

研究所
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：汤永俊 S0350523080004
 tangyj03@ghzq.com.cn
 联系人：仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

涤纶龙头受益景气上行，三季度业绩持续改善

——桐昆股份（601233）三季度报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|--------|-------|
| 桐昆股份 | -2.1% | -3.3% | 19.3% |
| 沪深300 | -3.2% | -11.0% | 1.8% |

市场数据

| 市场数据 | 2023/10/31 |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 14.44 |
| 52周价格区间(元) | 11.92-17.19 |
| 总市值(百万) | 34,816.57 |
| 流通市值(百万) | 33,031.95 |
| 总股本(万股) | 241,111.95 |
| 流通股本(万股) | 228,753.10 |
| 日均成交额(百万) | 174.68 |
| 近一月换手(%) | 0.55 |

相关报告

《桐昆股份(601233)事件点评：股权激励显发展信心，看好涤纶长丝景气向上(买入)*炼化及贸易*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-09-28

《桐昆股份(601233)2023年中报点评：二季度业绩大幅改善，看好涤纶长丝景气上行(买入)*炼化及贸易*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-09-05

《桐昆股份(601233.SH)2022年报点评：聚酯龙头短期业绩承压，看好景气修复、成长双驱动(买入)

事件：

2023年10月28日桐昆股份发布2023年三季度报：2023年前三季度，公司实现营业收入617.42亿元，同比+30.84%；实现归母净利润9.04亿元，同比-53.23%；加权平均净资产收益率为2.56%，同比减少2.72个百分点。销售毛利率6.11%，同比增加0.32个百分点；销售净利率1.50%，同比减少2.63个百分点。

其中，2023年Q3实现营收248.45亿元，同比+43.30%，环比+18.40%；实现归母净利润7.98亿元，同比+317.22%，环比+34.05%；平均净资产收益率为2.26%，去年同期为-0.94%。销售毛利率6.36%，同比增加4.42个百分点，环比减少0.45个百分点；销售净利率3.23%，同比增加5.32个百分点，环比增加0.39个百分点。

投资要点：

■ 涤纶长丝价差、销量双提升，公司2023Q3盈利环比大幅改善

2023年Q3实现营收248.45亿元，同比+43.30%，环比+18.40%；实现归母净利润7.98亿元，同比+317.22%，环比+34.05%，同比+11.64亿元，环比+2.03亿元。其中，2023年Q3实现毛利润15.80亿元，环比+1.50亿元；财务费用2.76亿元，环比+1.19亿元；管理费用3.54亿元，环比+0.23亿元；研发费用5.32亿元，环比+0.28亿元；其他收益1.40亿元，环比+1.06亿元；投资净收益4.26亿元，环比+2.35亿元。毛利润环比上涨，主要系涤纶长丝价差上行叠加公司产销量上升。据Wind，2023年第三季度POY-PTA/MEG价差达1064元/吨，环比+9.79%。财务费用上升，主要系利息费用增加所致；投资净收益环比上升，主要系公司对浙石化的投资收益上升。展望第四季度，受益于传统“金九银十”旺季影响，下游织造开机率逐步回升，据卓创资讯，截至10月26日，江浙织造综合开机率达76.35%，较8月底低点上升7.55个百分点；价差方面，据Wind，截至10月27日，2023年第四季度POY-PTA/MEG价差达1153元/吨，环比+8.38%。在长丝景气维持，新产能效益逐步释放背景下，看好公司四季度盈利持续改善。

期间费用方面，2023第三季度公司销售费用率、管理费用率、财务

*炼化及贸易*董伯骏, 李永磊》——2023-04-25
 《桐昆股份 (601233) 点评报告: Q3 业绩短期承压, 静待长丝下游需求复苏 (买入)*炼化及贸易*李永磊, 董伯骏》——2022-11-01
 《桐昆股份 (601233) 2022 年中报点评: 涤纶长丝持续扩能, 行业景气逐步修复 (买入)*炼化及贸易*董伯骏, 李永磊》——2022-08-25

