

桐昆股份（601233.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2023年9月26日

评级：买入（维持）
市场价格：14.95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	276.8	15.6	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25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)	14.95
市值(百万元)	36046
流通市值(百万元)	34199

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年限制性股票激励计划（草案），拟向484名激励对象授予限制性股票1818.35万股，占公司总股本的0.75%，授予价格为8.24元/股。**
- **激励考核指标落地，绑定人才彰显信心。**公司限制性激励股票来源为公司从二级市场回购的本公司A股普通股，拟授予的484名激励对象涵盖公司董事、高级管理人员，核心管理人员和核心骨干。业绩考核要求方面，此次激励计划的考核年度为2023-2025年三个会计年度，以2020-2022年净利润（扣除浙石化投资收益后的归母净利润）均值为基数，设定目标分别为2023年净利润增长率不低于40.5%、2023-2024年净利润累计值的增长率不低于200.5%、2023-2025年净利润累计值的增长率不低于450.5%。按此增长率测算，对应公司2023、2023-2024、2023-2025年净利润目标值分别约11.28、24.12、44.19亿元；分年度看，预计2023-2025年的目标净利润分别约11.28、12.84、20.07亿元。我们认为，本次激励计划的落地有助于企业吸引和留住优秀人才，充分绑定公司员工利益，进一步调动核心骨干的生产积极性。
- **金九银十旺季已至，看好长丝景气向上。**根据Wind，截至9月25日，POY、FDY、DTY不含税市场价分别约7168、7699、8363元/吨，较Q2均值分别+6.0%、+5.6%、+5.0%。价差方面，截至9月25日，各产品不含税价差分别为1241、1772、2436元/吨，环比Q2分别+9.3%、+6.6%、+4.1%。进入金九，市场氛围受旺季提振明显。根据CCFEI，轻纺城客增量显著，9月25日当日总成交量达1533万米，日涨跌+434万米，实现连续4个交易日的持续性上涨。行业开工方面，根据Wind，江浙织机的最新开工率为65.6%，较Q2均值+7.5pct。近期，外销市场的持续活跃带动服装品牌秋冬面料订单陆续启动，询价、放养需求显著增加下，行业库存持续去化，根据CCFEI，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。
- **行业投产高峰已过，龙头话语权再加强。**整体看，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。老旧产能淘汰超预期下，行业格局持续优化，龙头话语权进一步加强。结合CCFEI和百川盈孚，2022-2023H1，国内长丝行业累计出清产能约220万吨，另有约120万吨转产为切片等其他聚酯产品。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%，龙头企业有望充分受益涨价弹性。
- **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，随石化产品价差逐步修复，浙石化Q2单季实现扭亏，投资收益由Q1的-4.44亿元增至1.91亿元。此外，根据6月公告，公司将携手新凤鸣，强强联合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，迈向星辰大海。

- **盈利预测与投资建议：**基于当前产品景气的判断，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.14/44.40/59.72 亿元，对应 PE 分别为 15.6/8.1/6.0 倍，对应 PB 分别为 1.0/0.9/0.8 倍（对应 2023/9/25 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: 盈利预测

资产负债表					利润表				
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	95,067	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				
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	276.8	15.6	8.1	6.0
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	28.3	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。