



# 桐昆股份 (601233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 期待从磨底转向进击!

### 业绩简评

桐昆股份于2024年4月26日发布公司2023年年度业绩报告,2023年全年实现营业收入826.40亿元,同比增加33.31%,实现归母净利润7.97亿元,同比增加539.13%(2022年净利追溯调整后)。其中,2023Q4预计实现营业收入208.98亿元,同比增加41.16%,环比减少15.89%,实现归母净利润-1.07亿元,同比上涨94.10%,环比下降113.35%。业绩基本符合预期。

### 经营分析

**聚酯需求回暖带动行业复苏,浙石化业绩修复或将增厚公司利润:** 受益于2023年以来涤纶长丝需求回暖,聚酯板块业绩好转。剔除浙石化贡献业绩后,2023年公司聚酯等板块实现净利润5.24亿元,同比增加151.98%,其中2023Q4剔除浙石化后归母净利润为-3.05亿元,同比增加75.31%,环比减少181.61%。公司持有浙石化20%的股份,2023年浙石化净利润为13.67亿元,同比减少77.41%,公司获2.72亿元投资收益。伴随浙石化化工品终端需求恢复以及年产140万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料等项目投产,或将为公司带来丰厚投资收益。

**业绩有望随行业景气度回升进一步修复:** 2023年涤纶长丝行业周期性回暖,涤纶长丝产品价格维持稳健并持续修复。2023年全年POY/FDY/DTY产品价格均值分别为1100元/1650元/2306元/吨,分别同比增加3.68%/7.79%/0.07%。2023年全年涤纶长丝维持较高开工负荷水平,开工负荷均值为83.65%,同比+7.00pct。与此同时,涤纶长丝产品持续去库,2023年POY/FDY/DTY库存分别为16.26天/26.16天/20.08天,同比减少12.24天/6.9天/10.92天,涤纶长丝产销情况好转,复苏态势有望延续。伴随行业景气度回升,公司未来业绩有望得到进一步修复。

**涤纶长丝消费回暖,行业龙头有望获得显著业绩弹性:** 涤纶长丝下游织机开工率持续维持中高水平,2023年全年下游织机开工率均值达57.18%,同比+11.92pct。2023Q4下游织机开工率均值达到66.73%,同比+12.77pct,环比+2.62pct。在存在大体量涤纶长丝产能投放的情况下,涤纶长丝市场景气度仍维持稳健,长丝表观消费量略超预期恢复。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,产能集中投放期接近尾声,后续新增规划产能有限,行业供需有望改善,公司作为涤纶长丝行业龙头或将获得盈利弹性。

### 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,但目前涤纶长丝价差仍处于恢复初期,因此我们下调了2024-2025年盈利预测,下调比例分别为12%/25%,预计公司2024-2026年归母净利润为35亿元/45亿元/60亿元,对应EPS为1.47元/1.87元/2.50元,对应PE为9.1X/7.2X/5.4X,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): 13.38 元

### 相关报告:

- 《桐昆股份公司点评: 24年或迎来拐点向上!》, 2024.1.30
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	61,993	82,640	89,749	91,882	89,409
营业收入增长率	4.84%	33.30%	8.60%	2.38%	-2.69%
归母净利润(百万元)	130	797	3,544	4,515	6,034
归母净利润增长率	-98.22%	512.12%	344.65%	27.40%	33.63%
摊薄每股收益(元)	0.054	0.331	1.470	1.873	2.502
每股经营性现金流净额	0.44	1.29	4.17	4.77	3.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.38%	2.25%	9.43%	11.20%	13.74%
P/E	267.57	45.77	9.10	7.15	5.35
P/B	1.00	1.03	0.86	0.80	0.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

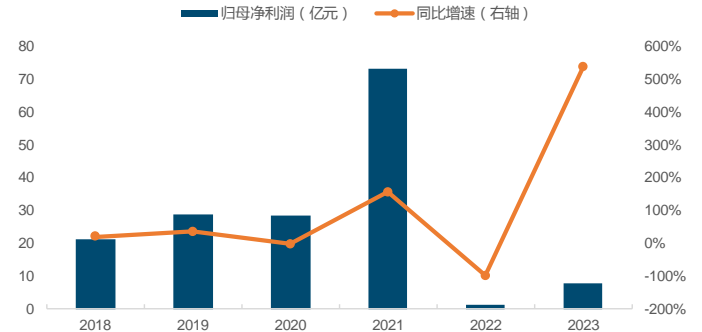
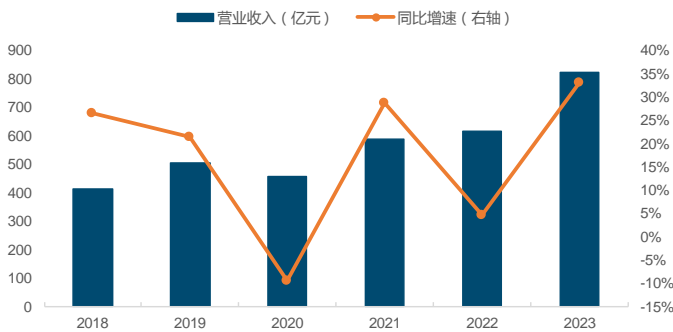


