

研究所
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师: 汤永俊 S0350523080004
 tangyj03@ghzq.com.cn

二季度业绩大幅改善, 看好涤纶长丝景气上行

——桐昆股份(601233)2023年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	3.0%	24.0%	6.3%
沪深300	-5.2%	-0.4%	-6.2%

市场数据

市场数据	2023/09/01
当前价格(元)	15.25
52周价格区间(元)	11.84-17.19
总市值(百万)	36,769.57
流通市值(百万)	34,884.85
总股本(万股)	241,111.95
流通股本(万股)	228,753.10
日均成交额(百万)	332.58
近一月换手(%)	0.69

相关报告

《桐昆股份(601233.SH)2022年报点评: 聚酯龙头短期业绩承压, 看好景气修复、成长双驱动(买入)*炼化及贸易*董伯骏, 李永磊》——2023-04-25

《桐昆股份(601233)点评报告: Q3业绩短期承压, 静待长丝下游需求复苏(买入)*炼化及贸易*李永磊, 董伯骏》——2022-11-01

《桐昆股份(601233)2022年中报点评: 涤纶长丝持续扩能, 行业景气逐步修复(买入)*炼化及贸易*董伯骏, 李永磊》——2022-08-25

《桐昆股份(601233)2021年报点评: 聚酯产能稳步扩张, 浙石化二期将带来新增量(买入)*化学

事件:

2023年8月30日, 桐昆股份发布2023年中报: 2023年上半年公司实现营业收入368.97亿元, 同比增长23.60%; 实现归母净利润1.05亿元, 同比减少95.42%; 加权平均净资产收益率为0.30%, 同比减少5.92个百分点。销售毛利率5.94%, 同比减少2.08个百分点; 销售净利率0.33%, 同比减少7.41个百分点。

其中, 2023年Q2实现营收209.84亿元, 同比+24.48%, 环比+31.86%; 实现归母净利润5.95亿元, 同比-25.42%, 环比+221.49%; ROE为1.73%, 同比下滑0.41个百分点, 环比增加3.15个百分点。销售毛利率6.81%, 同比增加0.11个百分点, 环比增加2.02个百分点; 销售净利率2.84%, 同比减少1.92个百分点, 环比增加5.81个百分点。

投资要点:

■ 销量提升叠加价差修复, 公司2023H1业绩环比大幅改善

2023年上半年公司实现营业收入368.97亿元, 同比增长23.60%, 环比增长14.80%; 实现归母净利润1.05亿元, 同比减少95.42%, 环比增长104.85%。营收同环比增长, 主要受益于公司2023年上半年新的210万吨/年聚酯及长丝产能陆续投放, 主要产品产销量大幅增长, 其中2023年上半年POY实现销量336.76万吨, 同比+24.20%, 环比+9.22%, 实现营收226.65亿元, 同比+16.00%, 环比+7.50%; FDY实现销量62.86万吨, 同比+34.40%, 环比+5.92%, 实现营收47.36亿元, 同比+29.06%, 环比+4.99%。盈利能力环比提升主要受益于国内需求逐步复苏, 下游织造、加弹企业开机率持续回暖, 涤纶长丝价差有所修复, 据Wind, 2023年上半年POY价差达1128元/吨, 环比+4.11%。期间费用方面, 2023H1公司销售/管理/财务费用率分别为0.14%/3.95%/0.76%, 同比-0.01/-0.49/-0.05pct。2023H1, 公司经营活动产生的现金流量净额达27.47亿元, 同比+161.80%, 主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

■ 二季度归母净利环比增长, 看好涤纶长丝景气上行

2023年二季度, 公司实现归母净利润5.95亿元, 同比-2.03亿元,

纤维*董伯骏, 李永磊》——2022-04-28

《桐昆股份(601233)三季报点评: 浙石化二期获批原油配额, 看好四季度涤纶景气 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2021-10-30

