

桐昆股份(601233.SH)2022年报点评： 聚酯龙头短期业绩承压，看好景气修复、成长双驱动

评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liyl03@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/25

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	-7.2%	-16.1%	-6.9%
沪深300	-1.6%	-5.2%	3.9%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	61993	97302	104817	120749
增长率(%)	5	57	8	15
归母净利润 (百万元)	130	3149	5364	7084
增长率(%)	-98	2318	70	32
摊薄每股收益 (元)	0.05	1.31	2.22	2.94
ROE(%)	0	8	12	14
P/E	289.00	9.86	5.79	4.38
P/B	1.00	0.82	0.72	0.62
P/S	0.56	0.32	0.30	0.26
EV/EBITDA	39.79	15.99	9.61	9.79

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——桐昆股份 (601233) 点评报告: Q3业绩短期承压, 静待长丝下游需求复苏 (买入) *炼化及贸易*李永磊, 董伯骏》——2022-11-01

《桐昆股份 (601233) 2022年中报点评: 涤纶长丝持续扩能, 行业景气逐步修复 (买入) *炼化及贸易*董伯骏, 李永磊》——2022-08-25

聚酯龙头短期业绩承压，看好景气修复、成长双驱动

事件：2023年4月22日，公司发布2022年年报：2022年公司实现营业收入619.93亿元，同比+4.79%；实现归属于上市公司股东的净利润1.30亿元，同比-98.26%；加权平均净资产收益率达0.37%，同比减少23.85个百分点。销售毛利率3.23%，同比减少7.79个百分点，销售净利率0.22%，同比减少12.21个百分点。

其中，2022Q4单季度实现营收148.05亿元，同比+68.55%，环比-14.61%；实现归母净利润-18.05亿元，同比-254.16%，环比-193.27%；ROE为-5.08%，同比下滑8.40个百分点，环比下滑4.09个百分点。销售毛利率达-4.90%，同比下滑15.36个百分点，环比下滑6.84个百分点；销售净利率达-12.24%，同比下滑25.63个百分点，环比下滑10.15个百分点。

点评：

原料价格高涨叠加需求转弱，公司2022年业绩承压

2022年，基础能源价格大幅上涨，带动公司主要原料采购价格大幅提升，其中PX采购均价达7563.86元/吨，同增35.75%；PTA均价达5438.99元/吨，同增29.43%，公司成本端承压。同时，需求端，国内疫情多地爆发，生产、流通等环节秩序受到干扰，房地产、居民消费等领域面临经济下行压力，也对国内聚酯长丝需求带来较大负面影响。在多重不利因素下，公司实现营收619.93亿元，同比+4.79%；实现归母净利润1.30亿元，同比-98.26%。

分产品来看，2022年POY实现营收406.22亿元，同比+12.96%；销量达579.48万吨，同比+6.83%；均价达7010.12元/吨，同比+5.74%；毛利率达2.87%，同比下滑10.83个百分点。FDY实现营收81.80亿元，同比+19.21%；实现销量106.11万吨，同比+10.87%；均价达7709.11元/吨，同比+7.52%；毛利率达7.43%，同比下滑3.31个百分点。DTY实现营收67.92亿元，同比+1.41%；实现销量78.07万吨，同比+2.71%；均价达8699.21元/吨，同比-1.26%；毛利率达0.47%，同比下滑11.27个百分点。

2022年公司经营活动产生现金流量净额达10.73亿元，同比-61.61%，主要系2022年购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。期间费用方面，2022年销售/管理/财务费用率分别达0.16%/4.59%/0.69%，同比+0.03/+0.44/+0.14个百分点，管理费用增加主要系增加办公楼折旧摊销所致。

聚酯龙头积极完善产业链，看好涤纶长丝景气逐步上行

公司是国内聚酯龙头企业，截至2022年底，公司具备910万吨聚合、960万吨涤纶长丝年生产加工能力。同时，公司积极完善产业链一体化建设，PTA产能目前已提升至720万吨/年，新疆中坤新材料2x60万吨/年天然气制乙二醇项目也积极推进。2022年，受原料价格高涨，以及下游需求弱势影响，涤纶长丝盈利下滑。随着疫情防控全面放开以及保交楼等政策推出，将有效推动服装及家纺需求提升，并带动上游长丝景气逐步修复。据Wind，2023年一季度，POY价差达1279元/吨，环比+13.93%；FDY价差达1778元/吨，环比+7.54%，随着经济逐步修复，我们看好涤纶长丝景气逐步上行，公司作为国内涤纶长丝龙头，将持续受益。

浙石化盈利有望修复，多项目推进提升公司投资收益

2022年，受高油价以及终端需求弱势影响，浙石化盈利大幅下滑，实现净利润60.52亿元，同比-72.86%，也带动公司投资收益大幅下滑。进入2023年，原油价格高位回落，据Wind，截至4月21日，2023年布伦特原油均价达82.64美元/桶，同比下滑16.59%。需求端，居民出行、消费、基建等逐步复苏，带动上游油品及化工品价差修复。据Wind，2023年一季度汽油-原油（扣除消费税及增值税）价差达1621元/吨，环比+68.01%；PX-原油（扣除增值税）价差达3220元/吨，环比+12.37%，浙石化盈利有望逐步修复。同时，浙石化大力布局高端新材料，2022年8月公告了千亿规模的三大项目投资，包括3#乙烯及其下游化工品项目、高新能树脂项目、高端新材料项目，产品主要有EVA、DMC、PC、ABS、 α -烯烃、POE、己二腈、PMMA等，项目全部达产后预计可给浙石化带来年均净利润164亿元，这也将持续提升公司投资收益。

收购广西桐昆石化部分股权，向化工新材料领域进军

为满足向化工新材料方向发展的诉求，实现业务转型突破的需要，公司3月27日发布公告，拟以支付现金2.10亿元方式收购桐昆控股全资子公司广西桐昆石化65%的股权。广西桐昆位于广西钦州，作为中国连接东盟的桥头堡，随着国家西部陆海新通道建设、平陆运河建设以及RCEP协议生效，其区位优势越来越明显，为公司后续新材料项目发展以及业务转型突破打下坚实的基础。

