

分析师: 顾敏豪
登记编码: S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308

涤纶长丝景气复苏带动业绩增长, 未来有望进一步改善

——桐昆股份(601233)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

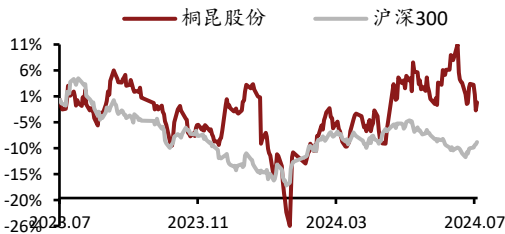
市场数据(2024-07-18)

收盘价(元)	14.56
一年内最高/最低(元)	16.34/10.91
沪深300指数	3,520.93
市净率(倍)	0.97
流通市值(亿元)	330.85

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	14.96
每股经营现金流(元)	-2.21
毛利率(%)	6.71
净资产收益率_摊薄(%)	1.61
资产负债率(%)	67.56
总股本/流通股(万股)	241,111.95/227,230.96
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《桐昆股份(601233)公司点评报告: 二季度经营回暖, 未来业绩有望延续复苏》

2023-07-27

《桐昆股份(601233)公司点评报告: 需求下滑与成本上行压制盈利, 未来有望复苏》

2023-01-31

《桐昆股份(601233)中报点评: 成本上行与需求承压导致盈利下滑, 龙头扩张强化竞争优势》 2022-08-31

联系人: 马崑琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

发布日期: 2024年07月19日

投资要点: 公司公布2024年上半年业绩预增公告, 预计2024年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为10.0亿元-11.5亿元, 同比增加8.95亿元至10.45亿元, 增幅849.40%至991.81%。扣除非经常性损益后, 预计2024年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为8.5亿元-10.0亿元, 同比增加8.91亿元至10.41亿元, 增幅2186.62%-2554.85%。

- **长丝主业景气提升, 公司业绩上半年大幅增长。** 2023年以来, 随着宏观经济的复苏, 涤纶长丝行业景气度整体处于回暖态势, 价格、盈利均有所上行。根据卓创资讯数据, 2024年1季度和2季度, 我国涤纶长丝FDY均价分别为8310元/吨和8198元/吨, 同比分别上涨2.43%和0.61%; 涤纶DTY均价8993元/吨和9111元/吨, 环比分别上涨2.74%和2.52%; 涤纶POY均价7725元/吨和7698元/吨, 环比分别上涨3.50%和2.43%。受涤纶长丝主业景气回暖推动, 公司上半年盈利明显改善。根据公司业绩预告, 上半年公司实现净利润10.0亿元-11.5亿元, 同比增加8.95亿元至10.45亿元, 增幅849.40%至991.81%。其中扣除投资收益部分的净利润为6亿元至7.5亿元, 同比增加1.45亿元至2.95亿元, 增幅31.86%至64.82%。

- **行业供需好转推动景气复苏, 公司盈利有望继续改善。** 2024年以来, 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, 涤纶长丝需求量大幅提升。根据卓创资讯数据, 2024年1-5月我国涤纶长丝消费量1529万吨, 同比增长20.17%。同时供给层面目前行业龙头大规模扩产周期基本结束, 产业集中度进一步提升, 行业协同作用发挥较为明显。受供需两方面因素推动, 我国涤纶长丝行业逐步复苏, 行业开工率持续处于高位, 产品价差与销量有所扩大。5月以来行业龙头减产提价, 采取成本加成方式报价锁定利润, 并预6月进一步减产提价。受此影响, 5月下旬以来涤纶长丝价格持续提升, 有望对公司下半年盈利带来提振。未来随着行业需求的进一步恢复, 涤纶长丝行业景气有望进一步复苏, 推动公司盈利的持续改善。

- **布局印尼炼化项目, 产业链布局进一步完善。** 2023年6月27日, 公司公告启动泰昆石化(印尼)有限公司印尼北加炼化一体化项目。2024年5月25日, 公司发布公告, 调整泰昆石化(印尼)有限公司印尼北加炼化一体化项目股权架构、投资金额及项目规模。调整后, 石化将桐昆股份通过桐昆香港持有的华灿国际及鹏皓投资发展有限公司合计持股80%, 新凤鸣通过罗科史巴克持股15%, 上海青翊持股5%。项目投资金额调整为59.48亿美元, 项目规模调整为

1000万吨炼油，对二甲苯（PX）产能200万吨/年，乙烯120万吨/年。项目建成后预计年均税后利润5.21亿美元，税后财务内部收益率11.39%。目前该项目园区建设稳步推进，随着印尼石化项目的投产，公司涤纶产业链上游有望彻底打通，为公司后续成长带来动力。

