

桐昆股份 (601233)

2023 年业绩预告点评: 盈利同比改善, 看好长丝景气修复

买入 (维持)

2024 年 01 月 31 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

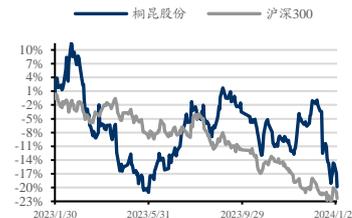
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	61,993	82,244	93,310	92,757
同比	5%	33%	13%	-1%
归属母公司净利润 (百万元)	130	881	3,806	5,285
同比	-98%	577%	332%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	0.37	1.58	2.19
P/E (现价&最新股本摊薄)	226.84	33.53	7.76	5.59

关键词: #困境反转 #产品价格上涨

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年业绩预告, 预计实现归母净利润 7.5~10 亿元, 同比增长 476%~668%, 实现扣非净利润 2.1~4.6 亿元, 同比增长 2371%~5312%, 剔除联合营企业投资收益后的归母净利润为 4.7~7.2 亿元, 同比扭亏为盈。其中 23Q4 单季度, 预计归母净利润亏损 1.54 亿元~盈利 0.96 亿元, 扣非净利润亏损 2.62~5.12 亿元, 业绩整体符合预期。
- **长丝景气修复良好, PTA 整体承压运行:** 1) 根据 Wind 统计, 2023 年期间, POY/FDY/DTY 价差分别较 22 年增加 26/144/50 元/吨, 年均开工率达到 79.5%, 较 22 年增加 5.7pct, 考虑到开工率提升带来的单吨固定成本摊薄, 以及能源成本回落, 长丝单吨盈利改善明显。下游方面, 终端需求改善带动纺织行业整体回暖, 2023 年织机行业开工率均值较 22 年增加 6.8pct。在此背景下, 长丝库存有效去化, 截至 1 月 25 日, POY/FDY/DTY 库存天数分别为 10.0/13.6/20.0 天, 处于同期偏低水平。2) 根据百川盈孚统计, 2023 年我国 PTA 新增产能达 1310 万吨, 同比增长 17%, 产能增速显著高于上下游, 同期 PTA 价差均值为 346 元/吨, 较 22 年下降 116 元/吨。
- **浙石化盈利改善, 投资收益有望回升:** 根据业绩预告测算, 2023 年联合营企业预计贡献投资收益 2.8 亿元, 其中 Q1-Q4 分别为 -5.1/1.6/4.2/2.1 亿元。向后看, 随着终端需求回升, 以及浙石化下游新材料项目陆续投产, 公司投资收益有望进一步提升。
- **长丝扩产落下帷幕, 行业供需格局有望改善:** 根据百川盈孚统计, 截至 23 年底, 我国涤纶长丝产能达 4316 万吨, 较 22 年净增长 419 万吨, 同比增长 10.8%。但进入 24 年后, 行业扩产力度明显放缓, 预计全年仅有 115 万吨新产能投放, 同时考虑到小产能退出、以及恒逸 75 万吨装置长停, 行业产能净增量有望创下近年新低。
- **纺服出口边际改善, 海外去库有望进一步催化业绩弹性:** 1) 2023 年 12 月, 国内服装出口金额同比下降 1.6%(美元计价), 降幅环比收窄 2.8pct, 纺织品出口金额同比增长 1.9%, 增速自 5 月份以来首次回正。2) 截至 2023 年 11 月, 美国批发商服装库存金额同比下降 23.3%, 库存增速已连续 6 月为负, 库销比为 2.83, 较 5 月高点回落约 0.43。向后看, 随着海外服装去库推进, 纺服出口有望持续改善, 进而催化长丝弹性。
- **盈利预测与投资评级:** 综合考虑长丝景气修复, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 8.8/38.1/52.9 亿元 (此前为 15.2/36.6/50.9 亿元), 按照 1 月 30 日收盘价计算, 对应 PE 为 33.5/7.8/5.6 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 纺服出口不及预期, 行业扩产力度加大, 原材料价格波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.25
一年最低/最高价	11.92/17.19
市净率(倍)	0.83
流通 A 股市值(百万元)	27,835.79
总市值(百万元)	29,536.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.75
资产负债率(% ,LF)	66.40
总股本(百万股)	2,411.12
流通 A 股(百万股)	2,272.31