图表：主要产品价格价差情况

价差单位（元/吨）	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
POY	1561	1694	1385	1757	1392	913	1211	1123	1279
FDY	1695	1869	1723	1817	1551	1418	1702	1653	1778
DTY	3229	3098	2877	3387	2991	2329	2586	2358	2518

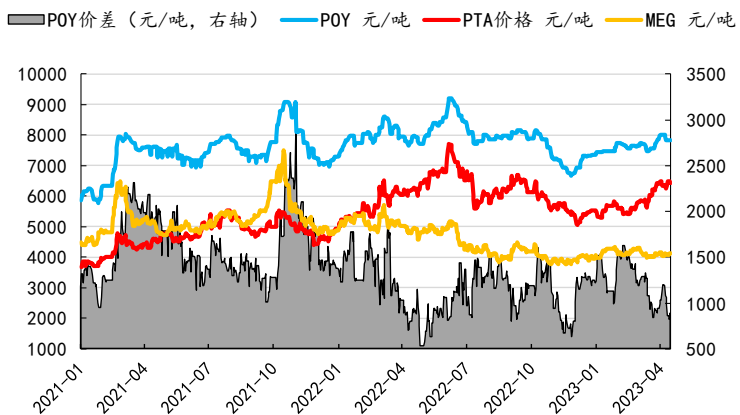
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：桐昆股份分产品经营数据

产品/项目		2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2022	2021	2022H2同比	2022H2环比
POY	销量（万吨）	308.34	271.14	273.92	268.50	579.48	542.42	12.57%	13.72%
	营收（亿元）	210.83	195.39	188.98	170.61	406.22	359.59	11.56%	7.91%
	均价（元/吨，不含税）	6837.72	7206.06	6899.08	6354.16	7010.12	6629.32	-0.89%	-5.11%
FDY	销量（万吨）	59.34	46.77	47.72	47.99	106.11	95.71	24.35%	26.88%
	营收（亿元）	45.11	36.70	35.68	32.94	81.80	68.62	26.42%	22.93%
	均价（元/吨，不含税）	7601.53	7846.21	7477.25	6864.26	7709.211	7169.83	1.66%	-3.12%
DTY	销量（万吨）	43.58	34.49	38.96	37.05	78.07	76.01	11.86%	26.36%
	营收（亿元）	36.98	30.93	36.06	30.91	67.92	66.97	2.56%	19.56%
	均价（元/吨，不含税）	8486.10	8969.74	9255.59	8341.84	8699.21	8810.72	-8.31%	-5.39%
营业收入（亿元）		321.42	298.52	289.45	301.86	619.93	591.31	11.04%	7.67%
营业成本（亿元）		325.30	274.58	262.79	263.36	599.88	526.15	23.79%	18.47%
毛利润（亿元）		-3.89	23.94	26.66	38.50	20.05	65.16	-114.58%	-116.24%
销售毛利率		-1.21%	8.02%	9.21%	12.75%	3.23%	11.02%	-10.42%	-9.23%
净利润（亿元）		-21.74	23.11	32.11	41.42	1.36	73.52	-167.72%	-194.10%
销售净利率		-6.76%	7.74%	11.09%	13.72%	0.22%	12.43%	-17.86%	-14.51%

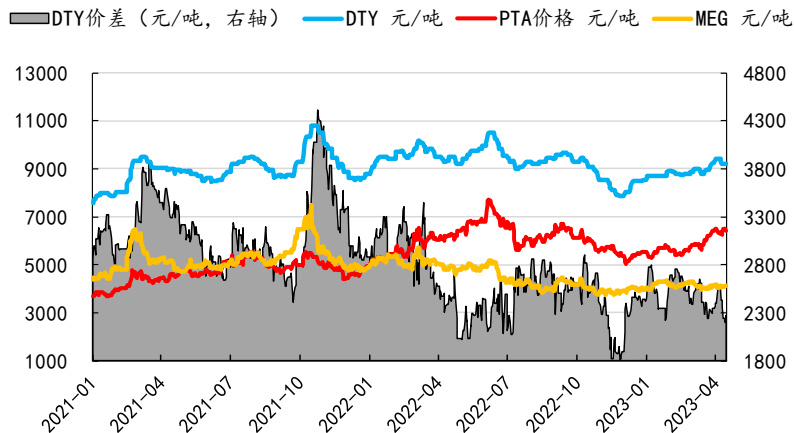
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：POY价格价差情况



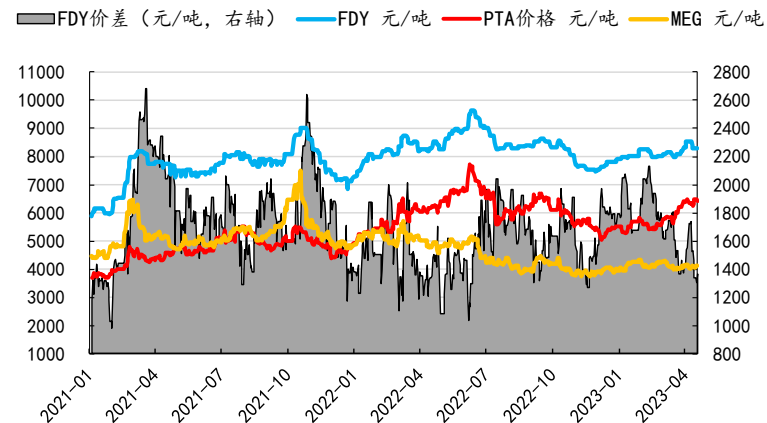
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：DTY价格价差情况



