

2023年05月01日
桐昆股份(601233.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

其他石化

主业毛利率环比改善,待后续景气修复

事件:

桐昆股份发布 2023 年一季度报告,报告期内公司实现营业总收入 159.13 亿元,同比+22.47%,环比+7.49%;实现归母净利润-4.90 亿元,同比-132.61%,环比-72.85%。其中,公司一季度对联营企业的投资收益为-5.11 亿元,若剔除该影响,公司主业或实现正向收益。

点评:

公司一季度业绩受投资收益影响较大,考虑公司对浙石化 20%的股权比例,浙石化一季度约亏损 25-26 亿元。公司主业长丝实现毛利 7.62 亿元,环比扭亏;综合毛利率为 4.79%,环比改善 9.68pct,可见主业部分出现较大程度改善。据 Wind,去年四季度行业 POY 平均毛利约-327 元/吨,一季度行业均毛利改善至-29.54 元/吨,考虑公司相较行业在物料单耗及加工费上的优势,单吨实现微利情况较为合理。当前据 Wind,POY 行业单吨毛利约-200 元/吨,但一季度公司存货总额为 86.23 亿元,环比四季度上升 12.37 亿元;POY4 月均价为 7719 元/吨,相较一季度 7400 元/吨均价上扬 4.31%,库存收益或在二季度体现。同时,随着后期经济缓慢复苏带动终端纺服消费,行业逐渐回暖预期仍在。

龙头地位不变,待行业景气改善。据公告,公司目前拥有 PTA 产能 720 万吨/年,聚酯聚合产能 910 万吨/年,涤纶长丝产能 960 万吨/年,涤纶长丝市占率约 22.06%,位列国内行业第一。未来公司将逐渐完善产业上下游布局,上游方向,已公告 2*250 万吨/年 PTA、2*60 万吨/年天然气制 MEG 项目正积极推进。聚酯环节恒超二期 60 万吨/年、嘉通长丝 240 万吨/年以及恒阳 240 万吨/年正处投建过程中。未来公司有望逐渐形成 1220 万吨/年 PTA、1500 万吨/年左右涤纶长丝产能,市占率有望进一步提升,龙头低位愈加稳固。行业自 2022H2 以来一直处于景气低位。需求侧据国家统计局,3 月服装鞋帽针纺织品类零售额同比增加 17.70%,累计同比增加 9%;助力行业去库。当前据 Wind,行业开工率约在 70%-75%之间浮动,交投方面相对清淡,周内行业产销率约为 40%;但行业库存在 20 天左右,处于相对合理区间,且后期订单的量增在合理库存状态下向上游的传导阻力相对小。待消费逐渐恢复后,行业有望从主动去库迈向被动去库的景气反转状态。

投资建议:

维持买入-A 投资评级。我们预计公司 2023 年-2025 年的净利润分别为 20.48、35.79 和 47.59 亿元。我们给予公司 2024 年 10 倍动态市盈率,12 个月目标价为 14.84 元。

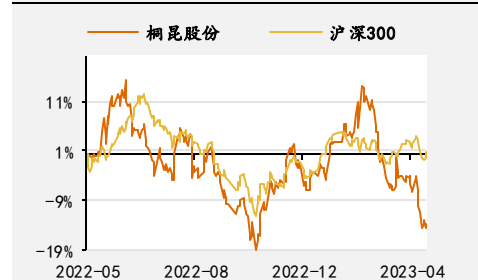
投资评级 **买入-A**
维持评级

12 个月目标价 14.84 元
股价 (2023-04-28) 12.90 元

交易数据

总市值(百万元)	31,103.44
流通市值(百万元)	29,509.15
总股本(百万股)	2,411.12
流通股本(百万股)	2,287.53
12 个月价格区间	12.1/17.61 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.7	-12.4	-15.3
绝对收益	-13.9	-16.0	-12.5

