

增持 (维持)

桐昆股份 (601233)

需求走弱及库存损失致盈利短期承压，
下游回暖叠加持续扩张业绩有望回升

2023年04月26日

市场数据

市场数据日期	2023-04-25
收盘价(元)	12.88
总股本(百万股)	2411.12
流通股本(百万股)	2287.53
净资产(百万元)	34698.02
总资产(百万元)	90140.03
每股净资产(元)	14.39

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】桐昆股份(601233)2022年三季报点评:投资收益收窄及库存损失致业绩下滑,浙石化持续拓展、新产能稳步推进成长可期》2022-11-01

《【兴证化工】桐昆股份(601233)2022年半年报点评:需求回落致业绩短暂承压,产业链稳步扩张保障成长空间》2022-08-24

《【兴证化工】桐昆股份(601233)2021年年报及2022年一季报点评:浙石化贡献业绩增量助力业绩改善,多项目推进产销规模有望持续扩张》2022-05-07

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

投资要点

- **事件:**桐昆股份发布2022年年报,报告期内公司实现营业收入619.93亿元,同比增长4.79%;实现归母净利润1.3亿元,同比下滑98.26%,实现扣非归母净利润0.09亿元,同比下滑99.89%。其中2022Q4单季度实现营业收入148.05亿元,同比增长68.55%,环比下滑14.61%;实现归母净利润-18.05亿元,同比下滑254.16%;实现扣非归母净利润-18.69亿元,同比下滑266.36%。
- **需求弱勢叠加原油下跌带来库存损失,公司22Q4自身业务及浙石化投资收益均承压。量方面,**22Q4内公司实现POY、FDY、DTY销量分别154万吨、29万吨、23万吨,同比分别增长17.3%、29.5%、19.8%;环比则变化+0.1%、-1.9%、10.4%。**价方面,**根据我们统计2022Q4POY-原料均价差1103元/吨,同/环比变化分别为-36%/-9%。此外,公司Q4计提资产减值损失约1.4亿元,预计其主要为季度内国际原油价格下行造成的存货库存损失。**投资收益方面,**公司Q4内对联营企业和合营企业的投资收益-5.69亿元,预计主要为公司参股20%的浙江石化4000万吨/年炼化一体化项目盈利受需求走弱及国际油价下跌造成库存损失导致盈利下滑所致。
- **新产能稳步投放,浙石化下游项目持续推进,未来成长空间可观。**公司自身来看,当年公司产业链各环节同步扩张,年内已有部分项目投产,同时多项目持续推进,有望持续扩大公司产销规模。公司参股的浙石化来看,其当前依托炼化一体化项目大步加码下游新能源新材料领域,其投资共计1178亿元,建设乙烯项目、高性能树脂项目以及高端新材料项目,预计完全投产后将实现营收1275亿元,实现净利润164亿元,有望助力浙石化盈利规模与盈利能力进一步提升。
- **维持“增持”的投资评级。**公司积极向上游延伸产业链,参股浙江石化4000万吨/年炼化一体化项目现已全面投产,形成炼油-PX-PTA-涤纶长丝全产业链格局,产品多元化有助公司抵御周期波动风险,炼化项目成本优势保障公司较强盈利能力。此外,浙石化当前大步加码下游新能源新材料领域,未来盈利能力有望进一步增强。公司作为涤纶长丝龙头企业,坚持产业链一体化发展巩固龙头地位:截至2022年末,公司拥有720万吨PTA的年生产能力,聚合产能约为910万吨/年,涤纶长丝产能约为960万吨/年,且2023年内已有多套装置投产,产能规模进一步扩大。当前公司持续推进洋口港一体化项目、沭阳项目、新疆中昆新材料乙二醇项目、恒超二期项目、新疆宇欣项目等多个产能扩张项目,持续全产业链拓展。综合来看,公司行业地位领先,未来产销规模有望持续扩大。我们调整公司2023~2024年EPS分别为1.73元、2.30元并引入2025年EPS预测为2.80元,维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:**聚酯涤纶终端需求不及预期的风险;国际原油价格大幅波动的风险;炼化项目产品需求不及预期的风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	61993	73238	82634	86941
同比增长	4.8%	18.1%	12.8%	5.2%
归母净利润(百万元)	130	4165	5534	6762
同比增长	-98.3%	3099.0%	32.9%	22.2%
毛利率	3.2%	9.3%	9.2%	9.0%
ROE	0.4%	10.7%	12.7%	13.6%
每股收益(元)	0.05	1.73	2.30	2.80
市盈率	238.5	7.5	5.6	4.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	22462	30620	45263	62730
货币资金	11670	20674	34097	50846
交易性金融资产	490	500	550	600
应收票据及应收账款	795	487	550	578
预付款项	380	465	525	554
存货	7386	6574	7427	7830
其他	1742	1921	2115	2323
非流动资产	67678	74527	79971	84497
长期股权投资	18502	20352	22388	24626
固定资产	23399	38566	45655	48995
在建工程	20483	9793	5517	3807
无形资产	2294	2539	2809	3105
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	-1
其他	3000	3276	3604	3964
资产总计	90140	105147	125235	147227
流动负债	39077	39980	44338	48275
短期借款	19507	21457	23603	25964
应付票据及应付账款	12499	10625	12003	12655
其他	7072	7898	8732	9657
非流动负债	16056	25964	36862	48850
长期借款	15315	25148	35965	47863
其他	741	815	897	986
负债合计	55134	65944	81200	97125
股本	2411	2411	2411	2411
资本公积	13732	13732	13732	13732
未分配利润	17953	22035	26735	32639
少数股东权益	308	325	348	378
股东权益合计	35006	39203	44035	50102
负债及权益合计	90140	105147	125235	147227

