

桐昆股份 (601233.SH) / 化工

证券研究报告/公司点评

2023年9月25日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 14.92元

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	59,131	61,993	86,058	104,789	112,707
增长率 yoy%	29%	5%	39%	22%	8%
归母净利润 (百万元)	7,332	130	2,314	4,440	5,972
增长率 yoy%	158%	-98%	1677%	92%	35%
每股收益 (元)	3.04	0.05	0.96	1.84	2.48
净资产收益率	20%	0%	6%	11%	13%
P/E	4.9	276.3	15.5	8.1	6.0
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

备注: 股价取自 2023 年 9 月 22 日收盘价; 每股指标按照最新股本数全面摊薄

## 基本状况

总股本(百万股)	2411
流通股本(百万股)	2288
市价(元)	14.92
市值(百万元)	35974
流通市值(百万元)	34130

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

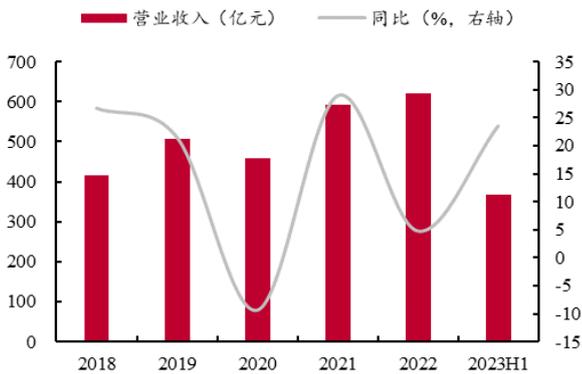
- 【行业深度】低库存迎复苏弹性，长周期格局已优化 (20230807)
- 【公司点评】需求承压业绩下滑，行业龙头静待复苏 (20221030)
- 【公司点评】价差下滑业绩承压，浙石化持续贡献业绩 (20220824)

## 投资要点

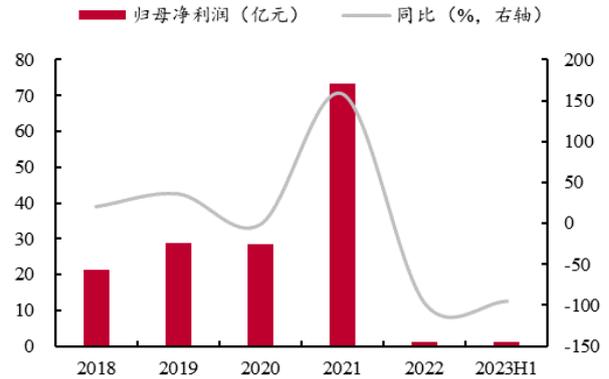
- **事件:** 公司发布 2023 年半年度报告。2023H1 公司实现营业收入 368.97 亿元，同比+23.6%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比-95.4%；实现扣非归母净利润 0.19 亿元，同比-99.1%。Q2 单季实现营业收入 209.84 亿元，同比+24.5%，环比+31.9%；实现归母净利润、扣非归母净利润 5.95、5.41 亿元，同比-25.2%、-29.7%，环比均已扭亏。
- **长丝主业量价齐升，二季度业绩超预期。**从量上看，根据国家统计局，2023H1 国内服装鞋帽、针、纺织品类和服装类社零累计同比分别+13%和+16%，内需纺服复苏。根据卓创资讯，2023H1 国内长丝累计出口 208 万吨，同比+26%，原料出口旺盛。Q2 单季公司 POY、FDY、DTY 销量分别为 196、33、24 万吨，环比+39%、+7%、+18%，同比+36%、+24%、+41%。从价上看，根据公告，Q2 单季公司 POY、FDY、DTY 不含税售价分别约 6785、7613、8316 元/吨，同比-9%、-6%、-8%，环比+2%、+2%、+1%；价差分别约 1002、1831、2533 元/吨，同比+9%、+18%、+2%，环比+3%、+4%、-1%，内外需提振下公司主业长丝呈现量价齐升的趋势。
- **金九银十旺季到来，景气有望持续向上。**根据 Wind，截至 9 月 22 日，POY、FDY、DTY 不含税市场价分别约 7190、7699、8407 元/吨，较 Q2 均值分别+6.3%、+5.6%、+5.5%。价差方面，截至 9 月 22 日，各产品不含税价差分别为 1209、1718、2426 元/吨，环比 Q2 分别+6.5%、+3.3%、+3.7%。整体看，7 月淡季以来，行业需求整体淡季不淡。进入金九，工厂库存继续去化：当前 POY 工厂库存约 11 天，较 6 月底-3 天，库存至近年同期低位。上下游开工同步提升：根据 CCFEI，截至 9 月 22 日，国内涤纶长丝开工负荷约 85.5%，尽管受亚运影响，萧山地区部分装置停车减产导致行业开工周环比-2.5pct，但目前较 Q2 均值相比仍+0.5pct。市场氛围受旺季提振明显，根据 Wind，本周江浙织机开工率约 65.6%，较 Q2 均值+7.5pct。金九银十传统旺季已至，看好长丝景气继续上行。
- **行业集中度提升，龙头话语权显著强化。**我们预计今年上半年是行业最后一波投产高峰，累计聚酯长丝直纺新产能增量约 311 万吨。公司围绕六大生产基地布局，累计新增聚酯及长丝产能 210 万吨，目前聚合、长丝产能总数已达 1120、1170 万吨，位居全行业第一。受前期公共卫生事件冲击，2022-2023H1 行业累计有约 220 万吨产能淘汰出清，另有约 120 万吨转产为切片等其他聚酯产品。行业格局优化下，龙头市占率持续提升。预计到今年年底，公司国内长丝产品市占率有望由 2013 年底的 11%进一步放大至 23%，头部企业话语权大幅增强。
- **浙石化 Q2 扭亏为盈，出海布局印尼项目。**公司向上游延伸参股浙石化 20% 股权，随着石化产品价差的逐步修复，浙石化 Q2 单季度利润实现扭亏，单季度投资收益由 Q1

