价齐升：POY在4-8月产品价差均值分别为929元/1169元/1268元/1024元/1116元/吨，FDY在4-8月价差均值分别为1429元/1687元/1824元/1615元/1663元/吨，DTY在4-8月份价差均值分别为2141元/2332元/2500元/2399元/2474元/吨，4-6月长丝价差环比持续改善，7月由于原油价格上涨导致长丝价差承压但8月以来长丝价差环比有所修复，整体价差水平仍处于中高区间。与此同时，涤纶长丝持续去库，开工负荷率维持较高水平，2023年8月POY/FDY/DTY权益库存水平均值分别为12.5天/18.75天/23.75天，8月涤纶长丝平均开工负荷达到87.85%，行业旺季到来后公司涤纶长丝产品有望实现量价齐升。

印尼炼化项目&长丝产能投放，公司业绩成长性显著：公司印尼北加炼化一体化项目持续推进，项目建成后公司原油加工量将达到1600万吨/年。此外，公司年产500万吨PTA、240万吨聚酯纺丝桐昆（洋口港）聚酯一体化项目及配套项目、桐昆（沐阳）年产240万吨新型绿色功能性纤维项目均有序进行，伴随公司聚酯产能投放，市占率提升，公司将进一步强化成本优势与议价能力，公司业绩成长确定性较强。

盈利预测、估值与评级

我们看好需求回暖时长丝产业存在的业绩弹性，但当前长丝恢复仍在初期，因此我们下调了2023年盈利预测，下调比例为13%，预计公司2023-2025年归母净利润为13亿元/30亿元/60亿元，对应EPS为0.54元/1.25元/2.50元，对应PE为27.00X/11.69X/5.87X，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 印尼炼化项目审批不通过或审批时间过长风险 (2) 油价单向大幅波动风险；(3) 终端需求恢复不及预期风险；(4) 地缘政治风险；(5) 聚酯项目建设进度不及预期；(6) 美元汇率大幅波动风险；(7) 其他不可抗力影响。

石油化工组

分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.64 元

相关报告：

- 1.《桐昆股份公司点评：长丝景气回暖，业绩环比向上!》，2023.7.15
- 2.《桐昆股份公司点评：海外炼化打开二次成长曲线》，2023.6.27
- 3.《桐昆股份公司点评：景气触底回升!》，2023.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,131	61,993	76,766	86,011	93,546
营业收入增长率	29.01%	4.84%	23.83%	12.04%	8.76%
归母净利润(百万元)	7,332	130	1,307	3,019	6,017
归母净利润增长率	157.58%	-98.22%	903.87%	130.98%	99.30%
摊薄每股收益(元)	3.041	0.054	0.542	1.252	2.496
每股经营性现金流净额	1.16	0.44	-0.13	2.61	3.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.46%	0.38%	3.65%	7.83%	13.68%
P/E	6.96	267.57	27.00	11.69	5.87
P/B	1.43	1.00	0.98	0.92	0.80

