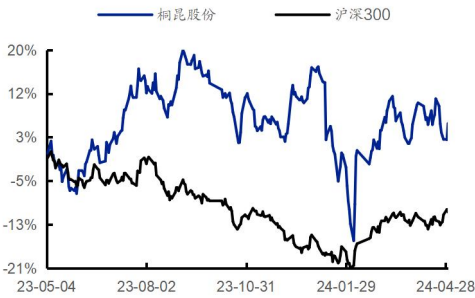


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

2024Q1 盈利改善, 看好涤纶长丝行业效益提升

——桐昆股份(601233) 2023 年年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	0.2%	12.4%	6.7%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	13.77
52 周价格区间(元)	10.63-15.75
总市值(百万)	33,201.12
流通市值(百万)	31,289.70
总股本(万股)	241,111.95
流通股本(万股)	227,230.96
日均成交额(百万)	595.28
近一月换手(%)	0.93

相关报告

《桐昆股份(601233) 点评报告: 大股东增持彰显信心, 看好涤纶长丝供需紧平衡(买入)*炼化及贸易*李永磊, 董伯骏》——2024-01-16

《桐昆股份(601233) 三季报点评报告: 涤纶龙头受益景气上行, 三季度业绩持续改善(买入)*炼化及贸易*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-11-01

《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

事件:

2024 年 4 月 26 日, 桐昆股份发布 2023 年年度报告: 2023 年实现营业收入 826.4 亿元, 同比增长 33.3%; 实现归母净利润 7.97 亿元, 同比增长 512.1%; 销售毛利率 5.06%, 同比增长 1.8 个 pct, 销售净利率 0.99%, 同比增长 0.8 个 pct; 经营活动现金流净额为 31.2 亿元。

2023 年 Q4 单季度, 公司实现营业收入 208.98 亿元, 同比+41.16%, 环比-15.88%; 实现归母净利润为-1.07 亿元, 同比-181.8%, 环比-113.4%; 经营活动现金流净额为 27.98 亿元。销售毛利率为 1.98%, 同比+6.9 个 pct, 环比-4.4 个 pct。销售净利率为-0.49%, 同比+11.7 个 pct, 环比-3.7 个 pct。

2024 年 4 月 29 日, 桐昆股份发布 2024 年一季报, 2024 年 Q1 单季度, 公司实现营业收入 211.11 亿元, 同比+32.66%, 环比+1.02%; 实现归母净利润为 5.80 亿元, 同比和环比均扭亏为盈; 经营活动现金流净额为 -53.21 亿元。销售毛利率为 6.71%, 同比+1.9 个 pct, 环比+4.7 个 pct。销售净利率为 2.77%, 同比+5.7 个 pct, 环比+3.3 个 pct。

投资要点:

■ 2023 年公司产销明显增长, 经营得到实质性改善

2023 年, 公司实现归母净利润 7.97 亿元, 同比大幅增长 512.1%, 其中, 参股公司浙石化确认投资收益 2.72 亿元。一方面, 涤纶长丝产业处于逐步复苏状态, 尽管 2023 年行业整体扩产规模较大, 但得益于下游需求增长, 公司 2023 年涤纶长丝利润率同比有所恢复; 另一方面, 公司底部逆势扩张, 产销量明显增长。分产品板块来看, 2023 年, POY 营业收入为 532 亿元, 同比+31%, 毛利率为 5.22%, 同比提升 2.3 个 pct, 实现销量 784 万吨, 同比+35%; FDY 营业收入为 112 亿元, 同比+37%, 毛利率为 9.81%, 同比提升 2.4 个 pct, 实现销量 147 万吨, 同比+38%; DTY 营业收入为 82 亿元, 同比+21%, 毛利率为 2.53%, 同比提升 2.1 个 pct, 实现销量 99 万吨, 同比+27%。但由于 2023 年新增 PTA 产能 300 万吨/年, 2023 年 PTA 外销量为 91 万吨, 实现营业收入 52 亿元, 毛利率为 -0.96%, PTA 板块亏损对公司整体盈利造成负影响。此外, 2023 年公司销售/管理/财务费用率分别 0.14%/1.64%/0.95%, 同比分别变化-0.02 个

