

# 桐昆股份 (601233.SH)

## 一季度净利扭亏为盈，长丝盈利修复中

买入

### 核心观点

公司2024年一季度归母净利润同环比扭亏为盈。公司发布2023年年度报告及2024年一季度报，2023年营收826.4亿元（同比+33%），归母净利润8.0亿元（同比+512%）；2024年一季度营收211.1亿元（同比+33%，环比+1%），归母净利润5.8亿元，扣非归母净利润5.4亿元，同环比扭亏为盈。

**2023年公司涤纶长丝产销齐升，2024年一季度销量环比下滑。**得益于新产能的逐渐投放，2023年公司主营产品涤纶长丝产销量同比提升。受市场需求偏弱影响，2024年一季度销量环比有所下滑。

**2024年一季度涤纶长丝价格回暖，行业整体处于复苏状态。**2023年公司POY/FDY/DTY不含税售价同比下滑，而2024年一季度同比提升。公司涤纶长丝年产能达1350万吨，市占率再创新高（全球18%、国内28%），居世界首位。涤纶长丝行业集中度提升之下预期未来涤纶长丝利润中枢逐渐上移。

**涤纶长丝供需边际改善，库存结构良好，预期盈利继续修复。**供应端，2024年一季度江浙地区涤纶长丝开工率同比提升；需求端，江浙地区下游化纤织造综合开机率54%，同比提升，环比下降。库存方面，2024年一季度涤纶长丝库存同比下降，但受春节累库影响，环比提升；国内下游坯布平均库存为26.8天，同环比降低，库存去化，整体结构较为良好。2023年四季度中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额4285亿元，同环比增加。下游库存下降，需求有所增加，纺织品零售额提升，涤纶长丝景气度预期上行。

**延伸产业链至上游，成本将继续优化。**2023年年度公司主要原材料PX/PTA/MEG采购价同比略有下滑，2024年一季度同比略提升，与原油价格存在一定相关性。随着聚酯涤纶企业炼化一体化发展，我国PX进口依存度有望降低，同时PTA和MEG供需趋于宽松，公司成本或将继续优化。

**预期浙石化投资收益将改善。**公司持有浙石化20%股份，2023年公司浙石化投资收益达2.7亿元，同比降低9.1亿元，部分影响公司业绩。2024年一季度公司浙石化投资收益达2.5亿元，预期后续浙石化在建项目陆续投产，产品景气逐渐恢复，将为公司带来更高的投资收益。

**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。

**投资建议：**公司主营产品涤纶长丝价差波动带来的业绩弹性较大，行业上看，2024年一季度涤纶长丝景气度仍在修复当中，需求未完全释放，盈利水平未达到过去五年的中枢水平，另外浙石化损益波动较大。我们下调公司2024-2025年盈利预测，新增2026年预测，即2024-2026年归母净利润预测为32.2/46.0/46.2亿元（原2024-2025年为38.2/53.7亿元），对应EPS为1.33/1.91/1.92元，当前股价对应PE为10/7/7X，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	61,993	82,640	99,964	104,522	109,874
(+/-%)	4.8%	33.3%	21.0%	4.6%	5.1%
归母净利润(百万元)	130	797	3219	4606	4620
(+/-%)	-98.2%	512.1%	303.8%	43.1%	0.3%
每股收益(元)	0.05	0.33	1.33	1.91	1.92
EBIT Margin	-1.8%	0.8%	3.9%	5.8%	5.9%
净资产收益率(ROE)	0.4%	2.2%	9.5%	14.7%	16.0%
市盈率(PE)	247.8	40.5	10.0	7.0	7.0
EV/EBITDA	54.1	23.0	12.1	9.8	9.6
市净率(PB)	0.93	0.91	0.96	1.03	1.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

#### 基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		13.37元
总市值/流通市值		32237/30381百万元
52周最高价/最低价		15.75/10.63元
近3个月日均成交额		262.63百万元