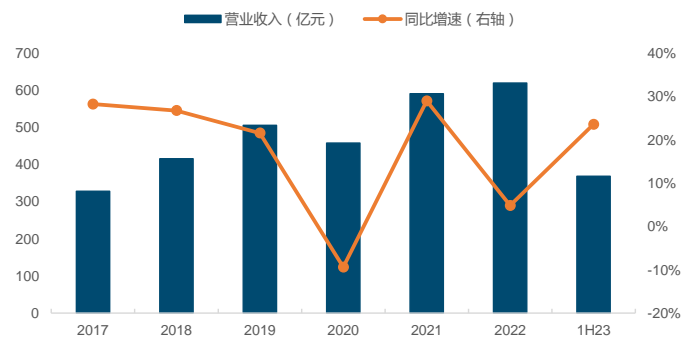
来源：公司年报、国金证券研究所



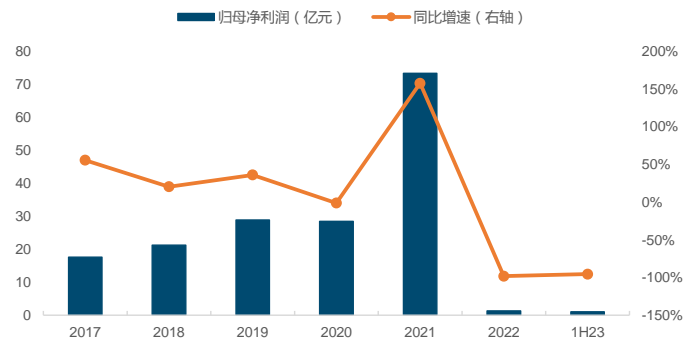
1、长丝板块带动业绩复苏，印尼炼化打开成长曲线

桐昆股份于 2023 年 8 月 29 日发布公司 2023 年半年度报告，1H23 公司实现营业收入 368.97 亿元，同比增加 23.60%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比减少 95.44%。其中，2023Q2 公司实现营业收入 209.84 亿元，同比增加 14.48%，环比增加 31.87%；实现归母净利润 5.95 亿元，同比减少 25.53%，环比增加 221.43%。公司业绩环比显著修复，上半年业绩实现扭亏为盈。

图表1：1H23 公司营业收入同比增加 23.60%



图表2：1H23 公司归母净利润同比减少 95.44%

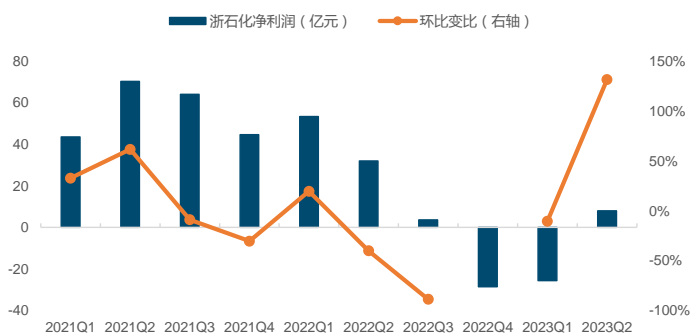


来源：公司公告，国金证券研究所

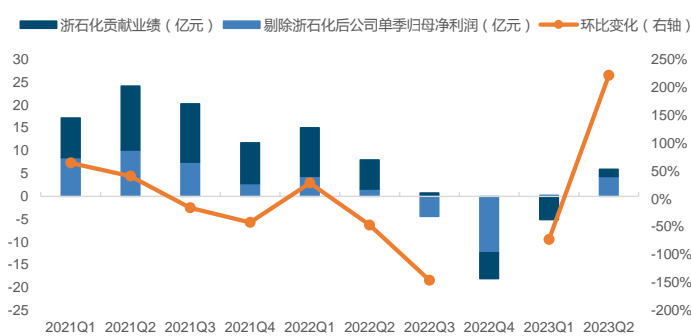
来源：公司公告，国金证券研究所

公司持有浙石化 20% 股份，1H23 浙石化净利润亏损 17.52 亿元，同比减少 120.51%，受此影响桐昆股份 1H23 投资收益亏损 3.50 亿元，拖累公司业绩；剔除浙石化贡献业绩后，1H23 公司聚酯等板块实现净利润 4.55 亿元。其中，2023Q2 浙石化净利润为 8.04 亿元，剔除浙石化业绩贡献后，2023Q2 公司聚酯等板块实现归母净利润 4.34 亿元，同比增加 174.98%，环比增加 1948.25%，聚酯板块业绩好转受益于 2023 年以来涤纶长丝需求回暖。伴随浙石化化工品终端需求恢复以及年产 140 万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料等项目投产，有望为公司带来业绩增量。

