



# 桐昆股份 (601233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 24年或迎来拐点向上!

### 业绩简评

桐昆股份于2024年1月30日发布公司2023年年度业绩预增公告,2023年全年预计实现归母净利润7.5~10.0亿元,同比增加476.92%~669.23%,其中2023Q4预计实现归母净利润-1.53~0.97亿元,同比增加91.52%~105.37%,环比减少87.84%~119.17%,业绩基本符合预期。

2023年公司预计剔除浙石化后归母净利润为4.7~7.2亿元,同比增加143.47%~166.59%,其中2023Q4预计剔除浙石化后归母净利润为-1.09~-3.59亿元,同比增加70.93%~91.18%,环比减少53.44%~196.07%。

### 经营分析

**Q4长丝价差有所收窄,伴随需求回暖价差有望修复:**2023Q4 POY/FDY/DTY产品价差均值分别为1023元/1589元/2219元/吨,分别环比收窄5.87%/2.59%/8.14%,受季节性转淡影响,长丝价差环比有所收窄。2023Q4下游织机开工率均值达到66.73%,同比+12.77pct,环比+2.62pct。涤纶长丝下游需求稳健有望带动涤纶长丝消费回暖,长丝价差有望进一步得到修复。

**长丝产销持续向好,业绩有望进一步修复:**2023年全年涤纶长丝开工负荷均值为83.65%,同比+7.00pct,其中Q4开工负荷均值为88.15%,环比+0.63pct,涤纶长丝开工负荷持续维持在较高水平。与此同时,2023Q4 POY/FDY/DTY库存分别为15.33天/19.83天/26.33天,环比增加3.41天/2.14天/3.18天,整体上涤纶长丝产品库存仍维持在中低水平。涤纶长丝产销情况持续好转,伴随行业景气回升,公司未来业绩有望得到进一步修复。

**涤纶长丝行业拐点临近,龙头企业有望获得中长期弹性:**当前涤纶长丝行业产能约为4840万吨/年,2024年新增产能约为116万吨,其中,公司2024年新增产能约为30万吨,产能投放速度已显著放缓,且存在部分产能永久性退出行业,长丝拐点有望临近,伴随涤纶长丝消费需求回暖,公司作为涤纶长丝龙头企业有望获得盈利弹性。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好需求回暖时长丝产业存在的业绩弹性,因此上调公司2024年盈利预测,上调幅度为32%,预计公司2023-2025年归母净利润为8.77亿元/40亿元/60亿元,对应EPS为0.36元/1.66元/2.49元,对应PE为41.60/9.12X/6.08X,维持“买入”评级。

### 风险提示

(1) 印尼炼化项目审批不通过或审批时间过长风险 (2) 油价单向大幅波动风险; (3) 终端需求恢复不及预期风险; (4) 地缘政治风险; (5) 聚酯项目建设进度不及预期; (6) 美元汇率大幅波动风险; (7) 其他不可抗力影响。

### 石油化工组

分析师: 陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

分析师: 许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 12.25 元

### 相关报告:

- 《桐昆股份公司点评: 长丝回暖, 业绩持续修复!》, 2023.10.28
- 《桐昆股份公司点评: Q2 扭亏, 有望进一步复苏!》, 2023.8.30
- 《桐昆股份公司点评: 长丝景气回暖, 业绩环比向上!》, 2023.7.15



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,131	61,993	83,902	89,749	93,546
营业收入增长率	29.01%	4.84%	35.34%	6.97%	4.23%
归母净利润(百万元)	7,332	130	877	4,000	6,002
归母净利润增长率	157.58%	-98.22%	573.43%	356.22%	50.03%
摊薄每股收益(元)	3.041	0.054	0.364	1.659	2.489
每股经营性现金流净额	1.16	0.44	0.34	2.91	4.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.46%	0.38%	2.47%	10.24%	13.50%
P/E	6.96	267.57	41.60	9.12	6.08
P/B	1.43	1.00	1.03	0.93	0.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

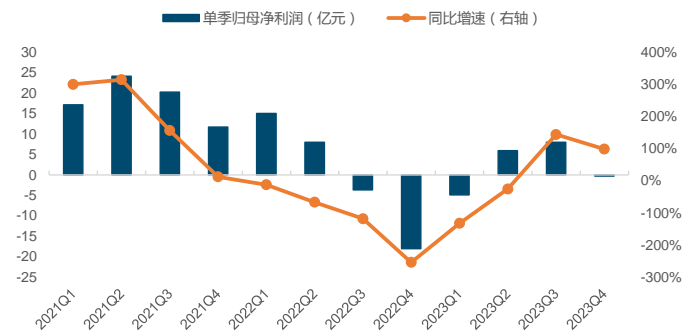
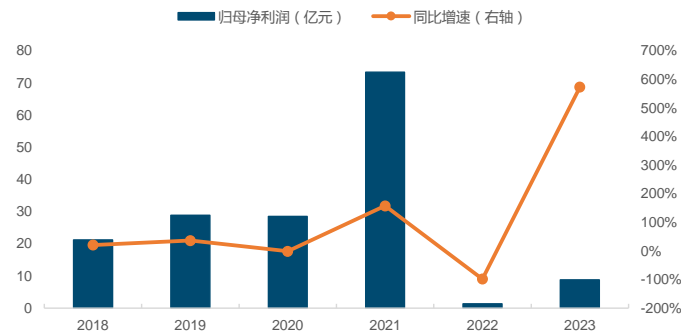


