

**投资评级 优于大市 维持**

## 1Q23 环比减亏

### 股票数据

04月28日收盘价(元)	12.90
52周股价波动(元)	11.84-17.98
总股本/流通A股(百万股)	2411/2288
总市值/流通市值(百万元)	31103/29509

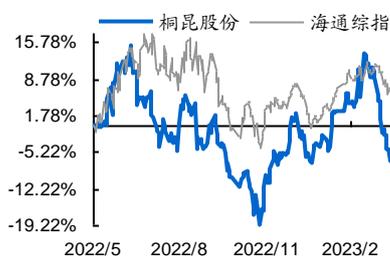
### 相关研究

《长丝产能稳步扩张, 期待需求改善》  
2023.04.23

《长丝销量稳定增长, 景气底部影响盈利》  
2022.10.30

《上半年盈利承压, 产能稳步扩张》  
2022.08.24

### 市场表现



沪深 300 对	1M	2M	3M
绝对涨幅	-13.9	-21.1	-16.0
相对涨幅	-14.7	-20.1	-12.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@haitong.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021)23154505

Email: hx11853@haitong.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021)23219635

Email: zhr14674@haitong.com

### 投资要点:

- 1Q23 盈利改善, 环比减亏。**2023 年一季度, 公司实现营业收入 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%, 环比减亏。其中, 对联营企业和合营企业的投资收益-5.1 亿元, 环比小幅减亏; PTA-涤纶贡献盈利环比扭亏。
- 涤纶长丝: 销量同比增长, 单吨盈利环比扭亏。**2023 年一季度, 公司长丝 (POY/FDY/DTY) 产量 193 万吨, 同比-3.4%, 环比+12.9%; 销量 192 万吨, 同比+16.7%, 环比-7.0%。根据我们测算, 1Q23 公司长丝单吨净利润 11 元/吨, 环比扭亏。
- PTA-涤纶产能稳步扩张, 巩固龙头地位。**截至 2022 年, 公司 PTA 产能 720 万吨/年; 聚合产能 910 万吨/年, 涤纶长丝产能 960 万吨/年 (2022 年内新增 100 万吨/年), 在国内市场涤纶长丝行业市场份额超过 20%, 国际市场占比超过 13%, 是国内最大的涤纶长丝企业。根据公司现有项目规划, 未来公司长丝 (短纤) 产能约 1500 万吨/年, 其中 2023 年计划投产长丝约 300 万吨/年。
- 投资建设乙二醇项目, 完善产业链。**公司稳步推进新疆中昆 120 万吨/年天然气制乙二醇项目, 根据公司 2022 年报, 计划 2023 年 3 月底土建工作收尾, 全面进入安装阶段。
- 盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 38 亿元、56 亿元和 72 亿元, EPS 分别为 1.59、2.33、2.99 元, 2023 年 BPS 为 15.98 元。参考可比公司估值水平, 给予其 2023 年 10-12 倍 PE, 对应合理价值区间 15.90-19.08 元 (2023 年 PB 为 1.0-1.2 倍), 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:**产品价格大幅波动; 新项目进度不及预期; 浙石化炼化项目盈利波动。

### 主要财务数据及预测

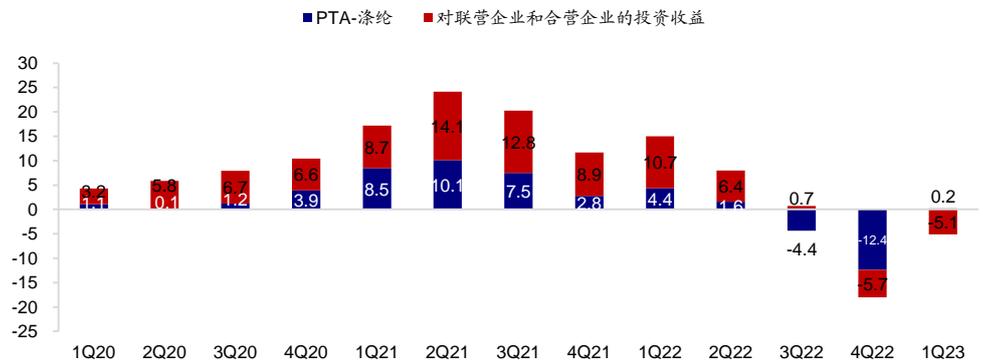
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	59157	61993	74296	85623	90394
(+/-)YoY(%)	29.1%	4.8%	19.8%	15.2%	5.6%
净利润 (百万元)	7464	130	3838	5612	7215
(+/-)YoY(%)	163.1%	-98.3%	2847.4%	46.2%	28.6%
全面摊薄 EPS(元)	3.10	0.05	1.59	2.33	2.99
毛利率(%)	11.0%	3.2%	7.9%	9.1%	10.2%
净资产收益率(%)	20.8%	0.4%	10.0%	12.7%	14.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**1Q23 盈利改善, 环比减亏。**2023 年一季度, 公司实现营业收入 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%, 环比减亏。其中, 对联营企业和合营企业的投资收益-5.1 亿元, 环比小幅减亏; PTA-涤纶贡献盈利环比扭亏。