#### 市场走势



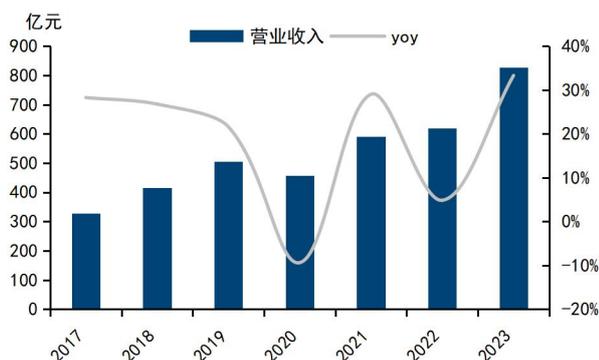
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《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》——2024-01-14
- 《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

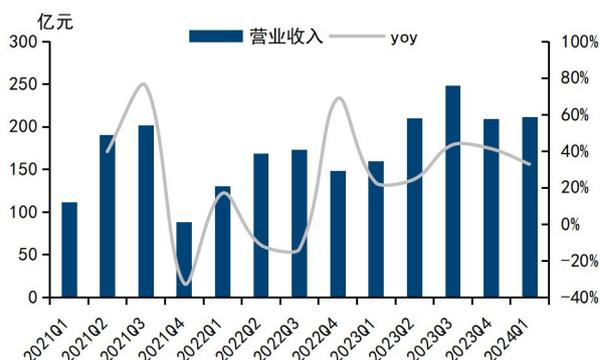
公司 2024 年一季度归母净利润同环比扭亏为盈。公司发布 2023 年年度报告及 2024 年一季度报，2023 年营收 826.4 亿元（同比+33%），归母净利润 8.0 亿元（同比+512%）；其中 2023 年四季度营收 209.0 亿元（同比+41%，环比-16%），归母净利润-1.1 亿元（同比+94%，环比-113%）。2024 年一季度营收 211.1 亿元（同比+33%，环比+1%），归母净利润 5.8 亿元，扣非归母净利润 5.4 亿元，同环比扭亏为盈。

图1：桐昆股份营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



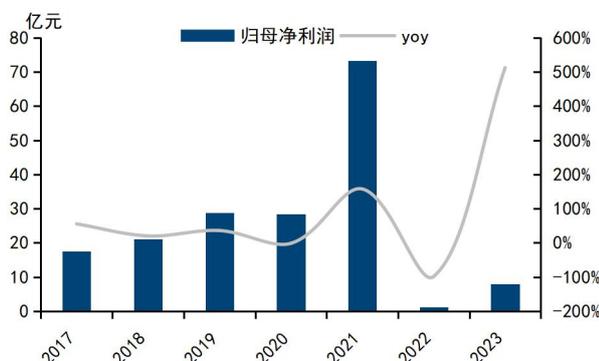
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：桐昆股份单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



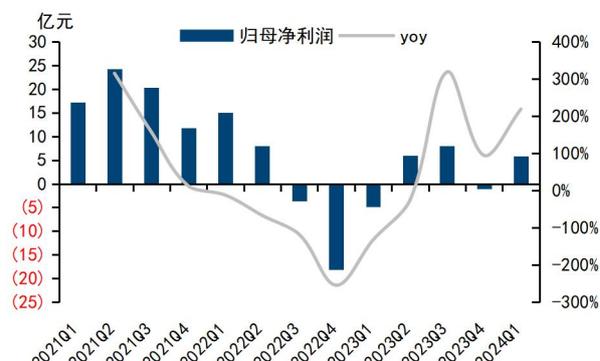
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：桐昆股份归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