## 1、长丝需求季节性转淡，全年业绩整体符合预期

桐昆股份于2024年1月30日发布公司2023年年度业绩预增公告，2023年全年预计实现归母净利润7.5~10.0亿元，同比增加476.92%~669.23%，其中2023Q4预计实现归母净利润-1.53~0.97亿元，同比增加91.52%~105.37%，环比减少87.84%~119.17%，业绩基本复合预期。

图表1：2023年预计归母净利润同比增加476.92%~669.23%

图表2：2023Q4预计归母净利润同比增加91.52%~105.37%

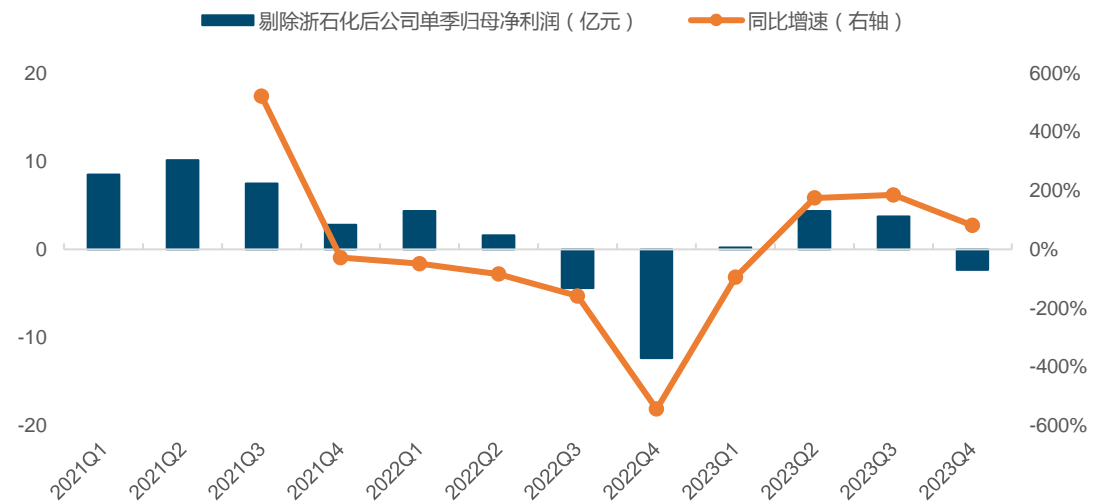


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023年公司预计剔除浙石化后归母净利润为4.7~7.2亿元，同比增加143.47%~166.59%，其中2023Q4预计剔除浙石化后归母净利润为-1.09~3.59亿元，同比增加70.93%~91.18%，环比减少53.44%~196.07%。

