

桐昆股份 (601233.SH)

上半年净利同比修复, 涤纶长丝行业复苏中

优于大市

核心观点

公司2024年上半年归母净利润10至11.5亿元, 同比大增。桐昆股份发布2024年半年度业绩预告, 预计归母净利润将达到10至11.5亿元, 同比+849.4%至+991.8%, 增长显著。此外, 公司预计扣除对联营企业和合营企业的投资收益部分后的净利润为6至7.5亿元, 同比+31.9%至+64.8%。其中, 2024年二季度公司归母净利润为4.2至5.7亿元。利润同比增长主要来自于国内稳增长政策的推动, 涤纶长丝下游需求的边际改善, 供给端优化和产业集中度提升等。行业协同作用明显, 产品销量与价差增大, 行业整体复苏。**浙石化投资收益逐步改善。**公司持有浙石化20%股份, 浙石化依托全球特大型炼化一体化装置, 通过技术改进和生产能力提升, 化工产品品种丰富, 毛利改善。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。

2024年二季度涤纶长丝价格同比提升, 行业整体处于复苏状态。据Wind数据, 2024年二季度POY/FDY/DTY市场主流价格分别为7691/8184/9105元/吨, 同比+3%/+1%/+3%, 环比-0.1%/-2%/+1%; 价差同比+2%/-7%/+3%, 环比-2%/-8%/+4%。涤纶长丝供给端优化, 集中度提升之下, 预期未来涤纶长丝利润中枢有望继续上移。

涤纶长丝供需边际改善, 预期盈利继续修复。供应端, 据Wind数据, 2024年二季度江浙地区涤纶长丝开工率平均为88%; 需求端, 江浙地区下游化纤织造综合开机率70%; 库存端, 涤纶长丝平均库存同环比提升。供需及库存同环比均有增长, 而国内下游坯布平均库存同比下降。2024年1-5月, 中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额3378亿元, 同比+3%, 下游需求有所提升。总体而言, 2024年二季度涤纶长丝下游化纤织造综合开机率提升, 尽管涤纶长丝同比存在累库, 但下游坯布库存同比下降, 纺织品零售额提升, 需求有所增加, 涤纶长丝景气度有望上行。

延伸产业链至上游, 成本有望继续优化。据Wind数据, 2024年二季度公司主要原材料PX/PTA/MEG市场均价同比有所提升。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处于产能高速增长期, 供需趋于宽松, 公司成本有望继续优化。

投资建议:公司主营产品涤纶长丝价格及价差波动带来的业绩波动较大, 2024年二季度涤纶长丝景气度仍在修复当中, 需求未完全释放; 另外浙石化投资收益波动也较大, 尽管预期向好, 但需要时间复苏。我们下调公司2024-2026年归母净利润预测为24.7/33.4/42.1亿元(原值为32.2/46.0/46.2亿元), 对应EPS为1.03/1.38/1.75元, 当前股价对应PE为14.8/11.0/8.7X, 维持“优于大市”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	100,207	107,209	115,008
(+/-%)	4.8%	33.3%	21.3%	7.0%	7.3%
归母净利润(百万元)	130	797	2472	3335	4209
(+/-%)	-98.2%	512.1%	210.2%	34.9%	26.2%
每股收益(元)	0.05	0.33	1.03	1.38	1.75
EBIT Margin	-1.8%	0.8%	3.1%	4.0%	4.9%
净资产收益率(ROE)	0.4%	2.2%	6.6%	8.2%	9.5%
市盈率(PE)	280.7	45.9	14.8	11.0	8.7
EV/EBITDA	56.8	23.9	13.5	11.0	9.2
市净率(PB)	1.05	1.03	0.97	0.90	0.83

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.16元
总市值/流通市值	36553/34448百万元
52周最高价/最低价	16.44/10.63元
近3个月日均成交额	439.81百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

