

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

大股东增持彰显信心，看好涤纶长丝供需

紧平衡

——桐昆股份（601233）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

	2024/01/15		
表现	1M	3M	12M
桐昆股份	-5.1%	-4.9%	-4.5%
沪深300	-1.8%	-10.4%	-19.5%

市场数据

	2024/01/15
当前价格(元)	13.70
52周价格区间(元)	11.92-17.19
总市值(百万)	33,032.34
流通市值(百万)	31,130.64
总股本(万股)	241,111.95
流通股本(万股)	227,230.96
日均成交额(百万)	308.53
近一月换手(%)	0.79

相关报告

《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

《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》——

事件:

2024年1月12日, 桐昆股份发布关于持股5%以上的股东增持公司股份的进展暨增持达1%的提示性公告, 公司持股5%以上的股东磊鑫实业自2023年6月9日起12个月内, 以自有资金或自筹资金通过上交所交易系统以集中竞价交易方式增持公司股份, 合计增持金额不低于人民币2亿元, 不超过人民币4亿元。自2023年6月9日至2024年1月12日, 磊鑫实业合计增持公司股份2411.50万股, 占公司总股本的1.00%, 累计增持金额为3.26亿元(不含佣金、过户费等交易费用)。

投资要点:

大股东增持达1%, 彰显对公司发展信心

自2023年6月9日至2024年1月12日, 磊鑫实业合计增持公司股份2411.50万股, 占公司总股本的1.0002%, 累计增持金额为3.26亿元(不含佣金、过户费等交易费用)。磊鑫实业与陈士良先生、桐昆控股集团、盛隆投资、磊鑫实业构成一致行动关系, 为公司一致行动人。本次增持实施后, 磊鑫实业对公司持股比例由5.13%增至6.13%, 控股股东桐昆控股集团及其一致行动人合计持股比例由38.17%增至39.17%。大股东增持彰显对公司长期发展信心, 认可公司长期价值。

涤纶长丝新增产能放缓, 行业供需格局边际改善

供给端, 涤纶长丝新增产能放缓。据百川盈孚, 2023年国内涤纶长丝产能4316万吨, 同比+10.75%。根据我们不完全统计, 预计2024年, 涤纶长丝产能增量约150万吨, 其公司增加30万吨、新凤鸣增加40万吨、荣盛石化增加50万吨、东方盛虹增加25万吨。2025年预计新增产能约150万吨, 主要来自于公司及新凤鸣。以2023年行业总产能计, 预计2024/2025年产能增速分别为3.5%/3.4%。此外, 据隆众资讯, 由于涤纶长丝现金流持续压缩, 中小型、品种单一企业陆续退出, 2020-2024年预计全国聚酯退出(预退出)项目共计357万吨, 其中涤纶长丝退出项目261万吨。

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

《桐昆股份(601233)点评报告: Q3 业绩短期承压, 静待长丝下游需求复苏(买入)*炼化及贸易*李永磊, 董伯骏》——2022-11-01

需求端, 国内纺服需求复苏, 海外美国去库明显。2023 年 1-11 月, 国内涤纶长丝表观消费量达 2601 万吨, 同比+1.3%; 国内涤纶长丝出口量累计 312 万吨, 同比+16%; 国内纺织服装零售额累计达 1.26 万亿元, 同比+11.5%。需求提升带动长丝库存去化, 据 Wind, 截至 2024 年 1 月 11 日, 中国涤纶长丝 (POY) 周度库存天数 16.8 天。海外方面, 截至 2023 年 11 月, 美国服装及服装面料批发商库存销售比为 2.83, 同比-0.38。截至 2024 年 1 月 12 日, POY 市场价为 7475 元/吨, 价差为 1024 元/吨。