## 1、长丝景气向上，全年业绩显著修复

桐昆股份于2024年4月26日发布公司2023年年度业绩报告，2023年全年实现营业收入826.40亿元，同比增加33.31%，实现归母净利润7.97亿元，同比增加539.13%（2022年净利追溯调整后）。其中，2023Q4预计实现营业收入208.98亿元，同比增加41.16%，环比减少15.89%，实现归母净利润-1.07亿元，同比上涨94.10%，环比下降113.35%。业绩基本符合预期。

图表1：2023年营业收入同比增加33.31%

图表2：2023年归母净利润同比增加539.13%



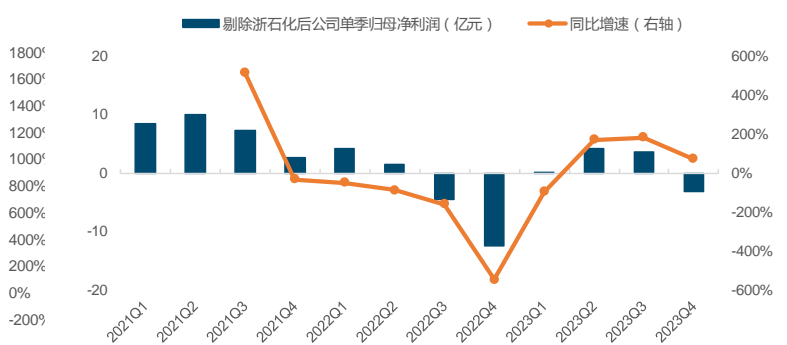
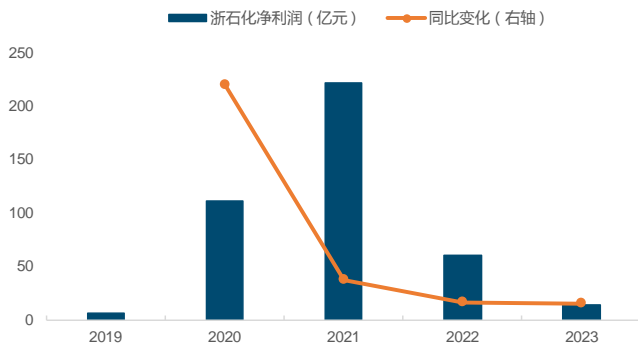
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

受益于2023年以来涤纶长丝需求回暖，聚酯板块业绩好转。剔除浙石化贡献业绩后，2023年公司聚酯等板块实现净利润5.24亿元，同比增加151.98%，其中2023Q4剔除浙石化后归母净利润为-3.05亿元，同比增加75.31%，环比减少181.61%。公司持有浙石化20%的股份，2023年浙石化净利润为13.67亿元，同比减少77.41%，公司获2.72亿元投资收益。伴随浙石化化工品终端需求恢复以及年产140万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料等项目投产，或将为公司带来丰厚投资收益。

图表3：2023年浙石化归母净利润（亿元）

图表4：2023年剔除浙石化后公司归母净利润（亿元）



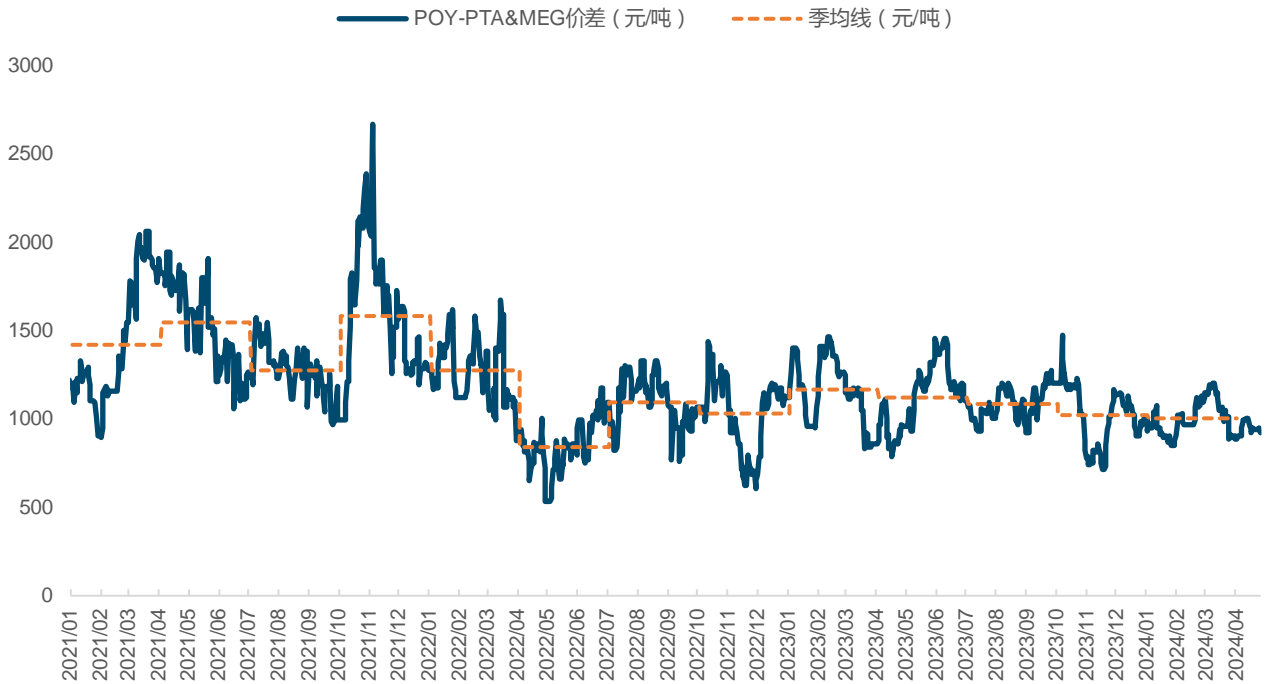
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023年涤纶长丝行业周期性回暖，涤纶长丝产品价差维持稳健并持续修复。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%，2023Q4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。