图表3：2023Q2 浙石化净利润环比增加 131.47%



图表4：2023Q2 桐昆股份业绩环比修复



来源：桐昆股份、荣盛石化公司公告，国金证券研究所

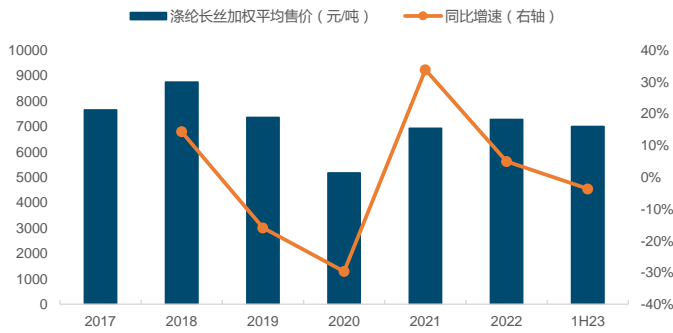
来源：桐昆股份、荣盛石化公司公告，国金证券研究所

伴随终端需求好转，公司聚酯板块持续修复。1H23 公司涤纶长丝加权平均售价为 7002 元/吨，同比减少 3.66%；1H23 公司涤纶长丝加权平均成本为 4817 元/吨，同比减少 7.06%；涤纶长丝加权平均价差为 2183 元/吨，同比增加 4.81%，公司涤纶长丝产品价差同比增加的原因为公司涤纶长丝产品成本下降幅度大于售价下降幅度。

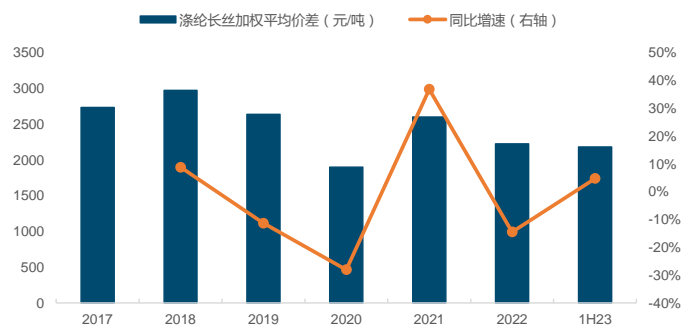
公司现有 1162 万吨/年涤纶长丝权益产能，市场占有率达到 23.3%，同时 2023 年下半年以及 2024 年公司还将有约 150 万吨/年涤纶长丝产能陆续投产，届时公司市场占有率将进一步突破 24.5%，公司边际议价能力进一步提升，涤纶长丝价差有望走阔为公司带来业绩边际增量。



图表5: 1H23 公司长丝加权平均售价同比减少 3.66%



图表6: 1H23 公司长丝加权平均价差同比增加 4.81%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