图表3：2023Q4预计剔除浙石化后归母净利润同比增加70.93%~91.18%

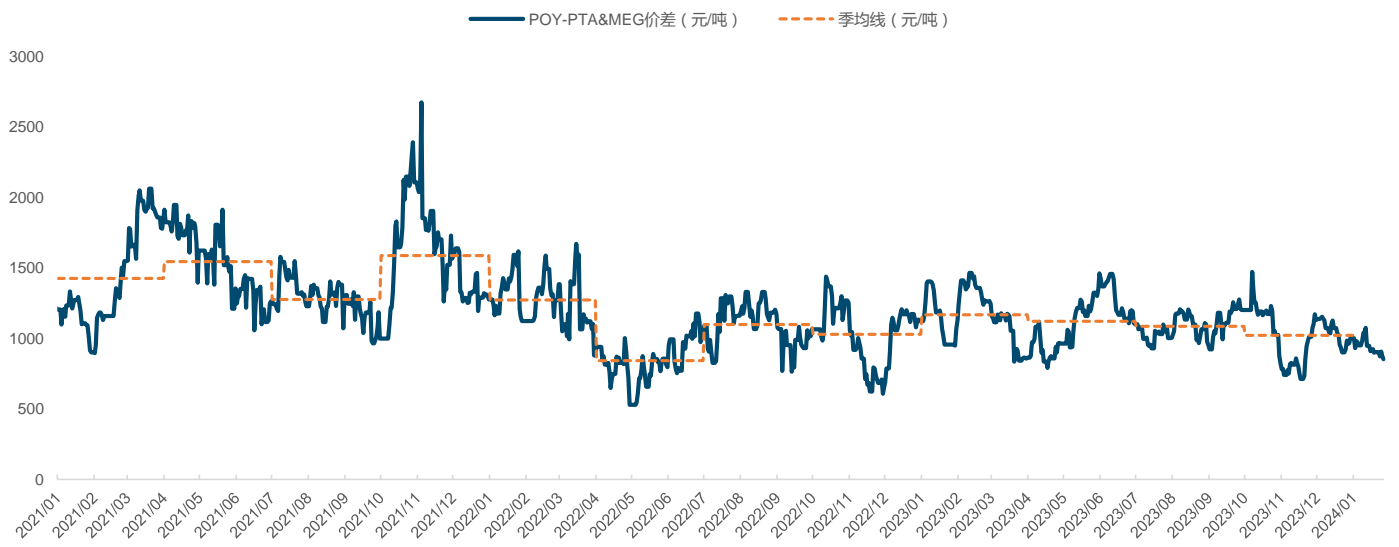


来源：公司公告，国金证券研究所

2023年涤纶长丝行业周期性回暖，涤纶长丝产品价差有所修复。2023年全年POY/FDY/DTY产品价差均值分别为1100元/1650元/2306元/吨，分别同比增加3.68%/7.79%/0.07%。其中2023Q4 POY/FDY/DTY产品价差均值分别为1023元/1589元/2219元/吨，分别环比收窄5.87%/2.59%/8.14%，受季节性转淡影响，长丝价差环比有所收窄，伴随终端消费需求持续增长，长丝价差有望进一步得到修复。

