

桐昆股份 (601233)

2023 年三季度报点评：长丝量价齐升，浙石化盈利环比改善

买入 (维持)

2023 年 10 月 27 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

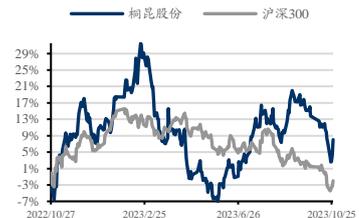
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	61,993	82,350	96,541	97,533
同比	5%	33%	17%	1%
归属母公司净利润 (百万元)	130	1,522	3,664	5,094
同比	-98%	1069%	141%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	0.63	1.52	2.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	259.43	22.19	9.22	6.63

关键词：#困境反转 #产能扩张 #一体化

投资要点

- **事件：**公司发布三季度业绩，实现营业收入 617 亿元，同比+31%，归母净利润 9.0 亿元，同比-53%，扣非净利润 7.2 亿元，同比-62%。其中 23Q3 单季度，实现归母净利润 8.0 亿元，同比扭亏为盈、环比+34%，扣非净利润 7.0 亿元，同比扭亏为盈、环比+30%，业绩符合预期。
- **Q3 经营回顾：**1) **长丝景气修复。**Q3 期间，公司实现长丝销售 285 万吨，环比+32 万吨，其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 221/38/26 万吨。价格方面，公司 POY/FDY/DTY 不含税售价分别为 6961/7793/8457 元/吨，环比+179/+175/+142 元/吨。按公告披露数据估算，Q3 期间 POY/FDY/DTY 单吨价差分别环比+222/+218/+186 元/吨。2) **PTA 承压运行。**根据 Wind 统计，Q3 期间 PTA 均价约 5319 元/吨，环比+126 元/吨，PX 均价为 7642 元/吨，环比+472 元/吨，PTA 价格上涨有限，理论单吨盈利环比下降 184 元/吨。3) **毛利率小幅回落，净利率边际提升。**Q3 期间公司销售毛利率为 6.4%，环比回落 0.4pct，销售净利率为 3.2%，环比提升 0.4pct。
- **浙石化盈利显著改善，投资收益环比回升。**1) Q3 期间公司实现投资收益 4.26 亿元，环比+2.35 亿元，主要系浙石化贡献的投资收益增加。2) 浙石化盈利改善主要来自于三个方面，一是库存收益增加，其中 Q3 期间原油均价环比+7.9 美元/桶，扭转了自 22Q2 以来的下行趋势。二是汇兑亏损减少，Q3 期间人民币汇率由 7.25 小幅贬值至 7.30，贬值幅度较 Q2 明显收窄。三是成品油出口利润扩大，其中 Q3 期间汽柴油出口利润均有明显抬升，叠加商务部于 9 月 1 日下发年内第三批成品油出口配额，浙石化从中受益。根据百川盈孚数据，截至 10 月 19 日，国内柴油理论出口利润为 823 元/吨，仍维持在年内高位，预计将对浙石化 Q4 业绩形成支撑。
- **外需拐点渐进叠加扩产结束，长丝供需有望边际修复。**1) Q4 以来，长丝进入淡季累库周期，产业链价格有所回落，但价差边际修复。截至 10 月 26 日，POY/FDY/DTY 库存天数分别为 16.8/21.0/28.7 天，较 Q3 水平有所回升。价格价差方面，受 PX 价格下跌影响，长丝链价格有所回落，其中 PTA/POY/FDY/DTY 10 月均价环比回落约 290/272/238/331 元/吨，但单吨盈利环比提升约 86/50/75/6 元/吨。2) **展望后市，**长丝扩产已接近尾声，24 年起行业新增产能明显减少，同时随着海外服装库存持续回落，国内纺服出口增速自 8 月以来已出现边际改善迹象。向后看，随着供需两侧不利因素的改善，长丝盈利仍有进一步抬升空间。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.01
一年最低/最高价	11.84/17.19
市净率(倍)	0.95
流通 A 股市值(百万元)	32,048.31
总市值(百万元)	33,779.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.75
资产负债率(% ,LF)	66.40
总股本(百万股)	2,411.12
流通 A 股(百万股)	2,287.53

相关研究

- 《桐昆股份(601233)：股权激励计划出炉，彰显长期成长信心》
2023-09-25
- 《桐昆股份(601233)：2023 年中报点评：长丝高弹性，炼化高成长》
2023-08-30