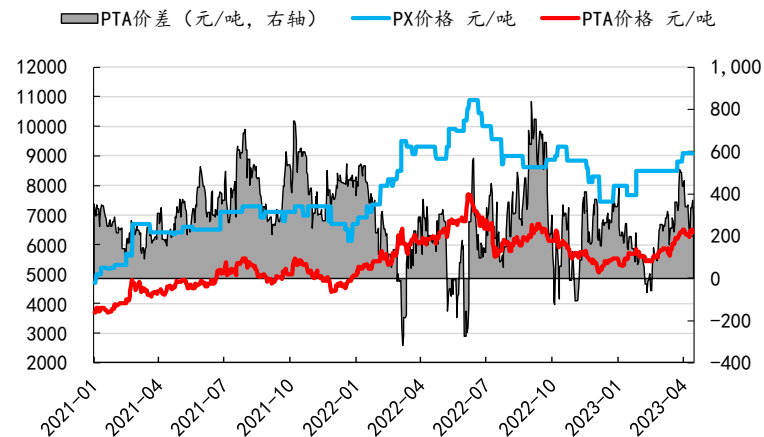
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：FDY价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PTA价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

- 盈利预测和投资评级：综合考虑主要产品价格价差情况，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为31.49、53.64、70.84亿元，对应PE分别10、6、4倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

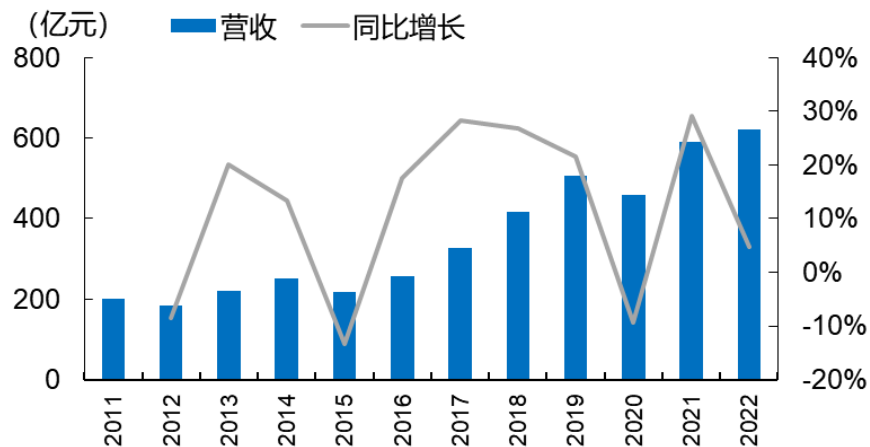
图表：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	61,993.35	97,301.57	104,816.70	120,748.84
增长率(%)	4.79	56.95	7.72	15.20
归母净利润（百万元）	130.21	3,148.79	5,364.12	7,083.56
增长率(%)	-98.26	2,318.25	70.35	32.05
摊薄每股收益（元）	0.05	1.31	2.22	2.94
ROE(%)	0.38	8.32	12.42	14.09
P/E	289.00	9.86	5.79	4.38
P/B	1.00	0.82	0.72	0.62
P/S	0.56	0.32	0.30	0.26
EV/EBITDA	39.79	15.99	9.61	9.79

资料来源：wind，国海证券研究所

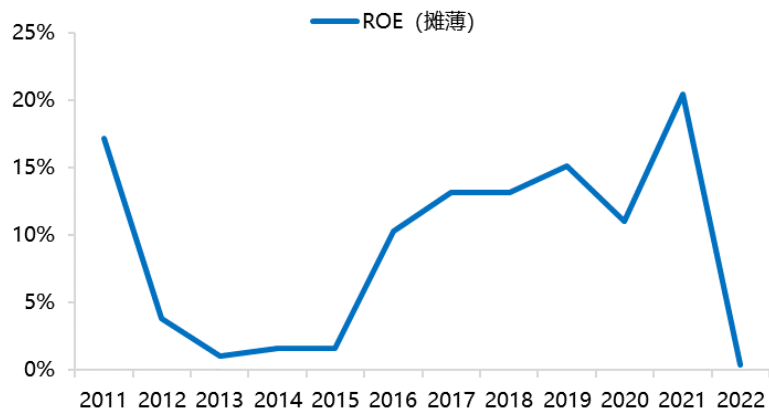
2022年营收同比+4.79%

图表：2022年营收同比上升4.79%



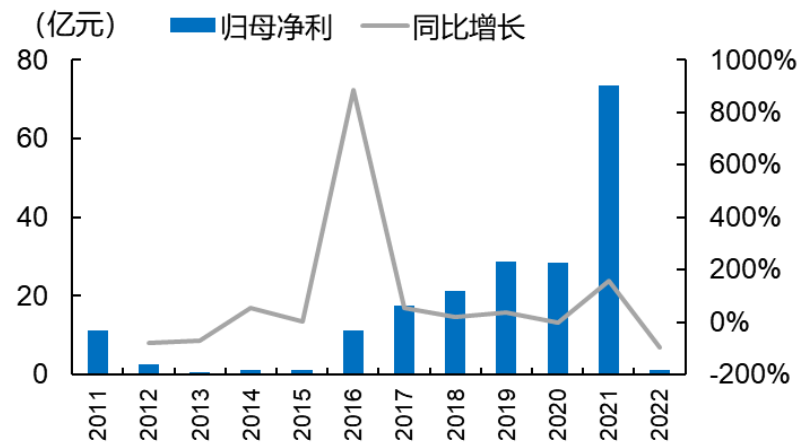
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年净资产收益率下滑



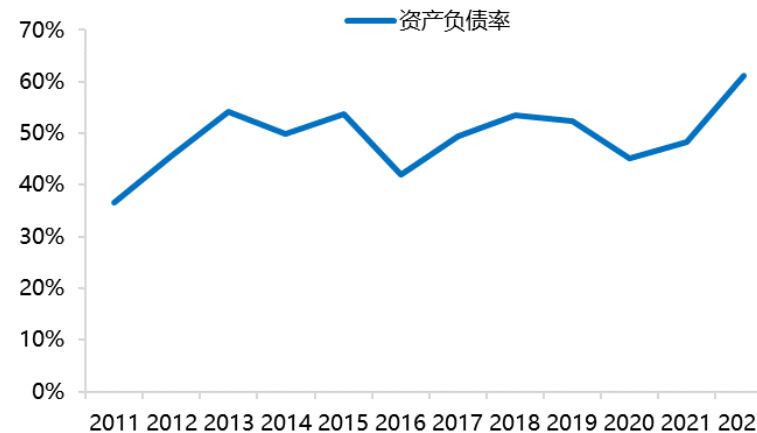
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润同比下滑98.26%