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 预计浙石化炼化业务盈利有望逐步修复, 预计 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 17.10、45.01、63.98 亿元, EPS 为 0.71、1.87、2.65 元/股, 对应 PE 为 19、7、5 倍。公司是国内涤纶长丝龙头, 设备后发与成本管理优势显著, 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	61993	101293	105259	112313
增长率 (%)	5	63	4	7
归母净利润 (百万元)	130	1710	4501	6398
增长率 (%)	-98	1214	163	42
摊薄每股收益 (元)	0.05	0.71	1.87	2.65
ROE (%)	0	5	11	14
P/E	289.00	19.31	7.34	5.16
P/B	1.00	0.91	0.81	0.70
P/S	0.56	0.33	0.31	0.29
EV/EBITDA	39.79	16.03	11.60	10.87

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：桐昆股份盈利预测表

证券代码:	601233				股价:	13.70	投资评级:	买入	日期:	2024/01/15
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E	
盈利能力					每股指标					
ROE	0%	5%	11%	14%	EPS	0.05	0.71	1.87	2.65	
毛利率	3%	6%	8%	8%	BVPS	14.39	15.09	16.96	19.61	
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值					
销售净利率	0%	2%	4%	6%	P/E	289.00	19.31	7.34	5.16	
成长能力					P/B	1.00	0.91	0.81	0.70	
收入增长率	5%	63%	4%	7%	P/S	0.56	0.33	0.31	0.29	
利润增长率	-98%	1,214%	163%	42%						
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	
总资产周转率	0.69	1.02	0.92	0.90	营业收入	61993	101293	105259	112313	
应收账款周转率	78.02	388.09	97.96	229.11	营业成本	59988	94807	97220	103007	
存货周转率	8.39	15.90	23.74	19.14	营业税金及附加	152	235	255	269	
偿债能力					销售费用	101	159	160	177	
资产负债率	61%	63%	64%	62%	管理费用	1193	1823	1895	2022	
流动比	0.57	0.38	0.35	0.28	财务费用	427	1054	1311	1428	
速动比	0.35	0.20	0.24	0.15	其他费用/(-收入)	1655	2532	2631	2871	
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-363	2047	5414	7746	
现金及现金等价物	12160	8213	11437	7554	营业外净收支	37	0	0	0	
应收款项	795	261	1074	490	利润总额	-325	2047	5414	7746	
存货净额	7386	6369	4433	5867	所得税费用	-462	307	812	1162	
其他流动资产	2122	2700	2869	2905	净利润	136	1740	4602	6584	
流动资产合计	22462	17542	19814	16817	少数股东损益	6	30	100	186	
固定资产	23399	24140	24305	25442	归属于母公司净利润	130	1710	4501	6398	
在建工程	20483	26390	34418	42866	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	
无形资产及其他	5294	6084	6589	7122	经营活动现金流	1073	6256	10953	3875	
长期股权投资	18502	24669	28674	32473	净利润	130	1710	4501	6398	
资产总计	90140	98826	113800	124721	少数股东损益	6	30	100	186	
短期借款	19507	25442	31377	37577	折旧摊销	2723	2434	2955	3428	
应付款项	12499	12458	16740	14668	公允价值变动	-30	0	0	0	
预收帐款	11	8	10	13	营运资金变动	-860	1999	5390	-2749	
其他流动负债	7061	8131	8285	8490	投资活动现金流	-16292	-14835	-12198	-12311	
流动负债合计	39077	46039	56411	60748	资本支出	-15019	-9856	-11652	-13543	
长期借款及应付债券	15315	15315	15315	15315	长期投资	-13	-6194	-4020	-3822	
其他长期负债	741	741	741	741	其他	-1260	1216	3474	5054	
长期负债合计	16056	16056	16056	16056	筹资活动现金流	12825	4632	4470	4553	
负债合计	55134	62095	72467	76804	债务融资	16757	5935	5935	6200	
股本	2411	2411	2411	2411	权益融资	141	0	0	0	
股东权益	35006	36731	41333	47917	其它	-4072	-1303	-1465	-1647	
负债和股东权益总计	90140	98826	113800	124721	现金净增加额	-2390	-3947	3224	-3883	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

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

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

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。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

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。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

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。

【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。