

桐昆股份 (601233.SH)

2023Q2 盈利环比扭亏，产业链持续完善

买入

核心观点

公司 2023Q2 盈利环比扭亏。公司 2023H1 营收 368.97 亿元 (同比+24%)，归母净利润 1.05 亿元 (同比-95%)，扣非归母净利润 0.19 亿元 (同比-99%)，主要由于按照权益法确认浙石化损益同比减少；其中 2023Q2 单季度营收 209.84 亿元 (同比+24%，环比+32%)，归母净利润 5.95 亿元 (同比-25%，环比扭亏)，扣非归母净利润 5.41 亿元 (同比-30%，环比扭亏)。2023Q2 销售毛利率为 6.8% (同比-0.1pct，环比+2.0pct)，销售净利率为 2.84% (同比-1.9pct，环比+5.8pct)；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.13%、1.58%、2.40%、0.75%，总费用率 4.86% (同比-0.6pct，环比持平)。

公司涤纶长丝产销量子升，价格有望继续回暖。2023H1 公司主营产品涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产量为 331.69/60.22/46.33 万吨，同比+6%/+17%/+16%；销量为 336.76/62.86/45.31 万吨，同比+24%/+34%/+31%。2023H1 公司 POY/FDY/DTY 不含税售价为 6730/7534/8284 元/吨，同比-7%/-4%/-8%。6 月底长丝工厂权益库存平均约 15 天左右，总体涤丝社会库存低于去年同期，终端成品库存基本和去年同期相当，库存结构较为良好。预期行业景气度回暖，下游补库需求驱动之下，涤纶长丝价格有望继续提升。

原材料价格下跌缓解成本压力。2023H1 公司主要原材料 PX/PTA/MEG 不含税采购价为 7298/5286/3626 元/吨，同比-5%/-3%/-19%。公司目前合计 PTA 产能 1020 万吨，目前已实现 PTA 原材料自给自足。泰昆石化印尼北加炼化一体化项目建成后，公司将逐步完善自身全产业链发展，向上游产业链延伸。

公司长丝产能行业第一，长丝行业格局良好。2023 年上半年长丝行业投产较为集中，公司聚酯长丝直纺投产 210 万吨，占行业新投产比例约 70%。截至 2023 年 6 月底，公司合计拥有 1170 万吨长丝产能，长丝产能及产量为行业第一。长丝行业集中度较高，公司目前国内市占率达 24%，且有望继续提升。行业竞争态势或将从较为分散的垄断竞争过渡到寡头竞争，公司作为涤纶长丝行业的龙头企业，预期未来利润中枢逐渐提升。公司各项目进展顺利，聚酯长丝项目稳步推进，新疆中昆项目计划在三季度中交、年底投产；上游项目中，嘉通项目两套 PTA 装置试生产，印尼炼化项目准备报批。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：由于长丝行业盈利水平以及浙石化损益波动较大，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测 12.4/24.3/31.0 亿元 (原 2023/2024 年 101.7/114.3 亿元)，同比增速+852%/+96%/+28%，对应 EPS 为 0.51/1.01/1.29 元，当前股价对应 PE 为 29/15/11X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,131	61,993	73,951	81,614	89,172
(+/-%)	29.0%	4.8%	19.3%	10.4%	9.3%
净利润(百万元)	7332	130	1239	2427	3104
(+/-%)	157.6%	-98.2%	851.9%	95.8%	27.9%
每股收益(元)	3.04	0.05	0.51	1.01	1.29
EBIT Margin	6.5%	-1.8%	-0.3%	1.2%	2.5%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	0.4%	3.5%	6.5%	7.8%
市盈率 (PE)	4.8	271.1	28.5	14.5	11.4
EV/EBITDA	11.1	56.0	38.6	23.7	16.7
市净率 (PB)	0.99	1.02	0.99	0.94	0.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林

联系人：余双雨

010-88005379

021-60375485

yanglin6@guosen.com.cn

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980520120002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.64 元
总市值/流通市值	35299/33489 百万元
52 周最高价/最低价	17.19/11.84 元
近 3 个月日均成交额	221.24 百万元