的-4.44亿元增至Q2的1.91亿元。此外，6月26日，公司发布公告，携手新凤鸣共同启动印尼北加炼化一体化项目，合计拟出资约86.24亿美元（折624.09亿元）新建1600万吨/年炼油、520万吨/年PX、80万吨/年乙烯产能，预计建成后年均可实现营收、税后利润104.38、13.28亿美元，补齐短板延伸布局，有望打开成长空间。

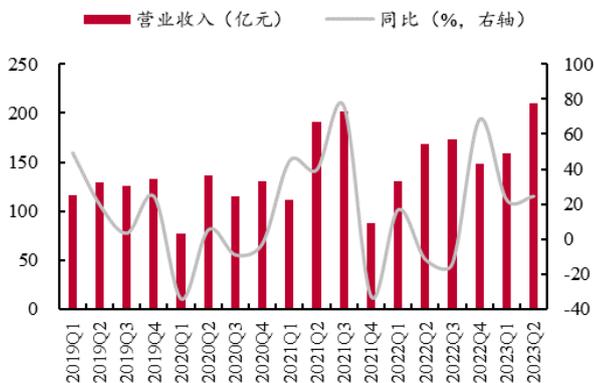
- **盈利预测与投资建议：**今年是公司长丝的投产大年，上半年长丝新增产能约210万吨。纺服内外需复苏回暖叠加炼厂盈利修复，带动公司盈利逐季上升。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为23.14/44.40/59.72亿元（2023-2024年原值为70.71/86.11亿元），对应PE分别为15.5/8.1/6.0倍，对应PB分别为1.0/0.9/0.8倍（对应2023/9/22收盘价），维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价波动；产品价格大幅波动；产能投放超预期；下游需求不及预期；浙石化盈利不及预期；信息更新不及时等。

**图表 1: 23H1 公司营收 368.97 亿元, 同比+23.6%**


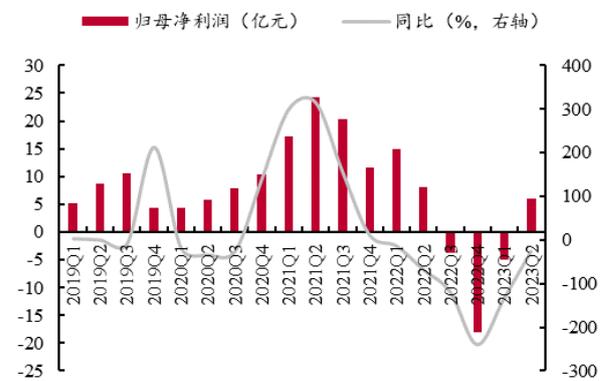
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 23H1 公司归母净利润 1.05 亿元, 同比-95.4%**


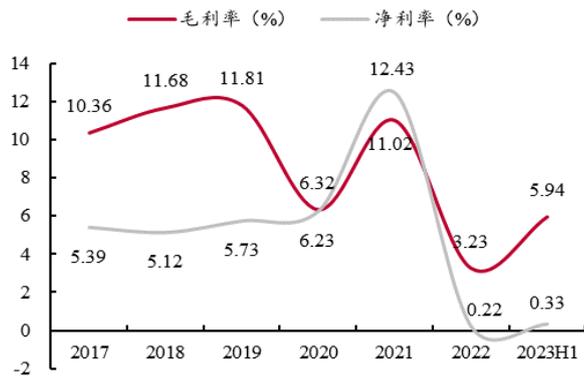
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 23Q2 公司营收 209.84 亿元, 同比+24.5%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 23Q2 公司归母净利润 5.95 亿元, 同比-25.2%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 公司毛利率与净利率水平**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 2023Q2 公司投资收益约 1.91 亿元**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**假设:**