《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)*炼化及贸易*董伯骏,李永磊》——2023-04-25

pct/-0.29个 pct/+0.26个 pct。

■ 2024Q1 盈利持续改善,参股公司浙石化投资收益提升

2024年Q1公司实现归母净利润5.80亿元,同比增加10.7亿元,环比增加6.9亿元,其中2024Q1对参股公司浙石化确认投资收益2.5亿元。一方面,公司主营产品盈利水平提升,毛利润为14.2亿元,同比增加6.5亿元,环比增加10.0亿元。据公司披露的经营数据,2024年Q1,POY营业收入为132亿元,同比+41%、环比-13%,销量为194万吨,同比+37%、环比-15%,平均价格为6819元/吨,同比+2.4%、环比+2.3%;FDY营业收入为32亿元,同比+42%、环比-8%,销量为42万吨,同比+37%、环比-10%,平均价格为7711元/吨,同比+4%、环比+2%;DTY营业收入为19.72亿元,同比+15%、环比-15%,销量为24万吨,同比+13%、环比-17%,平均价格为8406元/吨,同比+2%、环比+3%。另一方面,同比来看,公司管理/研发/财务费用同比分别增加0.6/1.1/1.5亿元,其他收益/投资收益/公允价值变动净收益同比分别增加0.9/7.0/0.6亿元,投资收益同比提升明显主要由于参股公司浙石化经营改善。环比来看,公司所得税环比增加3.1亿元。

■ 向上布局印尼炼化项目,支撑公司中长期成长

2023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。据公司公告,项目建成后,该项目可实现年均营业收入104.38亿美元,年均税后利润13.28亿美元。其中,华灿国际持有泰昆石化90%股权,公司持有华灿国际51%股权,待项目落地有望助力公司中长期成长。

■ **盈利预测和投资评级** 结合原油价格走势,综合考虑公司主要产品价格价差,我们对公司盈利预测进行适当下调,预计公司2024/2025/2026年营业收入分别为864、949、1051亿元,归母净利润分别为27.90、41.76、56.53亿元,对应PE分别12、8、6倍,公司作为涤纶长丝行业龙头,有望受益于未来涤纶长丝行业竞争格局优化,叠加印尼项目有望支撑未来成长性,维持“买入”评级。

■ **风险提示** 行业扩产致竞争格局加剧、项目审批低于预期、新产能建设进度不达预期、终端需求低于预期、原材料价格波动、环保政策变动。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	82640	86427	94891	105128
增长率(%)	33	5	10	11
归母净利润(百万元)	797	2790	4176	5653
增长率(%)	539	250	50	35
摊薄每股收益(元)	0.33	1.16	1.73	2.34
ROE(%)	2	7	10	12
P/E	44.50	11.55	7.72	5.70
P/B	1.03	0.84	0.76	0.67
P/S	0.44	0.37	0.34	0.31
EV/EBITDA	15.45	11.25	8.21	7.51

