

601233.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.68

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.3)	3.5	12.0	10.0
相对上证综指	(7.9)	0.8	2.8	17.9

发行股数 (百万)	2,411.12
流通股 (百万)	2,272.31
总市值 (人民币 百万)	35,395.23
3个月日均交易额 (人民币 百万)	284.75
主要股东	
桐昆控股集团有限公司	19.28

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年5月8日收市价为标准

相关研究报告

- 《桐昆股份》20231108
- 《桐昆股份》20230901
- 《桐昆股份》20230425

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 余嫿嫿

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122050006

桐昆股份

长丝产销量大幅提升, 产业链实现完整布局

2023年度, 公司实现营业收入826.40亿元, 同比增长33.30%; 归母净利润7.97亿元, 同比增长539.10%。2024年第一季度实现营收211.11亿元, 同比增长32.66%, 环比增长1.02%; 归母净利润5.80亿元, 同比环比均扭亏为盈。涤纶长丝新增产能释放, 产销量大幅提升, 看好公司业务持续向好, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **涤纶长丝景气度修复, 公司产销量大幅提升。**2023年随着国内稳增长政策的持续发力, 涤纶长丝行业下游需求相较于2022年边际改善显著, 产品销量与价差有所扩大, 行业整体处于复苏状态。2023年度, 公司长丝实现销售1030.71万吨, 同比增长34.97%, 涤纶长丝产销量大幅提升, 带动公司营收明显增长。其中POY/FDY/DTY销量分别为784.37/146.94/99.40万吨, 同比增长35.36%/38.48%/27.32%。2024年第一季度, 公司长丝实现销售258.50万吨, 其中POY/FDY/DTY销量分别为193.51/41.53/23.46万吨, 同比增长37.43%/36.93%/12.68%。2023年度, 涤纶长丝盈利能力略有提升, POY/FDY/DTY分别实现收入531.62/111.80/82.49亿元, 同比增长30.87%/36.67%/21.46%, POY/FDY/DTY毛利率分别5.22%/9.81%/2.53%, 同比分别增长2.35pct/2.38pct/2.06pct。期间费用方面, 由于财务利息支出增加, 2023年财务费用7.83亿元, 同比增长83.49%, 2024年第一季度财务费用2.73亿元, 同比增长120.90%。未来随着涤纶长丝下游需求复苏, 以及行业竞争格局优化, 公司盈利能力或持续改善。
- **2023年浙石化盈利下降, 未来投资收益有望回升。**2023年度, 公司投资收益为3.21亿元, 同比降低73.93%, 其中, 公司持有浙石化20%股权, 浙石化2023年实现净利润13.67亿元, 对应投资收益为2.73亿元, 较2022年降低9.37亿元。2024年第一季度, 公司投资收益为2.56亿元, 同比增长157.61%。2023年浙石化的产品结构进一步丰富, 未来随着石化行业景气度修复, 公司的投资收益有望显著增加。
- **初步实现产业链完整布局, 综合竞争力提升。**2023年公司全国性全产业链的空间布局已初步成型, 新增涤纶长丝产能约390万吨、新增PTA产能300万吨。截至2023年末, 公司拥有涤纶长丝产能约1350万吨/年, PTA产能约1020万吨/年。其中, 2023年上半年恒阳项目三套聚纺装置满产达产, 恒超二期和宇欣项目完成投产, 全年长丝和切片产量均超额完成目标任务; 下半年恒超三期项目开工, 提升公司差别化新材料生产能力; 中昆项目顺利投产, 实现“燃料变原料、原料变材料”的革命性转变, 助力公司成功打通“一方气”到“一匹布”的新链路; 年末嘉通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。公司产能规模持续扩张, 产业链进一步延伸, 综合竞争力得到跃升。