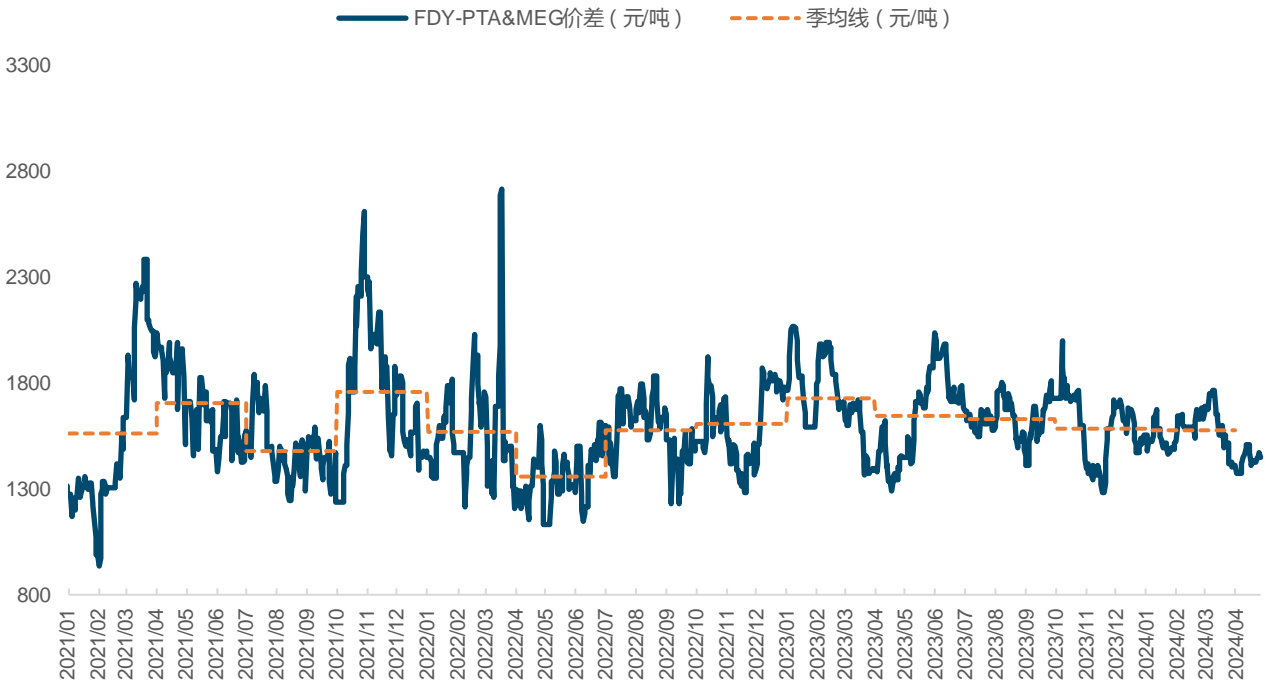


图表5: POY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

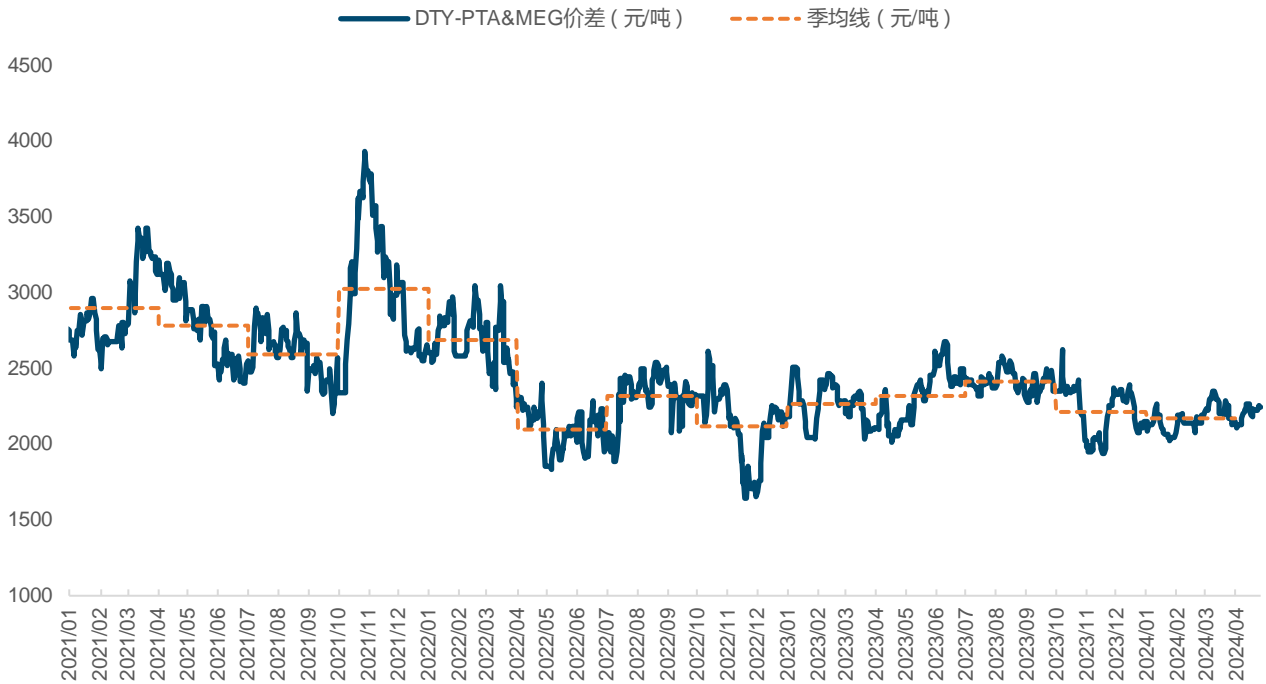
图表6: FDY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所



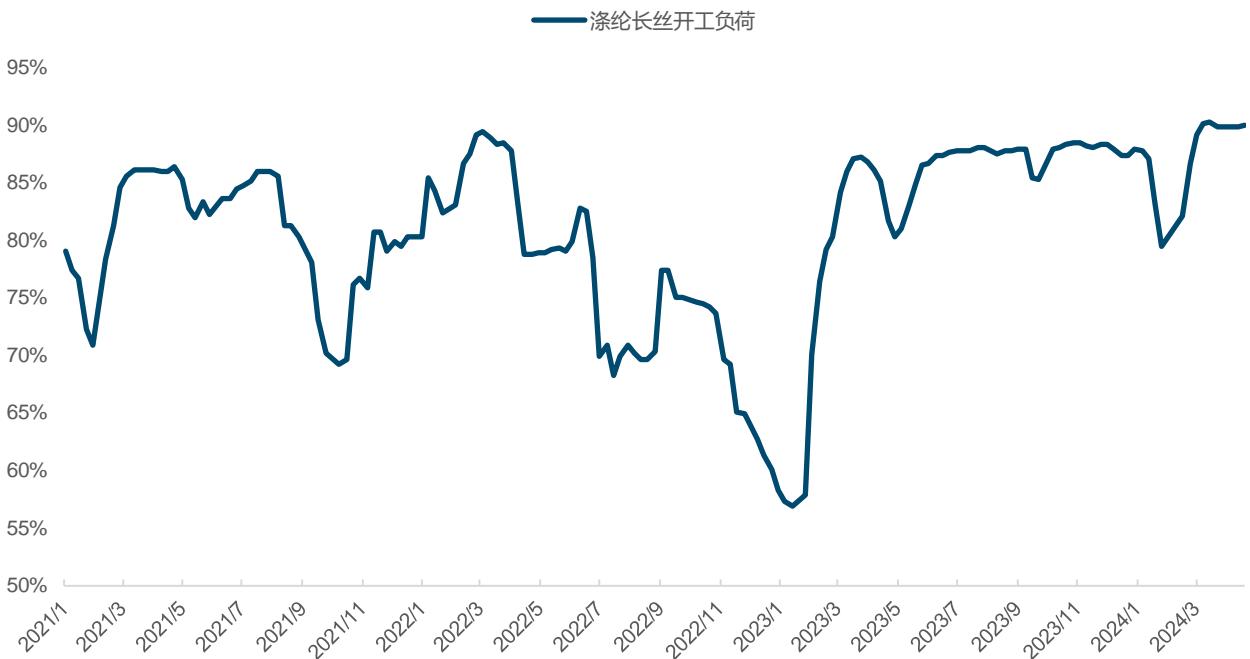
图表7: DTY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

2023 年全年涤纶长丝维持较高开工负荷水平, 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, 涤纶长丝产品持续去库, 2023 年 POY/FDY/DTY 库存分别为 16.26 天/26.16 天/20.08 天, 同比减少 12.24 天/6.9 天/10.92 天, 涤纶长丝产销情况好转, 复苏态势有望延续。伴随行业景气回升, 公司未来业绩有望得到进一步修复。

