

评级：买入（维持）

市场价格：13.70元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2411
流通股本(百万股)	2272
市价(元)	13.70
市值(百万元)	33032
流通市值(百万元)	31131

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】景气上行龙头获益，浙石化盈利逐季改善 (20231106)

【事件点评】股权激励彰显信心，旺季已至景气向上 (20230926)

【公司点评】长丝主业量价齐升，出海布局蓄势成长 (20230926)

【行业深度】低库存迎复苏弹性，长周期格局已优化 (20230807)

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,131	61,993	85,371	103,766	111,630
增长率 yoy%	29%	5%	38%	22%	8%
归母净利润(百万元)	7,332	130	1,574	3,357	5,139
增长率 yoy%	158%	-98%	1109%	113%	53%
每股收益(元)	3.04	0.05	0.65	1.39	2.13
净资产收益率	20%	0%	4%	9%	12%
P/E	4.5	253.7	21.0	9.8	6.4
P/B	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8

备注：股价取自2024年1月15日收盘价；每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

- **事件：**公司发布持股5%以上的股东增持公司股份的进展。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2411.50万股，占公司总股本的1.0%，累计增持金额为3.26亿元（不含佣金、过户费等交易费用）。
- **大股东增持坚定信心。**本次股份增持计划大股东及一致行动人磊鑫实业拟以自有资金或自筹资金以集中竞价交易方式自2023年6月9日起12个月内增持公司股份，合计增持金额规模不低于2亿元、不超过4亿元。截至2024年1月12日，磊鑫实业已增持2411.50万股，约占公司总股本的1.0%，累计增持金额为3.26亿元；现累计持有公司1.48亿股股票，约占公司总股本的6.1%，后续将在约定期限内继续推进股份增持计划。本次增持彰显了公司股东对桐昆股份长期投资价值的认可，同时也凸显出大股东对公司远期发展的决心和信心。
- **长丝景气确定性向好。**此前我们在《涤纶长丝行业深度：低库存迎复苏弹性，长周期格局已优化》的研究报告中曾提出，产能周期看，2023年是国内长丝投产的最后高峰，当下行业投产高峰已过；库存周期看，长丝已于2023Q1淡季提前进入被动去库周期。根据CCFEI，截至1月12日，POY库存为16天，较2022年高点时的33天相比降幅超50%。展望2024年，供给端，今年行业预计仅新增3套合计91万吨产能，叠加部分产能的退出，产能净增速仅0.3%，为近年来最低值。需求端，国内纺服链加速复苏，根据Wind，截至2023年11月，服装鞋帽针纺织品类和服装类零售额累计同比分别+11.5%和+13.8%。出口方面，根据卓创资讯，受益于海外供应链的复苏以及印度BIS认证带来的抢单刺激，2023年前11个月长丝累计出口同比+23.7%。此外，截至2023年11月，美国批发商库存和批发商库销比较2022年11月高点分别-101.33亿美元和-0.38pct。预计2024年海外将迎来补库期，同步带动成衣原料长丝出口量增。
- **涨价弹性驱动高成长。**根据Wind，2023年国内三大长丝主流品种POY/FDY/DTY的价差均值分别为1243/1864/2606元/吨，同比+4.0%/+7.7%/+0.3%。2023Q4单季分别为1156/1796/2507元/吨，环比-5.9%/-2.6%/-8.1%，同比-0.6%/-1.2%/+4.5%，淡季期彰显强韧性。随行业格局持续优化，长丝价差中枢有望进一步抬升。根据公告，到2023年底，公司已具备长丝产能1260万吨，位列行业第一。待后续印尼北加炼化一体化项目建成，将进一步补齐原料短板，稳坐行业龙头领军。
- **盈利预测与投资建议：**基于当前产品景气的判断，我们维持盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为15.74/33.57/51.39亿元，对应PE分别为21.0/9.8/6.4倍，对应PB分别为0.9/0.8/0.8倍（对应2024/1/15收盘价），维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价波动；产品价格大幅波动；产能投放超预期；下游需求不及预期；浙石化盈利不及预期；信息更新不及时等。