张汪强 分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

相关报告

浙石化贡献重要收益,待长丝修复 2022-08-24

目 风险提示：项目建设不及预期，地缘政治风险带来原料价格抬升、安环生产风险、项目审批风险、不可抗力拖累需求等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	59,131.0	61,993.3	78,393.6	85,316.5	93,083.2
净利润	7,332.2	130.2	2,048.4	3,579.1	4,759.1
每股收益(元)	3.04	0.05	0.85	1.48	1.97
每股净资产(元)	14.86	14.39	15.41	16.74	18.52

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	4.2	238.9	15.2	8.7	6.5
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
净利润率	12.4%	0.2%	2.6%	4.2%	5.1%
净资产收益率	20.5%	0.4%	5.5%	8.9%	10.7%
股息收益率	2.5%	0.0%	0.7%	1.2%	1.5%
ROIC	25.3%	-0.1%	4.4%	7.2%	7.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	59,131.0	61,993.3	78,393.6	85,316.5	93,083.2	成长性					
减: 营业成本	52,614.9	59,988.1	72,968.9	78,260.1	84,503.5	营业收入增长率	29.0%	4.8%	26.5%	8.8%	9.1%
营业税费	146.9	152.1	180.6	205.9	222.5	营业利润增长率	169.2%	-104.5%	-767.5%	76.6%	34.1%
销售费用	80.0	100.9	123.1	129.4	146.3	净利润增长率	157.6%	-98.2%	1,473.1%	74.7%	33.0%
管理费用	994.8	1,192.9	1,334.9	1,509.9	1,674.5	EBITDA 增长率	101.5%	-71.7%	110.2%	50.0%	36.1%
研发费用	1,459.7	1,654.7	1,936.6	2,163.7	2,381.5	EBIT 增长率	157.0%	-96.3%	876.8%	70.0%	44.8%
财务费用	327.1	426.7	571.0	811.2	1,634.9	NOPLAT 增长率	144.6%	-100.4%	-9,544.7%	70.0%	44.8%
资产减值损失	-16.8	-139.7	-52.2	-69.6	-87.1	投资资本增长率	37.9%	38.6%	3.9%	31.2%	62.2%
加: 公允价值变动收益	-19.7	30.0	-325.1	53.5	72.7	净资产增长率	39.8%	-2.8%	7.1%	8.8%	10.8%
投资和汇兑收益	4,438.4	1,231.9	1,414.4	1,913.6	3,049.1						
营业利润	7,995.0	-362.5	2,419.9	4,272.9	5,729.0	利润率					
加: 营业外净收支	-18.1	37.1	32.2	31.7	32.3	毛利率	11.0%	3.2%	6.9%	8.3%	9.2%
利润总额	7,976.9	-325.4	2,452.1	4,304.6	5,761.3	营业利润率	13.5%	-0.6%	3.1%	5.0%	6.2%
减: 所得税	624.6	-461.8	367.8	645.7	864.2	净利润率	12.4%	0.2%	2.6%	4.2%	5.1%
净利润	7,332.2	130.2	2,048.4	3,579.1	4,759.1	EBITDA/营业收入	18.0%	4.9%	8.1%	11.2%	13.9%
						EBIT/营业收入	14.0%	0.5%	3.8%	6.0%	7.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	114	122	117	125	130
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-28	-30	-23	-13	-2
货币资金	11,332.5	11,670.0	6,271.5	6,825.3	7,446.7	流动资产周转天数	89	120	87	71	76
交易性金融资产	-	489.9	163.3	217.7	290.3	应收帐款周转天数	2	4	3	2	2
应收帐款	417.5	842.6	363.7	584.3	243.1	存货周转天数	25	37	33	33	38
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	355	464	398	394	494
预付帐款	578.0	380.3	922.6	401.8	1,027.8	投资资本周转天数	220	290	272	294	401
存货	5,340.8	7,385.7	6,802.7	8,849.3	10,868.2						
其他流动资产	1,072.6	1,693.7	1,077.9	1,281.4	1,351.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	20.5%	0.4%	5.5%	8.9%	10.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.5%	0.2%	2.5%	3.5%	3.2%
