

桐昆股份 (601233.SH)

2023Q3 盈利同环比齐增，长丝盈利继续回升

买入

核心观点

公司2023Q3盈利同环比均提升。公司发布2023年三季度报告，2023年前三季度营收617.4亿元（同比+30.8%），归母净利润9.0亿元（同比-53.3%）；其中2023Q3单季度营收248.4亿元（同比+43.3%，环比+18.4%），归母净利润8.0亿元（同比扭亏为盈，环比+34.1%）。2023Q3销售毛利率为6.4%（同比+4.4pct，环比-0.5pct），销售净利率为3.2%（同比+5.3pct，环比+0.4pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为0.1%、1.4%、2.1%、1.1%，总费用率4.8%（同比-0.7pct，环比-0.1pct）。公司持有浙石化20%股份，2023Q3公司投资收益达4.26亿元，环比+123%，主要来自于浙石化盈利增加，助力2023Q3业绩同环比提升。

公司涤纶长丝产销齐升，价格有望继续回暖。2023Q3公司主营产品涤纶长丝POY/FDY/DTY产量为228.18/40.19/26.31万吨，同比+49%/+43%/+31%，环比+21%/+25%/+6%；销量为221.07/38.15/25.67万吨，同比+43%/+27%/+24%，环比+13%/+17%/+5%。2023年前三季度公司POY/FDY/DTY不含税售价为6822/7632/8347元/吨，同比-5%/-2%/-5%。2023Q3涤纶长丝价格回暖，据Wind数据，POY/FDY/DTY市场主流价格为7585/8155/9019元/吨，分别较上季度环比+13%/+12%/+14%。

涤纶长丝供需与库存结构良好，景气度上行。供应端，据Wind数据，2023Q3江浙地区涤纶长丝开工率平均为79.4%，同比+10.0pct，环比+3.1pct；需求端，江浙地区下游化纤织造综合开机率59.5%，同比+7.6pct，环比+5.6pct。库存方面，2023Q3涤纶长丝POY/FDY/DTY平均库存分别为11.8/23.6/17.7天，同比-64%/-40%/-46%，环比-30%/-13%/-15%，库存持续去化。2023Q3国内下游坯布平均库存为36.8天，同比-8%，环比-4%，库存结构较为良好。2023Q3中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额3082.4亿元，同比+3%，环比-8%。供需齐升，纺服终端库存下降，零售额提升，涤纶长丝景气度上行。

原材料价格下跌，成本再优化。2023年前三季度公司主要原材料PX/PTA/MEG不含税采购价为7488/5297/3603元/吨，同比-3%/-3%/-15%。泰昆石化印尼北加炼化一体化项目建成后，公司全产业链发展更完善，成本将继续优化。

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15.9/38.2/53.7亿元（原12.4/24.3/31.0亿元），同比增速+1124%/+140%/+40%，对应EPS为0.66/1.59/2.23元，当前股价对应PE为21/9/6X，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	81,385	91,447	99,915
(+/-%)	29.0%	4.8%	31.3%	12.4%	9.3%
净利润(百万元)	7332	130	1594	3823	5367
(+/-%)	157.6%	-98.2%	1124.2%	139.8%	40.4%
每股收益(元)	3.04	0.05	0.66	1.59	2.23
EBIT Margin	6.5%	-1.8%	0.1%	2.6%	4.5%
净资产收益率(ROE)	20.5%	0.4%	4.4%	9.8%	12.4%
市盈率(PE)	4.6	259.4	21.2	8.8	6.3
EV/EBITDA	10.9	55.0	33.6	17.6	11.8
市净率(PB)	0.94	0.97	0.94	0.87	0.78

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

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.01元
总市值/流通市值	33780/32048百万元
52周最高价/最低价	17.19/11.84元
近3个月日均成交额	220.00百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

