

2024年05月06日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 2024Q1 业绩扭亏为盈，看好涤纶长丝景气度提升

## —桐昆股份（601233.SH）公司事件点评报告

### 买入(维持) 事件

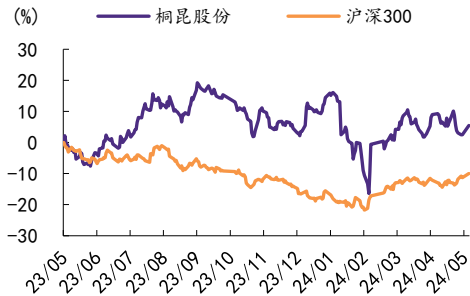
分析师：张伟保 S1050523110001  
zhangwb@cfsc.com.cn  
联系人：刘韩 S1050122080022  
liuhan@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-05-06

当前股价(元)	15.15
总市值(亿元)	365
总股本(百万股)	2411
流通股本(百万股)	2272
52周价格范围(元)	10.91-15.56
日均成交额(百万元)	227.16

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

1、《桐昆股份（601233）：长丝景气度上行，公司业绩持续改善》  
2023-12-05

桐昆股份发布 2023 年年度报告，实现营业收入 826.4 亿元，同比增长 33.3%；实现归母净利润 7.97 亿元，同比增长 539.1%。2023Q4 公司实现营业收入 208.98 亿元，同比+41.16%，环比-15.88%；实现归母净利润为-1.07 亿元。

桐昆股份发布 2024 年一季度报告，2024 Q1 公司实现营业收入 211.11 亿元，同比+32.66%，环比+1.02%；实现归母净利润为 5.80 亿元，同比和环比均扭亏为盈。

## 投资要点

### 行业景气回升叠加公司产能放量，2023 年业绩改善

受益于社交场景恢复，2023 年纺织行业国内市场需求韧性较强，国内纺织服装类商品零售明显修复。2023 年全国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长 12.9%，增速较 2022 年大幅回升 19.4 个百分点。根据中国化纤协会统计，2023 年涤纶产量 5702 万吨，同比增加 8.7%。在行业高投产、高开工的情况下，化纤总体库存仍处于正常水平。涤纶 POY 全年平均库存约 15 天，较 2022 年下降 11 天。公司 2023 年涤纶长丝利润率同比有所恢复，同时底部逆势扩张，产销量明显增长。分产品板块来看，2023 年公司 POY/FDY/DTY 销量分别为 784/147/99 万吨，分别同比+35.4%/+38.5%/+27.3%；营业收入分别为 531.6/111.8/82.4 亿元，分别同比+30.9%/+36.7%/+21.5%；不含税均价分别为 6777.7/7608.5/8298.4 元/吨，同比-3.31%/-1.3%/-4.61%；毛利率分别为 5.22%/9.81%/2.53%，同比+2.35pcts/+2.38pcts/+2.06pcts。2023 年公司销售毛利率为 5.06%，同比+1.83pcts；销售净利率为 0.99%，同比+0.77pcts，涤纶长丝主业盈利能力显著回升。

### 2024Q1 业绩扭亏为盈，持续看好长丝景气上行

据公司经营数据，2024Q1 公司 POY/FDY/DTY 销量分别为 193.5/41.5/23.5 万吨，分别同比+37.4%/+36.9%/+12.7%；

营业收入分别为 132/32/20 亿元，分别同比 +40.7%/+41.8%/+14.8%；不含税均价分别为 6819.4/7711.2/8406.3 元/吨，同比 +2.41%/+3.59%/+1.91%。2024Q1 公司销售毛利率为 6.71%，同比+1.92pcts，环比+4.73pcts；销售净利率为 2.77%，同比+5.74pcts，环比+3.26pcts。2024Q1 对参股公司浙石化确认投资收益 2.5 亿元，同比扭亏，环比+26.8%。根据百川盈孚，2024 年全国预计新增涤纶长丝产能 120 万吨，考虑到杭州逸暲 75 万吨产能搬迁，在不考虑行业其它落后产能退出的情况下，2024 年行业净新增涤纶长丝产能仅 50 万吨左右，产能增速大幅放缓且远低于需求增速，公司作为行业龙头将充分受益。