相关研究

《桐昆股份(601233): 2023 年三季报点评: 长丝量价齐升, 浙石化盈利环比改善》

2023-10-28

《桐昆股份(601233): 股权激励计划出炉, 彰显长期成长信心》

2023-09-25

桐昆股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22,462	34,803	42,189	48,996	营业总收入	61,993	82,244	93,310	92,757
货币资金及交易性金融资产	12,160	23,626	28,976	35,604	营业成本(含金融类)	59,988	76,246	83,223	81,802
经营性应收款项	1,785	2,420	2,725	2,703	税金及附加	152	202	229	228
存货	7,386	7,410	8,933	8,934	销售费用	101	123	140	139
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,193	1,541	1,749	1,738
其他流动资产	1,131	1,347	1,556	1,755	研发费用	1,655	2,030	2,303	2,290
非流动资产	67,678	75,145	81,574	88,238	财务费用	427	1,468	1,913	2,149
长期股权投资	18,502	21,425	23,500	25,999	加:其他收益	88	30	50	50
固定资产及使用权资产	23,431	22,671	21,721	20,581	投资净收益	1,232	400	1,000	2,000
在建工程	20,483	25,483	30,483	35,483	公允价值变动	30	0	0	0
无形资产	2,294	2,598	2,903	3,207	减值损失	(174)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(16)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	(363)	1,053	4,793	6,451
其他非流动资产	2,968	2,968	2,968	2,968	营业外净收支	37	0	0	0
资产总计	90,140	109,948	123,763	137,233	利润总额	(325)	1,053	4,793	6,451
流动负债	39,077	55,978	63,930	70,044	减:所得税	(462)	163	948	1,113
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,852	39,507	44,679	49,679	净利润	136	890	3,845	5,339
经营性应付款项	12,510	11,790	13,756	14,411	减:少数股东损益	6	9	38	53
合同负债	1,118	906	1,044	1,175	归属母公司净利润	130	881	3,806	5,285
其他流动负债	2,597	3,775	4,451	4,780	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.37	1.58	2.19
非流动负债	16,056	18,556	21,056	23,556	EBIT	(1,181)	2,512	6,668	8,547
长期借款	15,315	17,815	20,315	22,815	EBITDA	1,542	5,343	9,688	11,757
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.23	7.29	10.81	11.81
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	0.21	1.07	4.08	5.70
其他非流动负债	721	721	721	721	收入增长率(%)	4.79	32.67	13.46	(0.59)
负债合计	55,134	74,534	84,987	93,601	归母净利润增长率(%)	(98.26)	576.51	332.11	38.85
归属母公司股东权益	34,698	35,097	38,421	43,224					
少数股东权益	308	317	356	409					
所有者权益合计	35,006	35,414	38,776	43,633					
负债和股东权益	90,140	109,948	123,763	137,233					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,073	4,288	8,648	9,786	每股净资产(元)	14.39	14.56	15.93	17.93
投资活动现金流	(16,292)	(9,908)	(8,460)	(7,884)	最新发行在外股份(百万股)	2,411	2,411	2,411	2,411
筹资活动现金流	12,825	17,087	5,162	4,727	ROIC(%)	0.76	2.56	5.44	6.43
现金净增加额	(2,390)	11,466	5,349	6,628	ROE-摊薄(%)	0.38	2.51	9.91	12.23
折旧和摊销	2,723	2,831	3,021	3,211	资产负债率(%)	61.16	67.79	68.67	68.21
资本开支	(15,019)	(7,385)	(7,385)	(7,385)	P/E (现价&最新股本摊薄)	226.84	33.53	7.76	5.59
营运资本变动	(864)	(1,591)	276	806	P/B (现价)	0.85	0.84	0.77	0.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>