- **在建项目陆续投产，PTA&长丝双双迈入千万吨级：**1) 截至 23H1，公司合计拥有 PTA/长丝产能 1020/1170 万吨，其中上半年分别投产 300/210 万吨；2) 目前公司仍有嘉通、恒阳、中昆等项目在建，预计到 23 年底，PTA/长丝/乙二醇产能将分别达到 1020/1260/60 万吨。
- **印尼炼化项目正式启动，全产业链布局打开成长空间：**公司携手新凤鸣在印尼布局 1600 万吨/年炼化一体化项目，年产 PX 520 万吨、乙烯 80 万吨，成品油收率低于 30%。印尼项目的布局有助于公司打通产业链的最后一环，也为公司开启大化工和新材料转型提供了平台基础。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑下游需求复苏节奏，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 15、37、51 亿元（此前为 20、42、60 亿元），按 10 月 27 日收盘价计算，对应 PE 分别 22.2、9.2、6.6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求复苏不及预期、原材料价格波动、项目审批或实施进度延后、炼化市场竞争加剧

桐昆股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22,462	35,322	43,552	50,588	营业总收入	61,993	82,350	96,541	97,533
货币资金及交易性金融资产	12,160	24,218	29,762	36,367	营业成本(含金融类)	59,988	75,515	87,612	87,979
经营性应收款项	1,785	2,418	2,828	2,854	税金及附加	152	202	237	239
存货	7,386	7,339	9,404	9,608	销售费用	101	124	145	146
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,193	1,543	1,809	1,828
其他流动资产	1,131	1,347	1,558	1,759	研发费用	1,655	2,033	2,383	2,408
非流动资产	67,678	75,145	81,574	88,238	财务费用	427	1,468	1,910	2,145
长期股权投资	18,502	21,425	23,500	25,999	加:其他收益	88	59	103	87
固定资产及使用权资产	23,431	22,671	21,721	20,581	投资净收益	1,232	400	1,800	3,000
在建工程	20,483	25,483	30,483	35,483	公允价值变动	30	0	0	0
无形资产	2,294	2,598	2,903	3,207	减值损失	(174)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(16)	(9)	(13)	(16)
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	(363)	1,905	4,325	5,849
其他非流动资产	2,968	2,968	2,968	2,968	营业外净收支	37	12	9	12
资产总计	90,140	110,467	125,127	138,826	利润总额	(325)	1,917	4,334	5,860
流动负债	39,077	55,849	64,790	71,326	减:所得税	(462)	379	634	715
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,852	39,507	44,679	49,679	净利润	136	1,538	3,701	5,145
经营性应付款项	12,510	11,677	14,481	15,498	减:少数股东损益	6	15	37	51
合同负债	1,118	898	1,099	1,263	归属母公司净利润	130	1,522	3,664	5,094
其他流动负债	2,597	3,767	4,531	4,886	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.63	1.52	2.11
非流动负债	16,056	18,556	21,056	23,556	EBIT	(1,181)	3,369	6,207	7,954
长期借款	15,315	17,815	20,315	22,815	EBITDA	1,542	6,200	9,228	11,164
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.23	8.30	9.25	9.80
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	0.21	1.85	3.79	5.22
其他非流动负债	721	721	721	721	收入增长率(%)	4.79	32.84	17.23	1.03
负债合计	55,134	74,405	85,847	94,883	归母净利润增长率(%)	(98.26)	1,069.17	140.65	39.04
归属母公司股东权益	34,698	35,738	38,919	43,531					
少数股东权益	308	324	361	412					
所有者权益合计	35,006	36,062	39,280	43,943					
负债和股东权益	90,140	110,467	125,127	138,826					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,073	4,877	8,045	8,767	每股净资产(元)	14.39	14.82	16.14	18.05
投资活动现金流	(16,292)	(9,904)	(7,663)	(6,889)	最新发行在外股份(百万股)	2,411	2,411	2,411	2,411
筹资活动现金流	12,825	17,087	5,162	4,727	ROIC(%)	0.76	3.24	5.36	6.33
现金净增加额	(2,390)	12,059	5,543	6,605	ROE-摊薄(%)	0.38	4.26	9.41	11.70
折旧和摊销	2,723	2,831	3,021	3,211	资产负债率(%)	61.16	67.36	68.61	68.35
资本开支	(15,019)	(7,382)	(7,388)	(7,390)	P/E(现价&最新股本摊薄)	259.43	22.19	9.22	6.63
营运资本变动	(864)	(1,639)	530	951	P/B(现价)	0.97	0.95	0.87	0.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>