市场走势



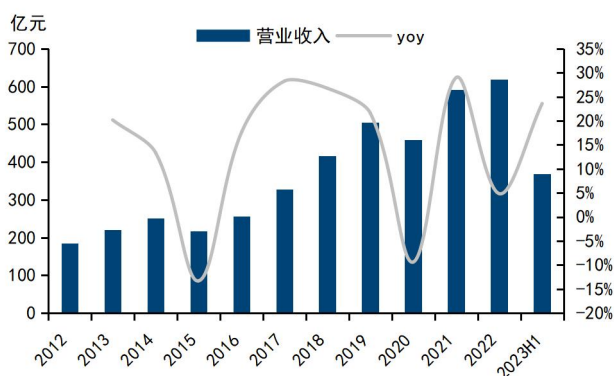
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《桐昆股份 (601233.SH) - 炼化增厚投资收益，嘉通能源进入投资回收期》——2022-04-28

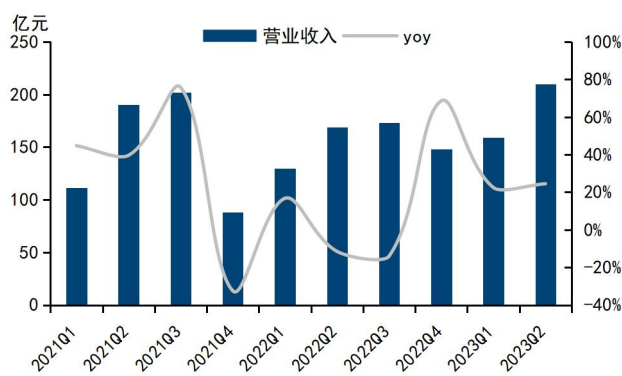
公司 2023Q2 盈利环比扭亏。公司发布 2023 年半年度报告，2023H1 营收 368.97 亿元（同比+24%），归母净利润 1.05 亿元（同比-95%），扣非归母净利润 0.19 亿元（同比-99%），主要由于按照权益法确认浙石化损益同比减少；其中 2023Q2 单季度营收 209.84 亿元（同比+24%，环比+32%），归母净利润 5.95 亿元（同比-25%，环比扭亏），扣非归母净利润 5.41 亿元（同比-30%，环比扭亏）。2023Q2 销售毛利率为 6.8%（同比-0.1pct，环比+2.0pct），销售净利率为 2.84%（同比-1.9pct，环比+5.8pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.13%、1.58%、2.40%、0.75%，总费用率 4.86%（同比-0.6pct，环比持平）。

图1: 桐昆股份营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



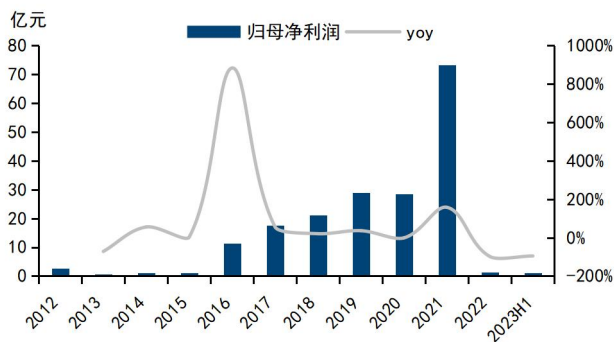
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 桐昆股份单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



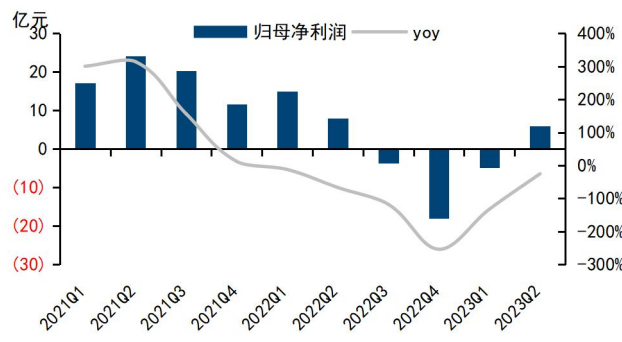
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 桐昆股份归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



