

事件: 2023 年 10 月 27 日, 桐昆股份发布三季度报告, 2023 年前三季度, 公司实现营业收入 617.42 亿元, 同比上涨 30.84%, 实现归母净利润 9.04 亿元, 同比下降 53.23%; 扣非后净利润 7.22 亿元, 同比下降 61.50%。经营活动现金流量净额 3.23 亿元, 同比下降 107.23%; 基本每股收益 0.38 元/股, 同比下降 53.09%。资产负债率为 66.40%, 同比上涨 7pct, 较 2022 年全年上涨 5pct。

2023 年第三季度, 公司单季度营业收入 248.45 亿元, 同比上涨 43%, 环比上涨 18%; 单季度归母净利润 7.98 亿元, 同比上涨 317%, 环比上涨 35%; 单季度扣非后净利润 7.02 亿元, 同比上涨 284%。

点评:

- **涤纶长丝盈利弹性有望释放, 未来业绩值得期待。**从库存角度看, 2023Q3 主要涤纶长丝产品 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 12、18、24 天, 同比下降 21、15、16 天, 环比下降 5、3、3 天, 当前涤纶长丝库存水平已经到达阶段性低位。**从需求角度看,** 2023Q3 国内纺服零售金额达到 3082 亿元, 较 2019 年同期增长 5%, 终端需求已恢复至疫情前水平, 此外, 下游坯布库存自 7 月以来已逐步下降, 下游厂商拿货意愿有望提升。同时下游织机开工负荷也已回升至 2019 年同期水平, 2023Q3 下游织机平均开工率为 64%, 环比提升 6pct, 同比提升 12pct。从盈利角度看, 由于需求端改善, PTA 和长丝产品整体盈利水平提升, 前三季度公司主要产品 POY、DTY、FDY、PTA 价差分别为 1041、2567、1851、376 元/吨, 分别同比+1.69%、-2.87%、+10.63%、+5.99%。未来涤纶长丝有望在行业库存良性发展和需求端支撑背景下释放盈利弹性, 公司业绩增量值得期待。
- **浙石化投资收益为公司贡献大额业绩增量。**公司持有浙石化 20% 权益, 2023Q3, 公司对联营企业和合营企业的投资收益为 4.24 亿元, 环比+162%, 剔除浙石化收益后, 公司聚酯板块经营利润为 4.38 亿元, 环比+8%。
- **拓展海外炼化项目, 助力公司一体化发展。**2023 年 6 月, 公司公告, 启动泰昆石化(印尼)炼化项目, 公司持有泰昆石化 45.9% 的股权, 项目规模为 1600 万吨炼油产能, 其产品包含成品油 430 万吨/年、对二甲苯 485 万吨/年、聚乙烯 FDPE50 万吨/年、光伏级 EVA 37 万吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等。成品油、硫磺等 467 万吨/年产品由印尼市场消化, 对二甲苯、醋酸、苯、丙烷等 847 万吨/年由国内国内市场消化, 聚乙烯 FDPE、EVA、聚丙烯等 118 万吨/年由国内、印尼及东盟市场共同消化。我们认为, 公司再度加码炼化产业, 将形成国内外炼化项目统筹投资布局, 提升盈利的协同性和抗风险能力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.65、38.64 和 54.01 亿元, 同比增速分别为 1178.7%、132.0%、39.8%, EPS (摊薄) 分别为 0.69、1.60 和 2.24 元/股, 按照 2023 年 10 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 20.29、8.74 和 6.25 倍。我们看

好公司在 PTA 和涤纶长丝领域的产能持续扩张和龙头地位提升，以及长丝板块景气度持续修复机遇，公司也有望持续受益于合资的浙石化项目带来的高额投资收益，公司盈利能力持续加强，我们维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；公司项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；浙江石化炼化一体化项目盈利不及预期的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	59,157	61,993	64,356	88,179	106,767
增长率 YoY %	29.1%	4.8%	3.8%	37.0%	21.1%
归属母公司净利润 (百万元)	7,464	130	1,665	3,864	5,401
增长率 YoY%	163.1%	-98.3%	1178.7%	132.0%	39.8%
毛利率%	11.0%	3.2%	9.1%	8.9%	9.0%
净资产收益率ROE%	20.8%	0.4%	4.6%	9.8%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	3.23	0.05	0.69	1.60	2.24
市盈率 P/E(倍)	6.56	289.00	20.29	8.74	6.25
市净率 P/B(倍)	1.42	1.00	0.94	0.86	0.76

