

桐昆股份 (601233)

2022 年年报点评：盈利短期承压+产能持续扩张，业绩增长未来可期

买入 (维持)

2023 年 04 月 24 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书：S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

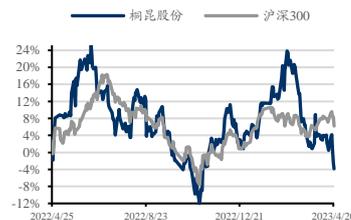
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	61,993	74,915	86,466	102,037
同比	5%	21%	15%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	130	3,466	5,004	6,584
同比	-98%	2562%	44%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	1.44	2.08	2.73
P/E (现价&最新股本摊薄)	244.80	9.20	6.37	4.84

关键词：#困境反转 #产能扩张

投资要点

- **事件：**2022 年，公司实现营业收入 619.93 亿元，同比上升 5%；归母净利润 1.30 亿元，同比下降 98%；扣非归母净利润 0.09 亿元，同比下降 100%。2022 年 Q4 实现归母净利润-18.05 亿元，同比下降 239%，环比下降 393%；扣非净利润-18.69 亿元，同比下降 266%，环比下降 392%。
- **成本高企&内需萎缩，盈利承压：成本端：**国际上受俄乌战争长期化、能源价格上涨等影响，叠加国内政策调整，涤纶长丝市场存在成本高企的压力。**需求端：**从终端需求来看，纺织品服装内销市场需求不足，但出口额再创新高。**库存端：**2022 年公司涤纶长丝库存量 52.33 万吨，同比增长 35.92%。前三季度涤纶长丝需求不及预期，库存大幅增加，第四季度起随着经济预期好转，终端尾单放量，涤丝去库显著。
- **国内经济复苏&海外航线运费回落，长丝市场反弹在即：国内方面，**随着国内疫情防控措施愈发宽松，居民出行及下游消费需求持续回暖，涤纶长丝实现价格回弹。库存有望得到释放。**海外出口方面，**中国出口集装箱运价综合指数已从 2022 年初的 3433 点回落至 2023 年 4 月的 934 点附近，海外航线运输费用恢复至正常水平，待海外需求复苏后，长丝出口市场同样具有广阔空间。
- **产能迅速扩张，业绩潜力待释放：**公司当前 PTA 产能约为 720 万吨/年，聚合产能约为 910 万吨/年，涤纶长丝产能约为 960 万吨/年。**PTA 方面，**2023 年上半年公司南通生产基地计划投产一套 250 万吨 PTA 项目。**聚酯方面，**沭阳年产 240 万吨长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机已启动建设。**下游纺织制造方面，**公司沭阳生产基地预计在 2023 年上半年实现 1 万套纺织设备投产。
- **盈利预测与投资评级：**我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测值为 35、50 亿元（此前为 54、66 亿元），同比增速为 2562%、44%；新增 2025 年归母净利润预测值为 66 亿元，同比增速为 32%，对应 2023-2025 年 EPS（摊薄）为 1.44、2.08 和 2.73 元/股，按 2023 年 4 月 21 日收盘价对应的 PE 分别为 9.20、6.37 和 4.84 倍。我们看好公司在 PTA、涤纶长丝和下游纺织制造领域的产能持续扩张和龙头地位提升，以及公司持续受益于参股的浙石化项目带来的高额投资收益。同时公司在产业链深入一体化的支撑下盈利能力将更加稳健，维持“买入”评级。
- **风险提示：**PX 和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.22
一年最低/最高价	11.84/17.98
市净率(倍)	0.92
流通 A 股市值(百万元)	30,241.16
总市值(百万元)	31,875.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.39
资产负债率(%，LF)	61.16
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): 产能扩张+布局大炼化，业绩有望持续增长》

2023-02-15

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	36,441	45,731	56,975	营业总收入	61,993	74,915	86,466	102,037
货币资金及交易性金融资产	12,160	26,040	32,994	42,074	营业成本(含金融类)	59,988	70,474	80,494	92,908
经营性应收款项	1,785	2,211	2,546	2,991	税金及附加	152	184	212	250
存货	7,386	6,849	8,640	10,147	销售费用	101	112	130	153
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,193	1,442	1,664	1,963
其他流动资产	1,131	1,341	1,550	1,762	研发费用	1,655	1,849	2,135	2,519
非流动资产	67,678	75,155	81,594	88,268	财务费用	427	1,468	1,901	2,129
长期股权投资	18,502	21,425	23,500	25,999	加:其他收益	88	118	130	157
固定资产及使用权资产	23,431	22,681	21,741	20,611	投资净收益	1,232	4,000	5,200	5,200
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	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-16	-8	-11	-17
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	-363	3,496	5,249	7,455
其他非流动资产	2,968	2,968	2,968	2,968	营业外净收支	37	12	8	9
资产总计	90,140	111,596	127,325	145,243	利润总额	-325	3,508	5,257	7,463
流动负债	39,077	54,884	63,353	72,355	减:所得税	-462	-123	14	566
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	3,631	5,243	6,898
经营性应付款项	12,510	10,897	13,304	16,366	减:少数股东损益	6	165	239	314
合同负债	1,118	838	1,010	1,334	归属母公司净利润	130	3,466	5,004	6,584
其他流动负债	2,597	3,642	4,360	4,975	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	1.44	2.08	2.73
非流动负债	16,056	18,556	21,056	23,556	EBIT	-1,181	4,811	6,920	9,278
长期借款	15,315	17,815	20,315	22,815	EBITDA	1,542	7,642	9,940	12,489
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.23	5.93	6.91	8.95
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	0.21	4.63	5.79	6.45
其他非流动负债	721	721	721	721	收入增长率(%)	4.79	20.84	15.42	18.01
负债合计	55,134	73,441	84,409	95,911	归母净利润增长率(%)	-98.26	2,561.89	44.38	31.56
归属母公司股东权益	34,698	37,682	42,204	48,305					
少数股东权益	308	474	712	1,026					
所有者权益合计	35,006	38,155	42,916	49,332					
负债和股东权益	90,140	111,596	127,325	145,243					

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	3,097	6,056	9,046	每股净资产(元)	14.39	15.63	17.50	20.03
投资活动现金流	-16,292	-6,304	-4,263	-4,692	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	5.90	6.78	7.46
现金净增加额	-2,390	13,880	6,955	9,080	ROE-摊薄(%)	0.38	9.20	11.86	13.63
折旧和摊销	2,723	2,831	3,021	3,211	资产负债率(%)	61.16	65.81	66.29	66.04
资本开支	-15,019	-7,381	-7,388	-7,393	P/E (现价&最新股本摊薄)	244.80	9.20	6.37	4.84
营运资本变动	-864	-1,782	453	1,434	P/B (现价)	0.92	0.85	0.76	0.66

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