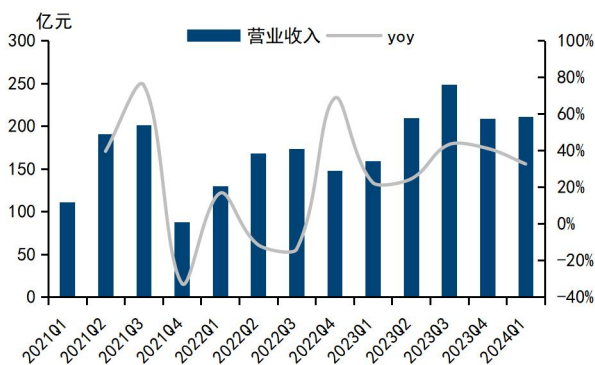
相关研究报告

- 《桐昆股份(601233.SH)——一季度净利扭亏为盈, 长丝盈利修复中》——2024-04-30
- 《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 年上半年归母净利润 10 至 11.5 亿元，同比大增。桐昆股份发布 2024 年半年度业绩预告，预计归母净利润将达到 10 至 11.5 亿元，同比+849.4%至+991.8%，扣非归母净利润预计为 8.5 至 10 亿元，同比+2186.6%至+2554.9%，增长显著。此外，公司预计扣除对联营企业和合营企业的投资收益部分后的净利润为 6 至 7.5 亿元，同比+31.9%至+64.8%。其中，2024 年二季度公司归母净利润为 4.2 至 5.7 亿元，扣非归母净利润为 3.1 至 4.6 亿元。国内稳增长政策的推动，涤纶长丝行业下游需求的显著边际改善，行业供给端的优化和产业集中度的提升，行业协同作用明显，产品销量与价差增大，行业整体复苏。

浙石化投资收益逐步改善。公司持有浙石化 20%股份，浙石化依托全球特大型炼化一体化装置，通过技术改进和生产能力提升，化工产品品种丰富，毛利改善。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。

图1: 桐昆股份单季度营业收入（亿元）及同比增速



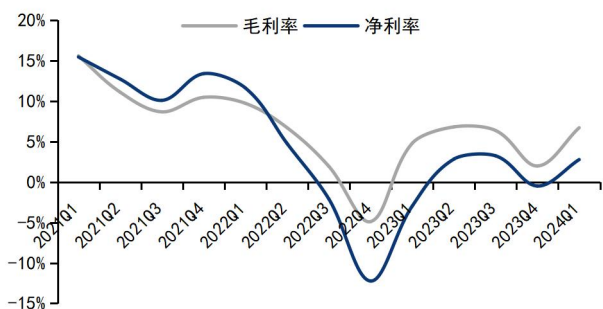
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 桐昆股份单季度归母净利润（亿元）及同比增速



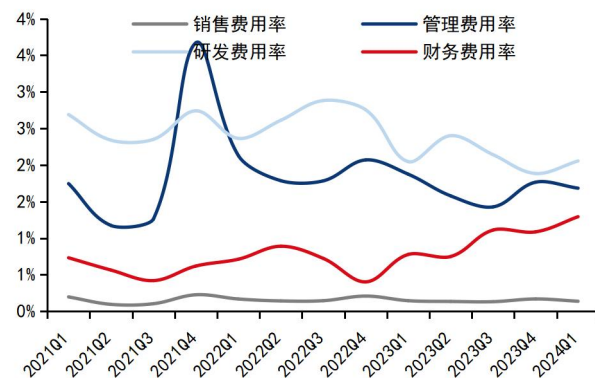
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 桐昆股份单季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 桐昆股份单季度销售、管理、研发、财务费用率



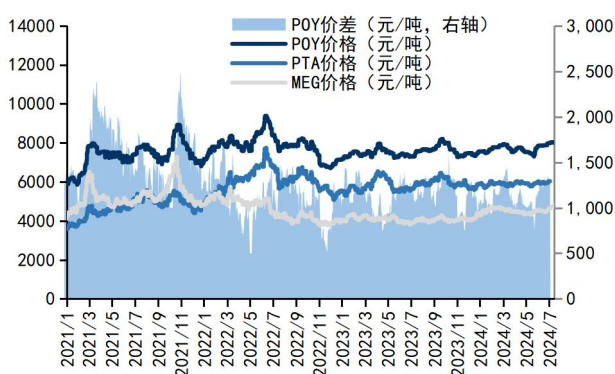
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2024 年二季度涤纶长丝价格同比提升，行业整体处于复苏状态。据 Wind 数据，2024 年二季度 POY/FDY/DTY 市场主流价格分别为 7691/8184/9105 元/吨，同比

+3%/+1%/+3%，环比-0.1%/-2%/+1%；价差同比+2%/-7%/+3%，环比-2%/-8%/+4%。公司涤纶长丝年产能达1350万吨，全球市占率18%，国内市占率28%。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。