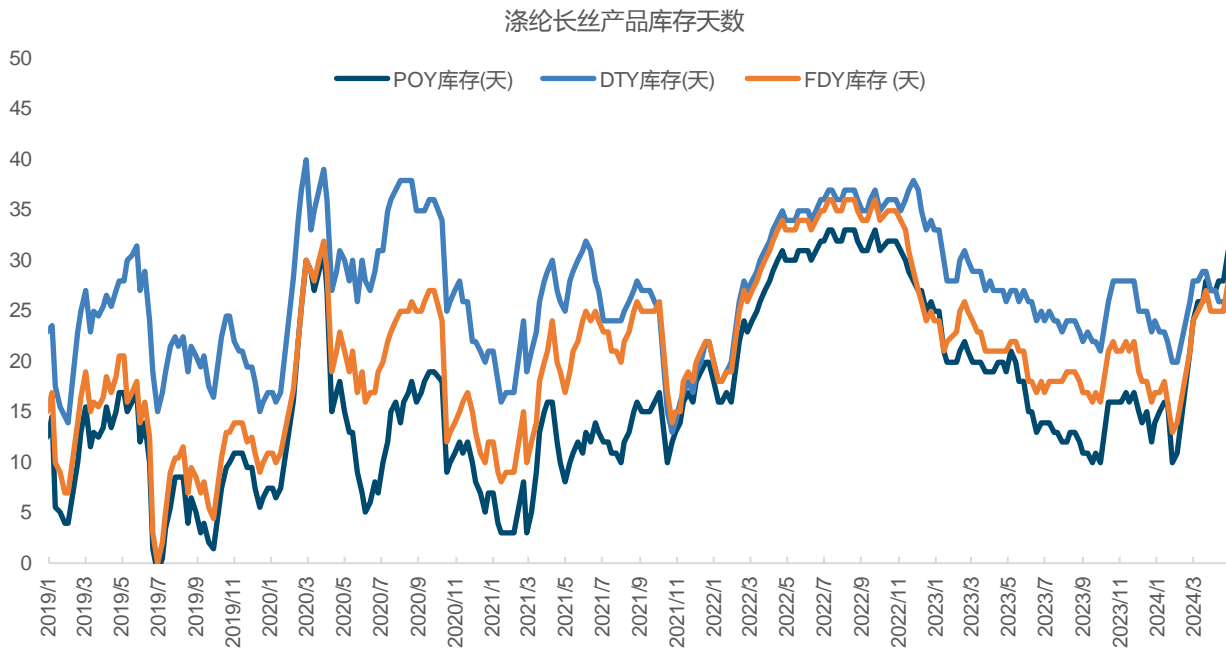
图表8: 2023 年涤纶长丝开工负荷均值为 83.65%



来源: 中纤网, 国金证券研究所



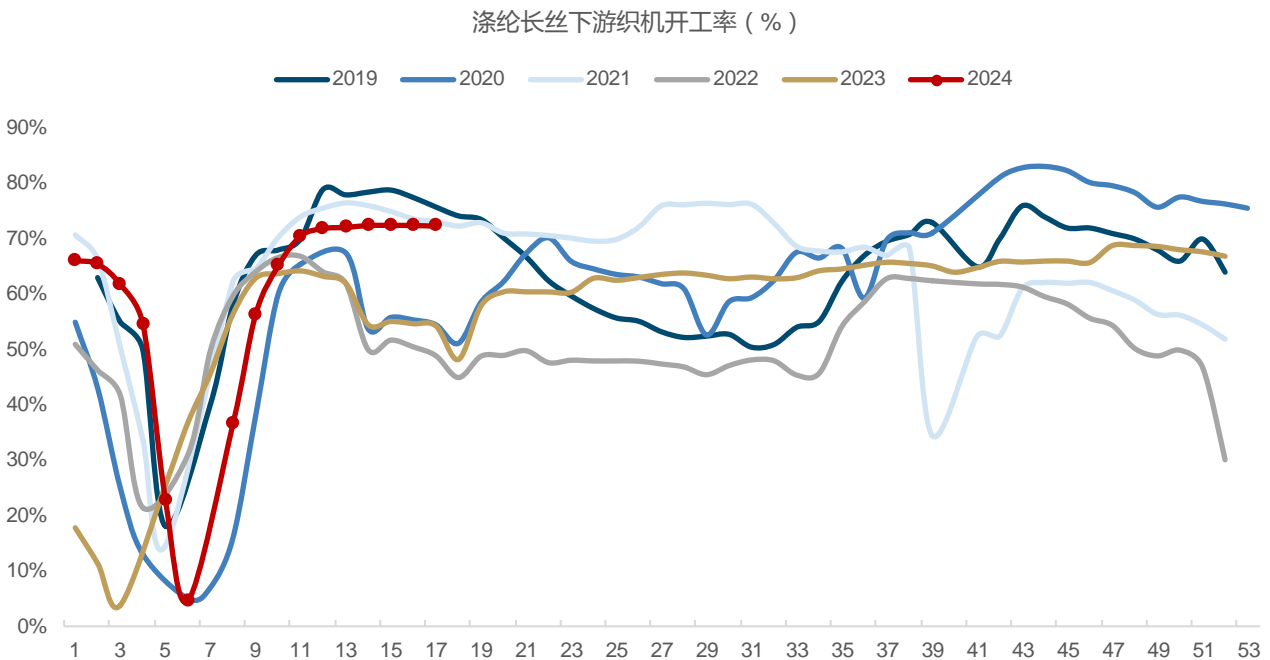
图表9: 2023 年涤纶长丝产品持续去库



来源: 中纤网, 国金证券研究所

涤纶长丝下游织机开工率持续维持中高水平, 2023 全年下游织机开工率均值达 57.18%, 同比+11.92pct。2023Q4 下游织机开工率均值达到 66.73%, 同比+12.77pct, 环比+2.62pct。在存在大体量涤纶长丝产能投放的情况下, 涤纶长丝市场景气度仍维持稳健, 长丝表观消费量略超预期恢复。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, 伴随 2024 年长丝消费需求有望持续增长, 产能集中投放期接近尾声, 后续新增规划产能有限, 行业供需有望改善, 公司作为涤纶长丝行业龙头或将获得盈利弹性。