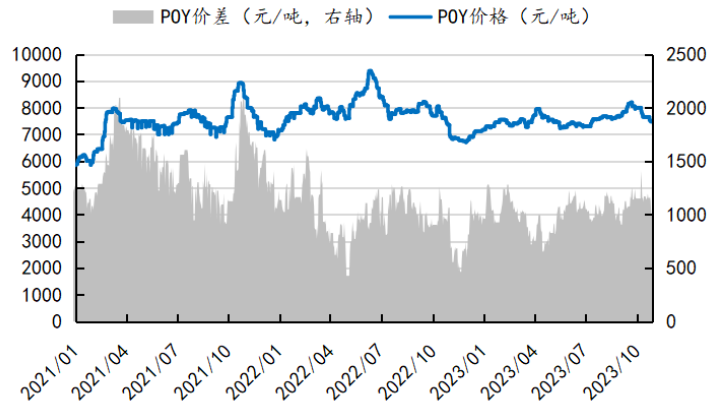
费用率分别为 0.13%/1.43%/1.11%, 同比-0.003/-0.15/+0.36pct, 环比-0.01/-0.21/+0.03pct。2023Q3 公司经营活动产生的现金流量净额达-24.24 亿元, 去年同期为-0.24 亿元, 主要系报告期内销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。

图 1: 公司分业务经营数据

| 产品/项目 | 2023Q3 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022H2 | 2022H1 | 2021H2 | 2021H1 |
|-----------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| POY | 销量 (万吨) | 221.07 | 195.95 | 140.81 | 308.34 | 271.14 | 268.50 |
| | 营收 (亿元) | 153.88 | 132.89 | 93.76 | 210.83 | 195.39 | 170.61 |
| | 均价 (元/吨, 不含税) | 6960.91 | 6781.88 | 6658.62 | 6837.72 | 7206.06 | 6354.16 |
| FDY | 销量 (万吨) | 38.15 | 32.53 | 30.33 | 59.34 | 46.77 | 47.99 |
| | 营收 (亿元) | 29.73 | 24.78 | 22.58 | 45.11 | 36.70 | 32.94 |
| | 均价 (元/吨, 不含税) | 7791.91 | 7616.96 | 7444.86 | 7601.23 | 7846.21 | 6864.26 |
| DTY | 销量 (万吨) | 25.67 | 24.49 | 20.82 | 43.58 | 34.49 | 38.96 |
| | 营收 (亿元) | 21.71 | 20.36 | 17.17 | 36.98 | 30.93 | 36.06 |
| | 均价 (元/吨, 不含税) | 8457.23 | 8315.41 | 8247.53 | 8486.10 | 8969.74 | 9255.59 |
| PTA | 均价 (元/吨, 不含税) | 5342.66 | 5226.07 | 5397.98 | — | 3429.19 | 3426.92 |
| | 营业收入 (亿元) | 248.45 | 209.84 | 159.13 | 321.42 | 298.52 | 301.86 |
| 营业成本 (亿元) | 232.65 | 195.54 | 151.52 | 325.30 | 274.58 | 262.79 | |
| 毛利润 (亿元) | 15.80 | 14.30 | 7.61 | -3.89 | 23.94 | 26.66 | |
| 销售毛利率 | 6.36% | 6.82% | 4.79% | -1.21% | 8.02% | 9.21% | |
| 净利润 (亿元) | 8.03 | 5.95 | -4.73 | -21.74 | 23.11 | 32.11 | |
| 销售净利率 | 3.23% | 2.83% | -2.97% | -6.76% | 7.74% | 11.09% | |

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

图 2: POY 价格及价差情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

■ 恒超改造、恒隆三期项目开工, 印尼炼化支撑公司中长期成长

公司是国内化纤龙头企业, 规模优势显著, 截至 2023 年中, 公司拥有 1120 万吨/年聚合产能、1170 万吨/年长丝产能, 位列行业第一。同时, 公司积极向上游开拓, 拥有 PTA 产能 1020 万吨/年。6 月 27 日, 公司发布关于启动泰昆石化 (印尼) 印尼北加炼化一体化项目的公告, 继续向上游扩张。泰昆石化拟投资 86.24 亿美元建设 1600 万吨/年炼化产能, 实产成品油 430 万吨/年、对二甲苯 485 万吨/年、醋酸 52 万吨/年、苯 170 万吨/年、硫磺 45 万吨/年、丙烷 70 万吨/年、正丁烷 72 万吨/年、聚乙烯 50 万吨/年、EVA (光伏级) 37 万吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等, 项目建成后, 预计年均营业收入 104.38 亿美元, 年均税后利润 13.28 亿美元。其中桐昆股份持有华灿国际