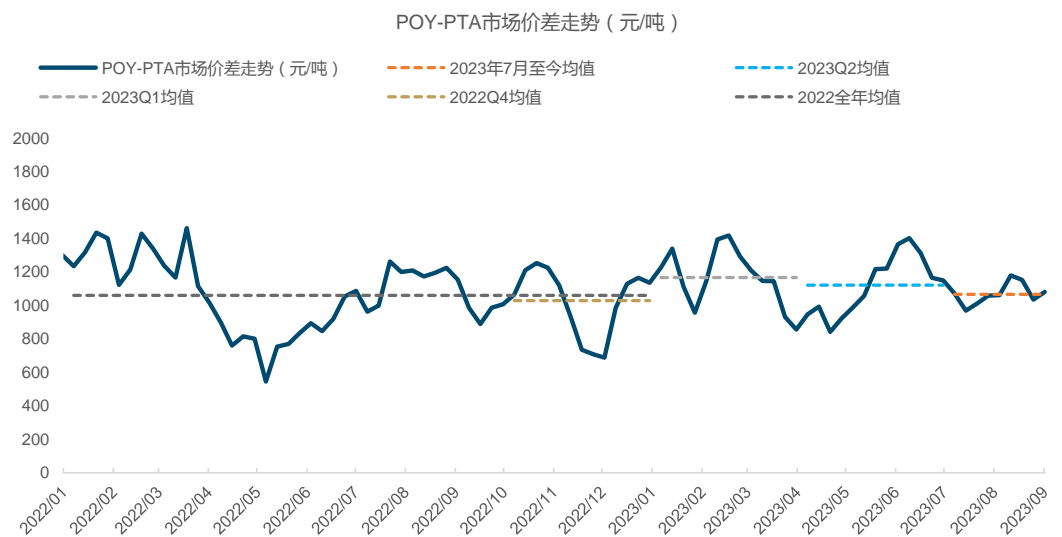
图表7: 2H23-2024 年公司拟在建产能情况

企业	未来产能 (万吨/年)	预计投产时间
桐昆恒阳化纤	60	2H23
嘉通能源	60	2H23
桐昆恒阳化纤	30	2024
合计	150	

来源: 卓创资讯, 公司公告梳理, 国金证券研究所

伴随涤纶长丝行业周期性回暖, 涤纶长丝产品价差有望得到进一步修复, POY 在 4-8 月产品价差均值分别为 929 元/1169 元/1268 元/1024 元/1116 元/吨, FDY 在 4-8 月价差均值分别为 1429 元/1687 元/1824 元/1615 元/1663 元/吨, DTY 在 4-8 月份价差均值分别为 2141 元/2332 元/2500 元/2399 元/2474 元/吨, 4-6 月长丝价差环比持续改善, 7 月由于原油价格上涨导致长丝价差承压但 8 月以来长丝价差环比有所修复, 整体价差水平仍处于中高区间。与此同时, 涤纶长丝持续去库, 2023 年 8 月 POY/FDY/DTY 权益库存水平均值分别为 12.5 天/18.75 天/23.75 天, 环比分别下降 0.5 天/增加 0.75 天/下降 0.5 天, 长丝产品有望实现量价齐升, 产销情况持续得到修复。