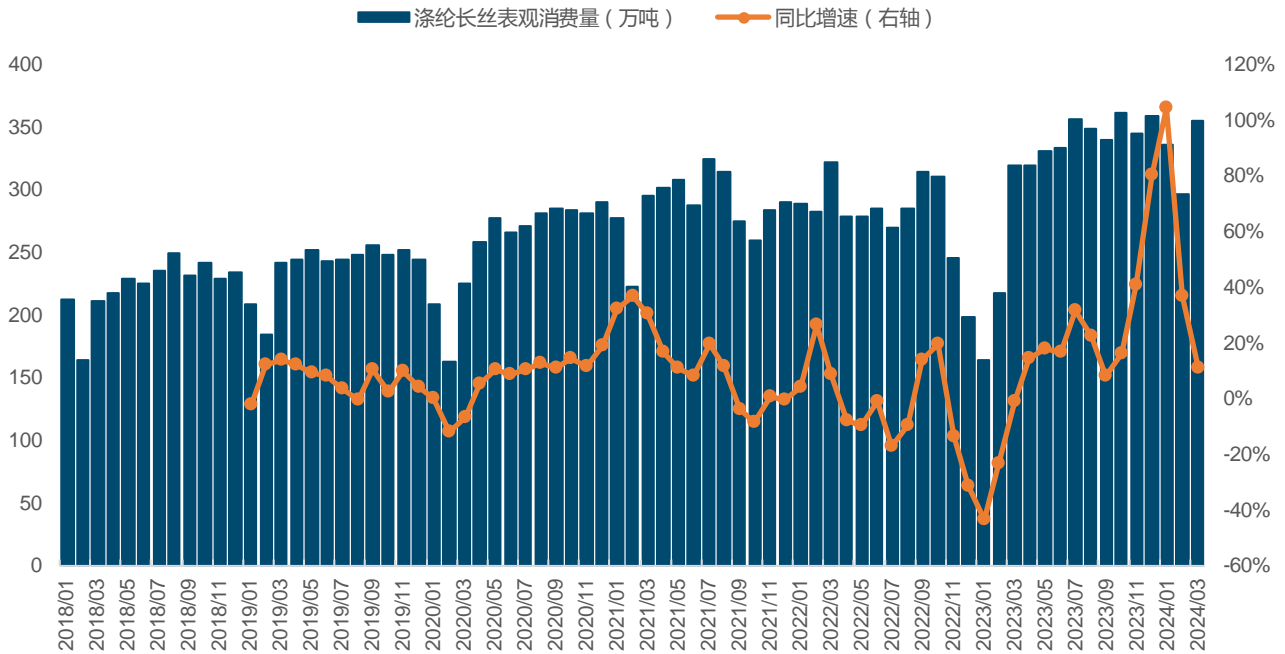
图表10: 涤纶长丝下游织机开工率持续维持在中高水平



来源: Wind, 国金证券研究所



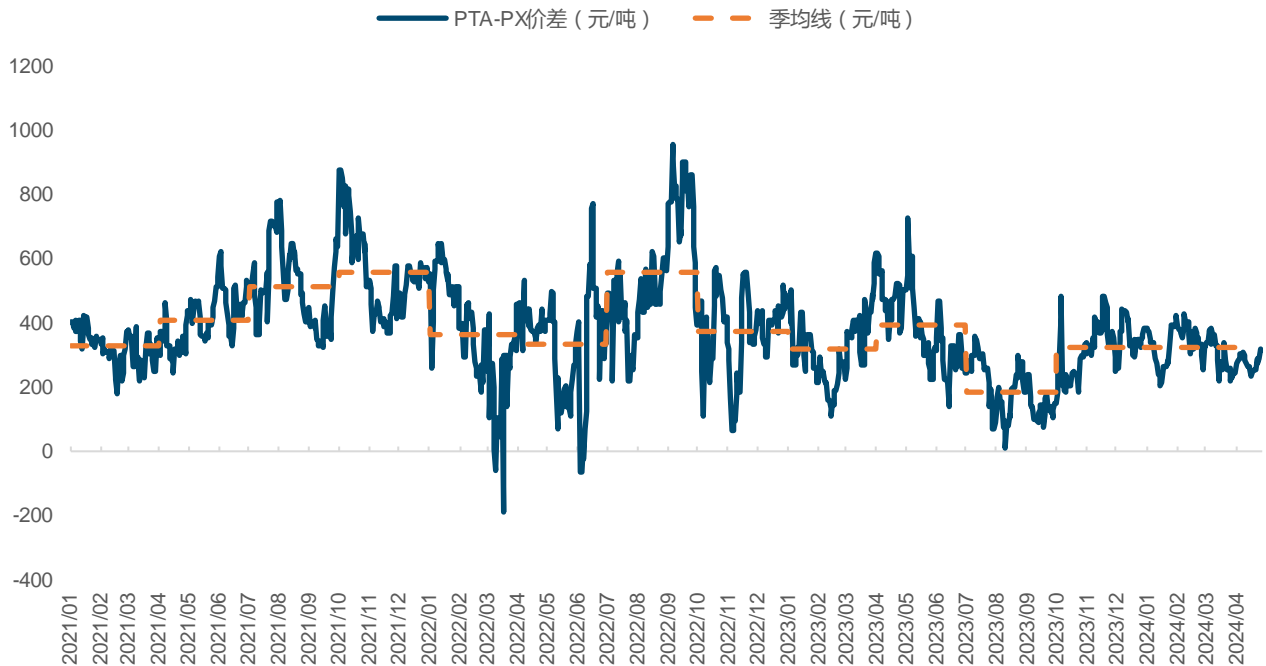
图表 11: 2023 年涤纶长丝表观消费量同比增加 12.92%



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。2023 全年 PTA-PX 价差均值为 308.86 元/吨, 同比走阔 1.75%。其中, 2023Q4 PTA-PX 价差均值为 328.16 元/吨, 环比走阔 74.41%。伴随经济的逐步恢复长丝下游需求回暖, PTA-PX 价差有望持续修复。

图表 12: PTA-PX 价差有所修复



来源: Wind, 国金证券研究所

公司产业多点开花, 在发展化纤主业的同时布局上游炼化和探索新材料领域。2023 年嘉通基地实现全面投产, 助力集团 PTA 产能突破 1000 万吨; 佑灿项目投料试车, 助力集团进一步拓展延伸产业链、跨界新材料领域; 新疆中昆新材料天然气制乙二醇项目主体项目已进入调试; 桐昆(沐阳) 年产 240 万吨长丝(短纤)、500 台加弹机、1 万台织机、配





套染整及公共热能中心项目的长丝项目 CP1-CP4 聚纺装置已按照计划顺利投产。优化产业链布局、探索高附加值新材料领域，有望打开公司成长空间，助力公司业绩增长。

## 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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	59,131	61,993	82,640	89,749	91,882	89,409
增长率		4.8%	33.3%	8.6%	2.4%	-2.7%
主营业务成本	-52,615	-59,988	-78,455	-80,605	-82,638	-80,380
%销售收入	89.0%	96.8%	94.9%	89.8%	89.9%	89.9%
毛利	6,516	2,005	4,185	9,144	9,244	9,029
%销售收入	11.0%	3.2%	5.1%	10.2%	10.1%	10.1%
营业税金及附加	-147	-152	-294	-269	-276	-268
%销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-80	-101	-118	-126	-129	-125
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-995	-1,193	-1,352	-1,526	-1,562	-1,520
%销售收入	1.7%	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	-1,460	-1,655	-1,755	-1,974	-2,021	-1,967