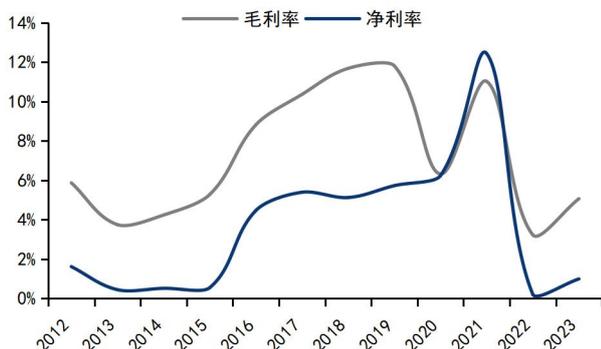
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：桐昆股份单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



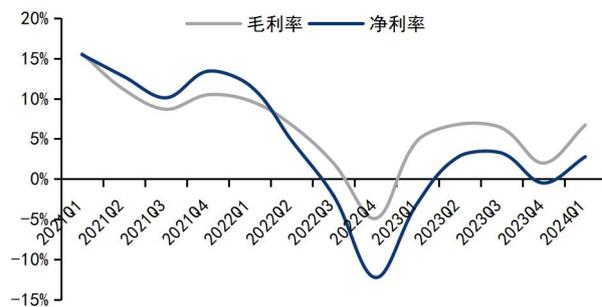
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 桐昆股份毛利率、净利率



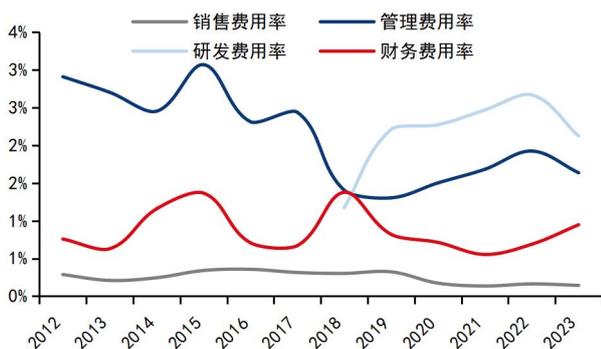
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 桐昆股份季度毛利率、净利率



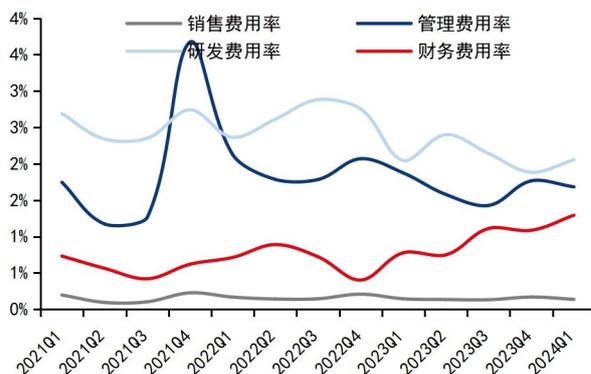
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 桐昆股份销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 桐昆股份季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**2023 年公司涤纶长丝产销量齐升, 2024 年一季度销量环比下滑。**得益于新产能的逐渐投放, 2023 年公司主营产品涤纶长丝产销量同比提升。受市场需求偏弱影响, 2024 年一季度销量环比有所下滑。2024 年一季度公司主营产品涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产量为 235.08/51.62/27.31 万吨, 同比+64%/+83%/+26%, 环比-1%/+14%/+0.3%; 销量为 193.51/41.53/23.46 万吨, 同比+37%/+37%/+13%, 环比-15%/-10%/-17%。

图9: 桐昆股份 POY 产销量 (万吨)