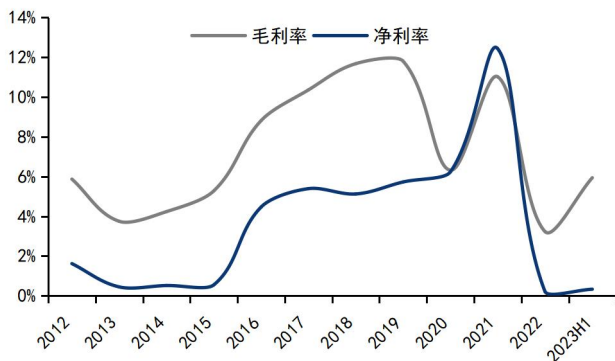
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 桐昆股份单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



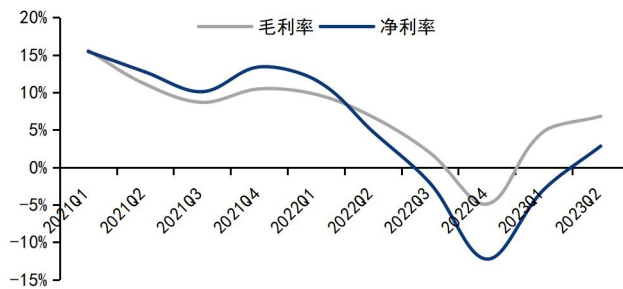
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 桐昆股份毛利率、净利率



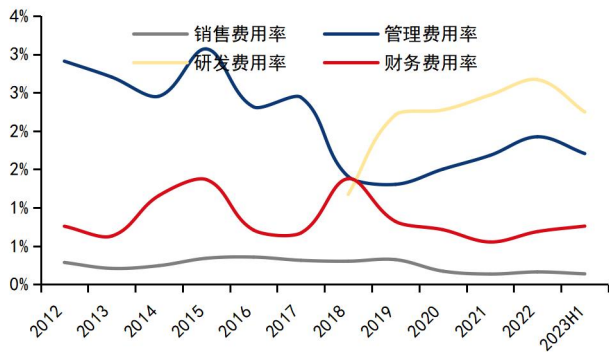
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 桐昆股份季度毛利率、净利率



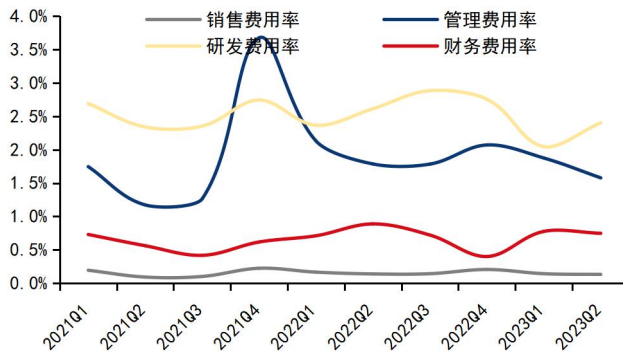
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 桐昆股份销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 桐昆股份季度销售、管理、研发、财务费用率