51%股权，华灿国际持有泰昆石化 90%股权，待项目落地将打开公司中长期成长。10月15日，桐昆集团恒隆三期项目、恒超智能化改造项目两个超十亿元项目同时开工。恒隆三期项目建成后将形成年产 20 万吨精细化工新材料、10 万吨界面处理剂的生产能力。恒隆项目作为桐昆集团产业链强链项目，跳出化纤，发展化纤，解决行业发展卡脖子问题，同时依托技术积累进军高性能保温新材料，进入日化、家电、汽车领域。

■ 发布股权激励计划，彰显公司长期发展信心

9月26日，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），公司拟向公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干等 484 人授予 1818.35 万股，占本计划公告日股本总额的 0.75%，授予价格为每股 8.24 元。本激励计划授予限制性股票的解除限售考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，以 2020-2022 年净利润均值为基数，第一个解除限售期目标为 2023 年净利润增长率不低于 40.5%；第二个解除限售期目标为 2023-2024 年净利润累计值的增长率不低于 200.5%；第三个解除限售期目标为 2023-2025 年净利润累计值的增长率不低于 450.5%。其中，“2020-2022 年净利润均值”指标计算以扣除浙石化的投资收益后归母净利润数值作为计算依据，据我们测算，约 8.1 亿元，因此 2023/2024/2025 年扣除浙石化投资收益后归母净利润目标分别为 11.4、12.9、20.2 亿元，呈稳步增长趋势。此次股权激励计划将进一步建立、健全公司长效激励机制，充分调动董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，助力公司长期健康发展。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司前三季度经营情况及产品和原材料价格变动趋势，我们对公司业绩进行适当调整，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.10、45.02、64.05 亿元，对应 PE 分别 20、8、5 倍，公司是国内化纤龙头，规模优势显著，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 61993 | 101293 | 105259 | 112313 |
| 增长率 (%) | 5 | 63 | 4 | 7 |
| 归母净利润 (百万元) | 130 | 1710 | 4502 | 6405 |
| 增长率 (%) | -98 | 1214 | 163 | 42 |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.05 | 0.71 | 1.87 | 2.66 |
| ROE (%) | 0 | 5 | 11 | 14 |
| P/E | 289.00 | 20.36 | 7.73 | 5.44 |
| P/B | 1.00 | 0.96 | 0.85 | 0.74 |
| P/S | 0.56 | 0.34 | 0.33 | 0.31 |
| EV/EBITDA | 39.79 | 11.94 | 7.40 | 6.39 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：桐昆股份盈利预测表

