

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

桐昆股份 (601233. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师

执业编号: S1500524040001

联系电话: 13261695353

邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

长丝+炼化景气回暖, 看好公司未来业绩弹性

2024年8月29日

事件: 2024年8月28日, 桐昆股份发布2024年半年度报告。2024年上半年公司实现营业收入482.15亿元, 同比增长30.67%; 实现归母净利润10.65亿元, 同比增长911.35%; 实现扣非后归母净利润为9.03亿元, 同比增长4564.68%; 实现基本每股收益0.45元, 同比增长1025.00%。

其中, 2024年第二季度公司实现营业收入271.03亿元, 同比增长29.16%, 环比增长28.38%; 实现归母净利润4.85亿元, 同比减少18.50%, 环比减少16.31%; 实现扣非后归母净利润为3.66亿元, 同比减少32.37%, 环比减少31.92%; 实现基本每股收益0.20元, 同比减少18.50%。

点评:

- **长丝+炼化行业景气修复, 公司业绩潜力逐渐释放。成本端,** 2024年上半年整体油价呈现冲高后回落企稳态势, 总体来看上半年油价处于中高位置震荡运行状态, 上半年布伦特平均油价为83.05美元/桶, 同比增长4%。2024年上半年公司产品主要原料PTA、MEG平均进价同比分别-1.08%、+10.01%, 成本端中枢小幅上移。**分板块业绩看,** 我们剔除浙石化投资收益以后, 预计公司上半年聚酯板块盈利为6.59亿元; 由于5月下旬行业龙头大厂开启限产保价, 6月行业盈利明显修复, 整体来看, 上半年POY/FDY/DTY单吨现金流平均分别为71、157、146元, 同比+96、+3、-13元/吨, 受益于长丝行业逐步回暖, 上半年公司聚酯板块盈利持续修复。公司持有浙石化20%权益, 2024年上半年公司对联营企业和合营企业的投资收益为4.06亿元, 同比大幅增长7.56亿元, 炼化行业在成本端企稳及需求端回暖背景下, 浙石化投资收益贡献突出, 公司业绩潜力逐步释放。
- **下半年涤丝增量产能较少, 旺季推动下长丝业绩弹性有望打开。** 根据我们测算, 考虑上半年已投产装置后, 2024年下半年新增产能或仅为86万吨, 从全年来看, 整体新增产能较去年明显缩窄。从产业链角度看, 根据《中国石化市场预警报告(2023)》数据, 2023-2027年国内PX拟在建产能共计1270万吨/年, 2023-2027年大量PTA产能投产, 国内PTA处于供大于求状态, 原材料供给偏宽松, 有利于产业利润向聚酯端转移。7-8月为长丝行业相对淡季期, 涤纶长丝逐步进行促销去库操作, 根据我们统计, 8月涤纶长丝平均库存为20天左右, 相较于二季度平均下降约7天, 为近五年来46%分位水平, 整体库存较为良性。伴随“金九银十”传统旺季来临, 秋冬季订单释放可期, 公司作为行业龙头, 在产业链一体化、能效等多方面具备明显优势, 有望在行业景气度提升背景下持续受益。
- **炼化行业整合有望加速, 浙石化对公司盈利增益或更上一层楼。** 从行业角度看, 截至2023年底, 我国炼油产能合计9.36亿吨, 根据国家发展改革委要求, 未来将持续推动不符合国家产业政策的200万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出, 根据卓创资讯数据, 炼油一次能力标准在此