环比+10.86 亿元; 其中实现毛利润 14.29 亿元, 环比+6.68 亿元; 投资净收益为 1.91 亿元, 环比增加 6.35 亿元; 研发费用为 5.04 亿元, 环比增加 1.78 亿元。公司毛利润环比提升, 主要受益于二季度主要产品销量环比增长, 其中 POY 实现销量 195.95 万吨, 环比+39.16%; FDY 实现销量 32.53 万吨, 环比+7.25%。投资净收益增加主要由于公司参股子公司浙石化二季度盈利回升所致。期间费用率方面, 2023Q2 年公司销售/管理/财务费用率分别为 0.13%/3.98%/0.75%, 同比-0.01/-0.42/-0.14pct, 环比-0.01/+0.06/-0.03pct。进入三季度, 涤纶长丝景气持续修复, 据 Wind, 截至 8 月 25 日, POY 价差达 1188 元/吨, 环比+8.52%。同时, 随着金九银十传统旺季到来, 看好涤纶长丝景气向上, 公司作为行业龙头将充分受益。

■ 涤纶长丝龙头规模优势显著, 布局印尼炼化打开中长期成长

公司是国内化纤龙头企业, 规模优势显著, 截至 2023 年中, 公司拥有 1120 万吨/年聚合产能、1170 万吨/年长丝产能, 位列行业第一。同时, 公司积极向上游开拓, 拥有 PTA 产能 1020 万吨/年。6 月 27 日, 公司发布关于启动泰昆石化(印尼)印尼北加炼化一体化项目的公告, 继续向上游扩张。泰昆石化拟投资 86.24 亿美元建设 1600 万吨/年炼化产能, 实产成品油 430 万吨/年、对二甲苯 485 万吨/年、醋酸 52 万吨/年、苯 170 万吨/年、硫磺 45 万吨/年、丙烷 70 万吨/年、正丁烷 72 万吨/年、聚乙烯 50 万吨/年、EVA(光伏级) 37 万吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等, 项目建成后, 预计年均营业收入 104.38 亿美元, 年均税后利润 13.28 亿美元。其中桐昆股份持有华灿国际 51% 股权, 华灿国际持有泰昆石化 90% 股权, 待项目落地将打开公司中长期成长。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司主要产品价格价差, 我们对公司盈利预测进行适当下调, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.43、46.12、68.14 亿元, 对应 PE 分别 24、8、5 倍, 考虑公司未来成长性, 维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	61993	101293	105259	112313
增长率(%)	5	63	4	7
归母净利润(百万元)	130	1543	4612	6814
增长率(%)	-98	1085	199	48
摊薄每股收益(元)	0.05	0.64	1.91	2.83
ROE(%)	0	4	11	14
P/E	289.00	23.82	7.97	5.40
P/B	1.00	1.02	0.90	0.77
P/S	0.56	0.36	0.35	0.33
EV/EBITDA	39.79	17.75	11.40	10.44