资料来源：wind，国海证券研究所

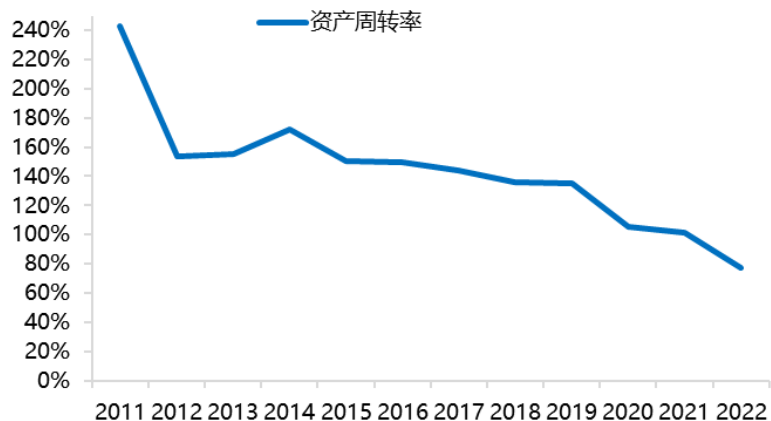
图表：2022年资产负债率上升



资料来源：wind，国海证券研究所

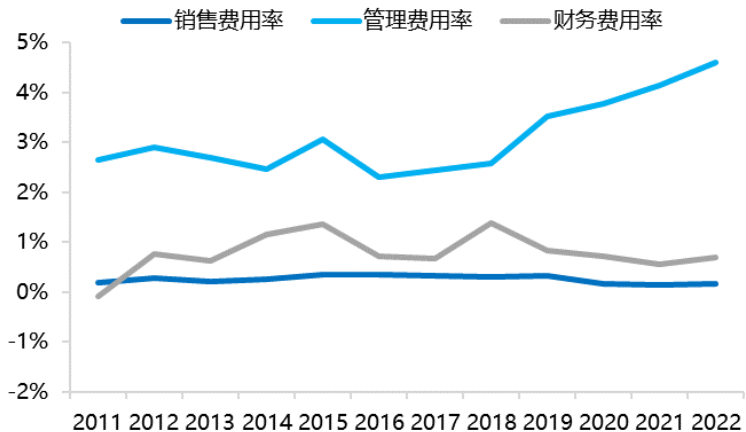
2022年期间费用率上升

图表：2022年资产周转率降至77.57%



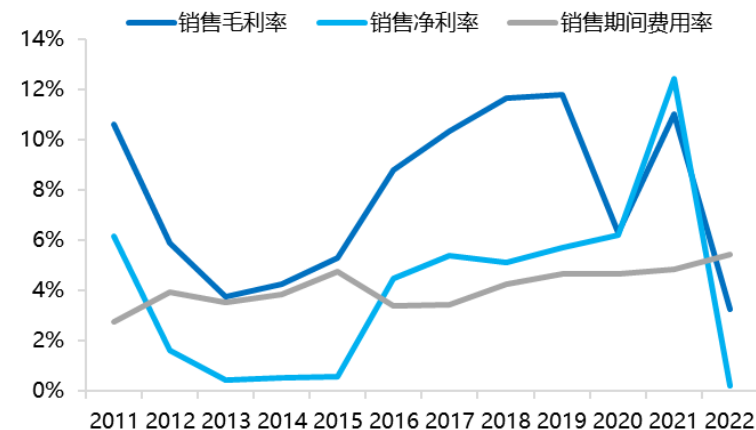
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年期间费用率上升



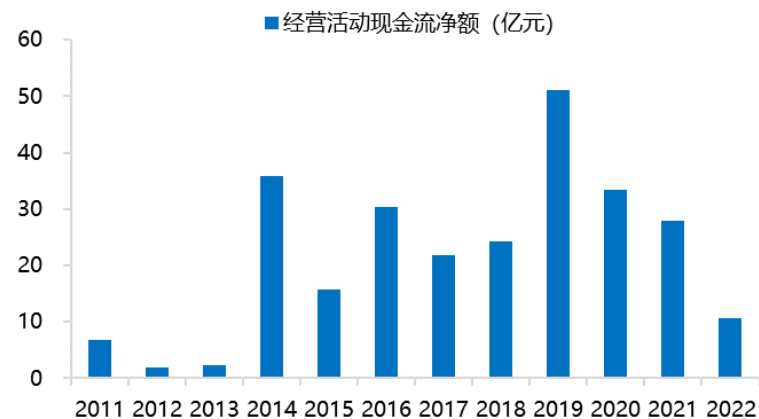
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年毛利率、净利率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

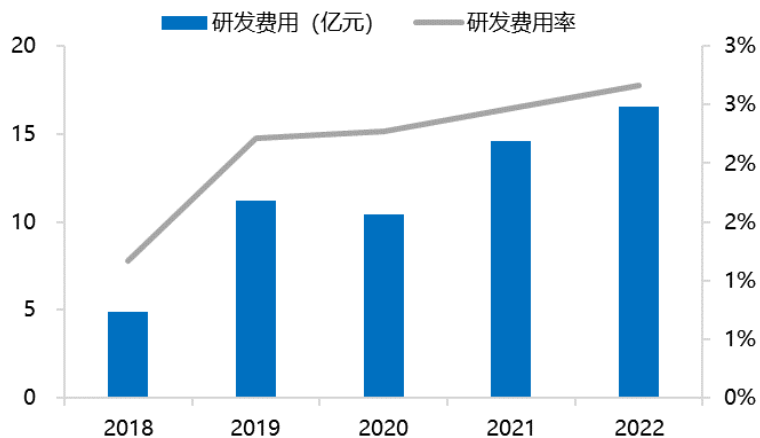
图表：2022年经营活动现金流净额10.73亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