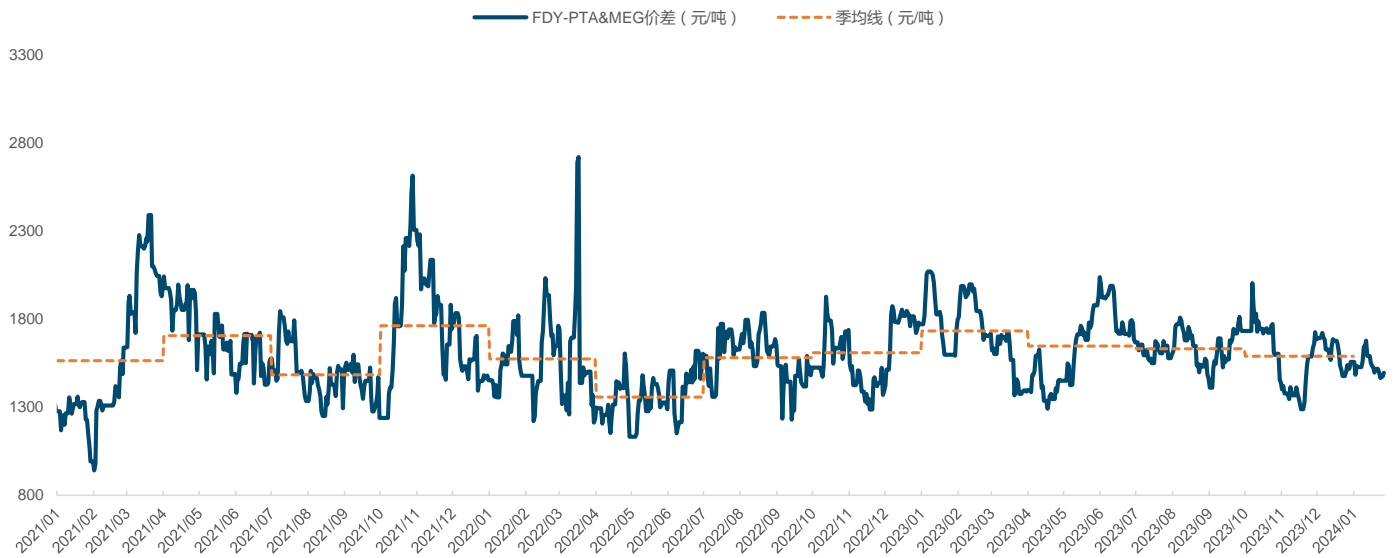


图表4: POY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

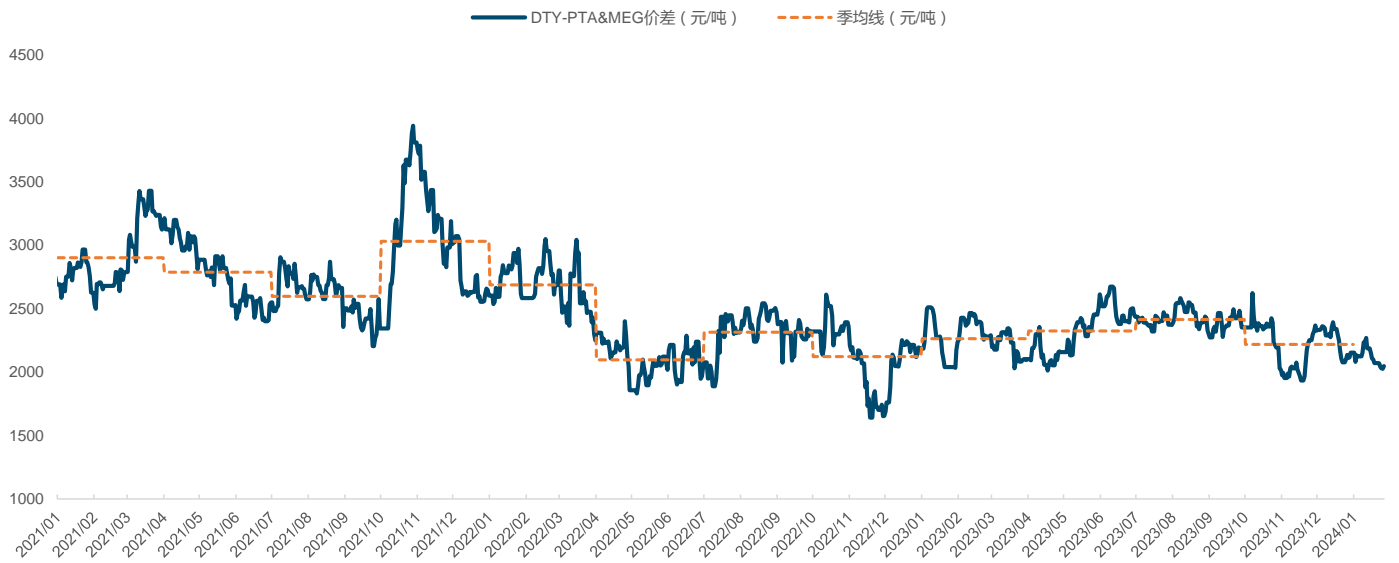
图表5: FDY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所



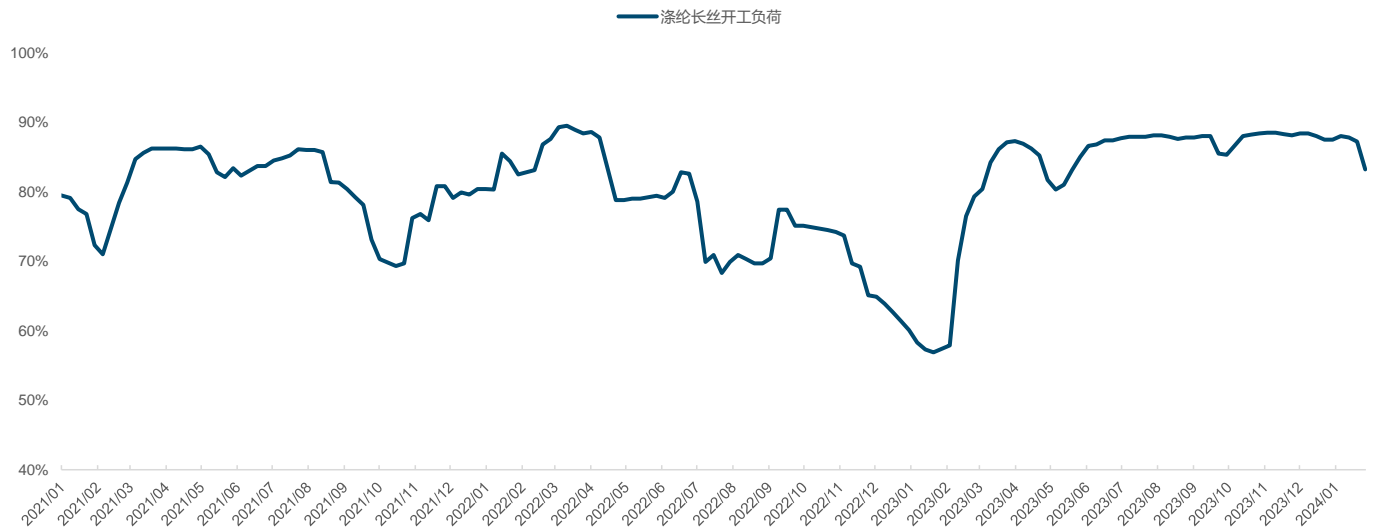
图表6: DTY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

2023 年全年涤纶长丝开工负荷均值为 83.65%，同比+7.00pct，全年维持较高开工负荷水平，其中 Q4 开工负荷均值为 88.15%，环比+0.63pct，涤纶长丝开工负荷持续维持在较高水平。与此同时，2023Q4 POY/FDY/DTY 库存分别为 15.33 天/19.83 天/26.33 天，环比增加 3.41 天/2.14 天/3.18 天，整体上涤纶长丝产品库存仍维持在中低水平。涤纶长丝产销情况持续好转，伴随行业景气回升，公司未来业绩有望得到进一步修复。