估值

- 考虑到涤纶长丝行业景气度变化, 调整盈利预测, 预计公司2024-2026年归母净利润分别为31.10亿元、41.93亿元、55.68亿元, EPS分别为1.29元、1.74元、2.31元, 对应当前市盈率分别为11.4倍、8.4倍、6.4倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 下游需求恢复不及预期, 上游原材料价格剧烈波动, 行业产能大幅增加等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	61,993	82,640	93,856	96,579	101,116
增长率(%)	4.8	33.3	13.6	2.9	4.7
EBITDA(人民币 百万)	1,454	4,284	6,670	8,395	10,729
归母净利润(人民币 百万)	130	797	3,110	4,193	5,568
增长率(%)	(98.2)	512.1	290.2	34.8	32.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.05	0.33	1.29	1.74	2.31
原股本摊薄每股收益预测(人民币)	/	/	1.58	2.01	/
调整幅度(%)	/	/	(18.35)	(13.43)	/
市盈率(倍)	271.8	44.4	11.4	8.4	6.4
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(倍)	40.9	18.5	11.3	9.8	8.6
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3
股息率(%)	0.0	0.3	1.1	1.5	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022年归母净利润引用调整前数据。

图表 1. 公司 2023 年财务报告摘要

(亿元)	2023 年度	2022 年度	同比增长(%)
一、营业总收入	826.40	619.93	33.30
二、营业总成本	827.58	635.15	30.28
其中：营业成本	784.55	599.88	30.78
营业税金及附加	2.94	1.52	91.82
销售费用	1.18	1.01	17.14
管理费用	13.52	11.93	12.66
研发费用	17.55	16.55	6.05
财务费用	7.83	4.27	83.49
资产减值	(0.26)	(1.40)	81.20
三、其他经营收益	3.61	0.88	309.44
公允价值变动收益	(0.15)	0.30	(151.05)
投资收益	3.21	12.32	(73.93)
四、营业利润	5.79	(3.63)	255.92
加：营业外收入	0.57	0.45	25.95
减：营业外支出	0.11	0.08	36.14
五、利润总额	6.24	(3.25)	286.59
减：所得税	(1.97)	(4.62)	57.32
六、净利润	8.21	1.36	545.29
少数股东损益	0.24	0.06	844.55
七、归属母公司净利润	7.97	1.25	539.10
EPS(元)	0.34	0.05	580.00

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 公司 2024 年第一季度财务报告摘要

(亿元)	2024 年第一季度	2023 年第一季度	同比增长(%)
一、营业总收入	211.11	159.13	32.66
二、营业总成本	208.29	159.51	30.57
其中：营业成本	196.96	151.52	29.99
营业税金及附加	0.43	0.29	46.28
销售费用	0.29	0.23	25.59
管理费用	3.55	2.98	18.47
研发费用	4.34	3.25	33.28
财务费用	2.73	1.24	120.90
资产减值	0.15	0.16	(7.96)
三、其他经营收益	1.03	0.11	806.99
公允价值变动收益	0.01	(0.59)	101.73
投资收益	2.56	(4.44)	157.61
四、营业利润	6.57	(4.89)	233.69
加：营业外收入	0.08	0.09	(8.37)
减：营业外支出	0.01	0.01	7.49
五、利润总额	6.64	(4.82)	237.26
减：所得税	0.79	(0.09)	974.12
六、净利润	5.85	(4.73)	223.16
少数股东损益	0.05	0.17	(72.49)
七、归属母公司净利润	5.80	(4.90)	218.01
EPS(元)	0.24	(0.20)	220.00

