

2023年10月30日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

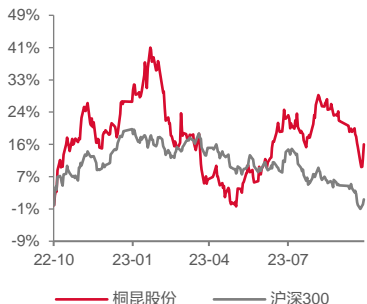
zjk@longone.com.cn

联系人

张磊磊

zilei@longone.com.cn

数据日期	2023/10/27
收盘价	14.01
总股本(万股)	241,112
流通A股/B股(万股)	228,753/0
资产负债率(%)	66.40%
市净率(倍)	0.94
净资产收益率(加权)	2.56
12个月内最高/最低价	17.19/11.84

**相关研究**

1.《桐昆股份（601233）：聚酯为基，炼化羽翼，长期投资价值凸显——公司深度报告》

桐昆股份（601233）：长丝景气向好，盈利有所改善

——公司简评报告

投资要点

- **2023Q3业绩同比扭亏为盈，环比持续改善：**公司2023年前三季度，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；实现扣非归母净利润7.22亿元。其中Q3单季度实现营业收入248.45亿元，同比增长43.30%；实现归母净利润7.98亿元，同比扭亏，环比增长34.05%；实现扣非归母净利润7.02亿元，同比扭亏，环比增长29.84%。
- **长丝Q3量价齐升，景气修复。**公司2023Q3单季度实现长丝产量295万吨，环比+49万吨；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。不含税售价分别为6961/7793/8457元/吨，环比上涨179/175/142元。年初至今，长丝景气改善明显，库存天数震荡下行，据隆众数据，截至9月，POY/DTY/FDY库存天数同比下降18/14/13天。江浙地区化纤纺织企业的开机率9月份达到65.47%，同比增加5.27pct。
- **浙石化盈利修复，贡献正向收益：**2023Q3，公司实现投资收益4.26亿元，环比+2.35亿元，得益于浙石化Q3业绩改善。公司持有浙石化20%股权浙石化，2023Q3浙石化受益库存和汇兑损失减少，以及成品油出口利润走高，盈利环比大幅修复，实现约21亿元净利润。预计四季度油价中枢提升趋势下，成品油和芳烃价差有望维持，浙石化相关产品继续受益。
- **公司产能持续扩张，产业链布局走向海外，坚实龙头地位。**1) 公司嘉通、新疆中昆、恒超二期项目预计于2023年年内投产，宇欣新材料、沐阳项目正在陆续建设中。当前公司合计拥有PTA/长丝产能1020/1170万吨，预计到2023年底，PTA/长丝/乙二醇产能将新增250/120/120万吨。2) 公司与新凤鸣启动泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加1600万吨/年炼化一体化项目。我们认为在“双碳”及能源转型背景下，炼化企业出海布局有望破解产能增长瓶颈，而公司重芳烃的项目配置也更符合当地市场需求，有望获得成长第二曲线。
- **涤纶长丝长期需求占比提升，龙头驱动格局向好。**当前聚酯约占纤维总需求的近56%，其中印度占比仅41%，未来涤纶使用占比的提升空间仍然很大。且聚酯纤维通过不断降本改性，应用范围扩大。2023年我国涤纶长丝产能新增311万吨，六家聚酯龙头占比达到九成以上。长期来看，PX原料端的调油扰动或将进一步减小，产业链利润有望向下游转移。
- **投资建议：公司估值历史较低位，具有一定安全边际。**公司当前估值不到1倍PB，具有较强的安全边际。根据审慎性原则及市场修复情况，我们调整2023-2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为15.26、34.75、48.20亿元（原预测值分别为11.76、32.84、42.86亿元），EPS分别为0.63、1.44、2.00元（原预测值分别为0.49、1.36、1.78元），对应PE为22.13X、9.72X、7.01X。维持买入评级。
- **风险提示：原料和产成品价格剧烈变动；产业链延伸成果不及预期；宏观经济环境变化等。**

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	45832.69	59130.95	61993.35	81676.97	92697.86	99319.11
增长率（%）	-9.39%	29.01%	4.84%	31.75%	13.49%	7.14%
归母净利润（百万元）	2846.53	7332.20	130.21	1526.43	3475.32	4820.33
增长率（%）	-1.31%	157.58%	-98.22%	1072.29%	127.68%	38.70%
EPS（元/股）	1.18	3.04	0.05	0.63	1.44	2.00
市盈率（P/E）	11.87	4.61	259.43	22.13	9.72	7.01
ROE（%）	11.09%	20.46%	0.38%	4.23%	8.87%	11.08%