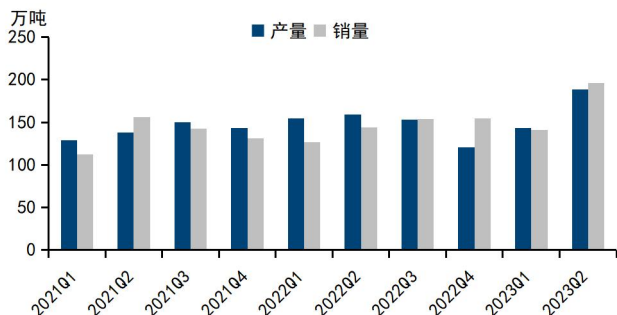


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司涤纶长丝产销量齐升，价格有望继续回暖。2023H1 公司主营产品涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产量为 331.69/60.22/46.33 万吨，同比+6%/+17%/+16%；销量为 336.76/62.86/45.31 万吨，同比+24%/+34%/+31%。2023H1 公司 POY/FDY/DTY 不含税售价为 6730/7534/8284 元/吨，同比-7%/-4%/-8%。6 月底长丝工厂权益库存平均约 15 天左右，总体涤丝社会库存低于去年同期，终端成品库存基本和去年同期相当，库存结构较为良好。预期行业景气度回暖，下游补库需求驱动之下，涤纶长丝价格有望继续提升。

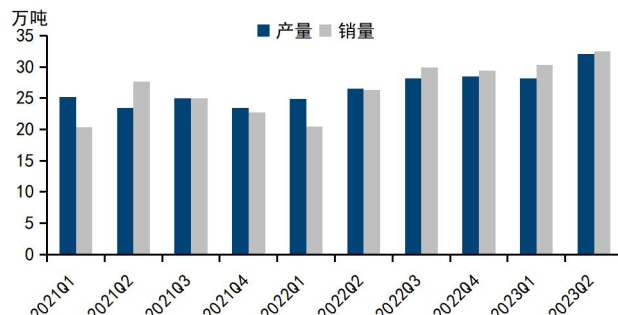
原材料价格下跌缓解成本压力。2023H1 公司主要原材料 PX/PTA/MEG 不含税采购价为 7298/5286/3626 元/吨，同比-5%/-3%/-19%。公司目前合计 PTA 产能 1020 万吨，目前已实现 PTA 原材料自给自足。泰昆石化印尼北加炼化一体化项目建成后，公司将逐步完善自身全产业链发展，向上游产业链延伸。

图9: 桐昆股份 POY 产销量 (万吨)



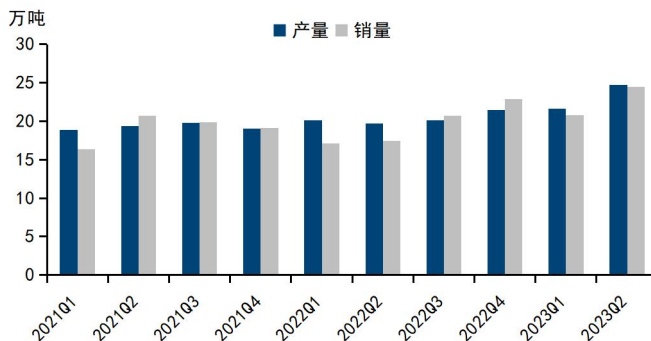
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 桐昆股份 FDY 产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 桐昆股份 DTY 产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司长丝产能行业第一, 长丝行业格局良好。2023 年上半年长丝行业投产较为集中, 公司聚酯长丝直纺投产 210 万吨, 占行业新投产比例约 70%。截至 2023 年 6 月底, 公司合计拥有 1170 万吨长丝产能, 长丝产能及产量为行业第一。长丝行业集中度较高, 公司目前国内市占率达 24%, 且有望继续提升。行业竞争态势或将从较为分散的垄断竞争过渡到寡头竞争, 公司作为涤纶长丝行业的龙头企业, 预期未来利润中枢逐渐提升。公司各项目进展顺利, 聚酯长丝项目稳步推进, 新疆中昆项目计划在三季度中交、年底投产; 上游项目中, 嘉通项目两套 PTA 装置试生产, 印尼炼化项目准备报批。