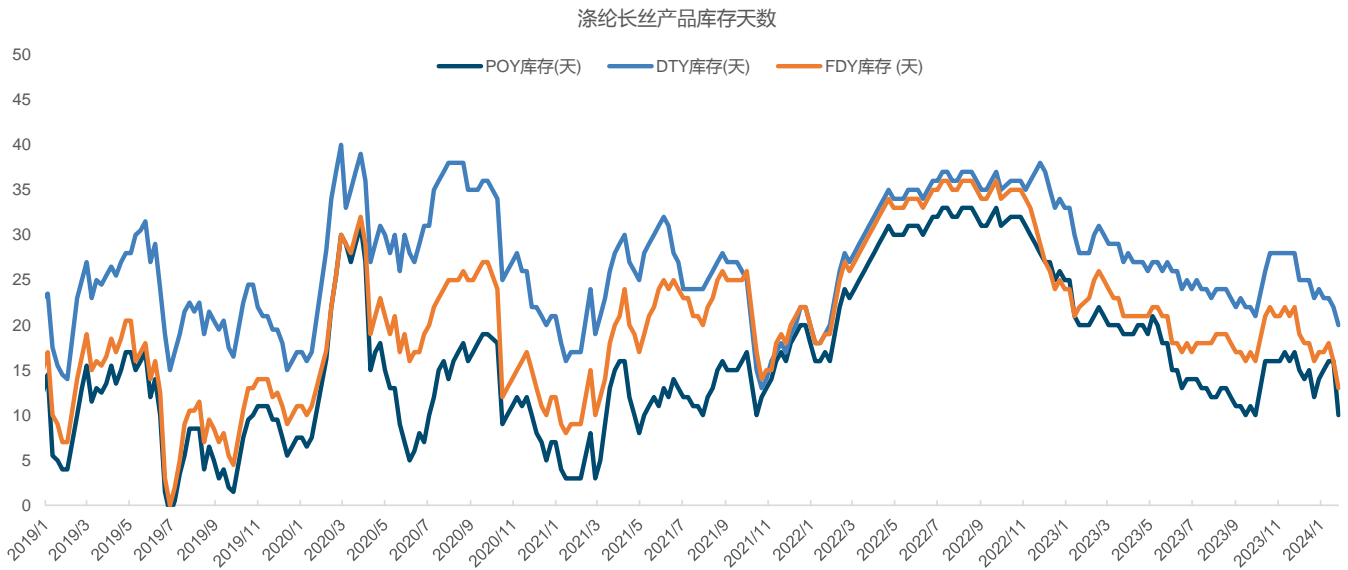
图表7: 涤纶长丝开工负荷持续维持在中高水平



来源: 中纤网, 国金证券研究所



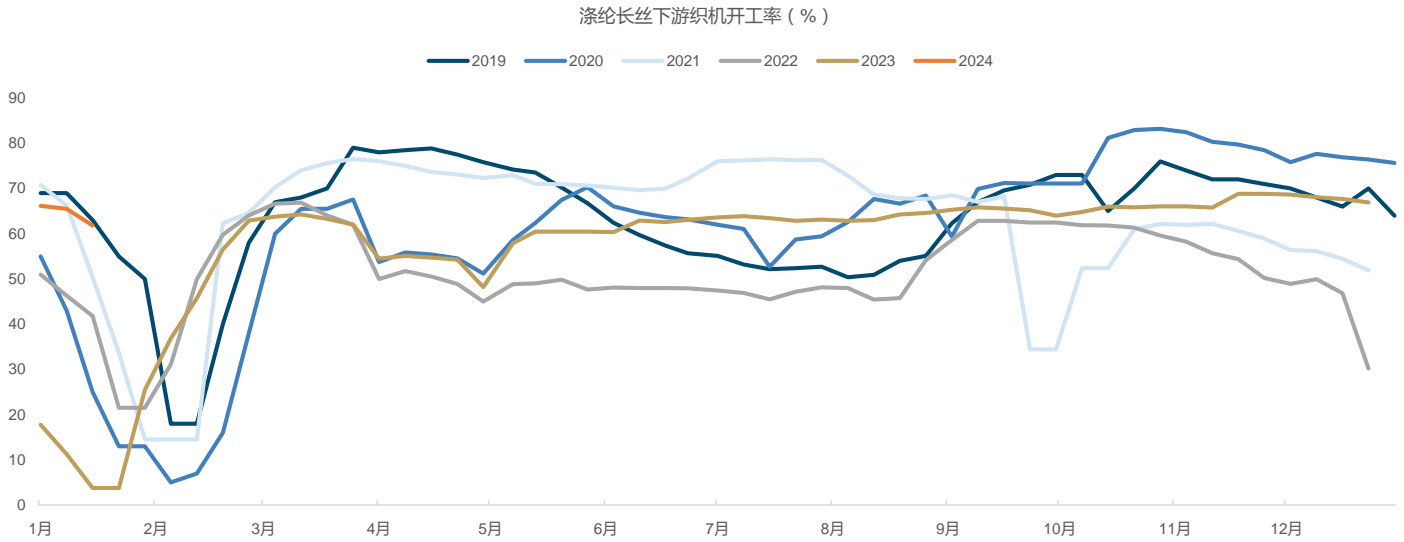
图表8: 2023Q4 涤纶长丝库存持续维持中低水平



来源: 中纤网, 国金证券研究所

涤纶长丝下游消费需求维持较好水平, 2023Q4 下游织机开工率均值达到 66.73%, 同比+12.77pct, 环比+2.62pct。涤纶长丝下游需求旺盛带动涤纶长丝消费回暖, 2023 年涤纶长丝表观消费量达 3804.60 万吨, 同比增加 12.92%, 其中 2023Q4 涤纶长丝表观消费量达 1068.52 万吨, 同比增加 41.17%, 环比增加 1.97%, 伴随 2024 年长丝消费需求有望持续增长, 公司业绩有望进一步修复。