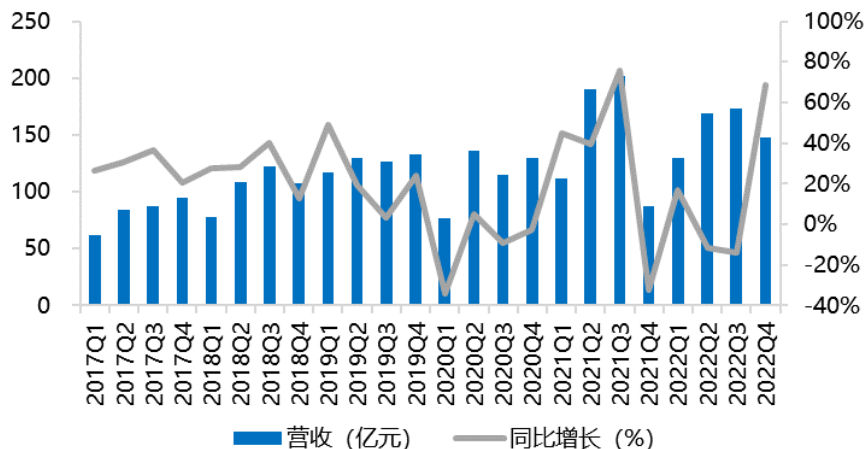
2022Q4营收同比上升68.55%

图表：2022年研发费用达16.55亿元



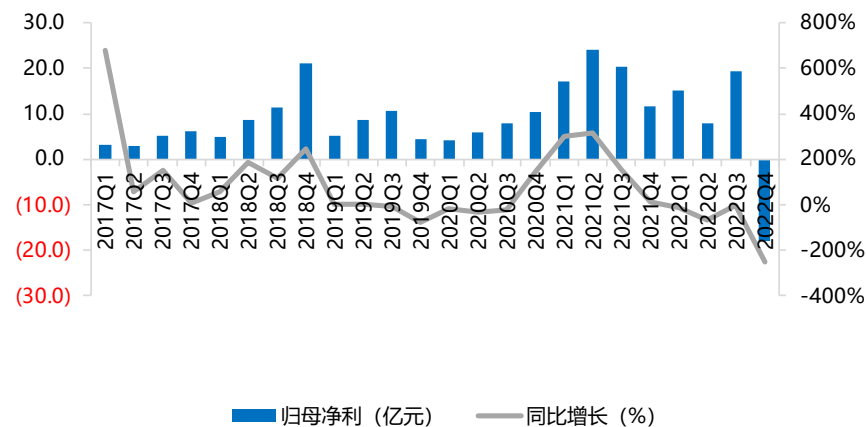
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4营收同比上升68.55%



资料来源：wind，国海证券研究所

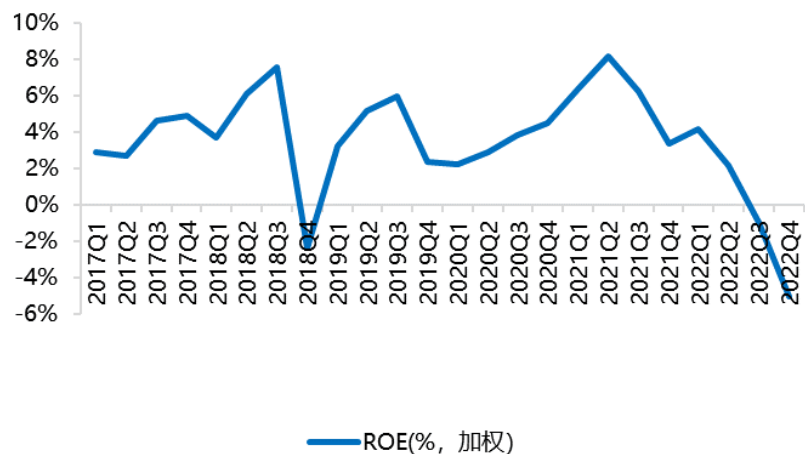
图表：2022Q4归母净利润同比下滑254.16%



资料来源：wind，国海证券研究所

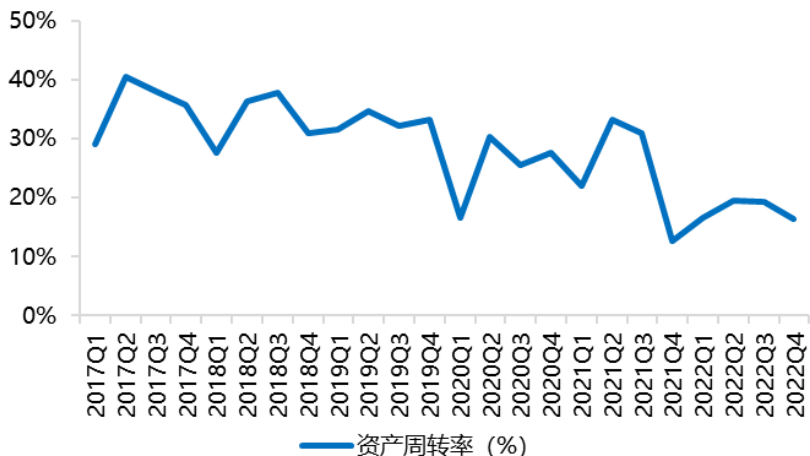
2022Q4净资产收益率下滑

图表：季度净资产收益率



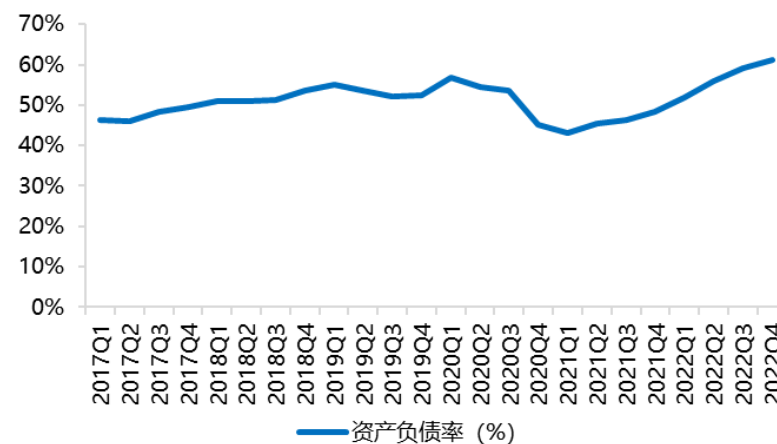
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