资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所（截至2023年10月27日）

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11669.97	12251.55	13904.68	14897.87
应收票据及账款	1404.93	1243.15	1410.89	1511.66
预付账款	380.34	619.23	702.78	752.98
其他应收款	48.05	68.36	77.58	83.13
存货	7385.65	7309.93	8231.10	8805.55
其他流动资产	1573.29	1377.11	1496.83	1568.75
流动资产总计	22462.24	22869.32	25823.86	27619.93
长期股权投资	18502.12	19102.12	21111.87	24421.05
固定资产	23430.83	29031.76	37098.91	48962.51
在建工程	20482.58	21487.21	19006.90	11309.93
无形资产	2293.98	2108.00	2047.01	2096.03
长期待摊费用	0.48	0.24	0.00	0.00
其他非流动资产	2967.80	3070.05	3128.09	3234.77
非流动资产合计	67677.79	74799.37	82392.78	90024.29
资产总计	90140.03	97668.69	108216.63	117644.22
短期借款	19506.81	23934.96	27645.32	30972.89
应付票据及账款	12498.85	13124.26	14778.13	15809.50
其他流动负债	7071.66	6753.66	7614.65	8148.14
流动负债合计	39077.33	43812.87	50038.10	54930.53
长期借款	15334.98	16735.18	17886.55	18023.00
其他非流动负债	721.31	721.31	721.31	721.31
非流动负债合计	16056.29	17456.49	18607.86	18744.31
负债合计	55133.62	61269.37	68645.97	73674.84
股本	2411.12	2411.12	2411.12	2411.12
资本公积	13732.24	13732.24	13732.24	13732.24
留存收益	18554.66	19920.82	23031.23	27345.43
归属母公司权益	34698.02	36064.18	39174.59	43488.79
少数股东权益	308.38	335.15	396.08	480.59
股东权益合计	35006.41	36399.33	39570.67	43969.38
负债和股东权益合计	90140.03	97668.69	108216.63	117644.22

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	136.42	906.12	1620.41	1819.51
折旧与摊销	2723.16	4126.05	5163.98	6625.30
财务费用	426.72	1588.50	1816.14	1992.11
其他经营资金	-117.91	725.41	2135.15	3434.59
经营性现金净流量	1072.59	7207.97	9919.39	11304.30
投资性现金净流量	-16291.88	-10705.97	-10946.94	-11276.89
筹资性现金净流量	12824.98	4079.58	2680.69	965.78
现金流量净额	-2389.98	581.57	1653.13	993.19

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	61993.35	81676.97	92697.86	99319.11
营业成本	59988.14	75269.41	84754.61	90669.62
营业税金及附加	152.09	188.18	213.57	228.83
销售费用	100.93	128.27	145.57	155.97
管理费用	1192.92	1390.79	1578.46	1691.20
研发费用	1654.66	2017.72	2289.98	2453.55
财务费用	426.72	1588.50	1816.14	1992.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	1231.94	620.00	2029.75	3329.18
公允价值变动损益	29.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	-362.52	1708.26	3911.66	5432.32
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-325.39	1725.77	3929.17	5449.83
所得税	-461.80	172.58	392.92	544.98
净利润	136.42	1553.19	3536.25	4904.85
少数股东损益	6.21	26.76	60.93	84.51
归属母公司股东净利润	130.21	1526.43	3475.32	4820.33
EBITDA	2824.50	7440.32	10909.28	14067.24
NPOLAT	8.54	2972.87	5160.81	6687.78
EPS(元)	0.05	0.63	1.44	2.00

主要财务比率

单位：%	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收益率	-0.58%	2.09%	4.22%	5.47%
EBIT增长率	-98.78%	3170.47%	73.35%	29.53%
EBITDA增长率	-73.60%	163.42%	46.62%	28.95%
净利润增长率	-98.22%	1072.29%	127.68%	38.70%
盈利能力				
毛利率	3.23%	7.85%	8.57%	8.71%
净利率	0.22%	1.90%	3.81%	4.94%
ROE	0.38%	4.23%	8.87%	11.08%
ROA	0.14%	1.56%	3.21%	4.10%
ROIC	0.02%	4.44%	6.74%	7.91%
估值倍数				
P/E	259.43	22.13	9.72	7.01
P/S	0.54	0.41	0.36	0.34
P/B	0.97	0.94	0.86	0.78
股息率	0.00%	0.47%	1.08%	1.50%
EV/EBIT	662.21	22.41	13.78	11.12
EV/EBITDA	23.76	9.98	7.26	5.88
EV/NOPLAT	7862.44	24.98	15.35	12.37

资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所（数据截至 2023/10/27）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089