- 1) **产能方面:** 今年上半年, 公司累计新增 210 万吨长丝产能。根据 CCFEI, 公司预计后续还将有近 100 万吨长丝规划产能陆续投产放量, 产品销量预期稳步提升。假设 2023-2025 年公司长丝销量分别为 1100、1320、1380 万吨, 短纤产量年增长率为 5%。
- 2) **成本方面:** 受 OPEC+ 等减产影响, 原油供给端产量收缩下, 国际油价有望继续维持高位震荡, 2024-2025 年 PX、MEG 原料价格同比增速假设为 +1%、+2%, PTA 原料价格同比增速假设均为 +1%。
- 3) **价格方面:** 考虑到长丝主要原料 PX、PTA 与油价关联度高, 成本端或对长丝价格形成支撑, 随下游需求的复苏, 有望带动长丝价格缓慢上行, 假设 2023-2025 年, 公司聚酯纤维产品 (POY、FDY、DTY、短纤、聚酯切片) 的平均销售单价自然增长率均为 2%。
- 4) **其他:** 假设 2023-2025 年, 公司其他业务收入和其他业务成本的增速均为 10%、12%、15%。
- 5) **投资收益:** 受益于炼化景气的回暖, 浙石化盈利有望继续上行。假设 2023Q3、Q4 的投资收益均为 2 亿元 (对应 2023 年全年投资收益约 1.47 亿元), 2024-2025 年的投资收益分别为 8、15 亿元。

**图表 7: 公司收入预测表**

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
涤纶长丝	营收 (亿元)	498.36	559.80	792.50	970.02	1034.39
	成本 (亿元)	433.66	541.15	722.77	875.67	928.40
	毛利 (亿元)	64.70	18.65	69.72	94.34	105.99
	毛利率	13.0%	3.3%	8.8%	9.7%	10.2%
PTA	营收 (亿元)	1.06	0.004	2.20	2.38	2.56
	成本 (亿元)	1.07	0.004	2.15	2.32	2.52
	毛利 (亿元)	-0.02	0.00	0.05	0.06	0.04
	毛利率	-1.6%	0.7%	2.3%	2.4%	1.6%
切片等其他	营收 (亿元)	1.85	3.31	3.38	3.62	3.87
	成本 (亿元)	1.73	3.35	3.21	3.41	3.63
	毛利 (亿元)	0.12	-0.04	0.17	0.21	0.24
	毛利率	6.2%	-1.3%	5.0%	5.8%	6.1%
其他业务	营收 (亿元)	90.05	56.82	62.50	71.88	86.25
	成本 (亿元)	89.68	55.37	60.91	70.04	84.05
	毛利 (亿元)	0.36	1.45	1.59	1.83	2.20
	毛利率	0.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
投资收益		44.38	12.32	1.47	8.00	15.00

资料来源: Wind、中泰证券研究所

我们预计, 2023-2025 年公司归母净利润为 23.14/44.40/59.72 亿元, 同比增长 1677.1%/91.9%/34.5%, EPS 分别为 0.96/1.84/2.48 元。以 2023/9/22 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 15.5/8.1/6.0 倍。可比公司 2023-2025 年的平均 PE 为 18.3/10.9/8.3 倍 (对应 2023/9/22 日收盘价)。公司是全球最大的涤纶长丝生产企业, 销量常年稳居行业第一, 被誉为“涤纶长丝企业中的沃尔玛”。当前公司估值水平低于行业均值, 具备一定的估值优势。

**图表 8: 可比公司估值 (可比公司归母净利润取值为 wind 一致预测)**

证券代码	证券简称	市值 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE			PB (MRQ)	
		2023/9/22	2022	2023E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023/9/22	
603225.SH	新凤鸣	201.28	-2.05	10.76	18.02	24.18	-98.16	18.71	11.17	8.32	1.26	
600346.SH	恒力石化	1,024.19	23.18	78.66	115.65	144.09	44.18	13.02	8.86	7.11	1.83	
000703.SZ	恒逸石化	275.34	-10.80	15.38	23.21	29.63	-25.51	17.90	11.86	9.29	1.15	
000301.SZ	东方盛虹	764.26	5.48	56.82	82.39	104.67	139.42	13.45	9.28	7.30	2.13	
002493.SZ	荣盛石化	1,220.13	33.40	43.15	91.06	128.69	36.53	28.28	13.40	9.48	2.72	
平均								19.29	18.27	10.91	8.30	1.82
601233.SH	桐昆股份	359.74	1.30	23.14	44.40	59.72	276.28	15.55	8.10	6.02	1.04	