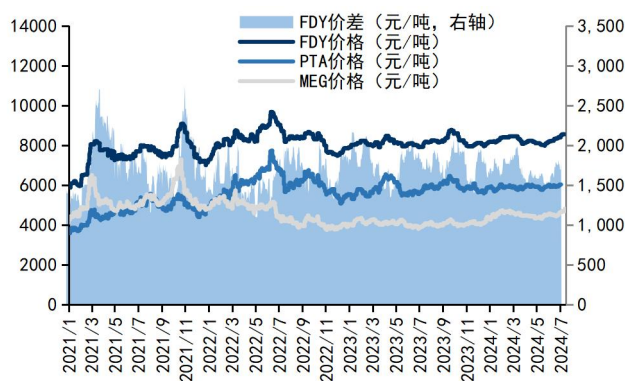
涤纶长丝供需边际改善，预期盈利继续修复。供应端，据Wind数据，2024年二季度江浙地区涤纶长丝开工率平均为88%，同比+6 pct，环比+3 pct；需求端，江浙地区下游化纤织造综合开机率70%，同比+12 pct，环比+16 pct。库存方面，2024年二季度涤纶长丝POY/FDY/DTY平均库存分别为28.6/27.0/23.8天，同比+11.6/+0.1/+2.9天，环比+7.3/+2.3/+3.6天，库存同比提升。2024年二季度国内下游坯布平均库存为29.9天，同比-8.5天，环比+3.1天，库存同比下降。2024年1-5月，中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额3378亿元，同比+3%，下游需求有所提升。总体而言，2024年二季度涤纶长丝下游化纤织造综合开机率提升，尽管涤纶长丝同比存在累库，但下游坯布库存同比下降，纺织品零售额提升，需求有所增加，涤纶长丝景气度有望上行。

图5: 涤纶长丝 POY (150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



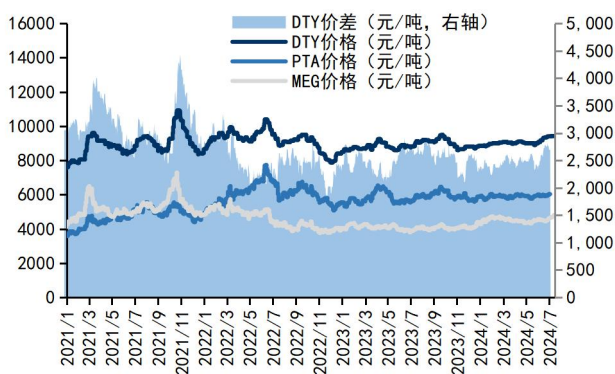
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 涤纶长丝 FDY (150D/96F) 价格、价差 (元/吨)



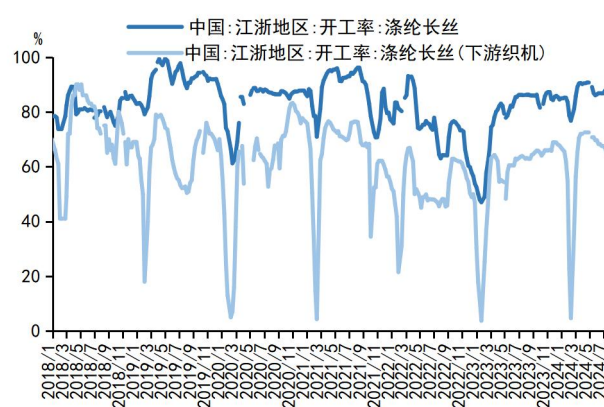
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 涤纶长丝 DTY (150D/48F) 价格、价差 (元/吨)

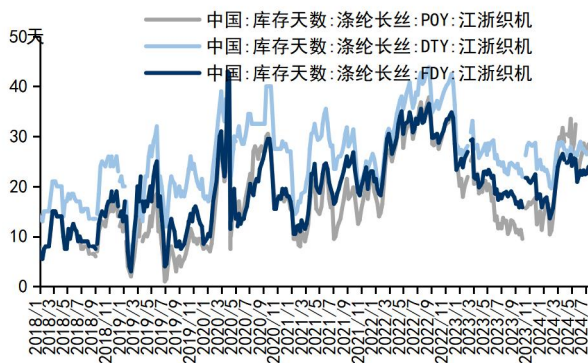


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

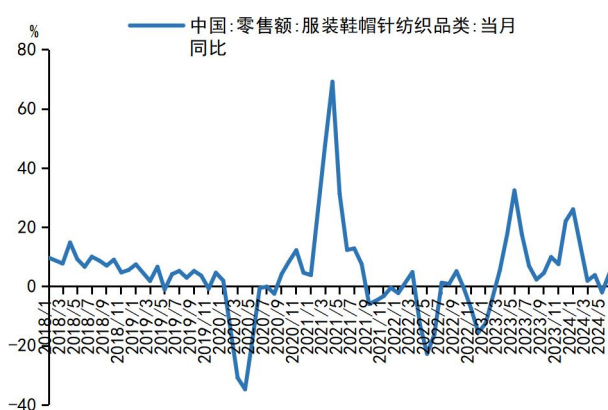
图8: 江浙地区涤纶长丝及下游织机开工率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：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10：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。据Wind数据，2024年二季度公司主要原材料PX/PTA/MEG市场均价分别为8335/5933/4460元/吨，同比+3%/+1%/+10%，环比+2%/+1%/-2%，原材料价格同比有所提升。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处于产能高速增长期，供需趋于宽松，公司成本将继续优化。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