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

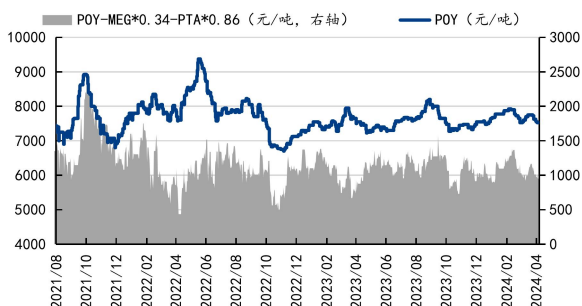
表 1: 桐昆股份分产品经营数据

产品/项目	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2023	2022	
POY	销量 (万吨)	193.51	226.54	221.07	195.95	140.81	154.24	154.10	144.17	126.97	784.37	579.48
	营收 (亿元)	131.96	151.08	153.88	132.89	93.76	101.13	109.70	107.28	88.11	531.62	406.22
	均价 (元/吨, 不含税)	6819	6669	6961	6782	6659	6557	7119	7441	6939	6778	7010
FDY	销量 (万吨)	41.53	45.93	38.15	32.53	30.33	29.39	29.95	26.28	20.49	146.94	106.11
	营收 (亿元)	32.03	34.72	29.73	24.78	22.58	21.78	23.33	21.15	15.55	111.80	81.80
	均价 (元/吨, 不含税)	7711	7559	7791.91	7616.96	7444.86	7409.49	7789.41	8047.75	7587.24	7608.75	7709.11
DTY	销量 (万吨)	23.46	28.42	25.67	24.49	20.82	22.87	20.71	17.42	17.07	99.40	78.07
	营收 (亿元)	19.72	23.24	21.71	20.36	17.17	19.38	17.61	15.72	15.21	82.49	67.92
	均价 (元/吨, 不含税)	8406	8179	8457	8315	8248	8472	8501	9026	8910	8299	8699
PTA	销量 (万吨)	31.86	25.97	30.15	34.38						90.50	0.01
	营收 (亿元)	16.72	18.09	16.11	17.97						52.16	0.004
	均价 (元/吨, 不含税)	5247	6965	5343	5226						5764	3563
营业收入 (亿元)	211.11	208.98	248.45	209.84	159.13	148.05	173.37	168.57	129.94	826.40	619.93	
营业成本 (亿元)	208.29	216.37	245.32	206.38	159.51	164.12	179.85	166.69	124.49	784.55	599.88	
毛利润 (亿元)	2.82	-7.39	3.13	3.46	-0.38	-16.07	-6.48	1.88	5.45	41.85	20.05	
销售毛利率	1.34%	-3.54%	1.26%	1.65%	-0.24%	-10.85%	-3.74%	1.12%	4.19%	5.06%	3.23%	
净利润 (亿元)	5.85	-1.03	8.03	5.95	-4.73	-18.12	-3.63	8.01	15.10	7.97	1.36	
销售净利率	2.77%	-0.49%	3.23%	2.84%	-2.97%	-12.24%	-2.09%	4.75%	11.62%	0.96%	0.22%	

资料来源: Wind, 国海证券研究所

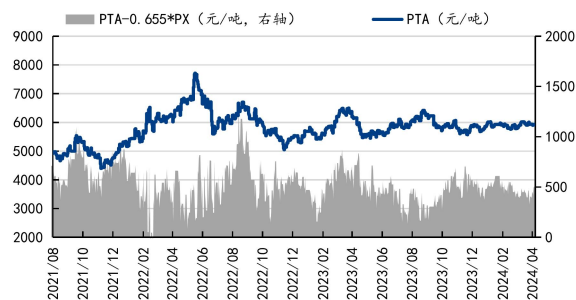
2、主要产品库存及价格价差情况

图 1: POY 价格价差情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

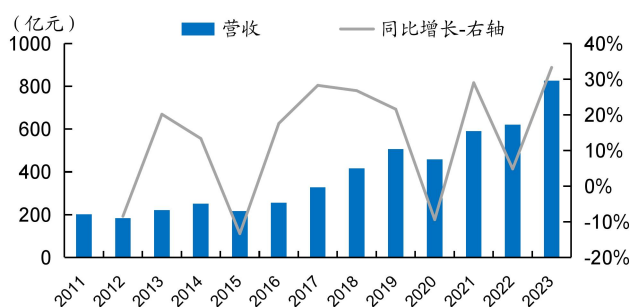
图 2: PTA 价格价差情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