%销售收入	2.5%	2.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	3,835	-1,095	665	5,249	5,256	5,149
%销售收入	6.5%	n.a	0.8%	5.8%	5.7%	5.8%
财务费用	-327	-427	-783	-2,412	-2,369	-2,173
%销售收入	0.6%	0.7%	0.9%	2.7%	2.6%	2.4%
资产减值损失	-33	-174	-39	-199	-5	6
公允价值变动收益	-20	30	-15	0	0	0
投资收益	4,438	1,232	321	1,509	2,407	4,095
%税前利润	55.6%	-378.6%	51.5%	36.0%	45.2%	57.5%
营业利润	7,995	-363	579	4,147	5,290	7,076
营业利润率	13.5%	n.a	0.7%	4.6%	5.8%	7.9%
营业外收支	-18	37	45	40	40	40
税前利润	7,977	-325	624	4,187	5,330	7,116
利润率	13.5%	n.a	0.8%	4.7%	5.8%	8.0%
所得税	-625	462	197	-628	-799	-1,067
所得税率	7.8%	n.a	-31.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	7,352	136	821	3,559	4,530	6,049
少数股东损益	20	6	24	15	15	15
归属于母公司的净利润	7,332	130	797	3,544	4,515	6,034
净利率	12.4%	0.2%	1.0%	3.9%	4.9%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,352	136	821	3,559	4,530	6,049
少数股东损益	20	6	24	15	15	15
非现金支出	2,426	2,897	3,696	5,640	5,554	5,590
非经营收益	-3,735	-1,101	238	2,098	48	-1,916
营运资金变动	-3,249	-860	-1,634	-1,247	1,367	-1,174
经营活动现金净流	2,794	1,073	3,121	10,050	11,499	8,549
资本开支	-10,046	-15,019	-11,289	-2,161	-1,771	-1,777
投资	-36	-13	79	0	0	0
其他	-440	-1,260	725	1,509	2,407	4,095
投资活动现金净流	-10,521	-16,292	-10,484	-652	636	2,318
股权募资	2,032	141	0	0	0	0
债权募资	10,916	16,757	9,098	-1,020	-7,388	-6,657
其他	-2,407	-4,072	-2,572	-4,045	-4,302	-4,632
筹资活动现金净流	10,541	12,825	6,527	-5,065	-11,690	-11,289
现金净流量	2,812	-2,390	-834	4,333	446	-423