图 1 桐昆股份单季度归母净利润拆分 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**涤纶长丝: 销量同比增长, 单吨盈利环比扭亏。**2023 年一季度, 公司长丝 (POY/FDY/DTY) 产量 193 万吨, 同比-3.4%, 环比+12.9%; 销量 192 万吨, 同比+16.7%, 环比-7.0%。根据我们测算, 1Q23 公司长丝单吨净利润 11 元/吨, 环比扭亏。

表 1 桐昆股份 2022Q1-2023Q1 涤纶长丝单季度经营数据

长丝品种	单位	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	1Q23 同比	1Q23 环比
<b>产量</b>								
POY	万吨	155	159	153	121	143	-7.6%	18.5%
FDY	万吨	25	27	28	29	28	13.5%	-1.2%
DTY	万吨	20	20	20	21	22	7.5%	0.5%
合计	万吨	200	205	202	171	193	-3.4%	12.9%
<b>销量</b>								
POY	万吨	127	144	154	154	141	10.9%	-8.7%
FDY	万吨	20	26	30	29	30	48.0%	3.2%
DTY	万吨	17	17	21	23	21	22.0%	-9.0%
合计	万吨	165	188	205	207	192	16.7%	-7.0%
单吨净利润 (含 PTA)	元/吨	265	84	-214	-599	11	-95.9%	101.8%

资料来源: 桐昆股份 2022-2023 年季度经营数据公告, Wind, 海通证券研究所

**PTA-涤纶产能稳步扩张, 巩固龙头地位。**截至 2022 年, 公司 PTA 产能 720 万吨/年; 聚合产能 910 万吨/年, 涤纶长丝产能 960 万吨/年 (2022 年内新增 100 万吨/年), 在国内市场涤纶长丝行业市场份额超过 20%, 国际市场占比超过 13%, 是国内最大的涤纶长丝企业。根据公司现有项目规划, 未来公司长丝 (短纤) 产能约 1500 万吨/年, 其中 2023 年计划投产长丝约 300 万吨/年。

公司未来主要在建及规划项目:

(1) 江苏南通如东洋口港聚酯一体化项目 (500 万吨/年 PTA、240 万吨/年聚酯纺丝): 根据公司 2022 年报, 项目目前 1-5# 聚酯车间已开机生产, 6# 聚酯车间安装基本完成, 7#、8# 聚酯车间土建及安装正在进行, 预计 2023 年底全部投产。

(2) 恒超二期 60 万吨/年长丝项目: 根据公司 2022 年报, 目前聚酯装置已经试生产, 预计 2023 年年底全部开完。

(3) 沭阳年产 240 万吨长丝 (短纤)、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目 (恒阳项目): 目前项目完成报批并启动建设。其中, 子公司恒阳化纤建设年产 240 万吨/年新型绿色功能性纤维、年加工 90 万吨 DTY 纤维和 25 万吨高端面料坯布, 配套内河码头; 子公司旭阳热电、宏阳印染、晨阳污水处理公司分别配套热电联产、染整、污水处理。根据公司 2022 年报, CP1 聚酯装置已于 2023 年一季度试生产, CP2、CP3 聚纺车间预计分别于 2Q23、3Q23 投产, CP4 聚纺车间土建施工已完成。

(4) 新疆宇欣阿拉尔桐昆智能纺织产业园项目：规划建设 100 万吨聚酯纤维、15 万吨加弹、10000 台织机及配套印染项目。根据公司 2022 年报，目前一期 30 万吨聚酯装置已经于 2023 年一季度试生产。

(5) 新疆中昆 120 万吨/年天然气制乙二醇项目：稳步实施，根据公司 2022 年报，计划 2023 年 3 月底土建工作收尾，全面进入安装阶段。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 38 亿元、56 亿元和 72 亿元，EPS 分别为 1.59、2.33、2.99 元，2023 年 BPS 为 15.98 元。参考可比公司估值水平，给予其 2023 年 10-12 倍 PE，对应合理价值区间 15.90-19.08 元（2023 年 PB 为 1.0-1.2 倍），维持“优于大市”评级。

**表 2 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E	2023E
600346.SH	恒力石化	1112	0.33	1.34	2.01	47.88	11.79	7.86	1.8
000703.SZ	恒逸石化	281	-0.29	0.60	0.83	-	12.78	9.24	1.0
002493.SZ	荣盛石化	1339	0.33	0.74	1.18	40.06	17.86	11.20	2.4
	均值		0.12	0.89	1.34	43.97	14.15	9.44	1.7

