

桐昆股份 (601233)

2023 年半年报业绩预告点评: 长丝蓄力, 炼化启航

买入 (维持)

2023 年 07 月 15 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	83,084	95,781	104,329
同比	5%	34%	15%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	130	2,515	4,715	6,352
同比	-98%	1832%	87%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	1.04	1.96	2.63
P/E (现价&最新股本摊薄)	260.91	13.51	7.21	5.35

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 业绩预告, 预计实现归母净利润 0.9~1.3 亿元, 同比下滑 94%~96%, 实现扣非归母净利润 0.02~0.42 亿元, 同比下滑 98%~100%。其中 23Q2 单季度, 预计实现归母净利润 5.8~6.2 亿元, 同比下滑 22%~27%, 环比增长 218%~227% (扭亏为盈), 实现扣非归母净利润 5.23~5.63 亿元, 同比下滑 27%~32%, 环比增长 200%~208%。
- **长丝景气渐进式修复, 看好下半年去库拐点带来向上弹性:** 1) 长丝产业链价升利稳。23Q2 期间, PTA/POY/FDY/DTY 均价分别环比 +163/+42/+5/+158 元/吨, 单吨利润分别为 -40/89/85/129 元/吨, 环比 +55/-32/-57/+45 元/吨。2) 长丝库存降至中低位, 看好金九银十行情催化。截至 23 年 6 月末, 江浙地区 POY/FDY/DTY 库存天数分别为 11.6/17.6/24.1 天, 处于近五年 34%/48%/45%分位。向后看, 金九银十预期下, 国内纺织服装零售和出口需求有望边际改善, 产业链或将迎来去库拐点。
- **浙石化盈利环比改善, 新材料延伸持续增厚投资收益:** 年初以来国内成品油盈利向好, 芳烃高景气, 油制烯烃利润回升, 浙石化盈利逐步改善。与此同时, 浙石化追加 1178 亿投资下游三大新材料项目, 精细化水平和附加值持续提升, 有望为公司贡献高额投资收益。
- **聚酯链在建项目丰富, 23 年起进入集中投产期:** 截至 23Q1, 公司在建工程 210 亿, 在建工程/固定资产比值达 93%。其中长丝 Q1 已累计投产 150 万吨, 预计全年新增产能或达 300 万吨, 总规模有望增至 1260 万吨。PTA 方面, 嘉通 2#装置已于 Q2 投产, PTA 总产能增至 1020 万吨。乙二醇方面, 新疆中昆 120 万吨乙二醇一期预计于年底进入试生产。
- **印尼炼化项目正式启动, 全产业链布局打开远期成长空间:** 公司携手新凤鸣在印尼布局 1600 万吨/年炼化一体化项目, 下游年产 430 万吨成品油和 1005 万吨化工品, 成品油收率低于 30%, PX 收率超过 32%, 在同类型项目中位居前列。印尼炼化项目的布局有助于公司打通聚酯产业链的最后一环, 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 25、47、64 亿元 (此前为 35、51 和 67 亿元), 按 2023 年 7 月 14 日收盘价计算, 对应 PE 分别 13.5、7.2 和 5.4 倍。周期底部投资价值凸显, 大炼化项目启动打开远期成长空间, 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)	14.09
一年最低/最高价	11.84/17.19
市净率(倍)	0.99
流通 A 股市值(百万元)	32,231.31
总市值(百万元)	33,972.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.18
资产负债率(%LF)	62.41
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): 开启炼化新征程》

2023-06-27

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	36,503	45,661	55,479	营业总收入	61,993	83,084	95,781	104,329
货币资金及交易性金融资产	12,160	25,282	31,858	40,231	营业成本(含金融类)	59,988	76,478	87,878	95,438
经营性应收款项	1,785	2,441	2,812	3,061	税金及附加	152	204	235	256
存货	7,386	7,432	9,433	10,423	销售费用	101	125	144	156
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,193	1,557	1,795	1,955
其他流动资产	1,131	1,348	1,558	1,764	研发费用	1,655	2,051	2,364	2,575
非流动资产	67,678	75,145	81,574	88,238	财务费用	427	1,468	1,905	2,134
长期股权投资	18,502	21,425	23,500	25,999	加:其他收益	88	59	102	93
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	1,600	3,600	5,000
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)	(18)
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	(363)	2,842	5,140	6,878
其他非流动资产	2,968	2,968	2,968	2,968	营业外净收支	37	12	9	10
资产总计	90,140	111,648	127,235	143,717	利润总额	(325)	2,854	5,150	6,888
流动负债	39,077	56,027	64,834	72,882	减:所得税	(462)	314	387	472
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	2,541	4,762	6,416
经营性应付款项	12,510	11,826	14,525	16,812	减:少数股东损益	6	25	48	64
合同负债	1,118	909	1,103	1,370	归属母公司净利润	130	2,515	4,715	6,352
其他流动负债	2,597	3,785	4,527	5,021	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	1.04	1.96	2.63
非流动负债	16,056	18,556	21,056	23,556	EBIT	(1,181)	4,297	7,007	8,958
长期借款	15,315	17,815	20,315	22,815	EBITDA	1,542	7,127	10,027	12,169
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.23	7.95	8.25	8.52
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	0.21	3.03	4.92	6.09
其他非流动负债	721	721	721	721	收入增长率(%)	4.79	34.02	15.28	8.92
负债合计	55,134	74,583	85,890	96,439	归母净利润增长率(%)	(98.26)	1,831.63	87.45	34.73
归属母公司股东权益	34,698	36,731	40,963	46,833					
少数股东权益	308	334	381	446					
所有者权益合计	35,006	37,065	41,345	47,278					
负债和股东权益	90,140	111,648	127,235	143,717					

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	4,740	7,278	8,538	每股净资产(元)	14.39	15.23	16.99	19.42
投资活动现金流	(16,292)	(8,705)	(5,863)	(4,892)	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	4.56	6.45	7.38
现金净增加额	(2,390)	13,122	6,577	8,372	ROE-摊薄(%)	0.38	6.85	11.51	13.56
折旧和摊销	2,723	2,831	3,021	3,211	资产负债率(%)	61.16	66.80	67.51	67.10
资本开支	(15,019)	(7,382)	(7,388)	(7,393)	P/E (现价&最新股本摊薄)	260.91	13.51	7.21	5.35
营运资本变动	(864)	(1,596)	521	1,315	P/B (现价)	0.98	0.92	0.83	0.73

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>