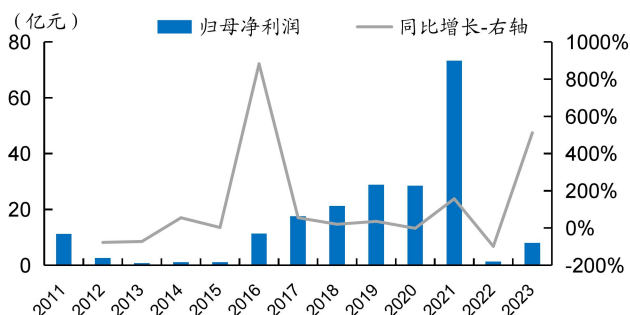
3、公司财务数据

图 4: 2023 年营业总收入同比增长 33.3%



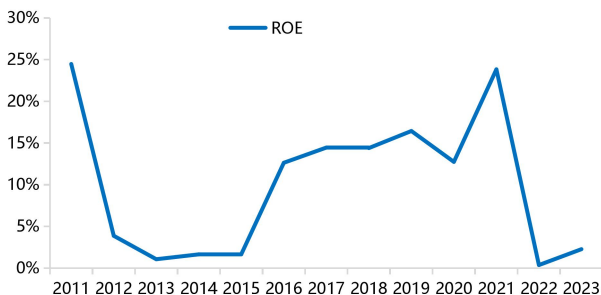
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 2023 年归母净利润同比增长 512.1%



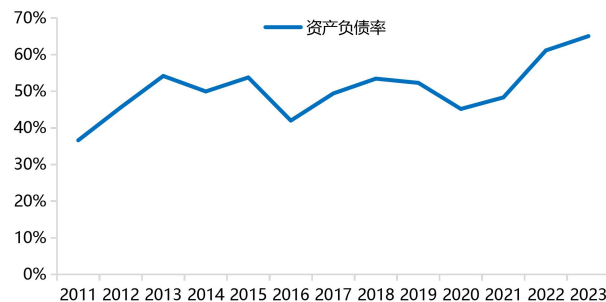
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 2023 年净资产收益率上升



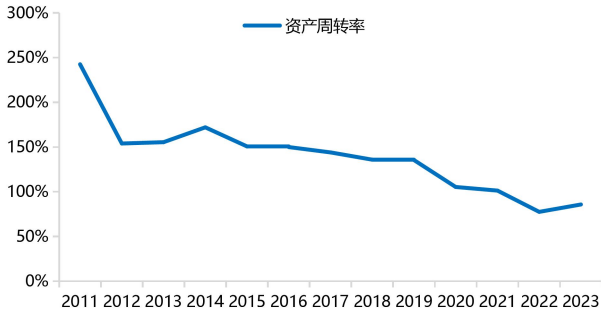
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: 2023 年资产负债率上升



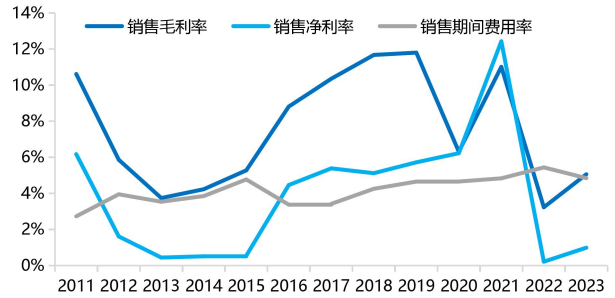
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 2023 年资产周转率为 85.82%



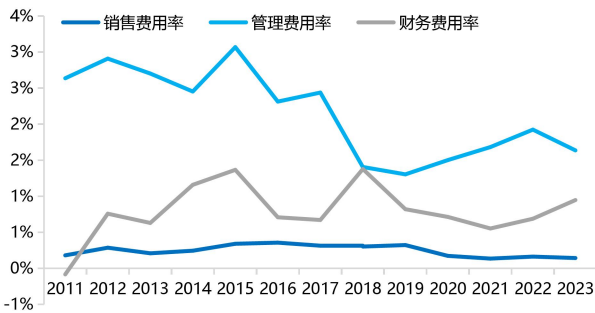
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 9: 2023 年毛利率为 5.06%