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

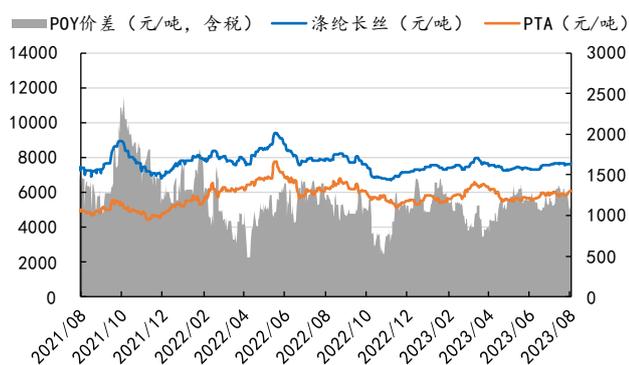
表 1: 桐昆股份分产品经营数据

产品/项目		2023H1	2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2023H1同比	2023H1环比
POY	销量 (万吨)	336.76	308.34	271.14	273.92	268.50	24.20%	9.22%
	营收 (亿元)	226.65	210.83	195.39	188.98	170.61	16.00%	7.50%
	均价 (元/吨, 不含税)	6730.29	6837.72	7206.06	6899.08	6354.16	-6.60%	-1.57%
FDY	销量 (万吨)	62.86	59.34	46.77	47.72	47.99	34.40%	5.92%
	营收 (亿元)	47.36	45.11	36.70	35.68	32.94	29.06%	4.99%
	均价 (元/吨, 不含税)	7533.98	7601.23	7846.21	7477.25	6864.26	-3.98%	-0.88%
DTY	销量 (万吨)	45.31	43.58	34.49	38.96	37.05	31.37%	3.97%
	营收 (亿元)	37.54	36.98	30.93	36.06	30.91	21.35%	1.49%
	均价 (元/吨, 不含税)	8284.38	8486.10	8969.74	9255.59	8341.84	-7.64%	-2.38%
营业收入 (亿元)		368.97	321.42	298.52	289.45	301.86	23.60%	14.80%
营业成本 (亿元)		347.06	325.30	274.58	262.79	263.36	26.40%	6.69%
毛利润 (亿元)		21.91	-3.89	23.94	26.66	38.50	-8.48%	663.50%
销售毛利率		5.94%	-1.21%	8.02%	9.21%	12.75%	-2.08%	7.15%
净利润 (亿元)		1.22	-21.74	23.11	32.11	41.42	-94.71%	105.62%
销售净利率		0.33%	-6.76%	7.74%	11.09%	13.72%	-7.41%	7.10%

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

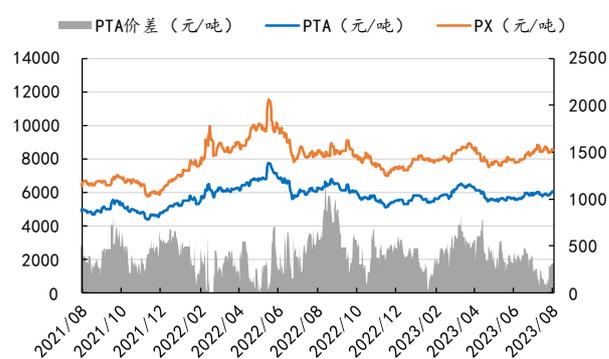
2、主要产品价格价差情况

图 1: POY 价格价差情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

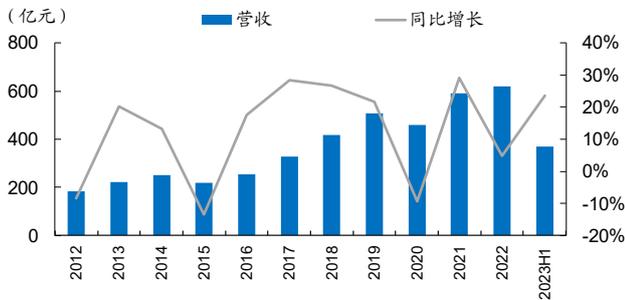
图 2: PTA 价格价差情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

