

## 成本持续承压，盈利环比有所改善

2023 年 04 月 29 日

➤ **事件：**2023 年 4 月 28 日，公司发布了 2023 年一季度报告。公司 2023 年一季度实现营业收入 159.13 亿元，同比增长 22.47%；归母净利润-4.90 亿元，同比下降 132.61%；扣非归母净利润-5.21 亿元，同比下降 135.08%。

➤ **23Q1 盈利能力同比下降，环比增强。**2023 年第一季度，公司毛利为 7.62 亿元，毛利率为 4.79%，同比 2022 年同期毛利率下滑 4.94pct，环比 2022 年四季度毛利率增长 9.68pct。

➤ **2023Q1 价差同比收窄。**2023 年第一季度，产量方面：公司 POY/FDY/DTY 产量分别为 143.06/28.17/21.60 万吨，同比变化-7.55%/+13.45%/+7.46%。销量方面，公司 POY/FDY/DTY 销量分别为 140.81/30.33/20.82 万吨，同比变化+10.90%/+48.02%/+21.97%。价格方面：POY/FDY/DTY 销售均价分别为 6658.80/7444.15/8248.74 元/吨，同比变化-4.04%/-1.89%/-7.43%。主业产品销量增长驱动主业收入实现正增长。但从原料端来看，2023 年一季度，公司主要的采购产品 PX/PTA/MEG 采购均价分别为 7175.73/5216.60/3659.34 元/吨，同比变化+4.16%/+4.51%/-19.87%，根据公告数据计算，公司 2023 年一季度 POY/FDY/DTY 的价差分别为 1713.70/928.35/2518.29 元/吨，同比变化-1.65%/-15.16%/-17.85%，价差同比收窄明显。

➤ **多项目将迎来投产，产业规模持续扩张。**桐昆（洋口港）聚酯一体化年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝项目的 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；桐昆（沐阳）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的 CP2 聚酯装置预计 Q2 投产，CP3 聚酯装置预计 Q3 投产；恒超二期年产 60 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目已试生产，预计 2023 年年底全部开完；阿拉尔桐昆智能纺织产业园项目一期 30 万吨聚酯装置已于 2023 年一季度试生产。

➤ **投资建议：**随着需求回暖，涤丝价差有望修复，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 23.33/42.79/65.46 亿元，EPS 分别为 0.97/1.77/2.71 元/股，对应 2023 年 4 月 28 日的 PE 分别为 13 倍、7 倍、5 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**原料价格大幅上涨的风险，行业扩张较快导致产能过剩的风险，项目投产不及预期的风险。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

12.90 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

### 相关研究

- 1.桐昆股份 (601233.SH) 2022 年年报点评：2023 公司项目密集投产，一体化能力有望增强-2023/04/22
- 2.桐昆股份 (601233.SH) 2022 年三季报点评：原料高价挤压盈利空间，Q3 业绩面临亏损-2022/10/30
- 3.桐昆股份 (601233.SH) 2022 年半年报点评：成本承压致利润下滑，聚酯产能扩张加速-2022/08/24
- 4.桐昆股份 (601233.SH) 2021 年年度业绩预增公告点评：21 年业绩高增，产能扩张有望驱动长期盈利增长-2022/01/29
- 5.桐昆股份(601233):营收高增长，浙石化贡献近一半利润-2021/08/17

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	61,993	67,183	85,921	98,439
增长率 (%)	4.8	8.4	27.9	14.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	130	2,333	4,279	6,546
增长率 (%)	-98.3	1691.4	83.4	53.0
每股收益 (元)	0.05	0.97	1.77	2.71
PE	239	13	7	5
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	61,993	67,183	85,921	98,439
营业成本	59,988	62,816	79,222	90,420
营业税金及附加	152	101	137	167
销售费用	101	101	137	167
管理费用	1,193	1,209	1,547	1,772
研发费用	1,655	1,680	2,148	2,461
EBIT	-1,181	1,361	2,838	3,576
财务费用	427	910	1,057	1,201
资产减值损失	-140	0	0	0
投资收益	1,232	2,070	2,847	4,697
营业利润	-363	2,522	4,628	7,073
营业外收支	37	7	9	2
利润总额	-325	2,529	4,637	7,075
所得税	-462	173	333	500
净利润	136	2,356	4,304	6,575
归属于母公司净利润	130	2,333	4,279	6,546
EBITDA	1,542	4,216	6,021	7,093

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,670	14,086	15,675	18,176
应收账款及票据	795	303	381	436
预付款项	380	632	785	917
存货	7,386	4,552	5,748	6,624
其他流动资产	2,232	2,056	2,208	2,304
流动资产合计	22,462	21,629	24,797	28,457
长期股权投资	18,502	20,572	23,419	28,116
固定资产	23,399	30,386	37,179	43,965
无形资产	2,294	2,494	2,694	2,894
非流动资产合计	67,678	73,680	81,399	90,961
资产合计	90,140	95,309	106,196	119,418
短期借款	19,507	21,873	24,873	26,873
应付账款及票据	12,499	8,851	11,255	12,801
其他流动负债	7,072	7,148	4,572	5,123
流动负债合计	39,077	37,871	40,699	44,797
长期借款	15,315	18,315	21,315	23,315
其他长期负债	741	1,770	2,770	3,770
非流动负债合计	16,056	20,085	24,085	27,085
负债合计	55,134	57,957	64,785	71,882
股本	2,411	2,411	2,411	2,411
少数股东权益	308	332	356	385
股东权益合计	35,006	37,353	41,411	47,536
负债和股东权益合计	90,140	95,309	106,196	119,418

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	4.79	8.37	27.89	14.57
EBIT 增长率	-130.36	215.22	108.54	25.99
净利润增长率	-98.26	1691.44	83.45	52.97
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	3.23	6.50	7.80	8.15
净利润率	0.21	3.47	4.98	6.65
总资产收益率 ROA	0.14	2.45	4.03	5.48
净资产收益率 ROE	0.38	6.30	10.42	13.88
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.57	0.57	0.61	0.64
速动比率	0.35	0.41	0.42	0.44
现金比率	0.30	0.37	0.39	0.41
资产负债率 (%)	61.16	60.81	61.00	60.19
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	4.68	1.70	1.67	1.67
存货周转天数	44.94	26.45	26.48	26.74
总资产周转率	0.78	0.72	0.85	0.87
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.05	0.97	1.77	2.71
每股净资产	14.39	15.35	17.03	19.56
每股经营现金流	0.44	1.63	3.18	3.28
每股股利	0.00	0.10	0.19	0.29
<b>估值分析</b>				
PE	239	13	7	5
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	37.37	14.62	10.57	9.32
股息收益率 (%)	0.00	0.79	1.45	2.21

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	136	2,356	4,304	6,575
折旧和摊销	2,723	2,855	3,183	3,517
营运资金变动	-860	-383	1,633	925
经营活动现金流	1,073	3,922	7,671	7,907
资本开支	-15,019	-7,903	-8,036	-8,369
投资	-13	0	0	0
投资活动现金流	-16,292	-6,733	-8,036	-8,369
股权募资	141	0	0	0
债务募资	16,757	6,416	3,605	5,000
筹资活动现金流	12,825	5,227	1,954	2,963
现金净流量	-2,390	2,416	1,590	2,501

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026