之下的企业累计年产能在 4000 万吨以上，考虑到 2024 年、2025 年计划新增炼化产能将分别达到 3100、2300 万吨，以及到 2025 年中国原油一次加工总能力维持在 10 亿吨/年之内的要求，我们认为，未来炼化产能淘汰整合有望提速，行业转型升级将持续向纵深发展。浙石化作为国内旗舰民营炼厂，在成本、效率、原料适应性等多方面具备优势，在炼化行业加速整合背景下有望迎来发展新机，公司所持股份有望为盈利带来持续增益。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22.75、33.98 和 41.38 亿元，同比增速分别为 185.5%、49.4%、21.8%，EPS（摊薄）分别为 0.94、1.41 和 1.72 元/股，按照 2024 年 8 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 12.39、8.29 和 6.81 倍。我们看好涤纶长丝行业景气度持续回升，以及公司有望持续受益于合资的浙石化项目带来的高额投资收益，公司盈利能力有望持续加强，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；公司项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；浙江石化炼化一体化项目盈利不及预期的风险。

| 重要财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 61,993 | 82,640 | 89,566 | 108,860 | 116,133 |
| 增长率 YoY % | 4.8% | 33.3% | 8.4% | 21.5% | 6.7% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 125 | 797 | 2,275 | 3,398 | 4,138 |
| 增长率 YoY% | -98.3% | 539.1% | 185.5% | 49.4% | 21.8% |
| 毛利率% | 3.2% | 5.1% | 6.7% | 7.4% | 7.9% |
| 净资产收益率ROE% | 0.4% | 2.2% | 6.1% | 8.5% | 9.4% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.05 | 0.34 | 0.94 | 1.41 | 1.72 |
| 市盈率 P/E(倍) | 289.00 | 44.50 | 12.39 | 8.29 | 6.81 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.00 | 1.03 | 0.76 | 0.70 | 0.64 |