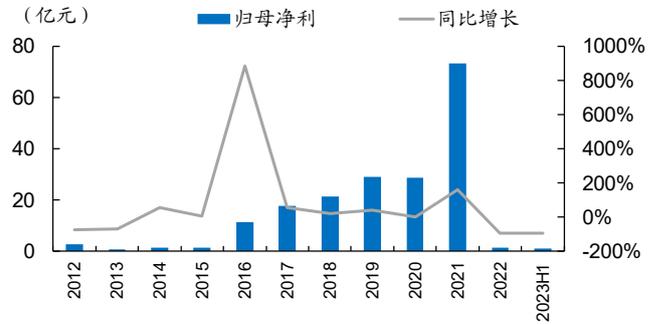
3、公司财务数据

图 3：公司近年营收情况



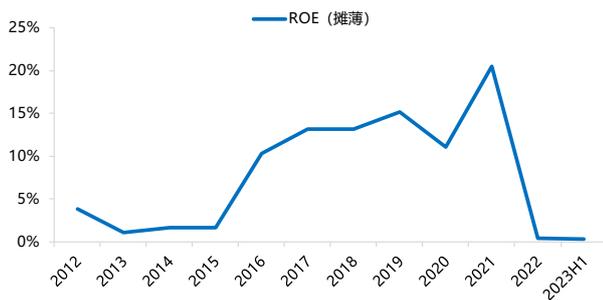
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：公司近年归母净利情况



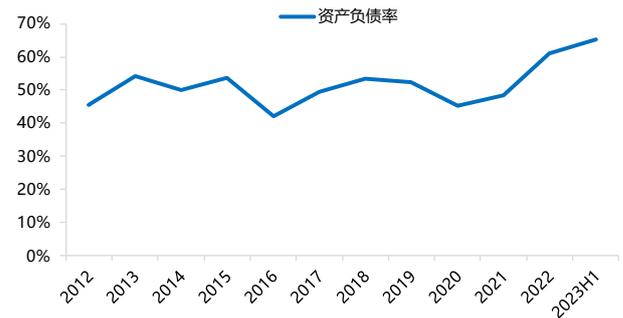
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：公司净资产收益率情况



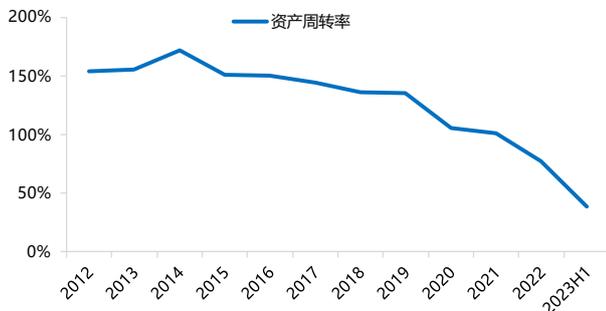
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：公司资产负债率情况



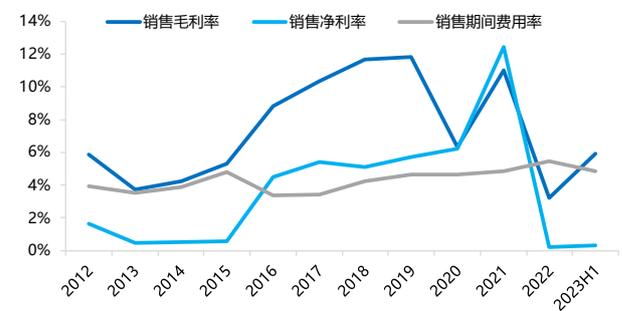
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023H1 资产周转率为 38.51%



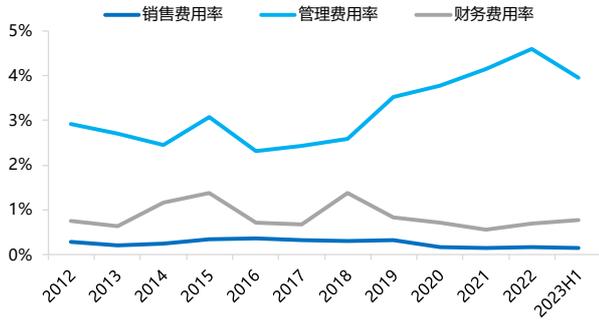
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023H1 毛利率为 5.94%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：公司期间费用率情况



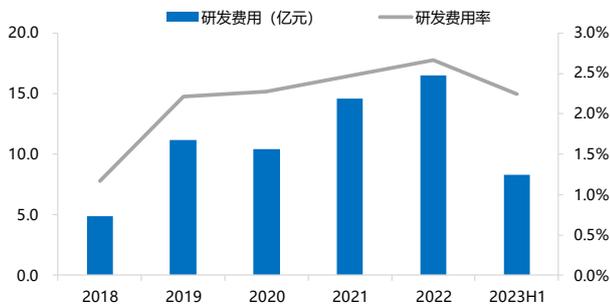
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023H1 经营活动现金流净额 27.47 亿元