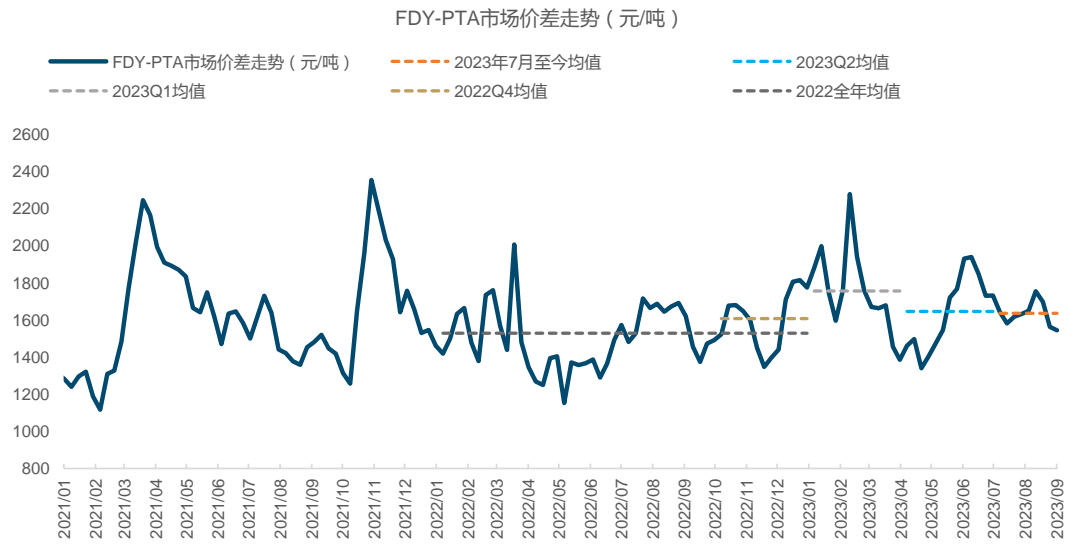
图表8: POY-PTA/MEG 产品价差持续修复



来源: Wind, 国金证券研究所

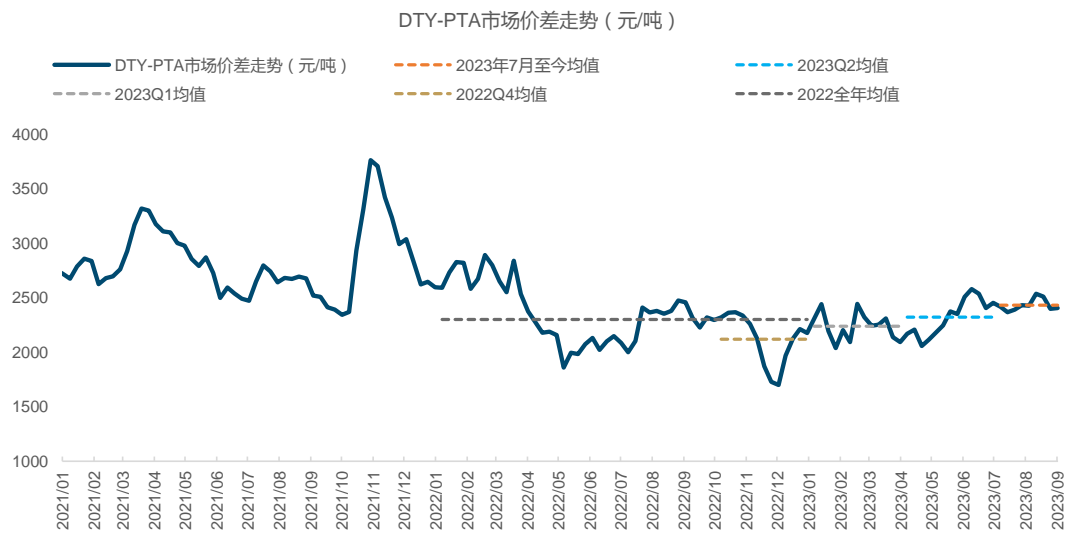


图表9: FDY-PTA/MEG 产品价差持续修复



来源: Wind, 国金证券研究所

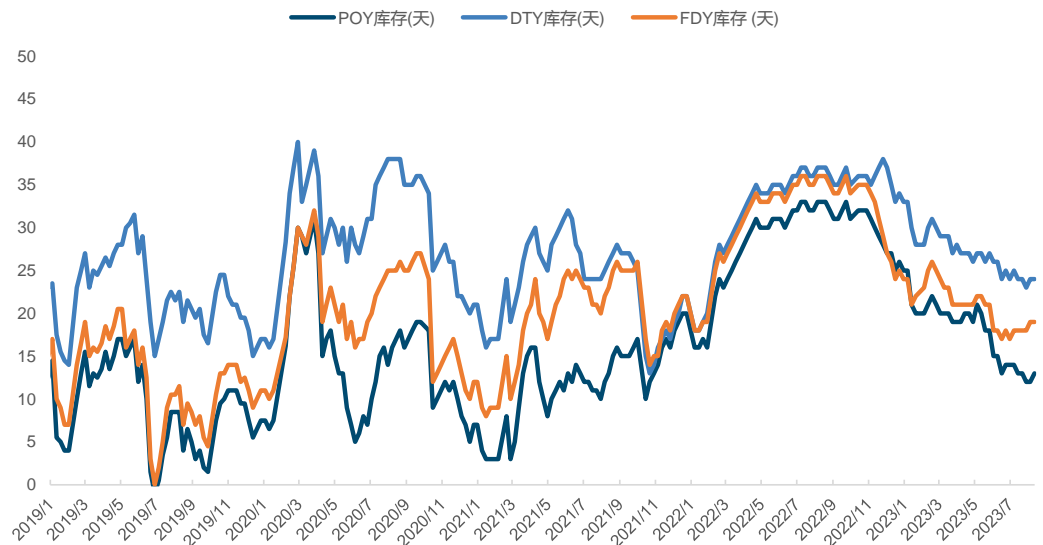
图表10: DTY-PTA/MEG 产品价差持续修复



来源: Wind, 国金证券研究所



图表11: 涤纶长丝持续去库



来源: CCFEI, 国金证券研究所

与此同时, 涤纶长丝开工负荷维持较高水平且环比持续修复, 2023 年上半年除 4 月底受部分装置淡季检修负荷短期下滑外, 涤纶长丝负荷持续维持在较高水平, 8 月涤纶长丝平均开工负荷达到 87.85%, 持续处于较高水平。

图表12: 涤纶长丝负荷率维持较高水平



来源: CCFEI, 国金证券研究所

公司拟启动印尼北加炼化一体化项目, 项目包含年产 430 万吨成品油, 520 万吨 PX, 80 万吨乙烯及聚乙烯、EVA、聚丙烯等产品, 印尼项目建成后公司原油加工量将达到 1600 万吨/年。与此同时, 公司年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝桐昆(洋口港)聚酯一体化项目及配套项目一套年产 250 万吨 PTA 装置投产, 另一套也进入试生产阶段, 1#-6# 聚酯装置开机生产, 7#、8# 聚酯装置正在安装。桐昆(沐阳)年产 240 万吨新型绿色功能性纤维项目 CP1、CP2 聚酯装置已进入试生产, CP3 聚酯装置预计 2023Q3 投产, CP4 聚纺车间土建已完成。伴随公司聚酯产能投放, 市占率提升, 公司将进一步强化成本优势与议价能力, 公司业绩成长确定性较强。