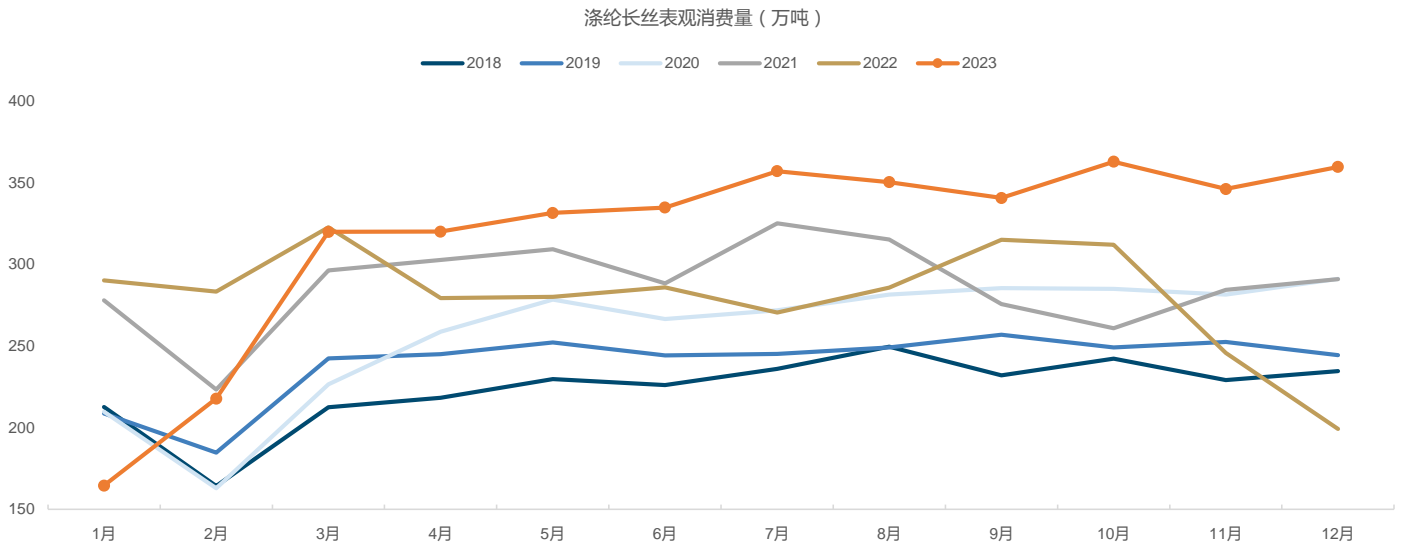
图表9: 涤纶长丝下游织机开工率持续维持在中高水平



来源: Wind, 国金证券研究所



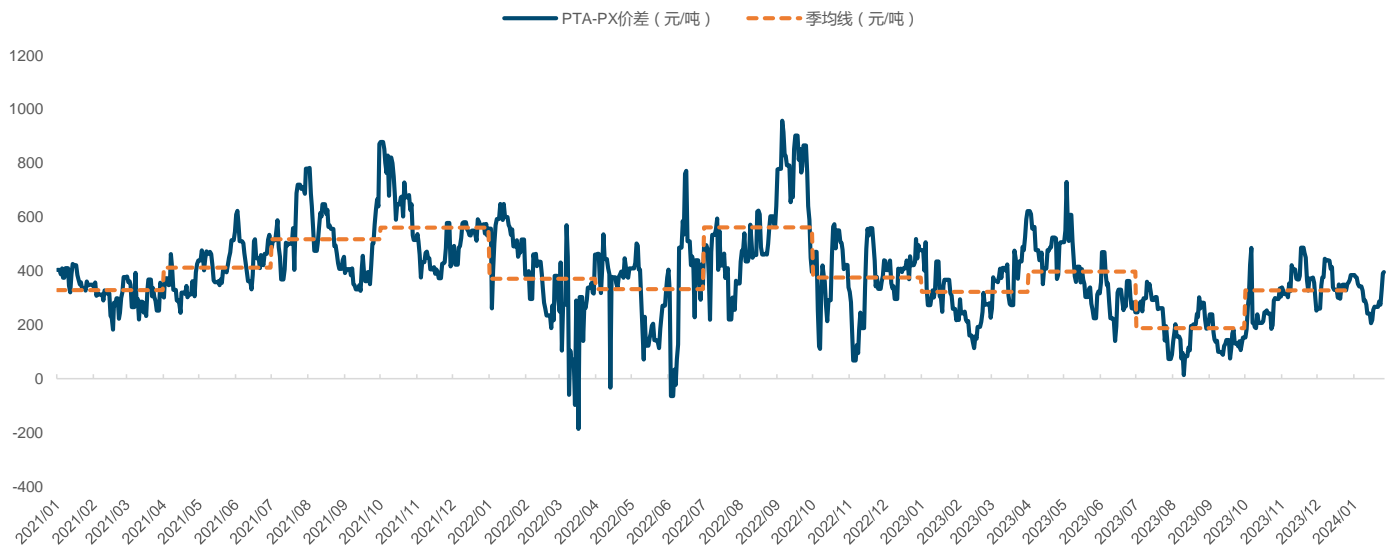
图表10: 2023Q3 涤纶长丝表观消费量环比增加 6.26%



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

在 PTA 方面, 公司现有 P7+技术 180 万吨, P8 技术 240 万吨, P8++600 万吨 PTA 产能设备, 合计 1020 万吨, 当前已实现涤纶长丝原料配套自给自足。2023Q4 PTA-PX 价差均值为 328.16 元/吨, 环比走阔 74.42%。

图表11: PTA-PX 价差有所修复



来源: Wind, 国金证券研究所

当前涤纶长丝行业产能约为 4840 万吨/年, 2024 年新增产能约为 116 万吨, 其中, 公司 2024 年新增产能约为 30 万吨, 产能投放速度已显著放缓, 且存在部分产能永久性退出行业, 长丝拐点有望临近, 伴随涤纶长丝消费需求回暖, 公司作为涤纶长丝龙头企业有望获得盈利弹性。

## 2、风险提示

- 1) 审批不通过或审批时间过长风险: 印尼炼化项目还没有获得中国政府相关有权部门正式批准, 项目申报过程中可能存在审批流程较长等相关风险;
- 2) 油价单向大幅波动风险: 炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性, 油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平;
- 3) 终端需求恢复不及预期风险: 公司产品多数为中间产品, 受制于产业链的供求关系存在超预期变动可能, 在考虑油价的同时, 下游消费、包装、汽车、基建等宏观经济需求也



会对长丝产品的需求造成影响；

4) 地缘政治风险：原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等，终端销售包含但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等；

5) 聚酯项目建设进度不及预期：公司未来长丝产能项目处于建设中，如项目建设进度不及预期，或对供需平衡测算产生影响；

6) 美元汇率大幅波动风险：原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对涤纶长丝行业产生负面影响；