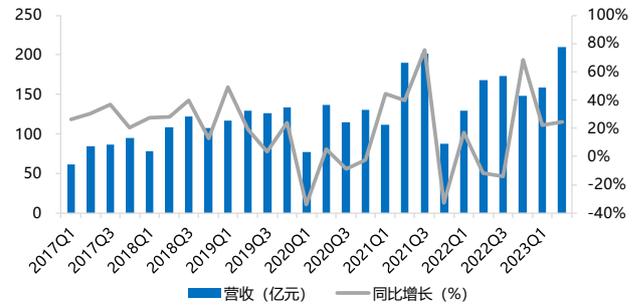
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023H1 研发费用达 8.29 亿元



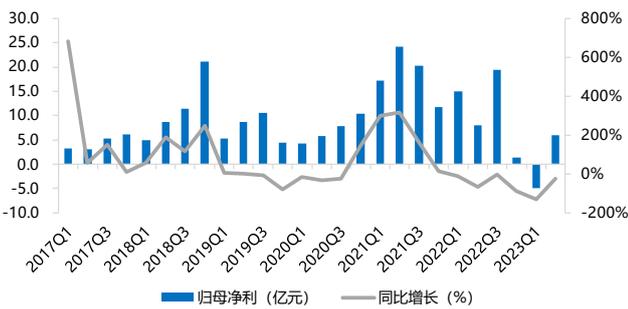
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：2023Q2 营收环比增长 31.86%



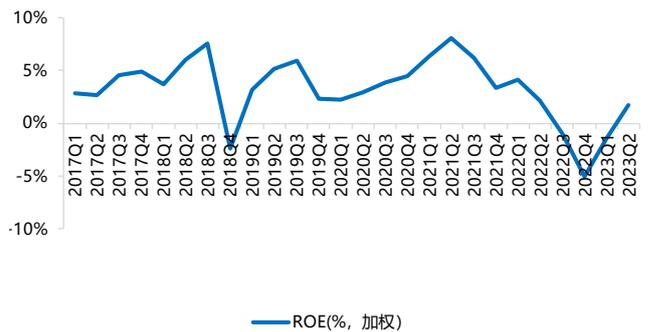
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13：2023Q2 归母净利润环比增长 221.49%



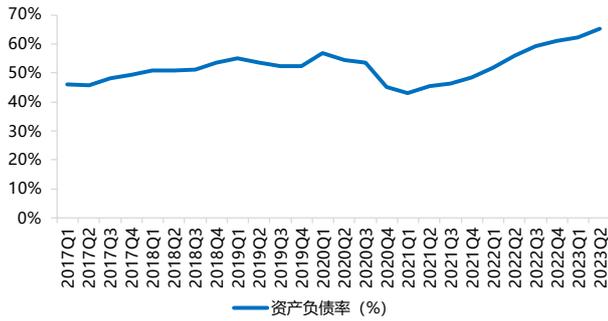
资料来源：wind，国海证券研究所

图 14：季度净资产收益率



资料来源：wind，国海证券研究所

图 15: 季度资产负债率



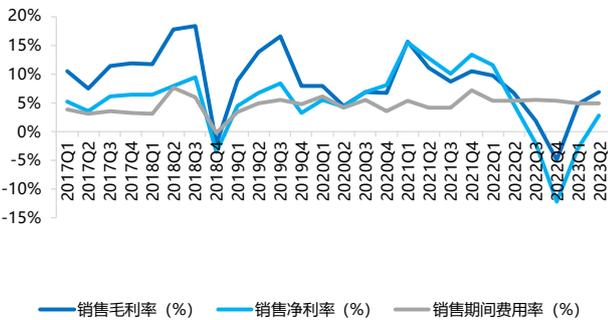
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产周转率