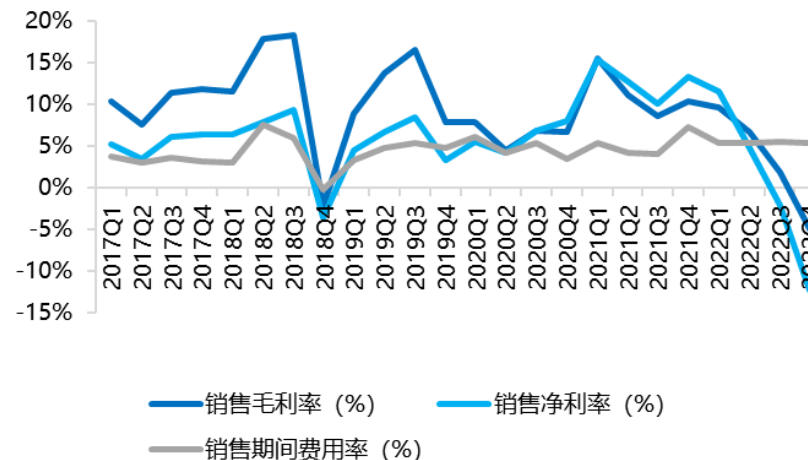
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

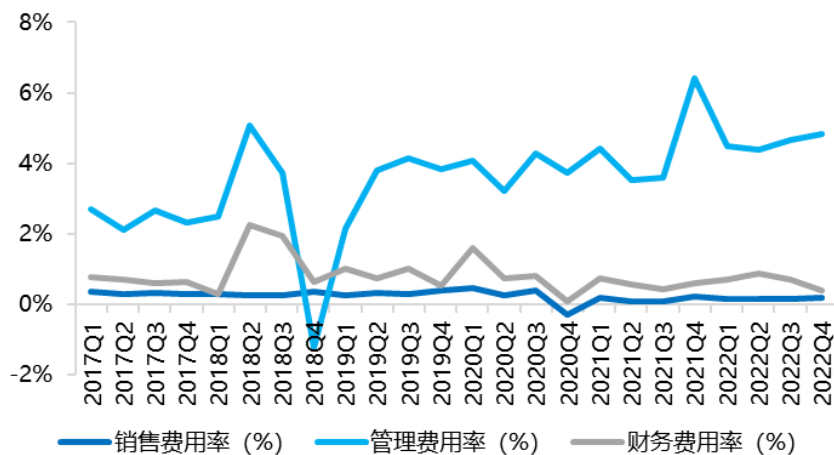
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

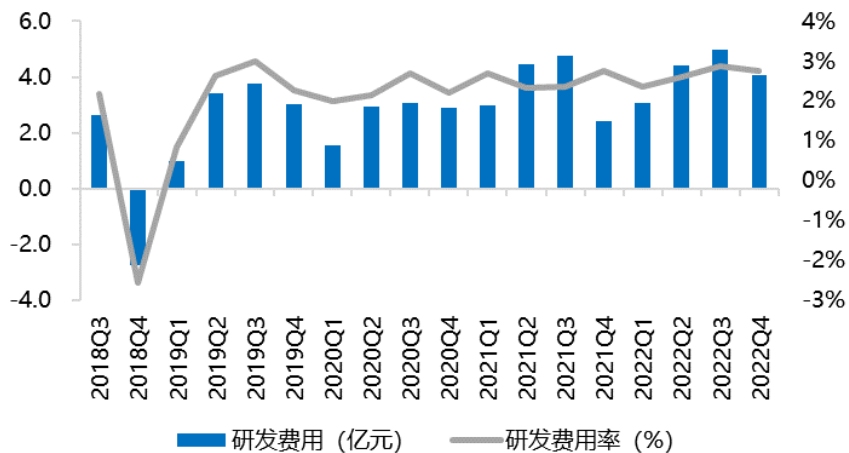
2022Q4经营活动现金流同环比提升

图表：季度期间费用率



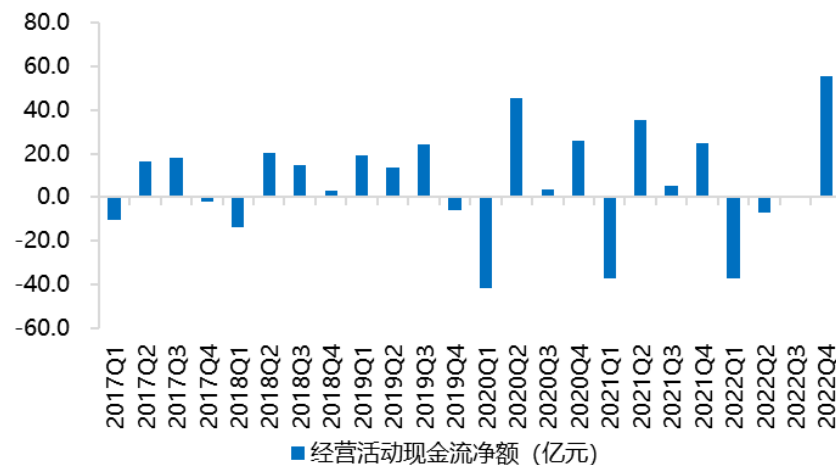
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4研发费用同比增长