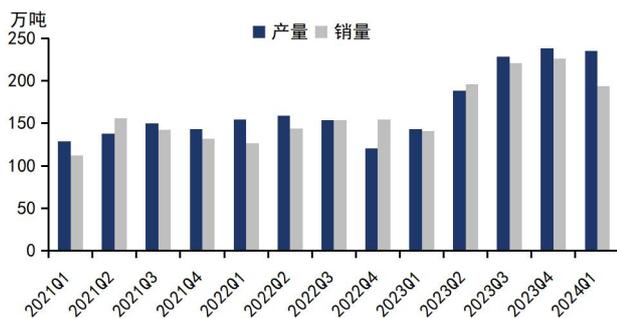
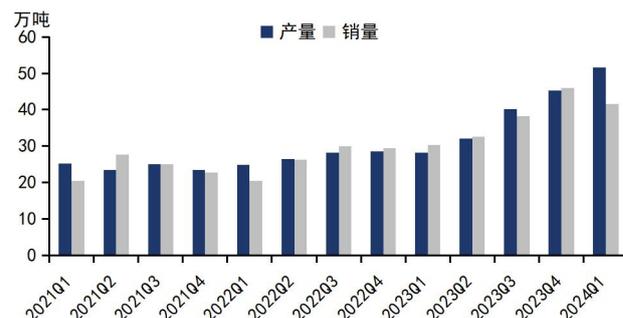


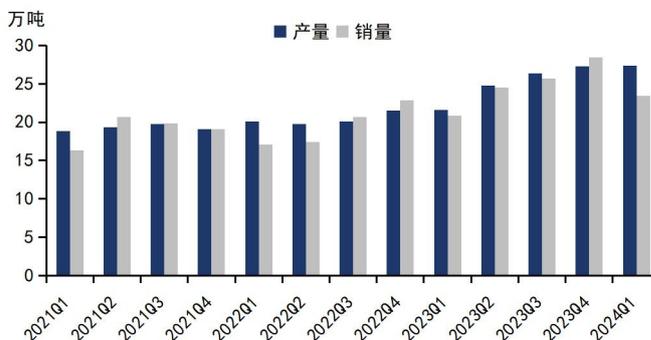
图10: 桐昆股份 FDY 产销量 (万吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：桐昆股份 DTY 产销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**2024 年一季度涤纶长丝价格回暖，行业整体处于复苏状态。**2023 年公司 POY/FDY/DTY 不含税售价为 6778/7609/8298 元/吨，同比-3%/-1%/-5%；2024 年一季度为 6819/7711/8406 元/吨，同比+2%/+4%/+2%。公司涤纶长丝年产能达 1350 万吨，市占率再创新高（全球 18%、国内 28%），居世界首位。公司长期占据我国涤纶长丝行业销量领先地位，且市场份额逐年提升，利用规模经济体现竞争优势，集中度提升之下预期未来涤纶长丝利润中枢逐渐上移。

**涤纶长丝供需边际改善，库存结构良好，预期盈利继续修复。**供应端，据 Wind 数据，2024 年一季度江浙地区涤纶长丝开工率平均为 85%，同比+21.1pct，环比-0.3pct；需求端，江浙地区下游化纤织造综合开机率 54%，同比+11.3pct，环比-12.7pct。库存方面，2024 年一季度涤纶长丝 POY/FDY/DTY 平均库存分别为 21.2/20.2/24.7 天，同比-0.1/-3.9/-3.2 天，环比+6.0/+0.5/-1.7 天，库存同比下降，但受春节累库影响，环比有所提升。2024 年一季度国内下游坯布平均库存为 26.8 天，同比-8.3 天，环比-7.6 天，库存去化，整体结构较为良好。2023 年四季度中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额 4285 亿元，同比+14%，环比+39%。下游库存下降，需求有所增加，纺织品类零售额提升，涤纶长丝景气度预期上行。

