

桐昆股份（601233.SH）

大股东增持提振信心，涤纶长丝景气度预期向好

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 石油石化 · 炼化及贸易

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：余双雨	021-60375485	yushuangyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523120001

事项：

公司公告：桐昆股份发布关于持股5%以上的股东磊鑫实业增持公司股份的进展公告。自2023年6月9日起12个月内，磊鑫实业计划以自有资金或自筹资金以集中竞价交易方式增持公司股份，合计增持金额规模不低于人民币2亿元，不超过人民币4亿元。自2023年6月9日至今，磊鑫实业以集中竞价交易方式合计增持公司股份2411.5万股，占公司总股本的1.00%，累计增持金额为3.26亿元。截至2024年1月12日，磊鑫实业持有公司1.48亿股股票，占公司总股本的比例为6.13%，股份类型为无限售流通A股及限售流通A股。控股股东桐昆控股集团及其一致行动人合计持有公司股份9.44亿股，持股比例为39.17%。本次增持不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化。

国信化工观点：1) 公司主营产品涤纶长丝价差有望回暖。2023Q4 涤纶长丝价格、价差环比有所下跌，但同比提升；2) 涤纶长丝供需与库存结构良好。供需齐升，涤纶长丝库存同比下降，结构良好，下游终端纺织品零售额提升，有望推动涤纶长丝景气度上行；3) 原材料价格波动，公司未来向上游产业链延伸可助力自身业务长期健康发展；4) 考虑公司业务稳步发展，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为15.9/38.2/53.7亿元，同比增速+1124%/+140%/+40%，对应EPS为0.66/1.59/2.23元，当前股价对应PE为20.4/8.5/6.1X，维持“买入”评级。

评论：

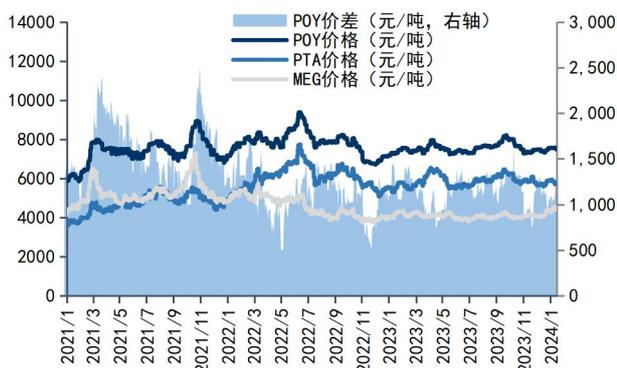
◆ 大股东增持提振信心，涤纶长丝景气度预期向好

桐昆股份发布关于持股5%以上的股东磊鑫实业增持公司股份的进展公告。自2023年6月9日起12个月内，磊鑫实业计划以自有资金或自筹资金以集中竞价交易方式增持公司股份，合计增持金额规模不低于人民币2亿元，不超过人民币4亿元。自2023年6月9日至今，磊鑫实业以集中竞价交易方式合计增持公司股份2411.5万股，占公司总股本的1.00%，累计增持金额为3.26亿元。截至2024年1月12日，磊鑫实业持有公司1.48亿股股票，占公司总股本的比例为6.13%，股份类型为无限售流通A股及限售流通A股。控股股东桐昆控股集团及其一致行动人合计持有公司股份9.44亿股，持股比例为39.17%。本次增持不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化。

1、公司主营产品涤纶长丝价差有望回暖

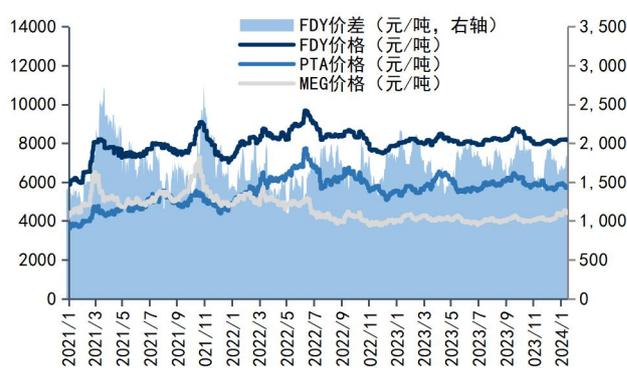
2023Q4 涤纶长丝价格、价差环比有所下跌，但同比提升。据Wind数据，2023Q4的POY/FDY/DTY市场主流价格分别为7477/8106/8800元/吨，环比-2.9%/-2.1%/-3.9%，同比+4.7%/+3.2%/+4.2%；与原材料（PTA、乙二醇）价差分别为1126/1755/2450元/吨，环比-6.7%/-1.7%/-8.0%，同比+14.5%/+3.3%/+6.9%。