长期股权投资	17,129.3	18,502.1	20,502.1	22,502.1	24,502.1	ROIC	25.3%	-0.1%	4.4%	7.2%	7.9%
投资性房地产	33.3	43.5	43.5	43.5	43.5	费用率					
固定资产	18,665.0	23,398.6	27,556.8	31,832.2	35,566.8	销售费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	9,087.8	20,482.6	16,563.7	29,250.9	71,325.8	管理费用率	1.7%	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%
无形资产	1,989.6	2,294.0	2,302.8	2,307.8	2,309.0	研发费用率	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.6%
其他非流动资产	4,048.5	2,957.0	684.8	-770.3	-3,043.1	财务费用率	0.6%	0.7%	0.7%	1.0%	1.8%
资产总额	69,694.9	90,140.0	83,255.4	103,326.2	151,931.2	四费/营业收入	4.8%	5.4%	5.1%	5.4%	6.3%
短期债务	12,775.7	19,506.8	20,807.2	21,631.2	23,595.9	偿债能力					
应付帐款	4,642.0	9,796.3	3,352.8	8,168.8	2,220.6	资产负债率	48.3%	61.2%	55.0%	60.5%	70.2%
应付票据	4,367.5	3,163.4	7,327.0	2,238.2	7,151.1	负债权益比	93.6%	157.5%	122.1%	153.3%	236.0%
其他流动负债	5,037.1	6,610.8	4,462.0	5,370.2	5,481.5	流动比率	0.70	0.57	0.43	0.49	0.55
长期借款	6,375.8	15,315.2	8,916.8	24,416.0	67,486.2	速动比率	0.50	0.39	0.24	0.25	0.27
其他非流动负债	492.0	741.1	899.8	711.0	784.0	利息保障倍数	25.29	0.72	5.24	6.27	4.50
负债总额	33,690.1	55,133.6	45,765.6	62,535.4	106,719.2	分红指标					
少数股东权益	168.6	308.4	344.3	424.2	562.2	DPS(元)	0.33	-	0.08	0.15	0.20
股本	2,411.1	2,411.1	2,411.1	2,411.1	2,411.1	分红比率	10.7%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	33,412.5	32,890.8	34,734.4	37,955.5	42,238.7	股息收益率	2.5%	0.0%	0.7%	1.2%	1.5%
股东权益	36,004.9	35,006.4	37,489.8	40,790.8	45,212.0						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	7,352.4	136.4	2,048.4	3,579.1	4,759.1
						加: 折旧和摊销	2,382.3	2,710.9	3,351.9	4,432.3	5,589.3
						资产减值准备	32.6	174.0	-	-	-
						公允价值变动损失	19.7	-30.0	-325.1	53.5	72.7
						财务费用	561.5	692.6	571.0	811.2	1,634.9
						投资收益	-4,438.4	-1,231.9	-1,414.4	-1,913.6	-3,049.1
						少数股东损益	20.2	6.2	35.9	79.9	138.0
						营运资金的变动	-5,441.2	197.8	-1,735.4	-2,392.4	-3,097.7
						经营活动产生现金流量	2,793.9	1,072.6	2,532.2	4,649.9	6,047.2
						投资活动产生现金流量	-10,521.4	-16,291.9	-1,532.4	-19,595.2	-48,496.0
						融资活动产生现金流量	10,540.9	12,825.0	-6,398.3	15,499.1	43,070.2
						资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	3.04	0.05	0.85	1.48	1.97
						BVPS(元)	14.86	14.39	15.41	16.74	18.52
						PE(X)	4.2	238.9	15.2	8.7	6.5
						PB(X)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
						P/FCF	6.7	35.6	-4.8	21.7	41.0
						P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
						EV/EBITDA	5.4	19.3	8.5	7.3	8.9
						CAGR(%)	-20.8%	229.9%	-10.0%	-20.8%	229.9%
						PEG	-0.2	1.0	-1.5	-0.4	-
						ROIC/WACC	4.0	-	0.7	1.1	1.2
						REP	0.3	-99.2	1.3	0.8	0.7

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034