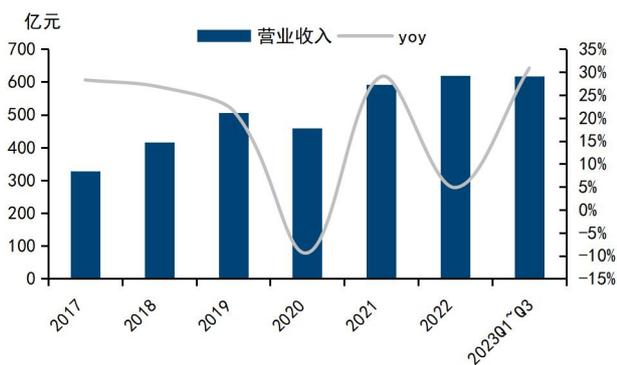
相关研究报告

《桐昆股份(601233.SH)-2023Q2盈利环比扭亏，产业链持续完善》——2023-08-30

《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 2023Q3 盈利同环比均提升。公司发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度营收 617.4 亿元（同比+30.8%），归母净利润 9.0 亿元（同比-53.3%）；其中 2023Q3 单季度营收 248.4 亿元（同比+43.3%，环比+18.4%），归母净利润 8.0 亿元（同比扭亏为盈，环比+34.1%）。2023Q3 销售毛利率为 6.4%（同比+4.4pct，环比-0.5pct），销售净利率为 3.2%（同比+5.3pct，环比+0.4pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.1%、1.4%、2.1%、1.1%，总费用率 4.8%（同比-0.7pct，环比-0.1pct）。公司持有浙石化 20%股份，2023Q3 公司投资收益达 4.26 亿元，环比+123%，主要来自于浙石化盈利增加，助力 2023Q3 业绩同环比提升。

图1：桐昆股份营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



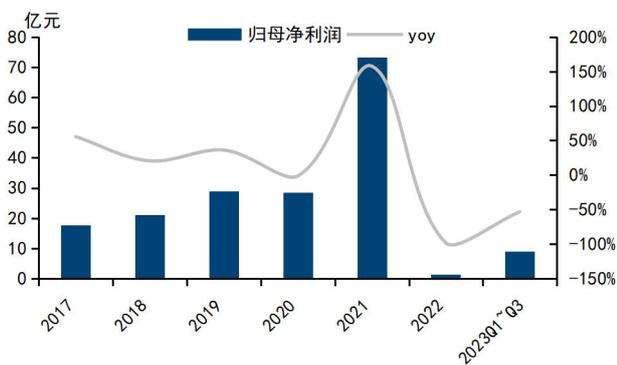
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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、%）



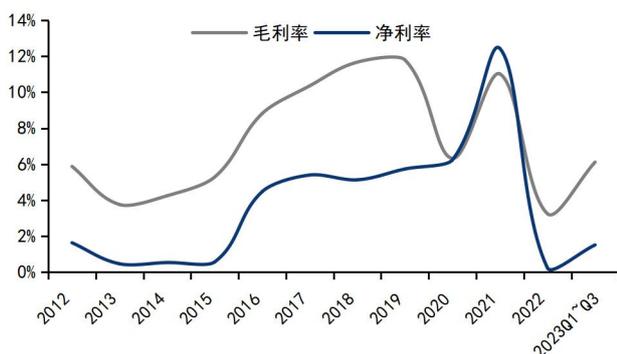
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：桐昆股份单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



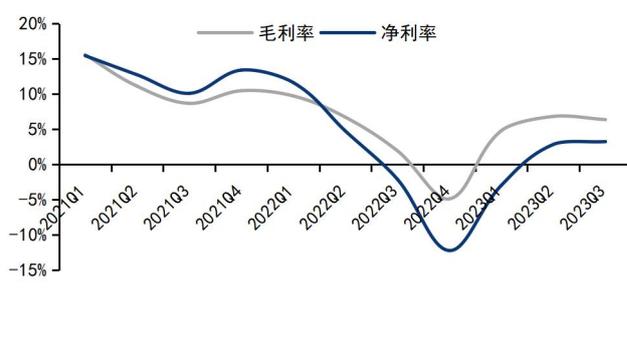
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 桐昆股份毛利率、净利率



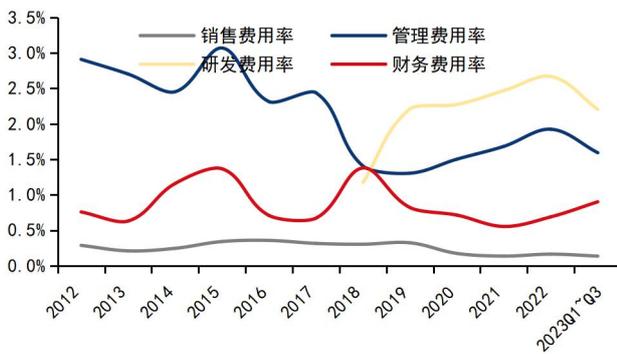
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 桐昆股份季度毛利率、净利率