涤纶长丝：假设2024年公司涤纶长丝的销量达到产能（1350万吨）的90%，该板块2025-2026年或有新增产能，但下游需求或不能全部消化，我们假设2025-2026年每年销量增速为7%。价格方面，基于目前涤纶长丝的市场价格，我们假设2024-2026年涤纶长丝市场价格同比增速分别为3%/1%/1%，单吨毛利水平持续修复，分别为600/680/750元/吨。

精对苯二甲酸（PTA）：该板块一季度销量为31.86万吨，我们假设2024年销量为128万吨，2025-2026年销量增速为1%。基于目前PTA的市场价格，假设2024-2026年PTA市场价格同比增速均为1%，毛利水平略微修复提升，分别为-10/0/50元/吨。

切片等其他：假设该板块2024-2026年销量较为稳定，与2023年接近，单吨毛利略有提升至300元/吨，毛利率稳定在2.5%左右。

其他业务：假设该板块2024-2026年基本不发生波动。

表1：桐昆股份业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
涤纶长丝						
收入（亿元）	498.4	559.8	729.8	882.9	951.2	1,027.4
成本（亿元）	433.7	541.2	688.2	810.0	863.0	923.4
销量（万吨）	718.0	767.6	1,034.5	1,215.0	1,296.0	1,386.0
单吨收入（元）	6,941	7,293	7,055	7,267	7,339	7,413
单吨毛利（元）	901.1	243.0	401.8	600.0	680.0	750.0

毛利 (亿元)	64.7	18.7	41.6	72.9	88.1	104.0
毛利率 (%)	13.0%	3.3%	5.7%	8.3%	9.3%	10.1%
精对苯二甲酸						
收入 (亿元)	1.1	0.0	52.2	74.5	76.0	77.5
成本 (亿元)	1.1	0.0	52.7	74.6	76.0	76.9
销量 (万吨)	3.1	0.0	90.5	128.0	129.3	130.6
单吨收入 (元)	3,442	/	5,764	5,821	5,879	5,938
单吨毛利 (元)	-64.9	/	-55.2	-10.0	0.0	50.0
毛利 (亿元)	-0.0	0.0	-0.5	-0.1	0.0	0.7
毛利率 (%)	-1.6%	0.7%	-1.0%	-0.2%	0.0%	0.8%
切片等其他						
收入 (亿元)	80.9	43.0	19.6	19.8	20.1	20.3
成本 (亿元)	80.5	41.9	19.2	19.3	19.6	19.8
销量 (万吨)	3.5	5.1	16.4	16.5	16.5	16.5
单吨收入 (元)	230,427	83,658	11,924	12,044	12,164	12,286
单吨毛利 (元)	1,225.1	2,120.6	237.5	300.0	300.0	300.0
毛利 (亿元)	0.4	1.1	0.4	0.5	0.5	0.5
毛利率 (%)	0.5%	2.5%	2.0%	2.5%	2.5%	2.4%
其他业务						
收入 (亿元)	11.0	17.1	24.9	24.9	24.9	24.9
成本 (亿元)	11.0	16.8	24.5	24.5	24.5	24.5
毛利 (亿元)	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
毛利率 (%)	0.5%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
总计						
收入 (亿元)	591.3	619.9	826.4	1002.1	1072.1	1150.1
成本 (亿元)	526.2	599.9	784.6	928.4	983.1	1044.6
毛利 (亿元)	65.2	20.1	41.8	73.7	89.0	105.5
毛利率 (%)	11.0%	3.2%	5.1%	7.4%	8.3%	9.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：公司主营产品涤纶长丝价格及价差波动带来的业绩波动较大，2024年二季度涤纶长丝景气度仍在修复当中，需求未完全释放；另外浙石化投资收益波动也较大，尽管预期向好，但需要时间复苏。我们下调公司2024-2026年归母净利润预测为24.7/33.4/42.1亿元（原值为32.2/46.0/46.2亿元），对应EPS为1.03/1.38/1.75元，当前股价对应PE为14.8/11.0/8.7X，维持“优于大市”评级。