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	18,746	22,462	30,067	38,480	49,207	
货币资金	11,332	11,670	14,962	18,213	24,899	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	364	795	1,058	1,450	1,755	
预付账款	578	380	371	509	616	
存货	5,356	7,386	11,220	15,398	18,630	
其他	1,116	2,232	2,457	2,910	3,307	
非流动资产	51,080	67,678	80,648	89,270	95,817	
长期股权投资	17,275	18,502	22,393	25,316	26,543	
固定资产(合)	18,661	23,399	27,174	27,569	27,584	
无形资产	1,990	2,294	2,598	2,903	3,207	
其他	13,155	23,483	28,483	33,483	38,483	
资产总计	69,826	90,140	110,715	127,750	145,023	
流动负债	26,821	39,077	55,891	66,859	76,457	
短期借款	12,776	19,507	36,507	41,507	46,507	
应付票据	4,367	3,163	3,085	4,234	5,123	
应付账款	4,198	9,335	9,104	12,495	15,117	
其他	5,480	7,072	7,195	8,624	9,710	
非流动负债	6,868	16,056	18,556	21,056	23,556	
长期借款	6,376	15,315	17,815	20,315	22,815	
其他	492	741	741	741	741	
负债合计	33,689	55,134	74,447	87,916	100,013	
少数股东权益	169	308	388	572	829	
归属母公司股东权益	35,969	34,698	35,881	39,262	44,181	
负债和股东权益	69,826	90,140	110,715	127,750	145,023	
重要财务指标	单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	59,157	61,993	64,356	88,179	106,767	
同比(%)	29.1%	4.8%	3.8%	37.0%	21.1%	
归属母公司净利润	7,464	130	1,665	3,864	5,401	
同比(%)	163.1	-	1178.7%	132.0%	39.8%	
毛利率(%)	11.0%	3.2%	9.1%	8.9%	9.0%	
ROE%	20.8%	0.4%	4.6%	9.8%	12.2%	
EPS(摊薄)(元)	3.23	0.05	0.69	1.60	2.24	
P/E	6.56	289.00	20.29	8.74	6.25	
P/B	1.42	1.00	0.94	0.86	0.76	
EV/EBITDA	9.71	39.79	9.95	7.91	6.48	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	59,157	61,993	64,356	88,179	106,76	
营业成本	52,656	59,988	58,502	80,288	97,140	
营业税金及附加	147	152	158	216	262	
销售费用	80	101	97	132	160	
管理费用	995	1,193	592	811	982	
研发费用	1,460	1,655	1,287	2,177	2,636	
财务费用	327	427	1,468	1,954	2,200	
减值损失合计	-17	-140	0	0	0	
投资净收益	4,584	1,232	600	2,000	3,000	
其他	66	67	95	121	146	
营业利润	8,126	-363	2,948	4,721	6,533	
营业外收支	-18	37	12	9	12	
利润总额	8,108	-325	2,960	4,730	6,545	
所得税	623	-462	1,215	683	886	
净利润	7,485	136	1,744	4,048	5,659	
少数股东损益	20	6	79	184	258	
归属母公司净利润	7,464	130	1,665	3,864	5,401	
EBITDA	6,283	1,542	7,654	10,186	12,553	
EPS(当年)(元)	3.23	0.05	0.69	1.60	2.24	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2,794	1,073	1,876	8,400	9,577	
净利润	7,485	136	1,744	4,048	5,659	
折旧摊销	2,393	2,723	3,306	3,686	4,066	
财务费用	562	693	1,586	2,029	2,291	
投资损失	-4,584	-1,232	-600	-2,000	-3,000	
营运资金变动	-3,236	-860	-4,155	635	556	
其它	175	-388	-5	2	6	
投资活动现金流	-10,521	-16,292	-15,670	-10,310	-7,619	
资本支出	-10,046	-15,019	-12,380	-9,387	-9,391	
长期投资	-36	-13	-3,891	-2,923	-1,227	
其他	-440	-1,260	600	2,000	3,000	
筹资活动现金流	10,541	12,825	17,087	5,162	4,727	
吸收投资	2,032	141	0	0	0	
借款	26,599	42,680	19,500	7,500	7,500	
支付利息或股息	-967	-1,806	-2,068	-2,511	-2,773	
现金流净增加额	2,812	-2,390	3,292	3,251	6,685	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。