

桐昆股份（601233）2023年一季报点评

长丝龙头景气低谷业绩承压，不变初心强化公司优势

事项:

❖ 公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 159.13 亿元，同比+22.5%，环比+7.5%；归母净利润-4.90 亿元，同比-132.6%，环比亏损缩窄 72.8%；其中对联营企业和合营企业投资收益-5.11 亿，同比-147.8%，环比亏损缩窄 10.2%。

评论:

❖ 相较 22 年化纤行业的历史低谷，23Q1 行业迎来景气修复。利润端来看，23Q1 行业涤纶长丝 POY/FDY/DTY 均价分别为 7583/8221/8822 元/吨，同比-5.1%/-1.2%/-7.9%，环比+3.1%/+2.7%/+2.8%；平均现金流分别为 71/208/309 元/吨，同比-62.6%/+622.5%/-60.8%，环比由负转正/+207.3%/+108.7%；利润情况显著改善。从行业运营情况来看，22 年经历 Q1-Q3 累库带来的普遍性存货损失后，行业库存从 Q4 起开始逐渐回落至正常水平，23Q1 POY/FDY/DTY 平均库存天数分别为 20.8/23.3/29.3 天，环比 22Q4 -8.1/-6.9/-6.1 天，去库效果显著；涤纶长丝 Q1 平均开工率 70.9%，环比+2.5pct。

❖ 一季度公司主业利润改善，投资收益拖累整体业绩。主业经营数据来看：23Q1 公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 销量分别为 140.81/30.33/20.82 万吨，同比+10.9%/+48.0%/+22.0%，环比-8.7%/+3.2%/-9.0%；营收分别为 93.76/22.58/17.17 亿元，同比+6.4%/+45.2%/+12.9%，环比-7.3%/+3.7%/-11.4%；售价分别为 6659/7445/8248 元/吨，同比-4.0%/-1.9%/-7.4%，环比+1.6%/+0.5%/-2.7%；总销售毛利率 4.8%，同比-4.9pct，环比+9.7pct，长丝利润情况大幅改善。但受原油库存损失等因素影响，公司主要投资参股企业浙石化 Q1 业绩承压，公司对联营企业和合营企业投资收益（预计以浙石化为主）-5.11 亿，环比 22Q4 小幅减亏。

❖ 行业龙头持续完善产业链，投资收益有望扭亏为盈。公司作为全球长丝行业规模最大、最具影响力的龙头企业之一，23 年发展策略持续聚焦产业链横向、纵向完善，强化成本优势、市占率与产品矩阵，获取更大的市场话语权。截至 2022 年底，公司已拥有 PTA 产能 720 万吨/年，聚合产能约 910 万吨/年，涤纶长丝产能约 960 万吨/年；2023 年公司将从长丝、PTA、MEG、纺丝油剂、石油炼化、热力工程方向延伸，多环节协同强化利润水平。在上游炼化布局方面，除本身的配套项目建设外，公司还参股浙石化 20% 股权，贡献投资收益；桐昆控股也联合新风鸣控股，投资印尼炼化项目。伴随炼油产品景气逐步回升、利润修复，公司投资收益有望扭亏为盈，业绩有望持续改善。

❖ 投资建议：考虑 23 年行业景气逐渐修复，但公司仍具有一定业绩压力。我们维持此前对公司的盈利预测，预期公司 2023-2025 年的归母净利润为 36.24/53.57/84.19 亿元，对应 23-25 年 EPS 1.50/2.22/3.49 元，当前市值对应 PE 分别为 9x、6x、4x。参考可比公司估值，给予 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 18.0 元，维持“推荐”评级。

❖ 风险提示：原油价格大幅震荡，下游需求恢复不及预期，产能建设及释放进度不及预期

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	61,993	67,307	86,553	90,046
同比增速(%)	4.8%	8.6%	28.6%	4.0%
归母净利润(百万)	130	3,624	5,357	8,419
同比增速(%)	-98.2%	2,683.4%	47.8%	57.1%
每股盈利(元)	0.05	1.50	2.22	3.49
市盈率(倍)	245	9	6	4
市净率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

推荐（维持）

目标价：18 元

当前价：12.90 元

华创证券研究所

证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com

执业编号：S0360522050001

联系人：王家怡

邮箱：wangjiayi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	241,111.95
已上市流通股(万股)	228,753.10
总市值(亿元)	311.03
流通市值(亿元)	295.09
资产负债率(%)	62.41
每股净资产(元)	14.18
12 个月内最高/最低价	17.61/12.10

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《桐昆股份（601233）2022 年报点评：长丝龙头景气低谷业绩承压，不变初心强化公司优势》