图12：涤纶长丝 POY (150D/48F) 价格、价差（元/吨）

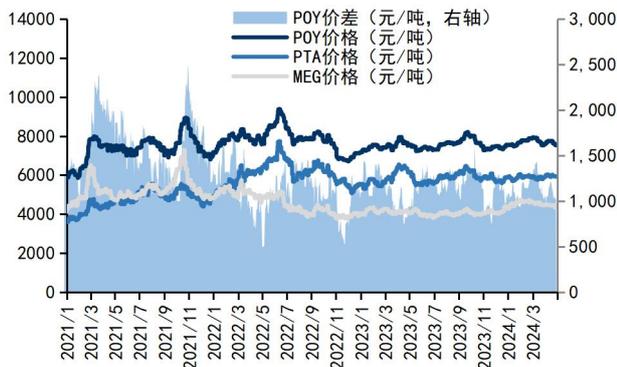
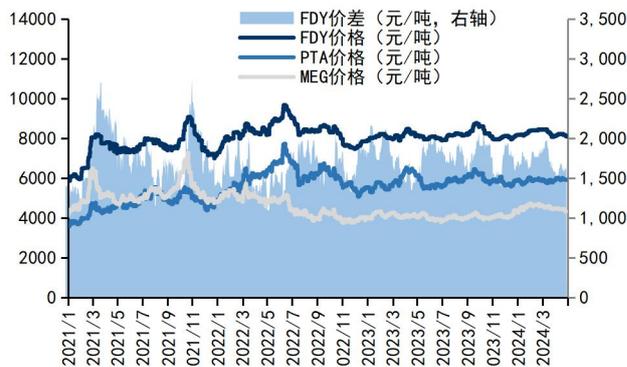
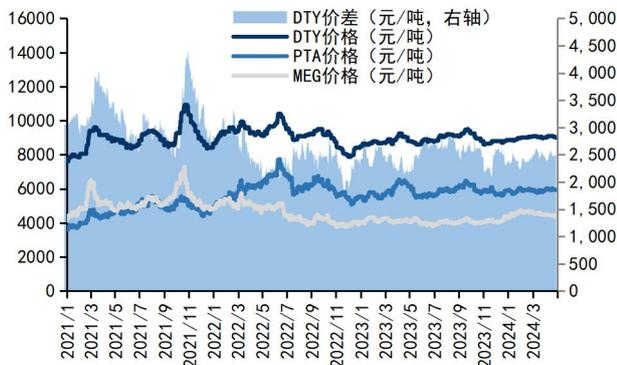


图13：涤纶长丝 FDY (150D/96F) 价格、价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

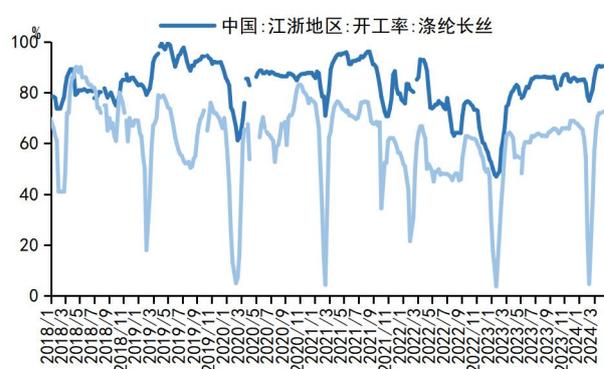
图14：涤纶长丝 DTY(150D/48F) 价格、价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：江浙地区涤纶长丝及下游织机开工率（%）



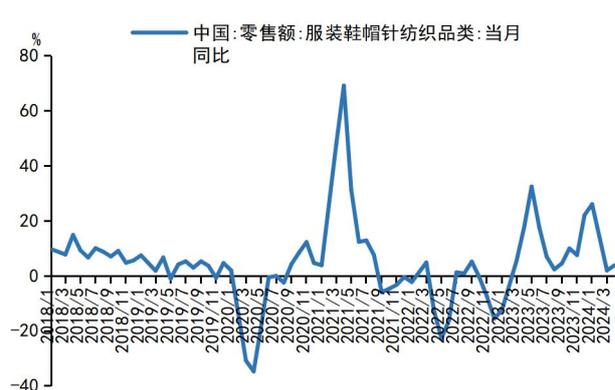
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：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17：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