资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,670	14,299	17,411	18,727	营业收入	61,993	86,058	104,789	112,707
应收票据	0	136	0	0	营业成本	59,988	78,904	95,145	101,860
应收账款	795	597	721	776	税金及附加	152	211	257	277
预付账款	380	823	993	1,063	销售费用	101	129	126	113
存货	7,386	7,376	8,895	9,523	管理费用	1,193	1,377	1,467	1,352
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,655	2,410	2,829	3,043
其他流动资产	2,232	1,655	2,016	2,168	财务费用	427	534	629	620
流动资产合计	22,462	24,887	30,036	32,257	信用减值损失	-34	0	0	0
其他长期投资	44	44	44	44	资产减值损失	-140	0	0	0
长期股权投资	18,502	18,502	18,502	18,502	公允价值变动收益	30	0	0	0
固定资产	23,399	63,120	74,581	72,821	投资收益	1,232	147	800	1,500
在建工程	20,483	20,483	20,483	20,483	其他收益	88	77	87	86
无形资产	2,294	2,404	2,560	2,678	营业利润	-363	2,714	5,218	7,022
其他非流动资产	2,957	2,957	2,957	2,957	营业外收入	46	35	39	39
非流动资产合计	67,678	107,509	119,127	117,484	营业外支出	8	22	25	23
资产合计	90,140	132,396	149,163	149,741	利润总额	-325	2,727	5,232	7,038
短期借款	19,507	48,075	50,777	37,696	所得税	-461	404	775	1,043
应付票据	3,163	5,694	6,901	7,141	净利润	136	2,323	4,457	5,995
应付账款	9,335	12,279	14,807	15,852	少数股东损益	6	9	17	23
预收款项	11	112	40	53	归属母公司净利润	130	2,314	4,440	5,972
合同负债	1,118	1,549	1,886	2,029	NOPLAT	-42	2,777	4,993	6,524
其他应付款	461	461	461	461	EPS (按最新股本摊薄)	0.05	0.96	1.84	2.48
一年内到期的非流动负债	3,345	3,345	3,345	3,345					
其他流动负债	2,136	2,688	3,152	3,320					
流动负债合计	39,077	74,202	81,369	69,896					
长期借款	15,315	20,123	25,628	32,046					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	741	741	741	741					
非流动负债合计	16,056	20,864	26,369	32,787					
负债合计	55,134	95,066	107,738	102,683					
归属母公司所有者权益	34,698	37,012	41,090	46,700					
少数股东权益	308	317	335	358					
所有者权益合计	35,006	37,329	41,425	47,059					
负债和股东权益	90,140	132,396	149,163	149,741					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,073	12,136	14,843	15,399
现金收益	3,274	6,011	13,217	16,195
存货影响	-2,045	9	-1,518	-628
经营性应收影响	-93	-381	-158	-125
经营性应付影响	3,960	5,575	3,663	1,299
其他影响	-4,023	922	-360	-1,341
投资活动现金流	-16,292	-42,349	-18,948	-6,437
资本支出	-19,144	-42,986	-19,748	-7,937
股权投资	-1,373	0	0	0
其他长期资产变化	4,225	637	800	1,500
融资活动现金流	12,825	32,842	7,217	-7,646
借款增加	16,892	33,376	8,208	-6,664
股利及利息支付	-1,806	0	0	0
股东融资	141	0	0	0
其他影响	-2,402	-534	-991	-982

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	4.8%	38.8%	21.8%	7.6%
EBIT增长率	-98.8%	3117.5%	79.8%	30.7%
归母公司净利润增长率	-98.2%	1677.1%	91.9%	34.5%
获利能力				
毛利率	3.2%	8.3%	9.2%	9.6%
净利率	0.2%	2.7%	4.3%	5.3%
ROE	0.4%	6.2%	10.7%	12.7%
ROIC	0.1%	3.7%	5.8%	7.7%
偿债能力				
资产负债率	61.2%	71.8%	72.2%	68.6%
债务权益比	111.1%	193.6%	194.3%	156.9%
流动性比率	0.6	0.3	0.4	0.5
速动比率	0.4	0.2	0.3	0.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	3	3	2	2
应付账款周转天数	41	49	51	54
存货周转天数	38	34	31	33
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.96	1.84	2.48
每股经营现金流	0.45	5.03	6.16	6.39
每股净资产	14.39	15.35	17.04	19.37
估值比率				
P/E	276.3	15.5	8.1	6.0
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	28.2	18.2	9.0	7.0

资料来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。