注：收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。  
 资料来源：Wind，海通证券研究所

**风险提示：**产品价格大幅波动；新项目进度不及预期；浙石化炼化项目盈利波动。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>61993</b>	<b>74296</b>	<b>85623</b>	<b>90394</b>
每股收益	0.05	1.59	2.33	2.99	营业成本	59988	68416	77802	81130
每股净资产	14.39	15.98	18.31	21.30	毛利率%	3.2%	7.9%	9.1%	10.2%
每股经营现金流	0.44	3.30	3.25	4.14	营业税金及附加	152	182	210	222
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	101	119	137	145
P/E	238.87	8.10	5.54	4.31	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	0.90	0.81	0.70	0.61	管理费用	1193	1337	1541	1627
P/S	0.50	0.42	0.36	0.34	管理费用率%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
EV/EBITDA	39.79	9.65	6.98	5.12	EBIT	-1181	2489	3912	5138
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	427	468	489	508
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
毛利率	3.2%	7.9%	9.1%	10.2%	资产减值损失	-140	-50	-50	-50
净利润率	0.2%	5.2%	6.6%	8.0%	投资收益	1232	2377	2997	3616
净资产收益率	0.4%	10.0%	12.7%	14.0%	<b>营业利润</b>	<b>-363</b>	<b>4333</b>	<b>6353</b>	<b>8178</b>
资产回报率	0.1%	4.0%	5.4%	6.5%	营业外收支	37	37	37	37
投资回报率	0.7%	2.8%	4.1%	4.9%	<b>利润总额</b>	<b>-325</b>	<b>4370</b>	<b>6390</b>	<b>8215</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1542	5871	7769	9407
营业收入增长率	4.8%	19.8%	15.2%	5.6%	所得税	-462	524	767	986
EBIT 增长率	-130.4%	310.7%	57.2%	31.3%	有效所得税率%	141.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-98.3%	2847.4%	46.2%	28.6%	少数股东损益	6	8	11	14
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>130</b>	<b>3838</b>	<b>5612</b>	<b>7215</b>
资产负债率	61.2%	59.4%	56.9%	53.7%					
流动比率	0.57	0.58	0.67	0.82	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.35	0.40	0.48	0.65	货币资金	11670	13625	17035	24150
现金比率	0.30	0.34	0.42	0.59	应收账款及应收票据	795	856	951	957
<b>经营效率指标</b>					存货	7386	5867	6135	5484
应收账款周转天数	3.36	4.00	3.80	3.80	其它流动资产	2612	2808	2969	3054
存货周转天数	38.23	35.00	28.00	26.00	流动资产合计	22462	23157	27091	33645
总资产周转率	0.78	0.80	0.86	0.84	长期股权投资	18502	19502	20502	21502
固定资产周转率	2.95	2.80	2.66	2.50	固定资产	23399	29758	34549	37862
					在建工程	20483	17838	15286	12801
					无形资产	2294	2509	2724	2939
					非流动资产合计	67678	72605	76058	78099
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>90140</b>	<b>95762</b>	<b>103149</b>	<b>111744</b>
净利润	130	3838	5612	7215	短期借款	19507	19507	19507	19507
少数股东损益	6	8	11	14	应付票据及应付账款	12499	12967	13399	13644
非现金支出	2897	3433	3907	4319	预收账款	11	15	17	18
非经营收益	-1101	-1316	-1883	-2451	其它流动负债	7061	7366	7695	7815
营运资金变动	-860	1987	190	877	流动负债合计	39077	39854	40618	40984
<b>经营活动现金流</b>	<b>1073</b>	<b>7949</b>	<b>7837</b>	<b>9974</b>	长期借款	15315	16315	17315	18315
资产	-15019	-7288	-6290	-5291	其它长期负债	741	741	741	741
投资	-13	-1000	-1000	-1000	非流动负债合计	16056	17056	18056	19056
其他	-1260	2377	2997	3616	<b>负债总计</b>	<b>55134</b>	<b>56911</b>	<b>58674</b>	<b>60040</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-16292</b>	<b>-5910</b>	<b>-4293</b>	<b>-2675</b>	实收资本	2411	2411	2411	2411
债权募资	16757	1000	1000	1000	归属于母公司所有者权益	34698	38536	44147	51362
股权募资	141	0	0	0	少数股东权益	308	316	327	342
其他	-4072	-1083	-1133	-1183	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>90140</b>	<b>95762</b>	<b>103149</b>	<b>111744</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>12825</b>	<b>-83</b>	<b>-133</b>	<b>-183</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-2390</b>	<b>1955</b>	<b>3410</b>	<b>7115</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 百傲化学, 华光新材, 东华能源, 上海石化, 东方盛虹, 鲁西化工, 巨化股份, 卓越新能, 赛轮轮胎, 桐昆股份, 和邦生物, 广汇能源, 永东股份, 华润材料, 维远股份, 中国石化, 元利科技, 新凤鸣, 永和股份, 中油工程, 泰和新材, 嘉化能源, 华锦股份, 聚合顺, 松井股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。