图1: 涤纶长丝 POY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



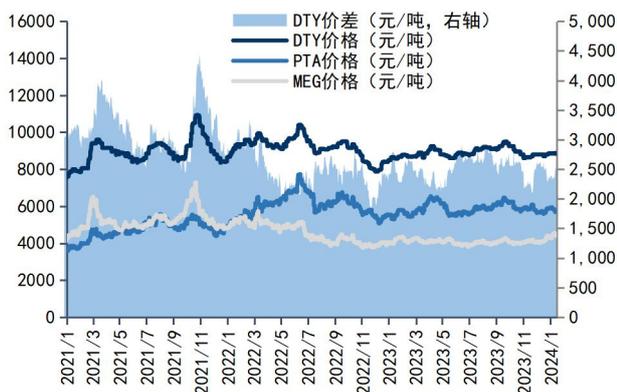
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 涤纶长丝 FDY(150D/96F) 价格、价差 (元/吨)



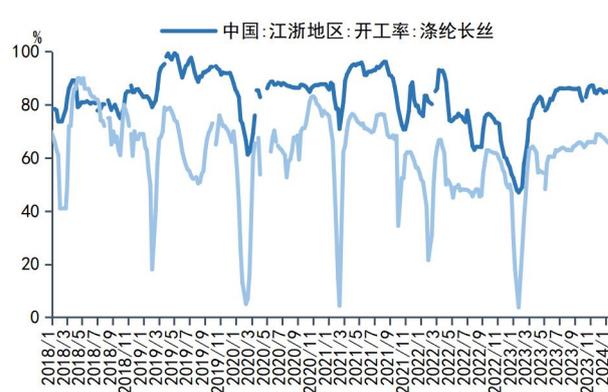
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 涤纶长丝 DTY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 江浙地区涤纶长丝及下游织机开工率 (%)

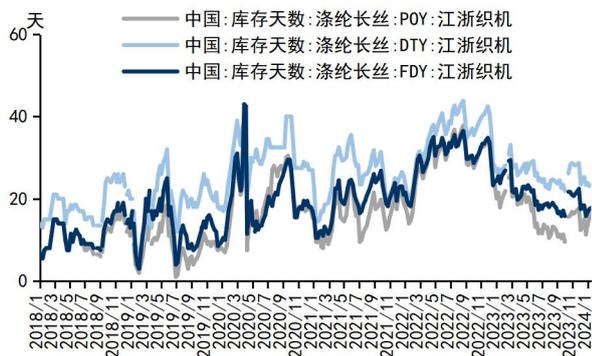


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2、涤纶长丝供需与库存结构良好

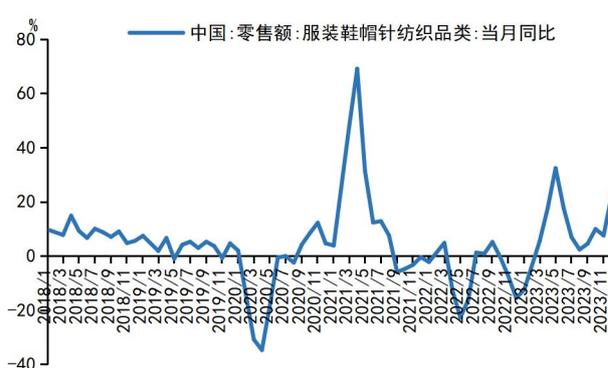
供应端, 据 Wind 数据, 2023Q4 江浙地区涤纶长丝开工率平均为 85.4%, 同比+21.7pct, 环比-0.1pct; 需求端, 2023Q4 江浙地区下游化纤织造综合开机率 66.7%, 同比+13.5pct, 环比+2.6pct。库存方面, 2023Q4 涤纶长丝 POY/FDY/DTY 平均库存分别为 15.2/26.4/19.8 天, 同比-49%/-28%/-35%, 环比+28%/+12%/+11%, 库存同比下降。2023Q4 国内下游坯布平均库存为 36.4 天, 同比+1%, 环比-1%, 库存结构较为良好。2023 年 10 月和 11 月中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额共 2710.1 亿元, 同比+12%, 提升明显。供需齐升, 涤纶长丝库存同比下降, 结构良好, 下游终端纺织品零售额提升, 有望推动涤纶长丝景气度上行。

图5: 江浙织机涤纶长丝库存天数 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3、原材料价格波动, 公司未来向上游产业链延伸可助力自身业务长期健康发展

据 Wind 数据, 2023Q4 公司主要原材料 PX/PTA/MEG 市场均价分别为 8128/5822/4098 元/吨, 同比 +3.8%/+3.1%/+3.5%, 环比 -5.9%/-3.1%/+1.1%。原材料价格波动对公司业绩影响较大, 若未来泰昆石化印尼北加炼化一体化项目建成, 公司全产业链发展将更加完善, 成本得以优化。

◆ 投资建议

考虑公司业务稳步发展, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 15.9/38.2/53.7 亿元, 同比增速 +1124%/+140%/+40%, 对应 EPS 为 0.66/1.59/2.23 元, 当前股价对应 PE 为 20.4/8.5/6.1X, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)			PE			PB	
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	
000301.SZ	东方盛虹	买入	9.62	0.08	0.72	1.51	120.3	13.4	6.4	1.7
000703.SZ	恒逸石化	无评级	6.77	-0.29	0.16	0.34	-23.3	42.3	19.9	1.0
600346.SH	恒力石化	买入	12.37	0.33	1.13	1.62	37.5	10.9	7.6	1.5
603225.SH	新凤鸣	买入	12.77	-0.13	0.69	1.01	-98.2	18.5	12.6	1.2
601233.SH	桐昆股份	买入	13.51	0.05	0.66	1.59	270.2	20.4	8.5	0.9