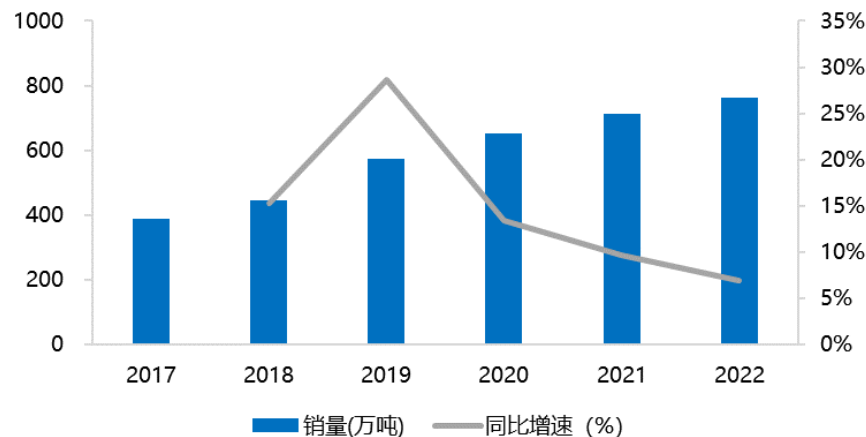
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4经营活动现金流净额55.41亿元



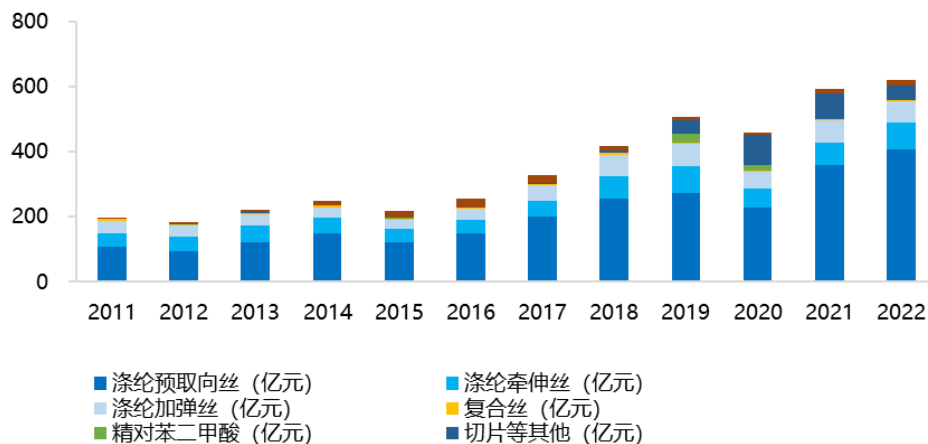
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年公司长丝销量同比增长



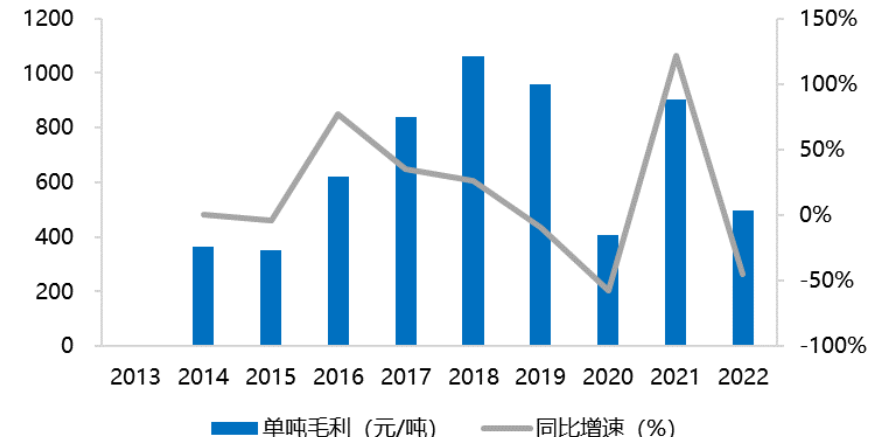
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



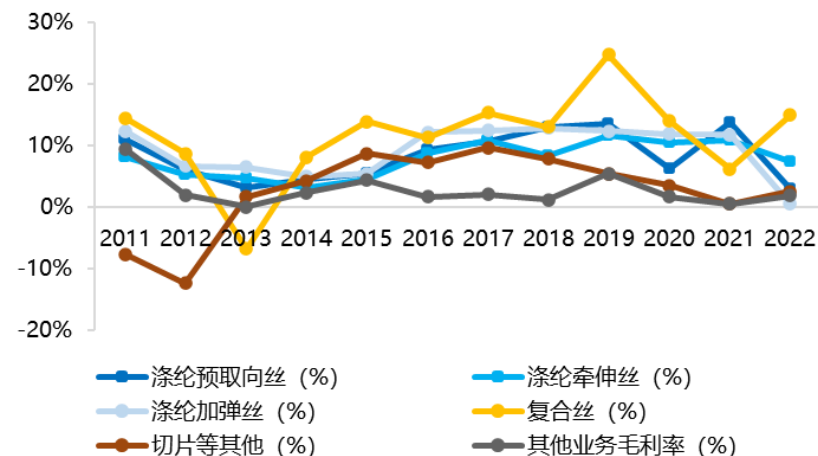
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年长丝单吨毛利同比下滑



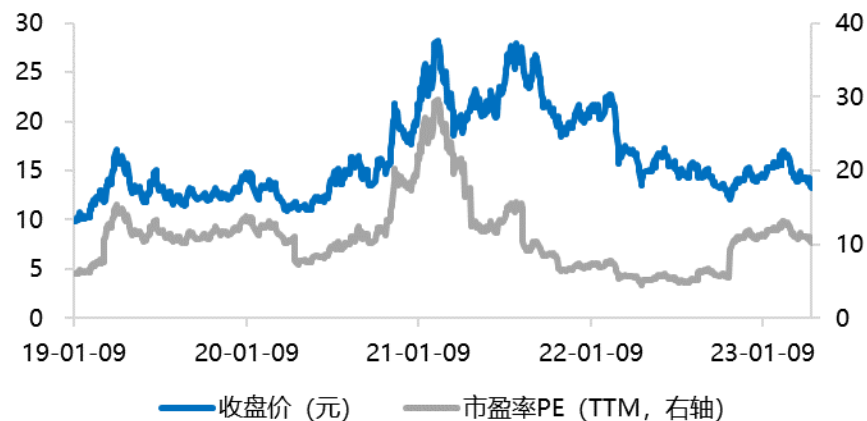
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