**延伸产业链至上游，成本将继续优化。**2023 年年度公司主要原材料 PX/PTA/MEG 不含税采购价为 7488/5275/3603 元/吨，同比-1%/-3%/-11%；2024 年一季度为 7391/5235/4028 元/吨，同比+3%/+0.4%/+10%，与原油价格存在一定相关性。公司延伸产业链至上游领域（PTA、MEG 等），获取多环节经营利润，并通过协同效应平滑整体利润波动，确保上游材料自主可控，稳定生产经营。随着聚酯涤纶企业炼化一体化发展，我国 PX 进口依存度较高的劣势有望逐渐解决，同时原料 PTA 和 MEG 处于产能高速增长长期，供需趋于宽松，公司成本将继续优化。

**预期浙石化投资收益将改善。**公司持有浙石化 20% 股份，2023 年公司浙石化投资收益达 2.7 亿元，同比降低 9.1 亿元，浙石化盈利能力下滑影响公司总体业绩。2024 年一季度公司浙石化投资收益达 2.5 亿元，预期后续浙石化在建项目陆续投产，产品景气逐渐恢复，将为公司带来更高的投资收益。

**2023年，公司多个项目陆续推进。**年初恒阳项目首套聚纺装置开车，三套聚纺装置接连投产；随后恒超二期投产，产量均超额完成年度目标任务；宇欣项目也顺利开车，作为西北五省唯一建成投产的聚酯化纤项目，填补了当地市场空白，疆内产销转化持续向好发展；下半年恒超三期项目开工；中昆项目如期投产；年末嘉通能源作为全球首个石化聚酯一体化项目，8套聚纺装置、2套PTA装置以及相关配套工程全面建成投产。