2023-04-23

《桐昆股份（601233）2022 年三季报点评：三季度业绩承压，期待长丝景气改善》

2022-10-30

《桐昆股份（601233）2022 年中报点评：上半年景气度触底业绩承压，期待周期反转》

2022-08-25

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,670	22,614	36,694	52,235
应收票据	0	0	0	0
应收账款	795	468	639	750
预付账款	380	588	686	721
存货	7,386	5,527	7,662	8,346
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,232	1,692	2,135	2,381
流动资产合计	22,462	30,889	47,816	64,433
其他长期投资	44	44	44	44
长期股权投资	18,502	18,502	18,502	18,502
固定资产	23,399	25,187	26,419	27,588
在建工程	20,483	31,868	43,259	54,651
无形资产	2,294	2,433	2,565	2,661
其他非流动资产	2,957	2,957	2,957	2,957
非流动资产合计	67,678	80,991	93,746	106,403
资产合计	90,140	111,880	141,563	170,836
短期借款	19,507	26,238	32,969	39,700
应付票据	3,163	4,529	5,858	5,743
应付账款	9,335	5,879	8,053	8,782
预收款项	11	12	16	16
合同负债	1,118	1,214	1,561	1,624
其他应付款	461	461	461	461
一年内到期的非流动负债	3,345	3,345	3,345	3,345
其他流动负债	2,137	2,257	2,965	3,277
流动负债合计	39,077	43,934	55,228	62,948
长期借款	15,315	28,490	41,407	54,380
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	741	741	741	741
非流动负债合计	16,056	29,231	42,149	55,121
负债合计	55,134	73,165	97,376	118,069
归属母公司所有者权益	34,698	38,322	43,680	52,098
少数股东权益	308	393	507	668
所有者权益合计	35,006	38,715	44,186	52,767
负债和股东权益	90,140	111,880	141,563	170,836

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,073	4,675	6,108	6,366
现金收益	3,274	7,237	9,197	12,457
存货影响	-2,045	1,858	-2,134	-685
经营性应收影响	-93	197	-191	-67
经营性应付影响	3,960	-2,090	3,507	614
其他影响	-4,023	-2,528	-4,271	-5,955
投资活动现金流	-16,292	-16,426	-16,098	-16,156
资本支出	-19,144	-16,468	-16,147	-16,216
股权投资	-1,373	0	0	0
其他长期资产变化	4,225	41	49	59
融资活动现金流	12,825	22,695	24,070	25,332
借款增加	16,892	19,906	19,649	19,704
股利及利息支付	-1,806	-604	-639	-641
股东融资	141	141	141	141
其他影响	-2,401	3,253	4,920	6,128

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	61,993	67,307	86,553	90,046
营业成本	59,988	62,758	80,770	81,919
税金及附加	152	157	200	216
销售费用	101	110	141	147
管理费用	1,193	1,295	1,666	1,733
研发费用	1,655	1,796	2,310	2,403
财务费用	427	414	382	375
信用减值损失	-34	-25	-25	-25
资产减值损失	-140	-78	-78	-78
公允价值变动收益	30	5	5	5
投资收益	1,232	3,200	4,800	6,000
其他收益	88	88	88	88
营业利润	-363	3,951	5,858	9,227
营业外收入	45	45	45	45
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	-325	3,988	5,895	9,264
所得税	-462	319	472	741
净利润	136	3,669	5,424	8,523
少数股东损益	6	45	66	104
归属母公司净利润	130	3,624	5,357	8,419
NOPLAT	-42	4,050	5,775	8,868
EPS(摊薄) (元)	0.05	1.50	2.22	3.49

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	4.8%	8.6%	28.6%	4.0%
EBIT 增长率	-98.8%	4,243.7%	42.6%	53.6%
归母净利润增长率	-98.2%	2,683.4%	47.8%	57.1%
获利能力				
毛利率	3.2%	6.8%	6.7%	9.0%
净利率	0.2%	5.5%	6.3%	9.5%
ROE	0.4%	9.5%	12.3%	16.2%
ROIC	0.1%	5.8%	6.2%	7.4%
偿债能力				
资产负债率	61.2%	65.4%	68.8%	69.1%
债务权益比	111.1%	151.9%	177.6%	186.0%
流动比率	0.6	0.7	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5
应收账款周转天数	3	3	2	3
应付账款周转天数	41	44	31	37
存货周转天数	38	37	29	35
每股指标(元)				
每股收益	0.05	1.50	2.22	3.49
每股经营现金流	0.44	1.94	2.53	2.64
每股净资产	14.39	15.89	18.12	21.61
估值比率				
P/E	245	9	6	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	25	9	7	5

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianie@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522