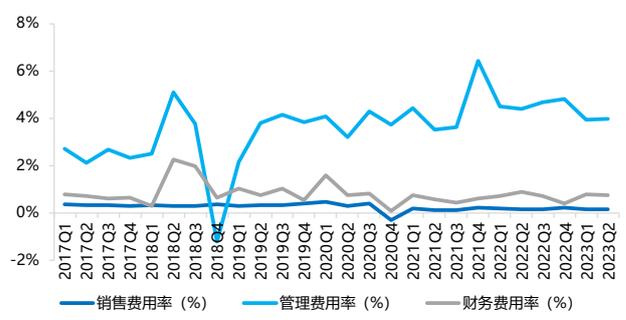
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度毛利率、净利率及期间费用率



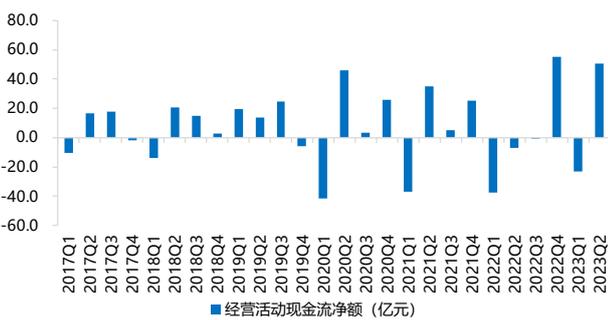
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度期间费用率



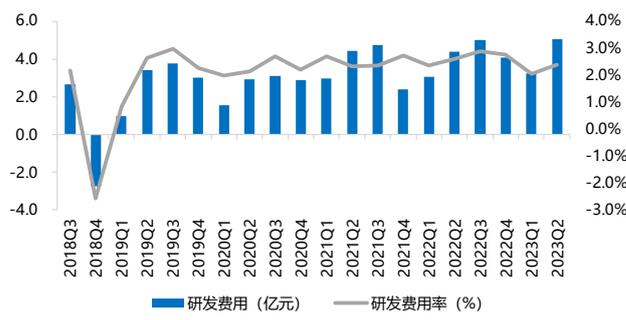
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 2023Q2 经营活动现金流净额 50.40 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度研发费用情况



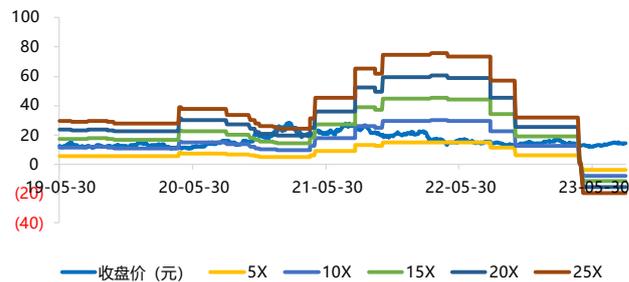
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 收盘价及 PE (TTM)



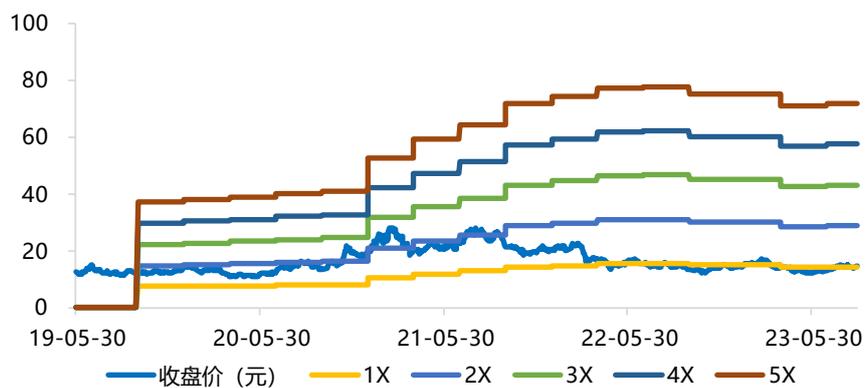
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差，我们对公司盈利预测进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为15.43、46.12、68.14亿元，对应PE分别24、8、5倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 政策落地情况;
- 2) 新产能建设进度不达预期;
- 3) 新产能贡献业绩不达预期;
- 4) 原材料价格波动;
- 5) 环保政策变动;
- 6) 经济大幅下行。