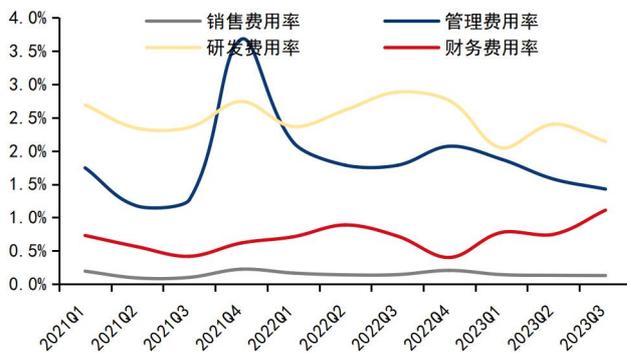
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

公司涤纶长丝产销齐升，价格有望继续回暖。2023Q3 公司主营产品涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产量为 228.18/40.19/26.31 万吨，同比+49%/+43%/+31%，环比+21%/+25%/+6%；销量为 221.07/38.15/25.67 万吨，同比+43%/+27%/+24%，环比+13%/+17%/+5%。2023 年前三季度公司 POY/FDY/DTY 不含税售价为 6822/7632/8347 元/吨，同比-5%/-2%/-5%。2023Q3 涤纶长丝价格回暖，据 Wind 数据，POY/FDY/DTY 市场主流价格为 7585/8155/9019 元/吨，分别较上季度环比+13%/+12%/+14%。

图9: 桐昆股份 POY 产销量 (万吨)

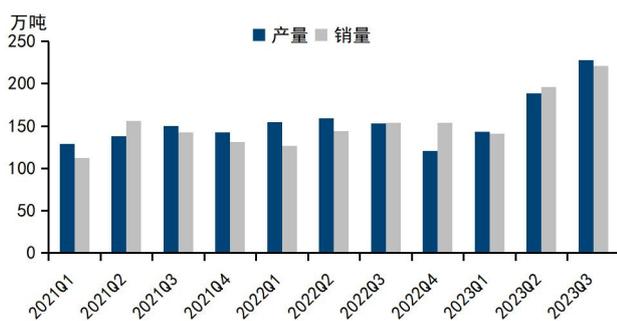
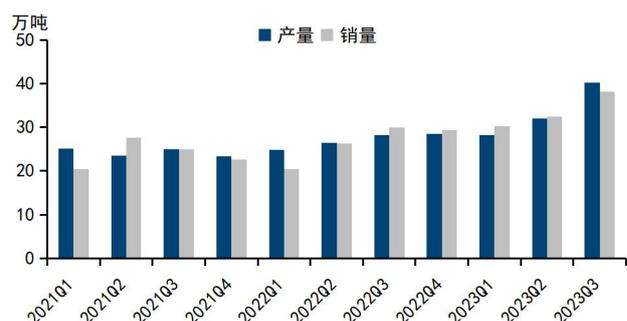


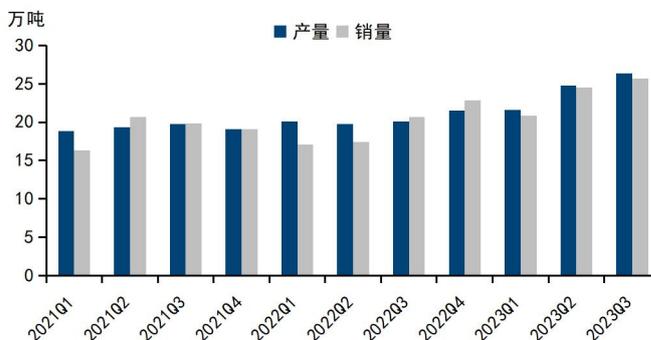
图10: 桐昆股份 FDY 产销量 (万吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

涤纶长丝供需与库存结构良好，景气度上行。供应端，据 Wind 数据，2023Q3 江浙地区涤纶长丝开工率平均为 79.4%，同比+10.0pct，环比+3.1pct；需求端，江浙地区下游化纤织造综合开机率 59.5%，同比+7.6pct，环比+5.6pct。库存水平方面，2023Q3 涤纶长丝 POY/FDY/DTY 平均库存分别为 11.8/23.6/17.7 天，同比-64%/-40%/-46%，环比-30%/-13%/-15%，库存持续去化。2023Q3 国内下游坯布平均库存为 36.8 天，同比-8%，环比-4%，库存结构较为良好。2023Q3 中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额 3082.4 亿元，同比+3%，环比-8%。供需齐升，纺服终端库存下降，零售额提升，涤纶长丝景气度上行。

