

长丝景气度回升，23Q3 业绩环比持续修复

2023 年 10 月 28 日

- **事件：**2023 年 10 月 27 日，公司发布了 2023 年第三季度报告。2023 年前三季度，公司实现营业收入 617.42 亿元，同比增长 30.84%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比下滑 53.23%；实现扣非归母净利润 7.22 亿元，同比下滑 61.50%。
- **23Q3 业绩环比高增。**23Q3，公司实现营业收入 248.45 亿元，同比增长 43.30%，环比增长 18.40%；实现归母净利润 7.98 亿元，同比扭亏为盈，环比增长 34.05%；实现扣非归母净利润 7.02 亿元，同比扭亏为盈，环比增长 29.84%。
- **23 年前三季度公司主产品产销量增长较快，且 23Q3 产销环比持续增长。**23Q1-Q3，公司 POY/FDY/DTY 产量分别为 559.87/100.41/72.64 万吨，同比分别变化+19.81%/+26.32%/+21.21%；销量分别为 557.83/101.01/70.98 万吨，同比分别变化+31.18%/+31.66%/+28.59%。23Q3 单季度来看，公司 POY/FDY/DTY 产量分别为 228.18/40.19/26.31 万吨，环比分别变化+20.97%/+25.40%/+6.39%；销量分别为 221.07/38.15/25.67 万吨，环比分别变化+12.82%/+17.28%/+4.82%。
- **23 年前三季度 FDY 价差大幅增长，POY 和 DTY 价差略有波动。**价格方面，23Q1-Q3，POY/FDY/DTY 销售均价的分别为 6821.66/7631.64/8346.86 元/吨，同比变化-4.92%/-2.46%/-5.07%；成本方面，原料端采购价格同步下降，23Q1-Q3，PX/PTA/MEG 采购均价分别为 7487.76/5296.76/3603.14 元/吨，同比分别变化 -2.76%/-3.43%/-14.55%。据公告计算，23Q1-Q3，POY/FDY/DTY 的价差分别为 1041.38/1851.36/2566.58 元/吨，同比分别变化 +1.69%/+10.63%/-2.87%，主产品价差整体扩大，从而推动公司盈利稳步修复，23Q1-Q3，公司实现综合毛利率 6.11%，同比提升 0.32pct；23Q3 单季度，综合毛利率为 6.36%，同比提升 4.42pct。
- **布局海外市场，构建跨境产业链。**2023 年 6 月，公司结合延链、补链、强链的发展需求，计划启动泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目，公司拟通过全资子公司桐昆香港持股该项目 45.9%的权益，该项目报批总投资为 86.24 亿美元，建设年限规划为 4 年，主要产品包含成品油 430 万吨/年、对二甲苯 485 万吨/年、苯 170 万吨/年、聚乙烯 FDPE 50 万吨/年、EVA（光伏级）37 万吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等。据公司测算，项目建成后，年均营业收入 104.38 亿美元，年均税后利润 13.28 亿美元。
- **投资建议：**随着需求回暖涤纶价差稳步修复，我们预计，公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.27/37.79/53.68 亿元，EPS 分别为 0.67/1.57/2.23 元/股，对应 2023 年 10 月 27 日的 PE 分别为 21/9/6 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：

14.01 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) 2023 年一季报点评：成本持续承压，盈利环比有所改善-2023/04/29
- 2.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
- 3.桐昆股份 (601233.SH) 2022 年三季度报点评：原料高价挤压盈利空间，Q3 业绩面临亏损-2022/10/30
- 4.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
- 5.桐昆股份 (601233.SH) 2021 年年度业绩预告公告点评：21 年业绩高增，产能扩张有望驱动长期盈利增长-2022/01/29

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	82,499	93,128	95,994
增长率 (%)	4.8	33.1	12.9	3.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	130	1,627	3,779	5,368
增长率 (%)	-98.3	1149.5	132.3	42.1
每股收益 (元)	0.05	0.67	1.57	2.23
PE	259	21	9	6
PB	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 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	82,499	93,128	95,994
营业成本	59,988	77,373	87,197	89,845
营业税金及附加	152	165	186	192
销售费用	101	82	93	96
管理费用	1,193	1,320	1,490	1,536
研发费用	1,655	1,815	2,049	2,112
EBIT	-1,181	1,848	2,231	2,334
财务费用	427	910	988	1,226
资产减值损失	-140	0	0	0
投资收益	1,232	825	2,847	4,697
营业利润	-363	1,764	4,089	5,805
营业外收支	37	7	9	2
利润总额	-325	1,771	4,098	5,808
所得税	-462	121	294	411
净利润	136	1,650	3,804	5,397
归属于母公司净利润	130	1,627	3,779	5,368
EBITDA	1,542	4,737	5,497	5,954

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,670	16,957	14,619	15,342
应收账款及票据	795	372	413	425
预付款项	380	779	864	911
存货	7,386	5,607	6,327	6,582
其他流动资产	2,232	2,166	2,261	2,286
流动资产合计	22,462	25,881	24,483	25,547
长期股权投资	18,502	19,327	22,174	26,870
固定资产	23,399	32,353	40,096	46,863
无形资产	2,294	2,494	2,694	2,894
非流动资产合计	67,678	73,657	82,326	91,869
资产合计	90,140	99,538	106,809	117,416
短期借款	19,507	21,873	24,873	26,873
应付账款及票据	12,499	10,902	12,388	12,720
其他流动负债	7,072	9,654	4,805	5,081
流动负债合计	39,077	42,428	42,066	44,673
长期借款	15,315	18,315	21,315	23,315
其他长期负债	741	2,164	3,164	4,164
非流动负债合计	16,056	20,479	24,479	27,479
负债合计	55,134	62,907	66,545	72,152
股本	2,411	2,411	2,411	2,411
少数股东权益	308	331	356	384
股东权益合计	35,006	36,631	40,264	45,263
负债和股东权益合计	90,140	99,538	106,809	117,416

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.79	33.08	12.88	3.08
EBIT 增长率	-130.36	256.44	20.71	4.64
净利润增长率	-98.26	1149.52	132.28	42.05
盈利能力 (%)				
毛利率	3.23	6.21	6.37	6.41
净利润率	0.21	1.97	4.06	5.59
总资产收益率 ROA	0.14	1.63	3.54	4.57
净资产收益率 ROE	0.38	4.48	9.47	11.96
偿债能力				
流动比率	0.57	0.61	0.58	0.57
速动比率	0.35	0.43	0.39	0.38
现金比率	0.30	0.40	0.35	0.34
资产负债率 (%)	61.16	63.20	62.30	61.45
经营效率				
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	0.87	0.90	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.67	1.57	2.23
每股净资产	14.39	15.06	16.55	18.61
每股经营现金流	0.44	2.31	2.81	2.56
每股股利	0.00	0.07	0.16	0.23
估值分析				
PE	259	21	9	6
PB	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	43.64	14.21	12.24	11.30
股息收益率 (%)	0.00	0.51	1.18	1.67

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	136	1,650	3,804	5,397
折旧和摊销	2,723	2,889	3,267	3,620
营运资金变动	-860	719	1,152	254
经营活动现金流	1,073	5,567	6,775	6,162
资本开支	-15,019	-9,902	-9,069	-8,453
投资	-13	0	0	0
投资活动现金流	-16,292	-7,971	-9,069	-8,453
股权募资	141	0	0	0
债务募资	16,757	8,488	1,533	5,000
筹资活动现金流	12,825	7,691	-44	3,015
现金净流量	-2,390	5,287	-2,338	724

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