

桐昆股份 (601233)

2023 年年报点评: 长丝盈利同比修复, 看好 24 年行业供需改善

买入 (维持)

2024 年 04 月 27 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	61,993	82,640	99,436	99,587	100,996
同比 (%)	4.79	33.30	20.32	0.15	1.41
归母净利润 (百万元)	124.71	797.04	3,191.42	4,411.13	5,107.63
同比 (%)	(98.33)	539.10	300.41	38.22	15.79
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.05	0.33	1.32	1.83	2.12
P/E (现价&最新摊薄)	258.68	40.48	10.11	7.31	6.32

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 实现营业收入 826 亿元, 同比+33%, 归母净利润 8.0 亿元, 同比+539%。其中 23Q4 单季度, 归母净利润亏损 1.1 亿元, 同比亏损收窄、环比由盈转亏, 业绩整体符合预期。
- **长丝量利双增, PTA 承压运行。** 1) **产能情况:** 2023 年公司分别新增长丝/PTA 产能 390/300 万吨, 总产能分别达到 1350/1020 万吨。2) **长丝板块:** 2023 年, 化纤板块实现营收 749 亿元, 同比+24%, 毛利率为 5.6%, 同比+2.33pct, 全年共计实现长丝销售 1031 万吨, 同比+267 万吨, 其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 784/147/99 万吨, 占比分别为 76%/14%/10%, 毛利率分别为 5.22%/9.81%/2.53%, 同比分别+2.35pct/+2.38pct/+2.06pct。3) **PTA 板块:** 2023 年, PTA 板块实现收入 52 亿元 (不含内部消化部分), 毛利率为-0.95%, 同比-1.66pct, 全年外销量合计为 91 万吨。
- **上下游维持高开工, 长丝库存有望边际去化。** 1) **供给端:** 根据 Wind 数据, 截至 4 月 25 日, 涤纶长丝开工率为 90.9%, 处于历史同期最高位, POY/FDT/DTY 库存天数分别为 33.5/26.3/27.9 天, 整体高位持稳运行。2) **需求端:** 截至 4 月 25 日, 下游织机开工率为 72.4%, 处于历史同期中高位, 织造企业原料库存为 9.73 天, 自节后复工以来整体处于下降通道。随着织造企业原料库存消耗, 长丝产销或将边际改善。
- **海外服装去库进程良好, 看好出口改善催化长丝弹性。** 根据 Wind 数据, 截至 2024 年 2 月, 美国批发商服装库存金额为 303 亿美元, 同比下降 21%, 库存增速已连续 10 个月为负, 库销比为 2.34, 较高点回落约 0.64, 其中近十年均值为 2.24。向后看, 随着海外服装去库推进, 出口需求有望得到改善。
- **浙石化盈利下滑拖累投资收益, 24 年有望边际改善。** 2023 年, 浙石化实现净利润 13.7 亿, 同比-46.9 亿元, 按 20% 的持股比例计算, 2023 年对应的投资收益为 2.7 亿元, 同比-9.4 亿元。进入 2024 年后, 炼化下游产品价格有所改善, 根据 Wind 统计, 24 Q1 期间, 汽油/柴油/PX/纯苯/LLDPE/聚丙烯较原油价差分别环比+0%/-8%/+4%/+24%/+1%/+4%。随着浙石化盈利改善, 公司投资收益有望回升。
- **盈利预测与投资评级:** 综合考虑下游需求复苏节奏, 我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测为 32/44 亿元 (此前为 38/53 亿元), 并新增 2026 年归母净利润预测为 51 亿元, 按 4 月 26 日收盘价计算, 对应 PE 分别 10.1/7.3/6.3 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求复苏不及预期、原材料价格波动、项目审批或实施进度延后、炼化市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.38
一年最低/最高价	10.63/15.75
市净率(倍)	0.91
流通 A 股市值(百万元)	30,403.50
总市值(百万元)	32,260.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.71
资产负债率(% ,LF)	65.07
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 年业绩预告点评: 盈利同比改善, 看好长丝景气修复》

2024-01-31

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

2023-10-28

桐昆股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26,106	27,946	36,666	42,332	营业总收入	82,640	99,436	99,587	100,996
货币资金及交易性金融资产	11,840	11,838	19,975	25,243	营业成本(含金融类)	78,455	91,558	90,615	91,590
经营性应收款项	2,634	3,648	3,634	3,680	税金及附加	294	354	354	359
存货	10,249	10,848	11,244	11,394	销售费用	118	149	149	151
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,352	1,641	1,643	1,666
其他流动资产	1,383	1,612	1,812	2,015	研发费用	1,755	2,486	2,490	2,525
非流动资产	76,340	76,139	75,429	74,545	财务费用	783	1,197	1,237	1,216
长期股权投资	18,834	19,614	20,170	20,838	加:其他收益	361	30	50	50
固定资产及使用权资产	44,208	41,663	40,832	39,717	投资净收益	321	1,600	2,000	2,400
在建工程	8,735	9,735	8,735	7,735	公允价值变动	(15)	0	0	0
无形资产	2,858	3,423	3,987	4,552	减值损失	(39)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	68	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	579	3,682	5,148	5,937
其他非流动资产	1,703	1,703	1,703	1,703	营业外净收支	45	0	0	0
资产总计	102,446	104,085	112,094	116,878	利润总额	624	3,682	5,148	5,937
流动负债	46,957	45,372	49,125	49,150	减:所得税	(197)	458	693	778
短期借款及一年内到期的非流动负债	28,401	23,974	26,188	26,188	净利润	821	3,224	4,456	5,159
经营性应付款项	14,526	15,940	17,089	16,726	减:少数股东损益	24	32	45	52
合同负债	881	1,129	1,274	1,148	归属母公司净利润	797	3,191	4,411	5,108
其他流动负债	3,149	4,329	4,574	5,088	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	1.32	1.83	2.12
非流动负债	19,706	20,706	21,706	22,706	EBIT	988	4,847	6,341	7,102
长期借款	18,475	19,475	20,475	21,475	EBITDA	4,645	8,497	10,276	11,322
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	5.06	7.92	9.01	9.31
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	0.96	3.21	4.43	5.06
其他非流动负债	1,191	1,191	1,191	1,191	收入增长率(%)	33.30	20.32	0.15	1.41
负债合计	66,663	66,078	70,832	71,856	归母净利润增长率(%)	539.10	300.41	38.22	15.79
归属母公司股东权益	35,470	37,662	40,873	44,580					
少数股东权益	313	345	390	441					
所有者权益合计	35,783	38,007	41,263	45,022					
负债和股东权益	102,446	104,085	112,094	116,878					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,121	7,559	8,674	7,969	每股净资产(元)	14.71	15.62	16.95	18.49
投资活动现金流	(10,484)	(1,849)	(1,225)	(937)	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	6,527	(5,712)	689	(1,765)	ROIC(%)	1.66	5.17	6.48	6.83
现金净增加额	(834)	(2)	8,138	5,268	ROE-摊薄(%)	2.25	8.47	10.79	11.46
折旧和摊销	3,657	3,650	3,935	4,220	资产负债率(%)	65.07	63.48	63.19	61.48
资本开支	(11,289)	(2,669)	(2,669)	(2,669)	P/E (现价&最新股本摊薄)	40.48	10.11	7.31	6.32
营运资本变动	(1,634)	1,001	958	(375)	P/B (现价)	0.91	0.86	0.79	0.72

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>