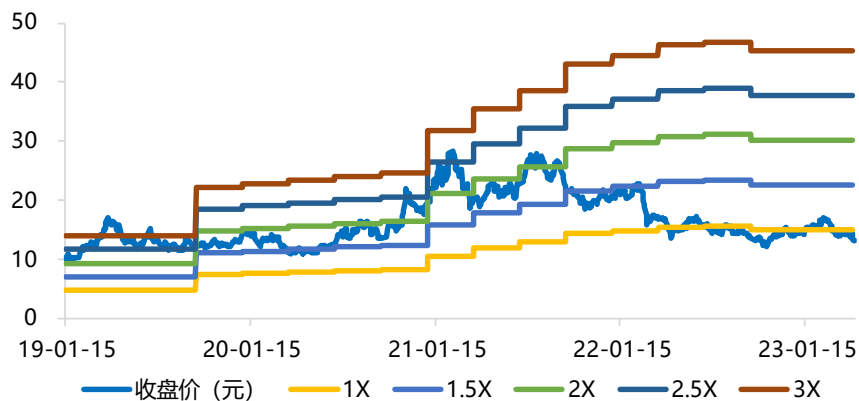
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



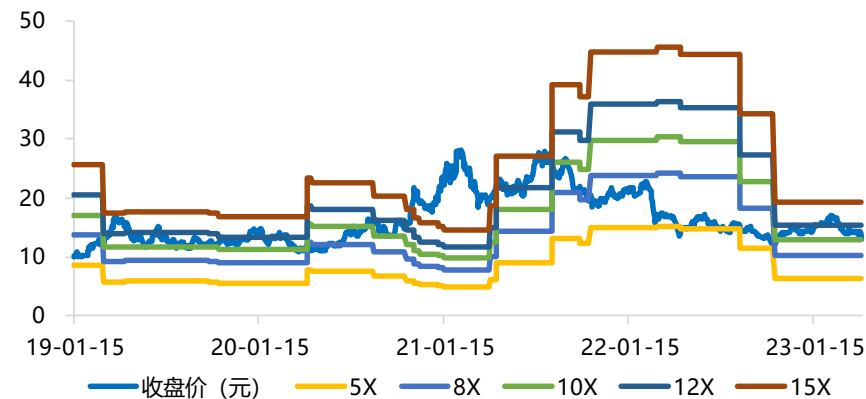
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

桐昆股份盈利预测表

证券代码： 601233

股价： 12.88

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230425

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12160	9232	14264	12423	营业收入	61993	97302	104817	120749	每股指标				
应收款项	795	219	1110	572	营业成本	59988	91173	96290	111022	EPS	0.05	1.31	2.22	2.94
存货净额	7386	5842	4857	6245	营业税金及附加	152	226	254	289	BVPS	14.39	15.69	17.91	20.85
其他流动资产	2122	2635	2861	3047	销售费用	101	153	159	190	估值				
流动资产合计	22462	17928	23093	22287	管理费用	1193	1751	1887	2173	P/E	289.0	9.9	5.8	4.4
固定资产	23399	24140	24023	25059	财务费用	427	1054	1290	1372	P/B	1.0	0.8	0.7	0.6
在建工程	20483	26390	34418	42866	其他费用/(-收入)	1655	2433	2620	3087	P/S	0.6	0.3	0.3	0.3
无形资产及其他	5294	6084	6589	7122	营业利润	-363	3769	6451	8575	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	18502	24669	28674	32473	营业外净收支	37	0	0	0	盈利能力				
资产总计	90140	99211	116796	129808	利润总额	-325	3769	6451	8575	ROE	0%	8%	12%	14%
短期借款	19507	25442	31377	37577	所得税费用	-462	565	968	1286	毛利率	3%	6%	8%	8%
应付款项	12499	11502	17417	16434	净利润	136	3204	5484	7289	期间费率	3%	3%	3%	3%
预收帐款	11	8	10	14	少数股东损益	6	55	120	205	销售净利率	0%	3%	5%	6%
其他流动负债	7061	8010	8258	8759	归属于母公司净利润	130	3149	5364	7084	成长能力				
流动负债合计	39077	44961	57062	62784	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	5%	57%	8%	15%
长期借款及应付债券	15315	15315	15315	15315	经营活动现金流	1073	5377	12251	5177	利润增长率	-98%	2,318%	70%	32%
其他长期负债	741	741	741	741	净利润	130	3149	5364	7084	营运能力				
长期负债合计	16056	16056	16056	16056	少数股东权益	6	55	120	205	总资产周转率	0.69	0.98	0.90	0.93
负债合计	55134	61017	73118	78841	折旧摊销	2723	2434	3238	3529	应收账款周转率	78.02	443.48	94.39	211.19
股本	2411	2410	2410	2410	公允价值变动	-30	0	0	0	存货周转率	8.39	16.66	21.58	19.34
股东权益	35006	38194	43678	50967	营运资金变动	-860	1555	6033	-1513	偿债能力				
负债和股东权益总计	90140	99211	116796	129808	投资活动现金流	-16292	-12936	-11689	-11571	资产负债率	61%	62%	63%	61%
					资本支出	-15019	-9856	-11652	-13545	流动比	0.57	0.40	0.40	0.35
					长期投资	-13	-6194	-4020	-3822	速动比	0.35	0.23	0.29	0.22
					其他	-1260	3114	3983	5796					
					筹资活动现金流	12825	4632	4470	4553					
					债务融资	16757	5935	5935	6200					
					权益融资	141	-16	0	0					
					其它	-4072	-1287	-1465	-1647					
					现金净增加额	-2390	-2928	5031	-1841					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，化工行业研究助理。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597