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 1 月 13 日, 无评级公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

◆ 风险提示

项目投产不及预期; 原材料价格上涨; 下游需求不及预期等。

相关研究报告:

- 《桐昆股份 (601233.SH) -2023Q3 盈利同环比齐增, 长丝盈利继续回升》——2023-10-29
- 《桐昆股份 (601233.SH) -2023Q2 盈利环比扭亏, 产业链持续完善》——2023-08-30
- 《桐昆股份 (601233.SH) -炼化增厚投资收益, 嘉通能源进入投资回报期》——2022-04-28

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	11332	11670	18672	13891	14744	营业收入	59131	61993	81385	91447	99915
应收款项	417	843	681	885	1054	营业成本	52615	59988	78064	85328	91276
存货净额	5341	7386	7662	9212	10008	营业税金及附加	147	152	188	221	239
其他流动资产	1651	2074	2127	2667	2956	销售费用	80	101	128	139	157
流动资产合计	18741	22462	29631	27145	29252	管理费用	995	1193	1389	1614	1779
固定资产	27753	43881	50899	47739	47185	研发费用	1460	1655	2011	2319	2556
无形资产及其他	1990	2294	2179	2065	1950	财务费用	327	427	642	684	618
投资性房地产	4082	3001	3001	3001	3001	投资收益	4438	1232	2614	2762	2203
长期股权投资	17129	18502	22393	25638	28475	资产减值及公允价值变动	(3)	170	72	80	107
资产总计	69695	90140	108103	105588	109862	其他收入	(1408)	(1897)	(2011)	(2319)	(2556)
短期借款及交易性金融负债	14899	22852	37319	29059	27068	营业利润	7995	(363)	1651	3983	5599
应付款项	8566	12499	13759	15621	17254	营业外净收支	(18)	37	18	18	18
其他流动负债	3357	3727	4529	5250	5525	利润总额	7977	(325)	1668	4001	5617
流动负债合计	26822	39077	55607	49929	49847	所得税费用	625	(462)	106	254	357
长期借款及应付债券	6376	15315	15315	15315	15315	少数股东损益	20	6	(32)	(76)	(107)
其他长期负债	492	741	949	1168	1394	归属于母公司净利润	7332	130	1594	3823	5367
长期负债合计	6868	16056	16264	16483	16709	现金流量表 (百万元)					
负债合计	33690	55134	71870	66412	66556	净利润	7332	130	1594	3823	5367
少数股东权益	169	308	283	223	139	资产减值准备	40	141	50	28	18
股东权益	35836	34698	35950	38952	43166	折旧摊销	2382	2711	2783	3327	3758
负债和股东权益总计	69695	90140	108103	105588	109862	公允价值变动损失	3	(170)	(72)	(80)	(107)
关键财务与估值指标						财务费用	327	427	642	684	618
每股收益	3.04	0.05	0.66	1.59	2.23	营运资本变动	(2897)	2881	2152	536	900
每股红利	0.40	0.75	0.14	0.34	0.48	其它	(22)	(221)	(75)	(88)	(102)
每股净资产	14.86	14.39	14.91	16.16	17.90	经营活动现金流	6838	5472	6432	7546	9833
ROIC	10.05%	1.28%	-1%	2%	6%	资本开支	0	(19069)	(9664)	0	(3000)
ROE	20.46%	0.38%	4%	10%	12%	其它投资现金流	0	(490)	0	0	0
毛利率	11%	3%	4%	7%	9%	投资活动现金流	(4473)	(20931)	(13555)	(3245)	(5836)
EBIT Margin	6%	-2%	-0%	2%	4%	权益性融资	(1)	140	0	0	0
EBITDA Margin	11%	3%	3%	6%	8%	负债净变化	2768	8939	0	0	0
收入增长	29%	5%	31%	12%	9%	支付股利、利息	(967)	(1806)	(342)	(821)	(1152)
净利润增长率	158%	-98%	1124%	140%	40%	其它融资现金流	(1359)	1390	14467	(8260)	(1991)
资产负债率	49%	62%	67%	63%	61%	融资活动现金流	2241	15797	14125	(9081)	(3144)
股息率	3.0%	5.5%	1.1%	2.5%	3.5%	现金净变动	4607	337	7002	(4780)	853
P/E	4.4	250.2	20.4	8.5	6.1	货币资金的期初余额	6726	11332	11670	18672	13891
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	货币资金的期末余额	11332	11670	18672	13891	14744
EV/EBITDA	10.7	54.3	43.7	19.2	12.9	企业自由现金流	0	(13018)	(5098)	5573	5316
						权益自由现金流	0	(2689)	8768	(3328)	2746

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032