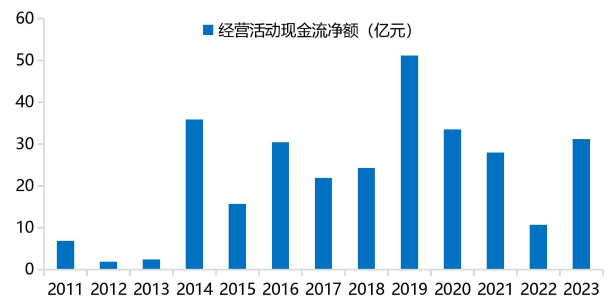
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: 2023 年管理费用率下降



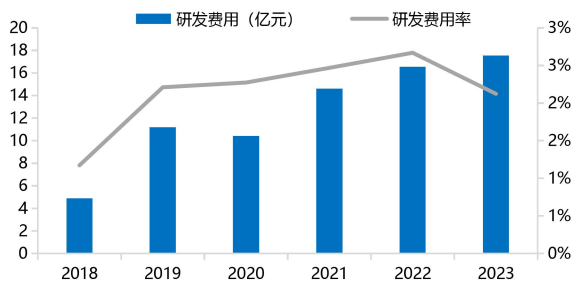
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 年经营活动现金流净额 31.21 亿元



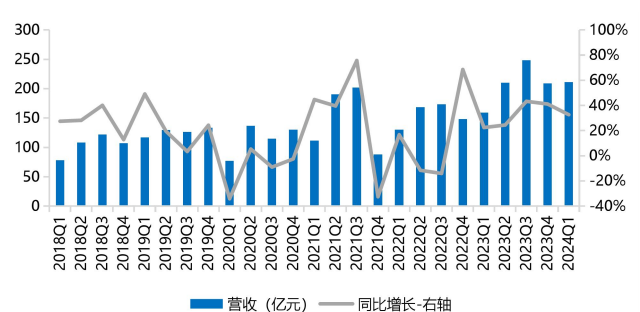
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年研发费用达 17.55 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2024 年 Q1 营收环比增长 1.02%



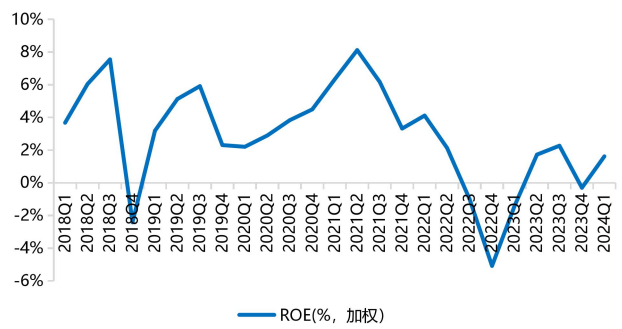
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2024 年 Q1 归母净利润同比扭亏为盈



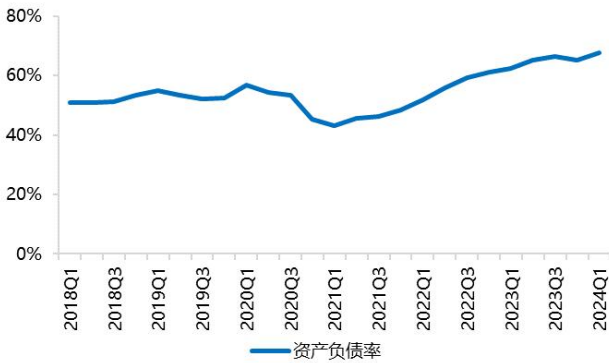
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度净资产收益率