附表：桐昆股份盈利预测表

证券代码:	601233				股价:	15.25		投资评级:	买入		日期:	2023/09/01	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	0%	4%	11%	14%	EPS	0.05	0.64	1.91	2.83				
毛利率	3%	6%	8%	9%	BVPS	14.39	15.02	16.94	19.76				
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值								
销售净利率	0%	2%	4%	6%	P/E	289.00	23.82	7.97	5.40				
成长能力					P/B	1.00	1.02	0.90	0.77				
收入增长率	5%	63%	4%	7%	P/S	0.56	0.36	0.35	0.33				
利润增长率	-98%	1,085%	199%	48%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.69	1.03	0.93	0.90	营业收入	61993	101293	105259	112313				
应收账款周转率	78.02	388.09	97.96	229.11	营业成本	59988	95007	97084	102507				
存货周转率	8.39	15.83	23.98	19.16	营业税金及附加	152	235	255	269				
偿债能力					销售费用	101	159	160	177				
资产负债率	61%	63%	64%	61%	管理费用	1193	1823	1895	2022				
流动比	0.57	0.38	0.35	0.29	财务费用	427	1054	1314	1425				
速动比	0.35	0.20	0.24	0.16	其他费用/(-收入)	1655	2532	2631	2871				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-363	1847	5547	8249				
现金及现金等价物	12160	8069	11611	8246	营业外净收支	37	0	0	0				
应收款项	795	261	1074	490	利润总额	-325	1847	5547	8249				
存货净额	7386	6398	4389	5862	所得税费用	-462	277	832	1237				
其他流动资产	2122	2701	2868	2901	净利润	136	1570	4715	7012				
流动资产合计	22462	17430	19943	17499	少数股东损益	6	27	103	198				
固定资产	23399	24140	24023	25059	归属于母公司净利润	130	1543	4612	6814				
在建工程	20483	26390	34418	42866	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	5294	6084	6589	7122	经营活动现金流	1073	6113	11270	4394				
长期股权投资	18502	24669	28674	32473	净利润	130	1543	4612	6814				
资产总计	90140	98713	113646	125020	少数股东权益	6	27	103	198				
短期借款	19507	25442	31377	37577	折旧摊销	2723	2434	3238	3529				
应付款项	12499	12511	16646	14609	公允价值变动	-30	0	0	0				
预收帐款	11	8	10	13	营运资金变动	-860	2026	5312	-2760				
其他流动负债	7061	8135	8281	8477	投资活动现金流	-16292	-14835	-12198	-12311				
流动负债合计	39077	46096	56314	60676	资本支出	-15019	-9856	-11652	-13543				
长期借款及应付债券	15315	15315	15315	15315	长期投资	-13	-6194	-4020	-3822				
其他长期负债	741	741	741	741	其他	-1260	1216	3474	5054				
长期负债合计	16056	16056	16056	16056	筹资活动现金流	12825	4632	4470	4553				
负债合计	55134	62152	72370	76732	债务融资	16757	5935	5935	6200				
股本	2411	2411	2411	2411	权益融资	141	0	0	0				
股东权益	35006	36561	41276	48288	其它	-4072	-1303	-1465	-1647				
负债和股东权益总计	90140	98713	113646	125020	现金净增加额	-2390	-4090	3541	-3365				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，化工行业分析师，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，2年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，汤永俊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。