| 证券代码: | 601233 | | | | 股价: | 14.44 | | 投资评级: | 买入 | | 日期: | 2023/10/31 | |
|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|-----|------------|--|
| 财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | | |
| ROE | 0% | 5% | 11% | 14% | EPS | 0.05 | 0.71 | 1.87 | 2.66 | | | | |
| 毛利率 | 3% | 6% | 8% | 8% | BVPS | 14.39 | 15.09 | 16.97 | 19.63 | | | | |
| 期间费率 | 3% | 3% | 3% | 3% | 估值 | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 0% | 2% | 4% | 6% | P/E | 289.00 | 20.36 | 7.73 | 5.44 | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.00 | 0.96 | 0.85 | 0.74 | | | | |
| 收入增长率 | 5% | 63% | 4% | 7% | P/S | 0.56 | 0.34 | 0.33 | 0.31 | | | | |
| 利润增长率 | -98% | 1,214% | 163% | 42% | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.94 | 0.88 | 0.84 | 营业收入 | 61993 | 101293 | 105259 | 112313 | | | | |
| 应收账款周转率 | 78.02 | 165.44 | 170.94 | 177.66 | 营业成本 | 59988 | 94807 | 97220 | 103007 | | | | |
| 存货周转率 | 8.39 | 10.70 | 26.09 | 15.15 | 营业税金及附加 | 152 | 235 | 253 | 258 | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 101 | 159 | 168 | 168 | | | | |
| 资产负债率 | 61% | 66% | 65% | 64% | 管理费用 | 1193 | 1752 | 1895 | 1988 | | | | |
| 流动比 | 0.57 | 0.66 | 0.68 | 0.72 | 财务费用 | 427 | 1150 | 1290 | 1253 | | | | |
| 速动比 | 0.35 | 0.40 | 0.55 | 0.55 | 其他费用/(-收入) | 1655 | 2532 | 2642 | 2819 | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 营业利润 | -363 | 2025 | 5414 | 7753 | | | | |
| 现金及现金等价物 | 12160 | 18918 | 30478 | 34354 | 营业外净收支 | 37 | 22 | 0 | 0 | | | | |
| 应收款项 | 795 | 612 | 616 | 632 | 利润总额 | -325 | 2047 | 5414 | 7753 | | | | |
| 存货净额 | 7386 | 9469 | 4034 | 7411 | 所得税费用 | -462 | 307 | 812 | 1163 | | | | |
| 其他流动资产 | 2122 | 4320 | 3889 | 4483 | 净利润 | 136 | 1740 | 4602 | 6590 | | | | |
| 流动资产合计 | 22462 | 33320 | 39016 | 46881 | 少数股东损益 | 6 | 30 | 100 | 186 | | | | |
| 固定资产 | 23399 | 36079 | 45143 | 52226 | 归属于母公司净利润 | 130 | 1710 | 4502 | 6405 | | | | |
| 在建工程 | 20483 | 15290 | 12174 | 10304 | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | |
| 无形资产及其他 | 5294 | 4163 | 4668 | 5202 | 经营活动现金流 | 1073 | 3442 | 15068 | 5973 | | | | |
| 长期股权投资 | 18502 | 18602 | 18602 | 18602 | 净利润 | 130 | 1710 | 4502 | 6405 | | | | |
| 资产总计 | 90140 | 107454 | 119603 | 133215 | 少数股东损益 | 6 | 30 | 100 | 186 | | | | |
| 短期借款 | 19507 | 26507 | 32797 | 39470 | 折旧摊销 | 2723 | 3687 | 5173 | 5920 | | | | |
| 应付款项 | 12499 | 13310 | 14272 | 14341 | 公允价值变动 | -30 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 预收帐款 | 11 | 10 | 11 | 14 | 营运资金变动 | -860 | -2076 | 7090 | -3640 | | | | |
| 其他流动负债 | 7061 | 10430 | 10694 | 10969 | 投资活动现金流 | -16292 | -8649 | -8166 | -6913 | | | | |
| 流动负债合计 | 39077 | 50257 | 57773 | 64795 | 资本支出 | -15019 | -11927 | -11624 | -11664 | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 15315 | 19315 | 19315 | 19315 | 长期投资 | -13 | 83 | -16 | -22 | | | | |
| 其他长期负债 | 741 | 1162 | 1162 | 1162 | 其他 | -1260 | 3195 | 3474 | 4773 | | | | |
| 长期负债合计 | 16056 | 20477 | 20477 | 20477 | 筹资活动现金流 | 12825 | 12176 | 4657 | 4817 | | | | |
| 负债合计 | 55134 | 70734 | 78250 | 85272 | 债务融资 | 16757 | 13157 | 6290 | 6674 | | | | |
| 股本 | 2411 | 2411 | 2411 | 2411 | 权益融资 | 141 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 股东权益 | 35006 | 36720 | 41353 | 47943 | 其它 | -4072 | -981 | -1633 | -1857 | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 90140 | 107454 | 119603 | 133215 | 现金净增加额 | -2390 | 6969 | 11559 | 3877 | | | | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，化工行业分析师，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，2年半化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，汤永俊，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或

争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。