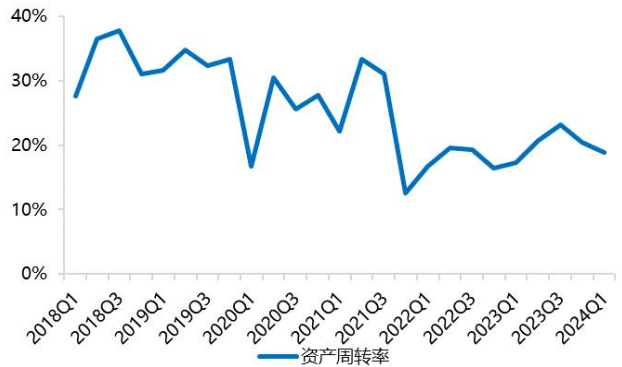
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产负债率



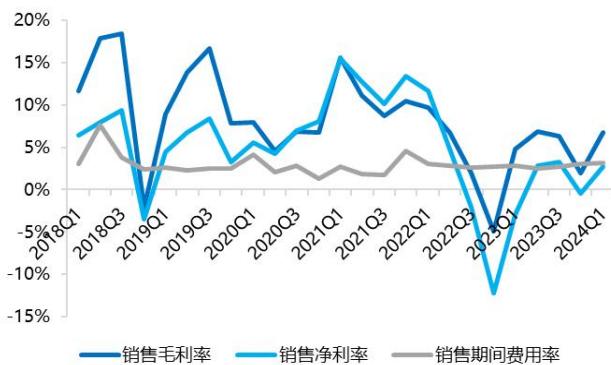
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产周转率



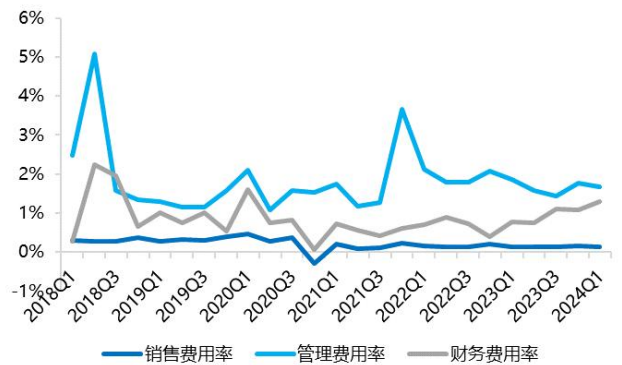
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度销售毛利率/净利率及期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

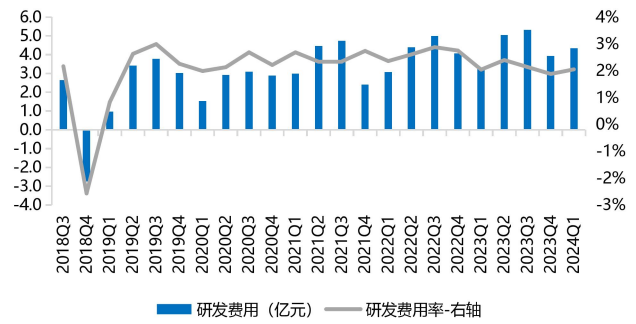
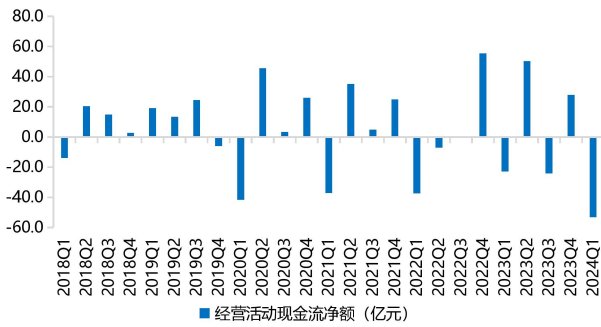
图 19: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 2024 年 Q1 经营活动现金流净额-53.2 亿元