2、风险提示

- 1) 审批不通过或审批时间过长风险: 印尼炼化项目还没有获得中国政府相关有权部门正式批准, 项目申报过程中可能存在审批流程较长等相关风险;
- 2) 油价单向大幅波动风险: 炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性, 油价单



向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平；

- 3) 终端需求恢复不及预期风险：公司产品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系存在超预期变动可能，在考虑油价的同时，下游消费、包装、汽车、基建等宏观经济需求也会对长丝产品的需求造成影响；
- 4) 地缘政治风险：原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等，终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等；
- 5) 聚酯项目建设进度不及预期：公司未来长丝产能项目处于建设中，如项目建设进度不及预期，或对供需平衡测算产生影响；
- 6) 美元汇率大幅波动风险：原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对涤纶长丝行业产生负面影响；
- 7) 其他不可抗力影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	45,833	59,131	61,993	76,766	86,011	93,546
增长率		29.0%	4.8%	23.8%	12.0%	8.8%
主营业务成本	-42,937	-52,615	-59,988	-72,064	-78,739	-84,835
%销售收入	93.7%	89.0%	96.8%	93.9%	91.5%	90.7%
毛利	2,895	6,516	2,005	4,702	7,272	8,711
%销售收入	6.3%	11.0%	3.2%	6.1%	8.5%	9.3%
营业税金及附加	-90	-147	-152	-154	-172	-187
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-79	-80	-101	-123	-138	-150
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-688	-995	-1,193	-1,535	-1,720	-1,871
%销售收入	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-1,042	-1,460	-1,655	-1,919	-2,150	-2,339
%销售收入	2.3%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	995	3,835	-1,095	971	3,092	4,164
%销售收入	2.2%	6.5%	n.a	1.3%	3.6%	4.5%
财务费用	-327	-327	-427	-1,018	-1,242	-1,243
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	1.3%	1.4%	1.3%
资产减值损失	7	-33	-174	-153	-14	-13
公允价值变动收益	50	-20	30	0	0	0
投资收益	2,173	4,438	1,232	1,738	1,716	4,171
%税前利润	72.4%	55.6%	-378.6%	113.0%	48.3%	58.9%
营业利润	2,969	7,995	-363	1,538	3,552	7,079
营业利润率	6.5%	13.5%	n.a	2.0%	4.1%	7.6%
营业外收支	33	-18	37	0	0	0
税前利润	3,003	7,977	-325	1,538	3,552	7,079
利润率	6.6%	13.5%	n.a	2.0%	4.1%	7.6%
所得税	-147	-625	462	-231	-533	-1,062
所得税率	4.9%	7.8%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,856	7,352	136	1,307	3,019	6,017
少数股东损益	10	20	6	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,847	7,332	130	1,307	3,019	6,017
净利率	6.2%	12.4%	0.2%	1.7%	3.5%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,856	7,352	136	1,307	3,019	6,017
少数股东损益	10	20	6	0	0	0
非现金支出	2,061	2,426	2,897	3,387	3,760	4,276
非经营收益	-1,831	-3,735	-1,101	-397	-121	-2,395
营运资金变动	261	-3,249	-860	-4,602	-367	1,208
经营活动现金净流	3,347	2,794	1,073	-305	6,291	9,106
资本开支	-3,889	-10,046	-15,019	-4,340	-6,056	-5,174
投资	-3,720	-36	-13	0	0	0
其他	3,076	-440	-1,260	1,738	1,716	4,171
投资活动现金净流	-4,533	-10,521	-16,292	-2,603	-4,340	-1,003
股权募资	1	2,032	141	-16	0	0
债权募资	3,552	10,916	16,757	5,862	6,775	2,793
其他	-849	-2,407	-4,072	-1,500	-1,897	-2,378
筹资活动现金净流	2,704	10,541	12,825	4,346	4,878	414
现金净流量	1,518	2,812	-2,390	1,439	6,829	8,518