7) 其他不可抗力影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	45,833	59,131	61,993	83,902	89,749	93,546	货币资金	6,726	11,332	11,670	13,439	20,619	27,915
增长率	29.0%	4.8%	35.3%	7.0%	4.2%		应收款项	478	846	1,453	1,522	1,628	1,697
主营业务成本	-42,937	-52,615	-59,988	-78,139	-81,153	-83,246	存货	2,865	5,341	7,386	8,140	8,454	8,672
%销售收入	93.7%	89.0%	96.8%	93.1%	90.4%	89.0%	其他流动资产	507	1,222	1,954	2,198	2,648	2,239
毛利	2,895	6,516	2,005	5,763	8,596	10,300	流动资产	10,575	18,741	22,462	25,300	33,349	40,523
%销售收入	6.3%	11.0%	3.2%	6.9%	9.6%	11.0%	%总资产	22.5%	26.9%	24.9%	26.9%	31.9%	36.0%
营业税金及附加	-90	-147	-152	-168	-179	-187	长期投资	12,820	17,254	18,568	18,568	18,568	18,568
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	21,062	27,753	43,881	46,007	48,269	49,133
销售费用	-79	-80	-101	-134	-144	-150	%总资产	44.8%	39.8%	48.7%	48.9%	46.2%	43.6%
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,598	1,990	2,294	2,446	2,497	2,546
管理费用	-688	-995	-1,193	-1,594	-1,795	-1,871	非流动资产	36,413	50,954	67,678	68,821	71,134	72,049
%销售收入	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	%总资产	77.5%	73.1%	75.1%	73.1%	68.1%	64.0%
研发费用	-1,042	-1,460	-1,655	-2,098	-2,244	-2,339	<b>资产总计</b>	<b>46,989</b>	<b>69,695</b>	<b>90,140</b>	<b>94,120</b>	<b>104,483</b>	<b>112,572</b>
%销售收入	2.3%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	7,642	14,899	22,852	24,187	29,194	29,845
息税前利润 (EBIT)	995	3,835	-1,095	1,769	4,234	5,753	应付款项	6,783	9,009	12,960	11,919	12,380	12,700
%销售收入	2.2%	6.5%	n.a	2.1%	4.7%	6.2%	其他流动负债	1,734	2,914	3,266	1,176	972	1,690
财务费用	-327	-327	-427	-1,021	-1,238	-1,226	流动负债	16,159	26,822	39,077	37,282	42,546	44,235
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	1.2%	1.4%	1.3%	长期贷款	3,608	6,376	15,315	20,315	21,815	22,815
资产减值损失	7	-33	-174	-166	-6	-4	其他长期负债	1,466	492	741	744	742	740
公允价值变动收益	50	-20	30	0	0	0	负债	21,234	33,690	55,134	58,341	65,103	67,790
投资收益	2,173	4,438	1,232	450	1,716	2,538	<b>普通股股东权益</b>	<b>25,672</b>	<b>35,836</b>	<b>34,698</b>	<b>35,471</b>	<b>39,072</b>	<b>44,473</b>
%税前利润	72.4%	55.6%	-378.6%	43.6%	36.5%	35.9%	其中：股本	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
营业利润	2,969	7,995	-363	1,032	4,706	7,061	未分配利润	11,656	18,531	17,953	18,742	22,343	27,744
营业利润率	6.5%	13.5%	n.a	1.2%	5.2%	7.5%	少数股东权益	82	169	308	308	308	308
营业外收支	33	-18	37	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>46,989</b>	<b>69,695</b>	<b>90,140</b>	<b>94,120</b>	<b>104,483</b>	<b>112,572</b>
税前利润	3,003	7,977	-325	1,032	4,706	7,061							
利润率	6.6%	13.5%	n.a	1.2%	5.2%	7.5%							
所得税	-147	-625	462	-155	-706	-1,059							
所得税率	4.9%	7.8%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	2,856	7,352	136	877	4,000	6,002							
少数股东损益	10	20	6	0	0	0							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,847</b>	<b>7,332</b>	<b>130</b>	<b>877</b>	<b>4,000</b>	<b>6,002</b>							
净利率	6.2%	12.4%	0.2%	1.0%	4.5%	6.4%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,856	7,352	136	877	4,000	6,002
少数股东损益	10	20	6	0	0	0
非现金支出	2,061	2,426	2,897	3,400	3,752	4,267
非经营收益	-1,831	-3,735	-1,101	901	-107	-776
营运资金变动	261	-3,249	-860	-4,365	-618	1,155
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,347</b>	<b>2,794</b>	<b>1,073</b>	<b>812</b>	<b>7,027</b>	<b>10,648</b>
资本开支	-3,889	-10,046	-15,019	-4,340	-6,056	-5,174
投资	-3,720	-36	-13	0	0	0
其他	3,076	-440	-1,260	450	1,716	2,538
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,533</b>	<b>-10,521</b>	<b>-16,292</b>	<b>-3,891</b>	<b>-4,340</b>	<b>-2,636</b>
股权募资	1	2,032	141	-16	0	0
债权募资	3,552	10,916	16,757	6,336	6,506	1,651
其他	-849	-2,407	-4,072	-1,466	-2,009	-2,362
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,704</b>	<b>10,541</b>	<b>12,825</b>	<b>4,853</b>	<b>4,497</b>	<b>-711</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,518</b>	<b>2,812</b>	<b>-2,390</b>	<b>1,775</b>	<b>7,185</b>	<b>7,301</b>

比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.296	3.041	0.054	0.364	1.659	2.489
每股净资产	11.685	14.863	14.391	14.712	16.205	18.445
每股经营现金净流	1.524	1.159	0.445	0.337	2.914	4.416
每股股利	0.130	0.330	0.000	0.036	0.166	0.249
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.09%	20.46%	0.38%	2.47%	10.24%	13.50%
总资产收益率	6.06%	10.52%	0.14%	0.93%	3.83%	5.33%
投入资本收益率	2.47%	6.17%	0.63%	1.87%	3.98%	5.01%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-9.39%	29.01%	4.84%	35.34%	6.97%	4.23%
EBIT增长率	-74.54%	285.33%	-128.57%	-261.54%	139.30%	35.87%
净利润增长率	-1.31%	157.58%	-98.22%	573.43%	356.22%	50.03%
总资产增长率	17.47%	48.32%	29.34%	4.42%	11.01%	7.74%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	1.7	1.6	3.4	3.4	3.4	3.4
存货周转天数	23.7	28.5	38.7	38.8	38.8	38.8
应付账款周转天数	25.9	24.9	41.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	149.4	115.2	137.8	106.0	100.4	96.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	22.14%	27.61%	74.29%	85.45%	75.93%	54.16%
EBIT利息保障倍数	3.0	11.7	-2.6	1.7	3.4	4.7
资产负债率	45.19%	48.34%	61.16%	61.99%	62.31%	60.22%

来源：公司年报、国金证券研究所





市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-30	买入	12.53	N/A
2	2023-01-31	买入	15.35	N/A
3	2023-04-22	买入	13.22	N/A
4	2023-04-29	买入	12.90	N/A
5	2023-06-27	买入	12.85	N/A
6	2023-07-15	买入	14.09	N/A
7	2023-08-30	买入	14.64	N/A
8	2023-10-28	买入	14.01	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究