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	130	4165	5534	6762
折旧和摊销	2711	3612	5287	6479
资产减值准备	174	-89	12	6
资产处置损失	16	9	10	11
公允价值变动损失	-30	-17	-15	-18
财务费用	693	1108	1180	1146
投资损失	-1232	-2838	-4240	-5807
少数股东损益	6	17	23	30
营运资金的变动	-864	-489	607	437
经营活动产生现金流量	1073	5372	8281	8916
投资活动产生现金流量	-16292	-7332	-6215	-4887
融资活动产生现金流量	12825	10964	11357	12719
现金净变动	-2390	9004	13424	16748
现金的期初余额	8909	11670	20674	34097
现金的期末余额	6519	20674	34097	50846

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	61993	73238	82634	86941
营业成本	59988	66404	75018	79092
税金及附加	152	183	207	217
销售费用	101	110	124	130
管理费用	1193	1318	1487	1565
研发费用	1655	1820	2002	2202
财务费用	427	1108	1180	1146
其他收益	88	90	92	91
投资收益	1232	2838	4240	5807
公允价值变动收益	30	17	15	18
信用减值损失	-34	-21	-25	-25
资产减值损失	-140	0	0	0
资产处置收益	-16	-9	-10	-11
营业利润	-363	5209	6928	8469
营业外收入	45	42	43	43
营业外支出	8	24	24	21
利润总额	-325	5228	6947	8490
所得税	-462	1046	1389	1698
净利润	136	4182	5557	6792
少数股东损益	6	17	23	30
归属母公司净利润	130	4165	5534	6762
EPS(元)	0.05	1.73	2.30	2.80

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	4.8%	18.1%	12.8%	5.2%
营业利润增长率	-104.5%	1537.0%	33.0%	22.2%
归母净利润增长率	-98.3%	3099.0%	32.9%	22.2%
盈利能力				
毛利率	3.2%	9.3%	9.2%	9.0%
归母净利率	0.2%	5.7%	6.7%	7.8%
ROE	0.4%	10.7%	12.7%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	61.2%	62.7%	64.8%	66.0%
流动比率	0.57	0.77	1.02	1.30
速动比率	0.39	0.60	0.85	1.14
营运能力				
资产周转率	77.5%	75.0%	71.7%	63.8%
应收帐款周转率	10168.0%	10857.5%	15146.9%	14648.6%
存货周转率	930.2%	937.5%	1060.9%	1026.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.05	1.73	2.30	2.80
每股经营现金	0.44	2.23	3.43	3.70
每股净资产	14.39	16.12	18.12	20.62
估值比率(倍)				
PE	238.5	7.5	5.6	4.6
PB	0.9	0.8	0.7	0.6

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyqz.com.cn	邮箱：research@xyqz.com.cn	邮箱：research@xyqz.com.cn