表2：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
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
603225.SH	新凤鸣	优于大市	14.91	22,734.23	0.71	1.01	1.45	21.0	14.8	10.3	1.4
000301.SZ	东方盛虹	优于大市	8.02	53,021.94	0.11	0.56	0.78	72.9	14.4	10.2	1.5
000703.SZ	恒逸石化	无评级	7.69	28,193.87	0.12	0.30	0.42	64.1	26.0	18.4	1.1
600346.SH	恒力石化	优于大市	14.39	101,292.65	0.98	1.15	1.43	14.7	12.5	10.1	1.6
601233.SH	桐昆股份	优于大市	15.16	36,552.57	0.33	1.03	1.38	45.9	14.8	11.0	1.0

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2024年7月12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	100207	107209	115008
应收款项	843	834	1027	1213	1213	营业成本	59988	78455	92842	98307	104459
存货净额	7386	10249	12025	12398	13293	营业税金及附加	152	294	356	381	409
其他流动资产	2074	3183	3337	3762	4098	销售费用	101	118	143	153	165
流动资产合计	22462	26106	28152	29206	30417	管理费用	1193	1352	1663	1770	1888
固定资产	43881	52895	60131	65275	68621	研发费用	1655	1755	2128	2277	2442
无形资产及其他	2294	2858	2716	2573	2430	财务费用	427	783	807	857	865
投资性房地产	3001	1752	1752	1752	1752	投资收益	1232	321	900	818	680
长期股权投资	18502	18834	19166	19499	19831	资产减值及公允价值变动	170	11	59	80	50
资产总计	90140	102446	111917	118304	123051	其他收入	(1897)	(1390)	(2128)	(2277)	(2442)
短期借款及交易性金融负债	22852	28401	32081	32911	32832	营业利润	(363)	579	3227	4361	5509
应付款项	12499	14524	17065	18671	19235	营业外净收支	37	45	21	21	21
其他流动负债	3727	4031	4733	5318	5389	利润总额	(325)	624	3249	4382	5531
流动负债合计	39077	46957	53879	56900	57457	所得税费用	(462)	(197)	650	876	1106
长期借款及应付债券	15315	18475	18475	18475	18475	少数股东损益	6	24	127	171	216
其他长期负债	741	1231	1545	1896	2281	归属于母公司净利润	130	797	2472	3335	4209
长期负债合计	16056	19706	20020	20371	20756	现金流量表 (百万元)					
负债合计	55134	66663	73899	77271	78212	净利润	130	797	2472	3335	4209
少数股东权益	308	313	422	569	755	资产减值准备	141	(135)	10	6	3
股东权益	34698	35470	37596	40464	44084	折旧摊销	2711	3645	5111	6073	6843
负债和股东权益总计	90140	102446	111917	118304	123051	公允价值变动损失	(170)	(11)	(59)	(80)	(50)
关键财务与估值指标						财务费用	427	783	807	857	865
每股收益	0.05	0.33	1.03	1.38	1.75	营运资本变动	2881	(31)	1445	1563	(208)
每股红利	0.75	0.51	0.14	0.19	0.24	其它	(221)	123	99	141	182
每股净资产	14.39	14.71	15.59	16.78	18.28	经营活动现金流	5472	4387	9077	11039	10980
ROIC	1.28%	-0.04%	3%	4%	5%	资本开支	0	(12436)	(12155)	(11000)	(10000)
ROE	0.38%	2.25%	7%	8%	10%	其它投资现金流	(490)	266	0	0	0
毛利率	3%	5%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(1863)	(12502)	(12487)	(11332)	(10332)
EBIT Margin	-2%	1%	3%	4%	5%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	5%	8%	10%	11%	负债净变化	8939	3160	0	0	0
收入增长	5%	33%	21%	7%	7%	支付股利、利息	(1806)	(1220)	(346)	(467)	(589)
净利润增长率	-98%	512%	210%	35%	26%	其它融资现金流	(17543)	4181	3680	829	(79)
资产负债率	62%	65%	66%	66%	64%	融资活动现金流	(3272)	8061	3334	363	(668)
股息率	4.9%	3.3%	0.9%	1.3%	1.6%	现金净变动	337	(54)	(76)	69	(21)
P/E	280.7	45.9	14.8	11.0	8.7	货币资金的期初余额	11332	11670	11616	11539	11608
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	货币资金的期末余额	11670	11616	11539	11608	11588
EV/EBITDA	56.8	23.9	13.5	11.0	9.2	企业自由现金流	0	(7947)	(3140)	93	1151
						权益自由现金流	0	(606)	(106)	237	380

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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