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	61,993	82,640	93,856	96,579	101,116
营业收入	61,993	82,640	93,856	96,579	101,116
营业成本	59,988	78,455	87,337	88,858	91,877
营业税金及附加	152	294	225	232	243
销售费用	101	118	131	135	142
管理费用	1,193	1,352	1,520	1,565	1,638
研发费用	1,655	1,755	1,971	2,028	2,022
财务费用	427	783	989	1,078	1,262
其他收益	88	361	350	350	350
资产减值损失	(140)	(26)	(30)	(30)	(30)
信用减值损失	(34)	(12)	(30)	(10)	(10)
资产处置收益	(16)	68	5	5	5
公允价值变动收益	30	(15)	0	0	0
投资收益	1,232	321	1,500	1,700	2,000
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(363)	579	3,478	4,698	6,247
营业外收入	45	57	30	30	30
营业外支出	8	11	5	5	5
利润总额	(325)	624	3,503	4,723	6,272
所得税	(462)	(197)	280	378	502
净利润	136	821	3,223	4,346	5,770
少数股东损益	6	24	113	152	202
归母净利润	130	797	3,110	4,193	5,568
EBITDA	1,454	4,284	6,670	8,395	10,729
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.05	0.33	1.29	1.74	2.31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,462	26,106	25,402	26,072	26,884
货币资金	11,670	11,616	11,263	11,589	12,134
应收账款	795	693	611	677	615
应收票据	0	0	0	0	0
存货	7,386	10,249	10,372	10,361	11,077
预付账款	380	1,384	1,285	1,430	1,173
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,232	2,165	1,872	2,014	1,886
非流动资产	67,678	76,340	78,340	85,683	98,146
长期投资	18,524	18,856	18,856	18,856	18,856
固定资产	23,399	44,160	45,341	48,678	54,857
无形资产	2,294	2,858	2,760	2,661	2,563
其他长期资产	23,461	10,465	11,383	15,488	21,871
资产合计	90,140	102,446	103,742	111,756	125,031
流动负债	39,077	46,957	46,779	49,749	55,591
短期借款	19,507	20,974	24,408	27,102	34,141
应付账款	9,335	10,533	9,360	8,411	7,922
其他流动负债	10,235	15,449	13,011	14,236	13,528
非流动负债	16,056	19,706	18,362	19,605	21,992
长期借款	15,315	18,475	17,365	18,491	20,937
其他长期负债	741	1,231	996	1,114	1,055
负债合计	55,134	66,663	65,141	69,354	77,583
股本	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
少数股东权益	308	313	426	578	780
归属母公司股东权益	34,698	35,470	38,176	41,824	46,668
负债和股东权益合计	90,140	102,446	103,742	111,756	125,031

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	136	821	3,223	4,346	5,770
折旧摊销	2,723	3,657	4,059	4,673	5,575
营运资金变动	1,409	(1,634)	(1,220)	(1,088)	(955)
其他	(3,196)	277	(779)	(496)	(809)
经营活动现金流	1,073	3,121	5,283	7,436	9,582
资本支出	(15,035)	(11,367)	(6,031)	(12,031)	(18,031)
投资变动	(1,773)	(90)	0	0	0
其他	517	972	1,505	1,705	2,005
投资活动现金流	(16,292)	(10,484)	(4,526)	(10,326)	(16,026)
银行借款	15,670	4,627	2,325	3,820	9,485
股权融资	(3,631)	(1,420)	(405)	(545)	(724)
其他	786	3,320	(3,030)	(57)	(1,772)
筹资活动现金流	12,825	6,527	(1,110)	3,217	6,988
净现金流	(2,394)	(836)	(353)	327	544

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	4.8	33.3	13.6	2.9	4.7
营业利润增长率(%)	(104.5)	(259.7)	500.7	35.1	33.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(98.2)	512.1	290.2	34.8	32.8
息税前利润增长率(%)	(133.4)	(149.4)	316.7	42.5	38.5
息税折旧前利润增长率(%)	(76.5)	194.7	55.7	25.8	27.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(98.2)	512.1	290.2	34.8	32.8
获利能力					
息税前利润率(%)	(2.0)	0.8	2.8	3.9	5.1
营业利润率(%)	(0.6)	0.7	3.7	4.9	6.2
毛利率(%)	3.2	5.1	6.9	8.0	9.1
归母净利润率(%)	0.2	1.0	3.3	4.3	5.5
ROE(%)	0.4	2.2	8.1	10.0	11.9
ROIC(%)	0.9	1.1	3.1	3.8	4.5
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.8	1.0	0.9	1.0	1.0
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	107.0	111.1	144.0	150.0	156.5
应付账款周转率	9.2	8.3	9.4	10.9	12.4
费用率					
销售费用率(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
管理费用率(%)	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6
研发费用率(%)	2.7	2.1	2.1	2.1	2.0
财务费用率(%)	0.7	0.9	1.1	1.1	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.3	1.3	1.7	2.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	1.3	2.2	3.1	4.0
每股净资产(最新摊薄)	14.4	14.7	15.8	17.3	19.4
每股股息	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	271.8	44.4	11.4	8.4	6.4
P/B(最新摊薄)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	40.9	18.5	11.3	9.8	8.6
价格/现金流(倍)	33.0	11.3	6.7	4.8	3.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371