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,332	11,670	11,616	15,938	16,376	15,947
应收款项	846	1,453	1,392	1,603	1,641	1,597
存货	5,341	7,386	10,249	9,739	9,984	9,712
其他流动资产	1,222	1,954	2,850	2,433	1,216	2,431
流动资产	18,741	22,462	26,106	29,713	29,217	29,686
%总资产	26.9%	24.9%	25.5%	29.2%	29.9%	31.5%
长期投资	17,254	18,568	18,907	18,907	18,907	18,907
固定资产	27,753	43,881	52,895	49,724	45,458	41,161
%总资产	39.8%	48.7%	51.6%	48.8%	46.6%	43.7%
无形资产	1,990	2,294	2,860	3,401	3,931	4,452
非流动资产	50,954	67,678	76,340	72,078	68,340	64,562
%总资产	73.1%	75.1%	74.5%	70.8%	70.1%	68.5%
资产总计	69,695	90,140	102,446	101,791	97,557	94,248
短期借款	14,899	22,852	28,401	27,381	19,993	14,526
应付款项	9,009	12,960	14,975	13,127	13,458	13,091
其他流动负债	2,914	3,266	3,580	3,664	3,771	3,857
流动负债	26,822	39,077	46,957	44,173	37,222	31,474
长期贷款	6,376	15,315	18,475	18,475	18,475	18,475
其他长期负债	492	741	1,231	1,219	1,211	15
负债	33,690	55,134	66,663	63,866	56,908	49,964
普通股股东权益	35,836	34,698	35,470	37,597	40,306	43,926
其中：股本	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
未分配利润	18,531	17,953	18,741	20,867	23,576	27,197
少数股东权益	169	308	313	328	343	358
负债股东权益合计	69,695	90,140	102,446	101,791	97,557	94,248

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	3.041	0.054	0.331	1.470	1.873	2.502
每股净资产	14.863	14.391	14.711	15.593	16.717	18.218
每股经营现金净流	1.159	0.445	1.295	4.168	4.769	3.545
每股股利	0.330	0.000	0.043	0.588	0.749	1.001
回报率						
净资产收益率	20.46%	0.38%	2.25%	9.43%	11.20%	13.74%
总资产收益率	10.52%	0.14%	0.78%	3.48%	4.63%	6.40%
投入资本收益率	6.17%	0.63%	1.06%	5.33%	5.65%	5.66%
增长率						
主营业务收入增长率	29.01%	4.84%	33.30%	8.60%	2.38%	-2.69%
EBIT增长率	285.33%	-128.57%	-160.73%	689.01%	0.14%	-2.05%
净利润增长率	157.58%	-98.22%	512.12%	344.65%	27.40%	33.63%
总资产增长率	48.32%	29.34%	13.65%	-0.64%	-4.16%	-3.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3
存货周转天数	28.5	38.7	41.0	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	24.9	41.2	46.2	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	115.2	137.8	195.0	163.1	138.8	121.3
偿债能力						
净负债/股东权益	27.61%	74.29%	97.91%	78.30%	53.80%	38.00%
EBIT利息保障倍数	11.7	-2.6	0.8	2.2	2.2	2.4
资产负债率	48.34%	61.16%	65.07%	62.74%	58.33%	53.01%

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
买入	1	4	5	16	57
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2023-01-31	买入	15.35	N/A
2	2023-04-22	买入	13.22	N/A
3	2023-04-29	买入	12.90	N/A
4	2023-06-27	买入	12.85	N/A
5	2023-07-15	买入	14.09	N/A
6	2023-08-30	买入	14.64	N/A
7	2023-10-28	买入	14.01	N/A
8	2024-01-30	买入	12.70	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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	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