图 21: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

结合原油价格走势, 综合考虑公司主要产品价格价差, 我们对公司盈利预测进行适当下调, 预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 864、949、1051 亿元, 归母净利润分别为 27.90、41.76、56.53 亿元, 对应 PE 分别 12、8、6 倍, 公司作为涤纶长丝行业龙头, 有望受益于未来涤纶长丝行业竞争格局优化, 叠加印尼项目有望支撑未来成长性, 维持“买入”评级。

5、风险提示

行业扩产致竞争格局加剧、项目审批低于预期、新产能建设进度不达预期、终端需求低于预期、原材料价格波动、环保政策变动。

附表：桐昆股份盈利预测表

证券代码:	601233				股价:	13.77	投资评级:	买入	日期:	2024/04/30
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	2%	7%	10%	12%	EPS	0.34	1.16	1.73	2.34	
毛利率	5%	6%	6%	7%	BVPS	14.71	15.87	17.60	19.94	
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值					
销售净利率	1%	3%	4%	5%	P/E	44.50	11.55	7.72	5.70	
成长能力					P/B	1.03	0.84	0.76	0.67	
收入增长率	33%	5%	10%	11%	P/S	0.44	0.37	0.34	0.31	
利润增长率	539%	250%	50%	35%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.81	0.86	0.81	0.93	营业收入	82640	86427	94891	105128	
应收账款周转率	119.28	159.70	88.62	160.36	营业成本	78455	81134	88740	97854	
存货周转率	8.06	19.98	17.14	24.74	营业税金及附加	294	173	190	210	
偿债能力					销售费用	118	121	133	148	
资产负债率	65%	62%	63%	57%	管理费用	1352	1383	1518	1682	
流动比	0.56	0.44	0.61	0.55	财务费用	783	788	820	828	
速动比	0.28	0.28	0.47	0.40	其他费用/(-收入)	1755	1729	1898	2103	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	579	3017	4536	6154	
现金及现金等价物	11840	10828	23355	16889	营业外净收支	45	40	40	40	
应收款项	693	541	1071	656	利润总额	624	3057	4576	6194	
存货净额	10249	4325	5535	4250	所得税费用	-197	245	366	496	
其他流动资产	3325	2846	3266	3380	净利润	821	2813	4210	5699	
流动资产合计	26106	18540	33227	25175	少数股东损益	24	23	34	46	
固定资产	44160	43332	42211	47422	归属于母公司净利润	797	2790	4176	5653	
在建工程	8735	7943	7566	3256	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	4611	5597	6223	6957	经营活动现金流	3121	7696	16689	690	
长期股权投资	18834	25112	27725	30799	净利润	797	2790	4176	5653	
资产总计	102446	100523	116952	113609	少数股东损益	24	23	34	46	
短期借款	20974	21474	21874	22174	折旧摊销	3657	4035	4259	5010	
应付款项	14524	8688	20350	10890	公允价值变动	15	0	0	0	
合同负债	881	1000	1248	1227	营运资金变动	-1634	1319	9659	-7755	
其他流动负债	10578	11059	10968	11108	投资活动现金流	-10484	-7937	-3281	-6166	
流动负债合计	46957	42221	54440	45398	资本支出	-11289	-3314	-3299	-6534	
长期借款及应付债券	18475	18475	18475	18475	长期投资	79	-6308	-2638	-3101	
其他长期负债	1231	1231	1231	1231	其他	725	1685	2657	3469	
长期负债合计	19706	19706	19706	19706	筹资活动现金流	6527	-770	-882	-990	
负债合计	66663	61927	74146	65104	债务融资	9098	500	400	300	
股本	2411	2411	2411	2411	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	35783	38596	42806	48504	其它	-2572	-1270	-1282	-1290	
负债和股东权益总计	102446	100523	116952	113609	现金净增加额	-834	-1012	12527	-6466	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

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

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

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

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。

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。

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。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，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视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。