原材料价格下跌，成本再优化。2023 年前三季度公司主要原材料 PX/PTA/MEG 不含税采购价为 7488/5297/3603 元/吨，同比-3%/-3%/-15%。泰昆石化印尼北加炼化一体化项目建成后，公司全产业链发展更完善，成本将继续优化。

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 15.9/38.2/53.7 亿元（原 12.4/24.3/31.0 亿元），同比增速 +1124%/+140%/+40%，对应 EPS 为 0.66/1.59/2.23 元，当前股价对应 PE 为 21/9/6X，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	81385	91447	99915
应收款项	417	843	681	885	1054	营业成本	52615	59988	77568	84740	90688
存货净额	5341	7386	7611	9141	9929	营业税金及附加	147	152	188	221	239
其他流动资产	1651	2074	2127	2667	2956	销售费用	80	101	128	139	157
流动资产合计	18741	22462	20819	24153	25279	管理费用	995	1193	1389	1614	1779
固定资产	27753	43881	50899	52682	49026	研发费用	1460	1655	2011	2319	2556
无形资产及其他	1990	2294	2179	2065	1950	财务费用	327	427	1138	1273	1206
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	99291	107539	107730	其他收入	(1408)	(1897)	(2011)	(2319)	(2556)
短期借款及交易性金融负债	14899	22852	28625	31170	25114	营业利润	7995	(363)	1651	3983	5599
应付款项	8566	12499	13668	15500	17119	营业外净收支	(18)	37	18	18	18
其他流动负债	3357	3727	4500	5210	5483	利润总额	7977	(325)	1668	4001	5616
流动负债合计	26822	39077	46794	51880	47716	所得税费用	625	(462)	106	254	357
长期借款及应付债券	6376	15315	15315	15315	15315	少数股东损益	20	6	(32)	(76)	(107)
其他长期负债	492	741	949	1168	1394	归属于母公司净利润	7332	130	1594	3823	5367
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	63057	68363	64425	净利润	7332	130	1594	3823	5367
少数股东权益	169	308	283	223	139	资产减值准备	40	141	50	38	19
股东权益	35836	34698	35950	38952	43166	折旧摊销	2382	2711	2783	3374	3859
负债和股东权益总计	69695	90140	99291	107539	107730	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	1138	1273	1206
每股收益	3.04	0.05	0.66	1.59	2.23	营运资本变动	(2897)	2881	2083	526	890
每股红利	0.40	0.75	0.14	0.34	0.48	其它	(22)	(221)	(75)	(98)	(103)
每股净资产	14.86	14.39	14.91	16.16	17.90	经营活动现金流	6838	5472	6363	7583	9924
ROIC	10.05%	1.28%	-2%	2%	6%	资本开支	0	(19069)	(9664)	(5000)	0
ROE	20.46%	0.38%	4%	10%	12%	其它投资现金流	0	(490)	0	0	0
毛利率	11%	3%	5%	7%	9%	投资活动现金流	(4473)	(20931)	(13555)	(8245)	(2836)
EBIT Margin	6%	-2%	0%	3%	4%	权益性融资	(1)	140	0	0	0
EBITDA Margin	11%	3%	4%	6%	8%	负债净变化	2768	8939	0	0	0
收入增长	29%	5%	31%	12%	9%	支付股利、利息	(967)	(1806)	(342)	(821)	(1152)
净利润增长率	158%	-98%	1124%	140%	40%	其它融资现金流	(1359)	1390	5774	2545	(6056)
资产负债率	49%	62%	64%	64%	60%	融资活动现金流	2241	15797	5431	1724	(7209)
股息率	2.9%	5.3%	1.0%	2.4%	3.4%	现金净变动	4607	337	(1761)	1061	(121)
P/E	4.6	259.4	21.2	8.8	6.3	货币资金的期初余额	6726	11332	11670	9909	10971
P/B	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8	货币资金的期末余额	11332	11670	9909	10971	10850
EV/EBITDA	10.9	55.0	33.6	17.6	11.8	企业自由现金流	0	(13018)	(4703)	1161	8959
						权益自由现金流	0	(2689)	6	2514	1773

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