图表 1: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,670	20,489	24,904	26,791	营业收入	61,993	85,371	103,766	111,630
应收票据	0	0	0	0	营业成本	59,988	79,578	95,650	102,317
应收账款	795	730	887	954	税金及附加	152	209	255	274
预付账款	380	3,219	3,869	4,138	销售费用	101	128	125	112
存货	7,386	10,627	12,773	13,663	管理费用	1,193	1,366	1,453	1,340
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,655	2,390	2,802	3,014
其他流动资产	2,232	2,142	2,575	2,777	财务费用	427	529	623	614
流动资产合计	22,462	37,206	45,007	48,324	信用减值损失	-34	0	0	0
其他长期投资	44	85	85	85	资产减值损失	-140	0	0	0
长期股权投资	18,502	19,029	19,980	20,980	公允价值变动收益	30	0	0	0
固定资产	23,399	54,591	63,248	61,392	投资收益	1,232	598	1,000	2,000
在建工程	20,483	23,212	24,450	24,934	其他收益	88	77	87	86
无形资产	2,294	2,404	2,560	2,678	营业利润	-363	1,841	3,942	6,040
其他非流动资产	2,957	982	997	1,011	营业外收入	46	36	40	39
非流动资产合计	67,678	100,302	111,320	111,079	营业外支出	8	22	25	23
资产合计	90,140	137,508	156,327	159,403	利润总额	-325	1,855	3,957	6,056
短期借款	19,507	59,651	66,608	60,618	所得税	-461	275	587	897
应付票据	3,163	5,131	6,754	6,928	净利润	136	1,580	3,370	5,159
应付账款	9,335	7,805	9,381	10,035	少数股东损益	6	6	13	20
预收款项	11	20	12	16	归属母公司净利润	130	1,574	3,357	5,139
合同负债	1,118	952	1,868	2,009	NOPLAT	-42	2,031	3,901	5,682
其他应付款	461	447	447	447	EPS (按最新股本摊薄)	0.05	0.65	1.39	2.13
一年内到期的非流动负债	3,345	3,345	3,345	3,345	主要财务比率				
其他流动负债	2,136	3,893	4,638	4,931	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动负债合计	39,077	81,244	93,053	88,329	成长能力				
长期借款	15,315	19,844	23,844	26,844	营业收入增长率	4.8%	37.7%	21.5%	7.6%
应付债券	0	0	0	0	EBIT增长率	-98.8%	2252.7%	92.1%	45.7%
其他非流动负债	741	45	47	50	归母公司净利润增长率	-98.2%	1108.8%	113.3%	53.1%
非流动负债合计	16,056	19,889	23,891	26,893	获利能力				
负债合计	55,134	101,133	116,944	115,222	毛利率	3.2%	6.8%	7.8%	8.3%
归属母公司所有者权益	34,698	36,061	39,056	43,833	净利率	0.2%	1.9%	3.2%	4.6%
少数股东权益	308	315	328	348	ROE	0.4%	4.3%	8.5%	11.6%
所有者权益合计	35,006	36,375	39,384	44,181	ROIC	0.1%	2.4%	4.1%	5.9%
负债和股东权益	90,140	137,508	156,327	159,403	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	61.2%	73.5%	74.8%	72.3%
单位:百万元					债务权益比	111.1%	227.9%	238.3%	205.6%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	1,073	477	11,535	11,786	速动比率	0.4	0.3	0.3	0.4
现金收益	3,274	5,264	11,058	13,935	营运能力				
存货影响	-2,045	-3,241	-2,146	-890	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
经营性应收影响	-93	-2,774	-807	-337	应收账款周转天数	3	3	3	3
经营性应付影响	3,960	432	3,191	831	应付账款周转天数	41	39	32	34
其他影响	-4,023	795	240	-1,753	存货周转天数	38	41	44	47
投资活动现金流	-16,292	-34,914	-17,092	-5,934	每股指标(元)				
资本支出	-19,144	-37,186	-17,117	-6,908	每股收益	0.05	0.65	1.39	2.13
股权投资	-1,373	-527	-951	-999	每股经营现金流	0.45	0.20	4.78	4.89
其他长期资产变化	4,225	2,799	976	1,973	每股净资产	14.39	14.96	16.20	18.18
融资活动现金流	12,825	43,256	9,972	-3,965	估值比率				
借款增加	16,892	44,673	10,957	-2,990	P/E	253.7	21.0	9.8	6.4
股利及利息支付	-1,806	0	0	0	P/B	1.0	0.9	0.8	0.8
股东融资	141	0	0	0	EV/EBITDA	27.2	20.5	10.7	8.2
其他影响	-2,402	-1,417	-985	-975					

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。