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 22,469 | 26,106 | 34,415 | 39,600 | 41,323 | |
| 货币资金 | 11,676 | 11,616 | 13,028 | 13,924 | 13,970 | |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应收账款 | 795 | 693 | 1,472 | 1,789 | 1,909 | |
| 预付账款 | 380 | 1,384 | 1,473 | 1,777 | 1,886 | |
| 存货 | 7,386 | 10,249 | 16,018 | 19,323 | 20,509 | |
| 其他 | 2,233 | 2,165 | 2,424 | 2,787 | 3,048 | |
| 非流动资产 | 67,970 | 76,340 | 85,038 | 94,697 | 104,053 | |
| 长期股权投资 | 18,502 | 18,834 | 20,894 | 21,673 | 22,005 | |
| 固定资产(合计) | 23,399 | 44,160 | 45,235 | 48,549 | 52,009 | |
| 无形资产 | 2,574 | 2,858 | 3,423 | 3,987 | 4,552 | |
| 其他 | 23,496 | 10,487 | 15,487 | 20,487 | 25,487 | |
| 资产总计 | 90,439 | 102,446 | 119,453 | 134,297 | 145,376 | |
| 流动负债 | 39,081 | 46,957 | 59,095 | 70,419 | 77,216 | |
| 短期借款 | 19,507 | 20,974 | 35,974 | 40,974 | 45,974 | |
| 应付票据 | 3,163 | 3,991 | 4,248 | 5,125 | 5,440 | |
| 应付账款 | 9,336 | 10,533 | 11,213 | 13,527 | 14,358 | |
| 其他 | 7,075 | 11,459 | 7,659 | 10,793 | 11,445 | |
| 非流动负债 | 16,057 | 19,706 | 22,706 | 23,206 | 23,706 | |
| 长期借款 | 15,315 | 18,475 | 21,475 | 21,975 | 22,475 | |
| 其他 | 741 | 1,231 | 1,231 | 1,231 | 1,231 | |
| 负债合计 | 55,137 | 66,663 | 81,801 | 93,625 | 100,922 | |
| 少数股东权益 | 411 | 313 | 383 | 486 | 613 | |
| 归属母公司股东权益 | 34,891 | 35,470 | 37,270 | 40,186 | 43,841 | |
| 负债和股东权益 | 90,439 | 102,446 | 119,453 | 134,297 | 145,376 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 61,993 | 82,640 | 89,566 | 108,860 | 116,133 | |
| 同比(%) | 4.8% | 33.3% | 8.4% | 21.5% | 6.7% | |
| 归属母公司净利润 | 125 | 797 | 2,275 | 3,398 | 4,138 | |
| 同比(%) | -98.3% | 539.1% | 185.5% | 49.4% | 21.8% | |
| 毛利率(%) | 3.2% | 5.1% | 6.7% | 7.4% | 7.9% | |
| ROE% | 0.4% | 2.2% | 6.1% | 8.5% | 9.4% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.05 | 0.34 | 0.94 | 1.41 | 1.72 | |
| P/E | 289.00 | 44.50 | 12.39 | 8.29 | 6.81 | |
| P/B | 1.00 | 1.03 | 0.76 | 0.70 | 0.64 | |
| EV/EBITDA | 39.87 | 15.45 | 9.42 | 8.25 | 7.43 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 61,993 | 82,640 | 89,566 | 108,860 | 116,133 | |
| 营业成本 | 59,988 | 78,455 | 83,522 | 100,757 | 106,942 | |
| 营业税金及附加 | 153 | 294 | 319 | 387 | 413 | |
| 销售费用 | 101 | 118 | 134 | 163 | 174 | |
| 管理费用 | 1,200 | 1,352 | 824 | 1,002 | 1,068 | |
| 研发费用 | 1,655 | 1,755 | 1,791 | 2,687 | 2,867 | |
| 财务费用 | 427 | 783 | 777 | 972 | 1,033 | |
| 减值损失合计 | -140 | -26 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资净收益 | 1,232 | 321 | 800 | 1,000 | 1,200 | |
| 其他 | 67 | 402 | 275 | 422 | 428 | |
| 营业利润 | -371 | 579 | 3,275 | 4,314 | 5,264 | |
| 营业外收支 | 37 | 45 | 19 | 22 | 22 | |
| 利润总额 | -335 | 624 | 3,294 | 4,336 | 5,286 | |
| 所得税 | -462 | -197 | 949 | 834 | 1,021 | |
| 净利润 | 127 | 821 | 2,345 | 3,502 | 4,264 | |
| 少数股东损益 | 3 | 24 | 70 | 104 | 126 | |
| 归属母公司净利润 | 125 | 797 | 2,275 | 3,398 | 4,138 | |
| EBITDA | 1,539 | 4,645 | 8,031 | 9,994 | 11,837 | |
| EPS(当年)(元) | 0.05 | 0.34 | 0.94 | 1.41 | 1.72 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 1,069 | 3,121 | 1,094 | 8,102 | 9,862 | |
| 净利润 | 127 | 821 | 2,345 | 3,502 | 4,264 | |
| 折旧摊销 | 2,729 | 3,657 | 4,030 | 4,790 | 5,645 | |
| 财务费用 | 693 | 1,000 | 885 | 1,037 | 1,102 | |
| 投资损失 | -1,232 | -322 | -800 | -1,000 | -1,200 | |
| 营运资金变动 | -860 | -1,634 | -5,331 | -179 | 121 | |
| 其它 | -388 | -402 | -35 | -48 | -71 | |
| 投资活动现金流 | -16,302 | -10,484 | -11,893 | -13,400 | -13,731 | |
| 资本支出 | -15,029 | -11,289 | -10,634 | -13,621 | -14,599 | |
| 长期投资 | -13 | 79 | -2,059 | -780 | -332 | |
| 其他 | -1,260 | 725 | 800 | 1,000 | 1,200 | |
| 筹资活动现金流 | 12,844 | 6,527 | 12,212 | 6,194 | 3,915 | |
| 吸收投资 | 154 | 0 | 7 | 0 | 0 | |
| 借款 | 15,670 | 4,627 | 18,000 | 5,500 | 5,500 | |
| 支付利息或股息 | -1,806 | -1,220 | -1,367 | -1,520 | -1,585 | |
| 现金流净增加额 | -2,385 | -834 | 1,413 | 896 | 46 | |

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 15% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~15%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。