

2023年12月05日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 长丝景气度上行，公司业绩持续改善

## —桐昆股份（601233.SH）公司事件点评报告

### 买入(首次)

### 事件

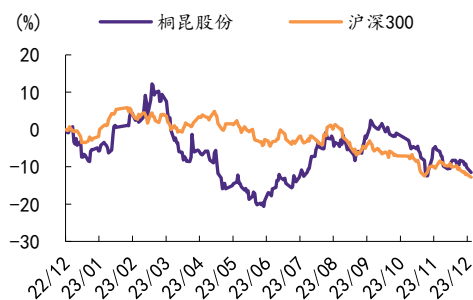
分析师：张伟保 S1050523110001  
zhangwb@cfsc.com.cn  
联系人：刘韩 S1050122080022  
liuhan@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2023-12-04

当前股价(元)	13.44
总市值(亿元)	324
总股本(百万股)	2411
流通股本(百万股)	2288
52周价格范围(元)	12.06-17.05
日均成交额(百万元)	238.67

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

桐昆股份发布 2023 年三季报：公司前三季度实现营业收入 617.42 亿元，同比增加 30.84%；归母净利润 9.04 亿元，同比下降 53.23%。Q3 单季度实现营业收入 248.45 亿元，同比增加 43.30%，环比增加 18.40%；归母净利润 7.98 亿元，同比扭亏，环比增加 34.12%。

### 投资要点

#### ■ 长丝景气度恢复，主营业务量价齐升

三季度公司收入和利润同比和环比都有改善，主要原因是长丝景气度恢复，主营产品量价齐升。根据 WIND，2023Q3 江浙地区涤纶长丝开工率达到 85.51%，环比增加 3.34pct，同比增加 16.12pct。截至 9 月底，中国 POY/FDY/DTY 库存天数分别为 9.5/15.8/21.9 天，较 6 月底环比下降 2.1/1.8/2.2 天，同比下降 18/13/14 天。高开工率背景下库存持续去化，涤纶长丝需求强劲复苏。公司 2023Q3 单季度长丝产销双增，其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 221/38/26 万吨，环比增加 25/6/1 万吨，环比增速 13%/17%/5%；不含税售价分别为 6961/7793/8457 元/吨，环比上涨 179/175/142 元，环比增幅 3%/2%/2%。

#### ■ 三季度盈利能力改善，费用管控良好

公司 2023Q3 销售净利率 3.23%，环比增加 0.39pct，同比增加 5.32pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.13%、1.43%、2.14%、1.11%，总费用率 4.81%（环比减少 0.05pct，同比减少 0.71pct），规模效应叠加价差改善带来公司盈利能力改善，同时公司费用管控良好，三季度总费用率有所下降。2023Q3 公司投资收益 4.26 亿元，环比增加 122.83%，主要来自于所持有浙石化 20%权益，下游需求恢复带来炼化盈利增加助力浙石化业绩持续增长。

#### ■ 海外炼厂项目稳步推进，打造公司第二成长曲线

今年 6 月，公司联手新凤鸣启动印尼北加炼化一体化项目。项目预计实现 1600 万吨/年炼油，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。公司通过该项目进一步拉长补强优化产业链布局，确保原料供应稳定，提高企业抗风险能力，同时也有望助力公司盈利再上新台阶。

## ■ 盈利预测

公司主业景气度提升，同时布局上游炼化产能。预测公司 2023-2025 年收入分别为 797.5、832.7、868.5 亿元，EPS 分别为 0.54、0.98、1.69 元，当前股价对应 PE 分别为 24.9、13.7、7.9 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	61,993	79,750	83,265	86,850
增长率（%）	4.8%	28.6%	4.4%	4.3%
归母净利润（百万元）	130	1,301	2,361	4,085
增长率（%）	-98.2%	899.2%	81.5%	73.0%
摊薄每股收益（元）	0.05	0.54	0.98	1.69
ROE（%）	0.4%	3.6%	6.3%	10.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	11,670	15,114	19,342	24,993
应收款	843	1,084	1,132	1,180
存货	7,386	9,280	9,532	9,736
其他流动资产	2,564	3,158	3,276	3,396
流动资产合计	22,462	28,636	33,282	39,305
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	490	490	490	490
固定资产	23,399	34,128	36,769	36,284
在建工程	20,483	8,193	3,277	1,311
无形资产	2,294	2,179	2,065	1,956
长期股权投资	18,502	18,502	18,502	18,502
其他非流动资产	3,001	3,001	3,001	3,001
非流动资产合计	67,678	66,003	63,613	61,053
资产总计	90,140	94,640	96,895	100,358
<b>流动负债:</b>				
短期借款	19,507	19,507	19,507	19,507
应付账款、票据	12,499	15,705	16,132	16,476
其他流动负债	5,953	5,953	5,953	5,953
流动负债合计	39,077	42,604	43,094	43,503
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	15,315	15,315	15,315	15,315
其他非流动负债	741	741	741	741
非流动负债合计	16,056	16,056	16,056	16,056
负债合计	55,134	58,660	59,150	59,559
<b>所有者权益</b>				
股本	2,411	2,411	2,411	2,411
股东权益	35,006	35,979	37,745	40,799
负债和所有者权益	90,140	94,640	96,895	100,358

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	136	1363	2474	4280
少数股东权益	6	62	113	195
折旧摊销	2711	1675	2384	2554
公允价值变动	30	30	30	30
营运资金变动	-1811	797	72	37
经营活动现金净流量	1073	3926	5073	7096
投资活动现金净流量	-16292	1560	2275	2451
筹资活动现金净流量	18663	-390	-708	-1226
现金流量净额	3,444	5,096	6,640	8,322

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	61,993	79,750	83,265	86,850
营业成本	59,988	75,182	77,220	78,863
营业税金及附加	152	196	204	213
销售费用	101	130	136	141
管理费用	1,193	1,356	1,416	1,476
财务费用	427	800	928	770
研发费用	1,655	1,834	1,915	1,998
费用合计	3,375	4,120	4,394	4,385
资产减值损失	-140	-140	-140	-140
公允价值变动	30	30	30	30
投资收益	1,232	1,232	1,232	1,232
营业利润	-363	1,429	2,623	4,565
加:营业外收入	45	45	45	45
减:营业外支出	8	8	8	8
利润总额	-325	1,466	2,660	4,602
所得税费用	-462	103	186	322
净利润	136	1,363	2,474	4,280
少数股东损益	6	62	113	195
归母净利润	130	1,301	2,361	4,085

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	4.8%	28.6%	4.4%	4.3%
归母净利润增长率	-98.2%	899.2%	81.5%	73.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	3.2%	5.7%	7.3%	9.2%
四项费用/营收	5.4%	5.2%	5.3%	5.0%
净利率	0.2%	1.7%	3.0%	4.9%
ROE	0.4%	3.6%	6.3%	10.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.2%	62.0%	61.0%	59.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	73.6	73.6	73.6	73.6
存货周转率	8.1	8.1	8.1	8.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.05	0.54	0.98	1.69
P/E	248.9	24.9	13.7	7.9
P/S	0.5	0.4	0.4	0.4
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8

## ■ 化工组介绍

**张伟保：**华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

**刘韩：**中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。