投资建议: 由于长丝行业盈利水平以及浙石化损益波动较大, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测 12.4/24.3/31.0 亿元 (原 2023/2024 年 101.7/114.3 亿元), 同比增速+852%/+96%/+28%, 对应 EPS 为 0.51/1.01/1.29 元, 当前股价对应 PE 为 29/15/11X, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11332	11670	9909	10971	10850	营业收入	59131	61993	73951	81614	89172
应收款项	417	843	619	789	940	营业成本	52615	59988	70819	76771	82721
存货净额	5341	7386	6926	8247	9019	营业税金及附加	147	152	170	197	213
其他流动资产	1651	2074	1933	2381	2638	销售费用	80	101	116	124	140
流动资产合计	18741	22462	19876	22877	23937	管理费用	995	1193	1273	1453	1600
固定资产	27753	43881	50899	52682	49026	研发费用	1460	1655	1827	2070	2281
无形资产及其他	1990	2294	2179	2065	1950	财务费用	327	427	1152	1319	1295
投资性房地产	4082	3001	3001	3001	3001	投资收益	4438	1232	2614	2762	2203
长期股权投资	17129	18502	22393	25638	28475	资产减值及公允价值变动	(3)	170	72	80	107
资产总计	69695	90140	98348	106262	106388	其他收入	(1408)	(1897)	(1827)	(2070)	(2281)
短期借款及交易性金融负债	14899	22852	29593	33268	28935	营业利润	7995	(363)	1280	2523	3231
应付款项	8566	12499	12437	13984	15550	营业外净收支	(18)	37	18	18	18
其他流动负债	3357	3727	4094	4699	4978	利润总额	7977	(325)	1297	2540	3248
流动负债合计	26822	39077	46124	51951	49463	所得税费用	625	(462)	82	161	206
长期借款及应付债券	6376	15315	15315	15315	15315	少数股东损益	20	6	(25)	(48)	(62)
其他长期负债	492	741	949	1168	1394	归属于母公司净利润	7332	130	1239	2427	3104
长期负债合计	6868	16056	16264	16483	16709	现金流量表 (百万元)					
负债合计	33690	55134	62388	68434	66171	净利润	7332	130	1239	2427	3104
少数股东权益	169	308	289	251	202	资产减值准备	40	141	50	38	19
股东权益	35836	34698	35671	37577	40015	折旧摊销	2382	2711	2783	3374	3859
负债和股东权益总计	69695	90140	98348	106262	106388	公允价值变动损失	3	(170)	(72)	(80)	(107)
关键财务与估值指标						财务费用	327	427	1152	1319	1295
每股收益	3.04	0.05	0.51	1.01	1.29	营运资本变动	(2897)	2881	1388	470	909
每股红利	0.40	0.75	0.11	0.22	0.28	其它	(22)	(221)	(69)	(76)	(68)
每股净资产	14.86	14.39	14.79	15.59	16.60	经营活动现金流	6838	5472	5319	6153	7716
ROIC	10.05%	1.28%	-2%	-0%	2%	资本开支	0	(19069)	(9664)	(5000)	0
ROE	20.46%	0.38%	3%	6%	8%	其它投资现金流	0	(490)	0	0	0
毛利率	11%	3%	4%	6%	7%	投资活动现金流	(4473)	(20931)	(13555)	(8245)	(2836)
EBIT Margin	6%	-2%	-0%	1%	2%	权益性融资	(1)	140	0	0	0
EBITDA Margin	11%	3%	3%	5%	7%	负债净变化	2768	8939	0	0	0
收入增长	29%	5%	19%	10%	9%	支付股利、利息	(967)	(1806)	(266)	(521)	(666)
净利润增长率	158%	-98%	852%	96%	28%	其它融资现金流	(1359)	1390	6741	3675	(4333)
资产负债率	49%	62%	64%	65%	62%	融资活动现金流	2241	15797	6475	3154	(5000)
股息率	2.7%	5.1%	0.8%	1.5%	1.9%	现金净变动	4607	337	(1761)	1061	(121)
P/E	4.8	271.1	28.5	14.5	11.4	货币资金的期初余额	6726	11332	11670	9909	10971
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	11332	11670	9909	10971	10850
EV/EBITDA	11.1	56.0	38.6	23.7	16.7	企业自由现金流	0	(13018)	(5731)	(220)	6843
						权益自由现金流	0	(2689)	(69)	2220	1297

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032