**投资建议：**公司主营产品涤纶长丝价格、价差波动带来的业绩弹性较大，2023年公司净利率为1%，2024年一季度为3%。行业上看，2024年一季度涤纶长丝景气度仍在修复当中，需求未完全释放，盈利水平未达到过去五年的中枢水平，另外浙石化损益波动也较大。我们下调公司2024-2025年盈利预测，新增2026年预测，即2024-2026年归母净利润预测为32.2/46.0/46.2亿元（原2024-2025年预测为38.2/53.7亿元），对应EPS为1.33/1.91/1.92元，当前股价对应PE为10/7/7X，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 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2024E
603225.SH	新凤鸣	买入	13.93	21,305.52	0.71	1.01	1.45	19.6	13.8	9.6	1.3
000301.SZ	东方盛虹	买入	10.36	68,492.18	0.1	0.8	1.1	94.2	12.8	9.3	1.9
000703.SZ	恒逸石化	无评级	7.42	27,203.96	0.1	0.3	0.4	61.8	25.6	17.7	1.1
600346.SH	恒力石化	买入	15.50	109,106.05	1.0	1.2	1.4	15.8	13.5	10.8	1.7
601233.SH	桐昆股份	买入	13.37	32,236.67	0.3	1.3	1.9	40.5	10.1	7.0	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4月29日，无评级公司EPS来自Wind一致预期。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11670	11616	11539	11608	11588	营业收入	61993	82640	99964	104522	109874
应收款项	843	834	1025	1182	1159	营业成本	59988	78455	91467	93600	98480
存货净额	7386	10249	10719	11379	11931	营业税金及附加	152	294	283	308	342
其他流动资产	2074	3183	3328	3668	3915	销售费用	101	118	147	158	162
<b>流动资产合计</b>	<b>22462</b>	<b>26106</b>	<b>26836</b>	<b>28062</b>	<b>28818</b>	管理费用	1193	1352	1765	1862	1895
固定资产	43881	52895	60131	67080	72390	研发费用	1655	1755	2420	2513	2545
无形资产及其他	2294	2858	2716	2573	2430	财务费用	427	783	833	1015	1219
投资性房地产	3001	1752	1752	1752	1752	投资收益	1232	321	1100	884	769
长期股权投资	18502	18834	19166	19845	20293	资产减值及公允价值变动	170	11	59	80	50
<b>资产总计</b>	<b>90140</b>	<b>102446</b>	<b>110602</b>	<b>119312</b>	<b>125682</b>	其他收入	(1897)	(1390)	(2420)	(2513)	(2545)
短期借款及交易性金融负债	22852	28401	34455	44534	52680	营业利润	(363)	579	4208	6031	6050
应付款项	12499	14524	16785	17700	18019	营业外净收支	37	45	21	21	21
其他流动负债	3727	4031	5353	5286	5381	<b>利润总额</b>	<b>(325)</b>	<b>624</b>	<b>4229</b>	<b>6053</b>	<b>6071</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>39077</b>	<b>46957</b>	<b>56593</b>	<b>67519</b>	<b>76080</b>	所得税费用	(462)	(197)	846	1211	1214
长期借款及应付债券	15315	18475	18475	18475	18475	少数股东损益	6	24	165	236	237
其他长期负债	741	1231	1545	1896	2281	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>130</b>	<b>797</b>	<b>3219</b>	<b>4606</b>	<b>4620</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>16056</b>	<b>19706</b>	<b>20020</b>	<b>20371</b>	<b>20756</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>55134</b>	<b>66663</b>	<b>76612</b>	<b>87890</b>	<b>96836</b>	净利润	130	797	3219	4606	4620
少数股东权益	308	313	226	100	(25)	资产减值准备	141	(135)	10	7	5
股东权益	34698	35470	33764	31321	28872	折旧摊销	2711	3645	5111	6121	7003
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>90140</b>	<b>102446</b>	<b>110602</b>	<b>119312</b>	<b>125682</b>	公允价值变动损失	(170)	(11)	(59)	(80)	(50)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	427	783	833	1015	1219
每股收益	0.05	0.33	1.33	1.91	1.92	营运资本变动	2881	(31)	3101	48	29
每股红利	0.75	0.51	2.04	2.92	2.93	其它	(221)	123	(98)	(132)	(131)
每股净资产	14.39	14.71	14.00	12.99	11.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>5472</b>	<b>4387</b>	<b>11283</b>	<b>10570</b>	<b>11476</b>
ROIC	1.28%	-0.04%	4%	6%	6%	资本开支	0	(12436)	(12155)	(12853)	(12125)
ROE	0.38%	2.25%	10%	15%	16%	其它投资现金流	(490)	266	0	0	0
毛利率	3%	5%	9%	10%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1863)</b>	<b>(12502)</b>	<b>(12487)</b>	<b>(13532)</b>	<b>(12573)</b>
EBIT Margin	-2%	1%	4%	6%	6%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	5%	9%	12%	12%	负债净变化	8939	3160	0	0	0
收入增长	5%	33%	21%	5%	5%	支付股利、利息	(1806)	(1220)	(4925)	(7049)	(7070)
净利润增长率	-98%	512%	304%	43%	0%	其它融资现金流	(17543)	4181	6053	10079	8146
资产负债率	62%	65%	69%	74%	77%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3272)</b>	<b>8061</b>	<b>1128</b>	<b>3031</b>	<b>1076</b>
股息率	5.6%	3.8%	15.3%	21.8%	21.9%	<b>现金净变动</b>	<b>337</b>	<b>(54)</b>	<b>(76)</b>	<b>69</b>	<b>(21)</b>
P/E	247.8	40.5	10.0	7.0	7.0	货币资金的期初余额	11332	11670	11616	11539	11608
P/B	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	货币资金的期末余额	11670	11616	11539	11608	11588
EV/EBITDA	54.1	23.0	12.1	9.8	9.6	企业自由现金流	0	(7947)	(838)	(1818)	67
						权益自由现金流	0	(606)	4548	7449	7238

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