### ■ 市占率持续提升，进一步巩固产品及规模优势

截至 2023 年底，公司 PTA 年产能首破千万吨，聚合年产能达 1300 万吨，涤纶长丝年产能达 1350 万吨，长丝产品的市场占有率再创历史新高（全球 18%、国内 28%），继续稳居世界第一。2001-2023 年公司连续 23 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，具有较大的市场话语权。同时公司涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、ITY、中强丝和复合丝六大系列 1000 多个品种，规格齐全，被称为“涤纶长丝企业中的沃尔玛”。公司市占率的提升一方面是企业规模经济的体现，另一方面随着公司市占率以及整个行业集中度的提高，作为涤纶长丝行业的龙头企业未来利润中枢将会逐渐上移。

### ■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 883、943、1021 亿元，EPS 分别为 1.25、1.72、2.15 元，当前股价对应 PE 分别为 11、8、6.4 倍，维持“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	82,640	88,317	94,338	102,098
增长率（%）	33.3%	6.9%	6.8%	8.2%
归母净利润（百万元）	797	3,021	4,150	5,173
增长率（%）	512.1%	279.0%	37.4%	24.7%
摊薄每股收益（元）	0.33	1.25	1.72	2.15
ROE（%）	2.2%	8.0%	10.1%	11.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	11,616	16,843	23,120	30,126
应收款	834	891	952	1,031
存货	10,249	10,606	11,167	12,016
其他流动资产	3,407	3,626	3,858	4,157
流动资产合计	26,106	31,966	39,097	47,329
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	224	224	224	224
固定资产	44,160	46,457	45,456	43,264
在建工程	8,735	3,494	1,398	559
无形资产	2,858	2,716	2,573	2,437
长期股权投资	18,834	18,834	18,834	18,834
其他非流动资产	1,752	1,752	1,752	1,752
非流动资产合计	76,340	73,253	70,013	66,847
资产总计	102,446	105,219	109,110	114,176
<b>流动负债:</b>				
短期借款	20,974	20,974	20,974	20,974
应付账款、票据	14,524	15,029	15,825	17,028
其他流动负债	10,578	10,578	10,578	10,578
流动负债合计	46,957	47,522	48,382	49,668
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	18,475	18,475	18,475	18,475
其他非流动负债	1,231	1,231	1,231	1,231
非流动负债合计	19,706	19,706	19,706	19,706
负债合计	66,663	67,228	68,088	69,374
<b>所有者权益</b>				
股本	2,411	2,411	2,411	2,411
股东权益	35,783	37,990	41,022	44,802
负债和所有者权益	102,446	105,219	109,110	114,176

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	821	3113	4277	5332
少数股东权益	24	92	127	158
折旧摊销	3645	3087	3233	3159
公允价值变动	-15	-15	-15	-15
营运资金变动	-1354	-67	6	60
经营活动现金净流量	3121	6210	7627	8693
投资活动现金净流量	-10484	2944	3097	3030
筹资活动现金净流量	12590	-906	-1245	-1552
现金流量净额	5,227	8,248	9,479	10,171

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	82,640	88,317	94,338	102,098
营业成本	78,455	80,870	85,146	91,619
营业税金及附加	294	314	336	363
销售费用	118	126	135	146
管理费用	1,352	1,501	1,604	1,736
财务费用	783	800	1,023	827
研发费用	1,755	2,031	2,170	2,348
费用合计	4,009	4,459	4,931	5,057
资产减值损失	-26	-26	-26	-26
公允价值变动	-15	-15	-15	-15
投资收益	321	321	321	321
营业利润	579	3,302	4,553	5,687
加:营业外收入	57	57	57	57
减:营业外支出	11	11	11	11
利润总额	624	3,348	4,599	5,733
所得税费用	-197	234	322	401
净利润	821	3,113	4,277	5,332
少数股东损益	24	92	127	158
归母净利润	797	3,021	4,150	5,173

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	33.3%	6.9%	6.8%	8.2%
归母净利润增长率	512.1%	279.0%	37.4%	24.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	5.1%	8.4%	9.7%	10.3%
四项费用/营收	4.9%	5.0%	5.2%	5.0%
净利率	1.0%	3.5%	4.5%	5.2%
ROE	2.2%	8.0%	10.1%	11.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	65.1%	63.9%	62.4%	60.8%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	99.1	99.1	99.1	99.1
存货周转率	7.7	7.7	7.7	7.7
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.33	1.25	1.72	2.15
P/E	41.7	11.0	8.0	6.4
P/S	0.4	0.4	0.4	0.3
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8

## ■ 化工组介绍

**张伟保：**华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

**刘韩：**中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。