

2024年07月15日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2024H1 净利高增，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

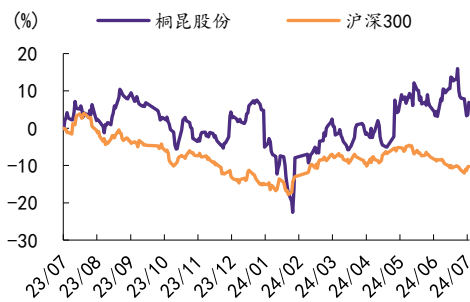
liuhan@cfsc.com.cn

基本数据

2024-07-12

当前股价（元）	15.16
总市值（亿元）	366
总股本（百万股）	2411
流通股本（百万股）	2272
52周价格范围（元）	10.91-16.34
日均成交额（百万元）	282.41

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《桐昆股份（601233）：2024Q1 业绩扭亏为盈，看好涤纶长丝景气度提升》2024-05-06
- 《桐昆股份（601233）：长丝景气度上行，公司业绩持续改善》2023-12-05

桐昆股份发布业绩预告：预计 2024H1 实现归母净利润 10 亿元至 11.5 亿元，同比增幅 849.40%至 991.81%。扣非归母净利润为 8.5 亿元至 10 亿元，同比增幅 2186.62%至 2554.85%。归属于上市公司股东扣除对联营企业和合营企业的投资收益部分的净利润 6 亿元至 7.5 亿元，同比增幅 31.86%至 64.82%。单二季度实现归母净利润为 4.2 亿元至 5.7 亿元，同比下降 29%到下降 4%；环比下降 28%到下降 2%。归属于上市公司股东扣除对联营企业和合营企业的投资收益部分的净利润 2.7 亿元至 4.2 亿元，同比下降 38%到下降 3%；环比下降 18%到增长 28%。

投资要点

■ 长丝景气度提升，2024H1 业绩高增

2024 年上半年，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 2023 年同期边际改善显著，供给层面行业龙头大规模扩产周期结束，产业集中度进一步提升，行业协同作用发挥较为明显，产品销量与价差有所增大，行业整体处于复苏状态。年初企业“轻装上阵”挺市意愿较强，一季度市场成交重心震荡上扬，二季度以来涤纶长丝厂商执行“一口价”销售模式，保本修复利润。根据隆众资讯，上半年 POY/FDY/DTY 均价分别为 7695/8244/9045 元/吨，与去年同期相比涨幅分别为 3.2%/1.7%/2.8%。同时公司参股的浙江石油化工有限公司依托全球特大型炼化一体化装置，持续优化装置性能，通过各项技改提升，不断挖潜增效，提升弹性生产能力。相比去年同期，公司化工产品不断延伸，品种日益丰富，部分化工产品毛利有改善。

■ 涤纶长丝产能增速放缓，需求复苏背景下价差有望提升

涤纶长丝产能投产脚步放缓，小规模及落后装置退出市场，行业供需结构逐渐改善。2024 年国内熔体直纺涤纶长丝行业共有两套装置计划投产，合计产能在 86 万吨/年，分别为新凤鸣江苏新拓的 36 万吨和荣盛萧山的 50 万吨装置，产能增速在 1.9%。下半年来看，涤纶长丝供需结构仍有望改善，保利润成为企业共识，行业现金流逐渐修复。三季度高温天气，限电政策影响涤纶长丝产能利用率，而作为传统需求旺

季，整体刚需好转，在供应减量及需求好转预期下，涤纶长丝价格及毛利有望持续提升。

■ 公司市占率提升，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 12.1、8.8、7.1 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
主营业务收入（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
流动资产:				
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
非流动资产:				
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
流动负债:				
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
非流动负债:				
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
所有者权益				
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
成长性				
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%
盈利能力				
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%
偿债能力				
资产负债率	65.1%	63.9%	62.4%	60.8%
营运能力				
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
每股数据(元/股)				
EPS	0.33	1.25	1.72	2.15
P/E	45.9	12.1	8.8	7.1
P/S	0.4	0.4	0.4	0.4
P/B	1.0	1.0	0.9	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。