

桐昆股份 (601233)

印尼项目总规模缩减, 公司持股比例及权益规模提升

买入 (维持)

2024年05月26日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	61993	82640	99436	99587	100996
同比 (%)	4.79	33.30	20.32	0.15	1.41
归母净利润 (百万元)	124.71	797.04	3,191.42	4,411.13	5,107.63
同比 (%)	(98.33)	539.10	300.41	38.22	15.79
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.05	0.33	1.32	1.83	2.12
P/E (现价&最新摊薄)	300.25	46.98	11.73	8.49	7.33

投资要点

- **事件:** 2024年5月24日, 公司公告称将调整泰昆石化印尼北加炼化一体化项目股权架构、投资金额及项目规模。
- **股权结构: 公司持股比例提升。** 1) **调整前:** 项目实施主体为泰昆石化, 调整前桐昆股份穿透持股比例为 45.9%, 新凤鸣、上海青翎穿透持股比例分别为 44.1%/10%。2) **调整后:** 桐昆股份穿透持股比例提升至 80%, 新凤鸣、上海青翎穿透持股比例分别降至 15%/5%。
- **项目方案: 总规模缩小, 烯烃占比提升。** 1) **调整前:** 炼油规模为 1600 万吨, 规划 430 万吨成品油、520 万吨 PX、80 万吨乙烯等产品, 其中 PX/乙烯占比分别为 32.5%/5%。2) **调整后:** 炼油规模缩减至 1000 万吨, 规划 418 万吨成品油、200 万吨 PX、120 万吨乙烯等产品, 其中 PX/乙烯占比分别为 20%/12%。
- **目标市场: 印尼及东盟市场消化占比提升。** 1) **调整前:** 成品油、硫磺等 467 万吨产品由印尼市场消化, PX、苯、丙烷等 847 万吨由成品由中国市场消化, FDPE、EVA、聚丙烯等 118 万吨产品由中国、印尼及东盟市场共同消化, 其中印尼市场消化比例为 33%、中印东盟共同消化比例为 8%。2) **调整后:** 成品油、硫磺、苯等 558 万吨成品由印尼市场消化, 200 万吨 PX 运回中国市场消化, FDPE、HDPE、LLDPE、聚丙烯等 170 万吨成品由印尼及东盟市场共同消化, 其中印尼市场消化比例为 60%、印尼及东盟共同消化比例为 18%。
- **投资金额: 总投缩减, 资本金支出略有提升。** 1) **调整前:** 原泰昆石化项目总投 86.2 亿美元, 其中银团贷款融资 60 亿美元, 自筹资金 26 亿美元, 按持股比例换算, 公司需承担的资本金部分为 11.9 亿美元。2) **调整后:** 项目总投降至 59.5 亿美元, 其中银行贷款 41.4 亿美元, 自筹资金 17.9 亿美元, 按持股比例换算, 公司需承担的资本金部分为 14.3 亿美元。按 4 年建设期计算, 年均投资规模约 3.6 亿美元 (公司近三年经营现金流均值为 23 亿元), 整体资本开支节奏可控。
- **炼化出海方兴未艾, 方案优化将有助于项目顺利推进。** 此次调整后, 项目总投资和炼油总规模下降, 但公司持股比例增加, 对应的权益炼油规模由 722 万吨上升至 800 万吨, 公司对印尼项目的控制力进一步增强。此外, 调整后公司化工品结构更加均衡, 且下游产品更加贴近印尼本土和东盟市场, 有望进一步强化区位优势, 提升项目竞争力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 32/44/51 亿元, 按 5 月 24 日收盘价计算, 对应 PE 分别 11.7/8.5/7.3 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求复苏不及预期、原材料价格波动、项目审批或实施进度延后、炼化市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.53
一年最低/最高价	10.63/16.00
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	35,288.97
总市值(百万元)	37,444.69

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.96
资产负债率(% ,LF)	67.56
总股本(百万股)	2,411.12
流通 A 股(百万股)	2,272.31

相关研究

《桐昆股份(601233): 2024 年一季度报点评: 业绩同比高增, 看好出口改善带动长丝弹性》

2024-04-30

《桐昆股份(601233): 2023 年年报点评: 长丝盈利同比修复, 看好 24 年行业供需改善》

2024-04-27

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26,106	27,946	36,666	42,332	营业总收入	82,640	99,436	99,587	100,996
货币资金及交易性金融资产	11,840	11,838	19,975	25,243	营业成本(含金融类)	78,455	91,558	90,615	91,590
经营性应收款项	2,634	3,648	3,634	3,680	税金及附加	294	354	354	359
存货	10,249	10,848	11,244	11,394	销售费用	118	149	149	151
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,352	1,641	1,643	1,666
其他流动资产	1,383	1,612	1,812	2,015	研发费用	1,755	2,486	2,490	2,525
非流动资产	76,340	76,139	75,429	74,545	财务费用	783	1,197	1,237	1,216
长期股权投资	18,834	19,614	20,170	20,838	加:其他收益	361	30	50	50
固定资产及使用权资产	44,208	41,663	40,832	39,717	投资净收益	321	1,600	2,000	2,400
在建工程	8,735	9,735	8,735	7,735	公允价值变动	(15)	0	0	0
无形资产	2,858	3,423	3,987	4,552	减值损失	(39)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	68	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	579	3,682	5,148	5,937
其他非流动资产	1,703	1,703	1,703	1,703	营业外净收支	45	0	0	0
资产总计	102,446	104,085	112,094	116,878	利润总额	624	3,682	5,148	5,937
流动负债	46,957	45,372	49,125	49,150	减:所得税	(197)	458	693	778
短期借款及一年内到期的非流动负债	28,401	23,974	26,188	26,188	净利润	821	3,224	4,456	5,159
经营性应付款项	14,526	15,940	17,089	16,726	减:少数股东损益	24	32	45	52
合同负债	881	1,129	1,274	1,148	归属母公司净利润	797	3,191	4,411	5,108
其他流动负债	3,149	4,329	4,574	5,088	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	1.32	1.83	2.12
非流动负债	19,706	20,706	21,706	22,706	EBIT	988	4,847	6,341	7,102
长期借款	18,475	19,475	20,475	21,475	EBITDA	4,645	8,497	10,276	11,322
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	5.06	7.92	9.01	9.31
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	0.96	3.21	4.43	5.06
其他非流动负债	1,191	1,191	1,191	1,191	收入增长率(%)	33.30	20.32	0.15	1.41
负债合计	66,663	66,078	70,832	71,856	归母净利润增长率(%)	539.10	300.41	38.22	15.79
归属母公司股东权益	35,470	37,662	40,873	44,580					
少数股东权益	313	345	390	441					
所有者权益合计	35,783	38,007	41,263	45,022					
负债和股东权益	102,446	104,085	112,094	116,878					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,121	7,559	8,674	7,969	每股净资产(元)	14.71	15.62	16.95	18.49
投资活动现金流	(10,484)	(1,849)	(1,225)	(937)	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	6,527	(5,712)	689	(1,765)	ROIC(%)	1.66	5.17	6.48	6.83
现金净增加额	(834)	(2)	8,138	5,268	ROE-摊薄(%)	2.25	8.47	10.79	11.46
折旧和摊销	3,657	3,650	3,935	4,220	资产负债率(%)	65.07	63.48	63.19	61.48
资本开支	(11,289)	(2,669)	(2,669)	(2,669)	P/E (现价&最新股本摊薄)	46.98	11.73	8.49	7.33
营运资本变动	(1,634)	1,001	958	(375)	P/B (现价)	1.06	0.99	0.92	0.84

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>