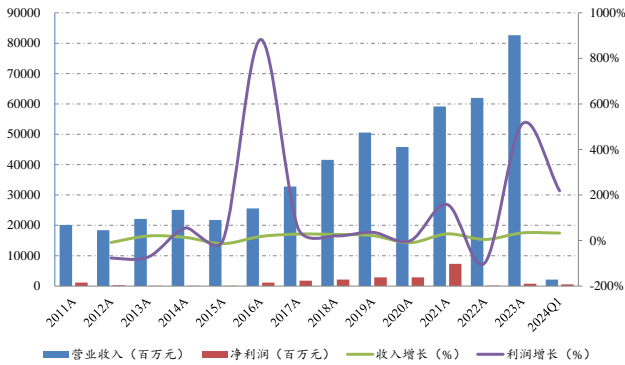
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2024、2025年EPS为1.17元和1.73元，以7月18日收盘价14.56元计算，PE分别为12.41倍和8.40倍。考虑到公司的发展前景，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：油价大幅波动、产品价格下跌、新项目进展低于预期

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	61,993	82,640	92,983	101,376	107,512
增长比率（%）	4.79	33.30	12.52	9.03	6.05
净利润（百万元）	125	797	2,829	4,178	5,289
增长比率（%）	-98.33	539.10	254.98	47.66	26.61
每股收益(元)	0.05	0.33	1.17	1.73	2.19
市盈率(倍)	281.49	44.05	12.41	8.40	6.64

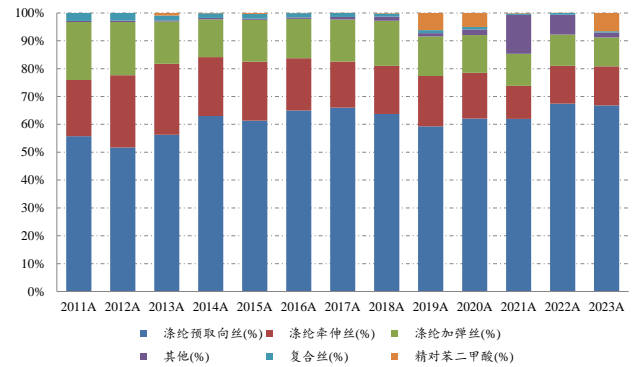
资料来源：中原证券研究所，聚源数据

图 1：公司历年业绩增长



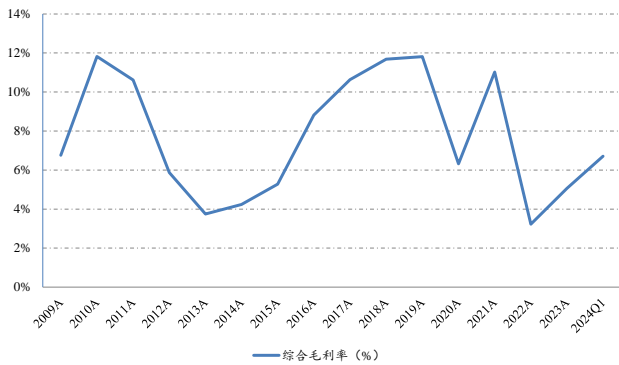
资料来源：中原证券研究所、wind

图 2：公司收入结构



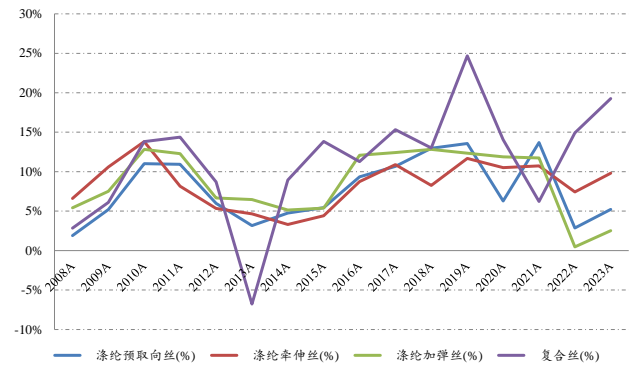
资料来源：中原证券研究所、wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券研究所、wind