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,726	11,332	11,670	13,103	19,927	28,440
应收款项	478	846	1,453	1,392	1,560	1,697
存货	2,865	5,341	7,386	7,507	8,203	8,838
其他流动资产	507	1,222	1,954	2,150	2,628	2,252
流动资产	10,575	18,741	22,462	24,152	32,318	41,227
%总资产	22.5%	26.9%	24.9%	26.0%	31.2%	36.4%
长期投资	12,820	17,254	18,568	18,568	18,568	18,568
固定资产	21,062	27,753	43,881	46,007	48,269	49,133
%总资产	44.8%	39.8%	48.7%	49.5%	46.7%	43.4%
无形资产	1,598	1,990	2,294	2,446	2,497	2,546
非流动资产	36,413	50,954	67,678	68,821	71,134	72,049
%总资产	77.5%	73.1%	75.1%	74.0%	68.8%	63.6%
资产总计	46,989	69,695	90,140	92,973	103,452	113,275
短期借款	7,642	14,899	22,852	23,713	28,989	30,781
应付款项	6,783	9,009	12,960	10,993	12,011	12,942
其他流动负债	1,734	2,914	3,266	1,041	1,011	1,697
流动负债	16,159	26,822	39,077	35,747	42,011	45,420
长期贷款	3,608	6,376	15,315	20,315	21,815	22,815
其他长期负债	1,466	492	741	744	742	740
负债	21,234	33,690	55,134	56,806	64,568	68,975
普通股股东权益	25,672	35,836	34,698	35,858	38,576	43,991
其中：股本	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
未分配利润	11,656	18,531	17,953	19,129	21,847	27,262
少数股东权益	82	169	308	308	308	308
负债股东权益合计	46,989	69,695	90,140	92,973	103,452	113,275

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.296	3.041	0.054	0.542	1.252	2.496
每股净资产	11.685	14.863	14.391	14.872	15.999	18.245
每股经营现金净流	1.524	1.159	0.445	-0.126	2.609	3.777
每股股利	0.130	0.330	0.000	0.054	0.125	0.250
回报率						
净资产收益率	11.09%	20.46%	0.38%	3.65%	7.83%	13.68%
总资产收益率	6.06%	10.52%	0.14%	1.41%	2.92%	5.31%
投入资本收益率	2.47%	6.17%	0.63%	1.03%	2.93%	3.61%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.39%	29.01%	4.84%	23.83%	12.04%	8.76%
EBIT 增长率	-74.54%	285.33%	-128.57%	-188.66%	218.36%	34.69%
净利润增长率	-1.31%	157.58%	-98.22%	903.87%	130.98%	99.30%
总资产增长率	17.47%	48.32%	29.34%	3.14%	11.27%	9.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.6	3.4	3.4	3.4	3.4
存货周转天数	23.7	28.5	38.7	38.8	38.8	38.8
应付账款周转天数	25.9	24.9	41.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	149.4	115.2	137.8	115.8	104.7	96.4
偿债能力						
净负债/股东权益	22.14%	27.61%	74.29%	84.15%	78.15%	55.68%
EBIT 利息保障倍数	3.0	11.7	-2.6	1.0	2.5	3.3
资产负债率	45.19%	48.34%	61.16%	61.10%	62.41%	60.89%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-28	买入	14.30	N/A
2	2022-08-23	买入	15.58	N/A
3	2022-10-30	买入	12.53	N/A
4	2023-01-31	买入	15.35	N/A
5	2023-04-22	买入	13.22	N/A
6	2023-04-29	买入	12.90	N/A
7	2023-06-27	买入	12.85	N/A
8	2023-07-15	买入	14.09	N/A

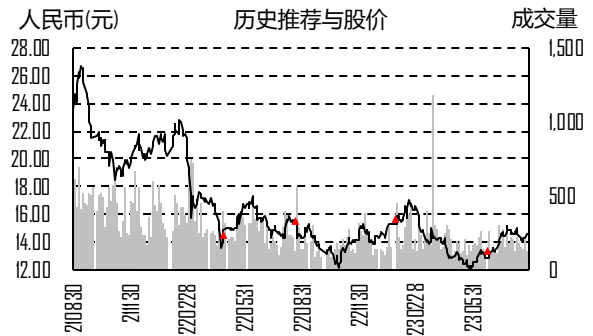
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究