图 4：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券研究所、wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,469	26,106	33,441	36,583	40,782
现金	11,676	11,616	13,826	15,524	19,340
应收票据及应收账款	795	693	1,033	1,126	1,195
其他应收款	48	141	77	84	90
预付账款	380	1,384	859	925	972
存货	7,386	10,249	14,321	15,425	15,656
其他流动资产	2,185	2,024	3,323	3,497	3,531
非流动资产	67,970	76,340	81,807	86,479	90,701
长期投资	18,502	18,834	19,089	19,289	19,489
固定资产	23,399	44,160	49,905	54,764	58,955
无形资产	2,574	2,858	2,908	2,958	3,008
其他非流动资产	23,496	10,487	9,904	9,467	9,248
资产总计	90,439	102,446	115,247	123,062	131,483
流动负债	39,081	46,957	53,809	57,147	60,145
短期借款	19,507	20,974	28,974	30,974	32,974
应付票据及应付账款	12,499	14,524	12,889	13,882	14,576
其他流动负债	7,075	11,459	11,946	12,291	12,595
非流动负债	16,057	19,706	22,836	23,836	24,836
长期借款	15,315	18,475	21,475	22,475	23,475
其他非流动负债	741	1,231	1,361	1,361	1,361
负债合计	55,137	66,663	76,645	80,983	84,981
少数股东权益	411	313	401	530	693
股本	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
资本公积	13,932	13,610	13,618	13,618	13,618
留存收益	19,151	19,947	22,670	26,018	30,277
归属母公司股东权益	34,891	35,470	38,202	41,550	45,809
负债和股东权益	90,439	102,446	115,247	123,062	131,483

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,069	3,121	1,295	8,424	10,627
净利润	127	821	2,917	4,307	5,453
折旧摊销	2,729	3,657	4,176	4,628	5,079
财务费用	693	1,000	1,262	1,405	1,451
投资损失	-1,232	-322	-1,395	-1,774	-1,935
营运资金变动	-860	-1,634	-5,634	-106	614
其他经营现金流	-388	-402	-31	-35	-35
投资活动现金流	-16,302	-10,484	-8,577	-7,491	-7,330
资本支出	-15,029	-11,289	-9,065	-9,065	-9,065
长期投资	-13	79	-615	-200	-200
其他投资现金流	-1,260	725	1,103	1,774	1,935
筹资活动现金流	12,844	6,527	9,496	795	549
短期借款	6,731	1,467	8,000	2,000	2,000
长期借款	8,939	3,160	3,000	1,000	1,000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	201	-322	8	0	0
其他筹资现金流	-3,027	2,222	-1,512	-2,205	-2,451
现金净增加额	-2,385	-834	2,211	1,698	3,815

资料来源：中原证券研究所，聚源数据

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	61,993	82,640	92,983	101,376	107,512
营业成本	59,988	78,455	85,928	92,549	97,174
营业税金及附加	153	294	335	365	387
营业费用	101	118	139	152	161
管理费用	1,200	1,352	1,534	1,673	1,774
研发费用	1,655	1,755	1,971	2,149	2,279
财务费用	427	783	1,088	1,197	1,218
资产减值损失	-140	-26	0	0	0
其他收益	88	361	139	152	161
公允价值变动收益	30	-15	0	0	0
投资净收益	1,232	321	1,395	1,774	1,935
资产处置收益	-16	68	0	0	0
营业利润	-371	579	3,522	5,217	6,615
营业外收入	45	57	50	50	50
营业外支出	8	11	15	15	15
利润总额	-335	624	3,557	5,252	6,650
所得税	-462	-197	640	945	1,197
净利润	127	821	2,917	4,307	5,453
少数股东损益	3	24	88	129	164
归属母公司净利润	125	797	2,829	4,178	5,289
EBITDA	1,539	4,645	8,821	11,077	12,947
EPS (元)	0.05	0.33	1.17	1.73	2.19

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	4.79	33.30	12.52	9.03	6.05
营业利润 (%)	-104.57	255.92	508.41	48.13	26.79
归属母公司净利润 (%)	-98.33	539.10	254.98	47.66	26.61
获利能力					
毛利率 (%)	3.23	5.06	7.59	8.71	9.62
净利率 (%)	0.20	0.96	3.04	4.12	4.92
ROE (%)	0.36	2.25	7.41	10.05	11.55
ROIC (%)	0.62	1.57	3.96	5.15	5.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.97	65.07	66.50	65.81	64.63
净负债比率 (%)	156.19	186.29	198.55	192.45	182.75
流动比率	0.57	0.56	0.62	0.64	0.68
速动比率	0.35	0.28	0.30	0.32	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.86	0.85	0.85	0.84
应收账款周转率	107.03	111.12	107.75	93.89	92.64
应付账款周转率	8.86	7.90	8.56	9.33	9.22
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.05	0.33	1.17	1.73	2.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.44	1.29	0.54	3.49	4.41
每股净资产 (最新摊薄)	14.47	14.71	15.84	17.23	19.00
估值比率					
P/E	281.49	44.05	12.41	8.40	6.64
P/B	1.01	0.99	0.92	0.84	0.77
EV/EBITDA	39.87	15.45	8.95	7.24	6.13

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。