

2024年08月30日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

桐昆股份（601233）：盈利维稳，长丝景气度有望修复

——公司简评报告

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

联系人

马小萱

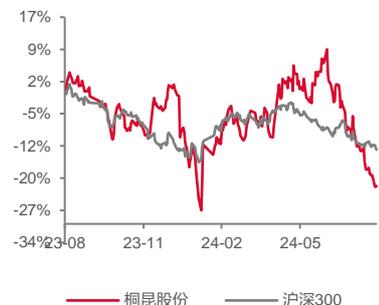
mxxuan@longone.com.cn

联系人

张晶磊

zjlei@longone.com.cn

数据日期	2024/08/30
收盘价	11.89
总股本(万股)	241,112
流通A股/B股(万股)	227,231/0
资产负债率(%)	66.69%
市净率(倍)	0.78
净资产收益率(加权)	2.96
12个月内最高/最低价	16.44/10.63

**相关研究**

《桐昆股份（601233）：盈利修复显著，逆势扩张领跑行业——公司简评报告》2024.05.08

《桐昆股份（601233）：长丝景气向好，盈利有所改善——公司简评报告》2023.10.30

投资要点

- **2024年上半年业绩整体修复，Q2单季度主营收益维稳。**2024年上半年公司实现营业收入482.15亿元，同比+30.67%；实现归母净利润10.65亿元，同比+911.35%；实现扣非后归母净利润为9.03亿元，同比+2799.52%。其中，2024年Q2实现营业收入271.03亿元，环比+28.38%；实现归母净利润4.85亿元，环比-16.31%；实现扣非后归母净利润为3.66亿元，环比-31.92%，Q2利润环比下滑主要系浙石化投资收益下降，公司Q2单季度主营业务实现归母净利润3.3亿元，环比一季度持平。公司Q2单季度经营性净现金流达34.60亿元，环比增长165.02%，盈利质量有所提升。
- **长丝产品量价齐升，产销量持续攀高。**2024年上半年公司实现涤纶长丝产量636万吨，销量587万吨，产销率达92.4%。POY/FDY/DTY不含税售价分别为6844.28/7686.61/8455.07元/吨，同比增长1.69%/2.03%/2.06%。2024年Q2经营数据持续提升，实现POY/FDY/DTY产量分别为236/58/28万吨，环比+0%/13%/3%；销量分别为248/54/27万吨，环比+28%/+30%/+17%；单季售价分别为6864/7668/8489元/吨。
- **全产业链布局，进一步提高一体化水平。**公司洋口港聚酯一体化项目、中昆新材料2×60万吨/年天然气制乙醇项目、桐昆（沐阳）年产240万吨长丝（短纤）、500台加弹机等项目有序推进，当前拥有PTA/长丝产能1020/1350万吨，抓住周期底部向上机遇，逆势扩张，公司产能、产量及市场份额均稳步提升。
- **长丝价差坚挺，龙头驱动下格局向好。**2024年上半年涤纶长丝行业无新增产能，二季度在季节性旺季需求下，涤丝工厂延续较高开工率。国内聚酯龙头于6月开启联产措施保持长丝价格，据隆众数据，截至7月，POY/FDY/DTY价差分别为1230/1780/2730元/吨，当前价差分别处于本年度的63.5%/86.4%/67.7%分位值，同时，随着成本端有所松动，行业盈利有望逐步改善。
- **投资建议：长丝产能增速放缓，一体化龙头竞争优势愈发稳固。**行业产能扩张告一段落，公司作为长丝龙头，受益一体化原料及成本优势。根据审慎性原则及市场修复情况，我们调整2024-2025年盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为24.22、35.41、43.12亿元（原2024-2026年预测值分别为29.65、40.22、52.99亿元），EPS分别为1.00、1.47、1.79元（原2024-2026年预测值分别为1.23、1.67、2.20元），对应PE为11.84X、8.10X、6.65X。维持“买入”评级。
- **风险提示：原油价格剧烈波动；下游需求不及预期；宏观经济环境变化等。**

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	59130.95	61993.35	82639.85	93061.84	99597.33	105605.82
增长率（%）	29.01%	4.84%	33.30%	12.61%	7.02%	6.03%
归母净利润（百万元）	7332.20	130.21	797.04	2422.32	3541.11	4312.34
增长率（%）	157.58%	-98.22%	512.12%	203.91%	46.19%	21.78%
EPS（元/股）	3.04	0.05	0.33	1.00	1.47	1.79
市盈率（P/E）	3.91	220.17	35.97	11.84	8.10	6.65
ROE（%）	20.46%	0.38%	2.25%	6.44%	8.68%	9.65%

资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所（截至2024年8月30日盘后）

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11615.54	14889.89	15935.57	16896.93
应收票据及账款	1250.59	1588.15	1699.68	1802.22
预付账款	1383.64	1012.91	1084.04	1149.44
其他应收款	141.31	105.23	112.62	119.42
存货	10249.06	10264.79	10942.60	11582.32
其他流动资产	1465.99	1570.27	1664.80	1751.71
流动资产总计	26106.14	29431.25	31439.33	33302.04
长期股权投资	18834.28	19657.18	21225.98	23240.58
固定资产	44208.36	47725.86	42331.43	37324.33
在建工程	8734.51	7.15	357.15	457.15
无形资产	2858.47	2965.57	3022.67	3209.77
长期待摊费用	1.49	0.75	0.00	0.00
其他非流动资产	1702.86	1703.90	1710.74	1716.22
非流动资产合计	76339.98	72060.41	68647.97	65948.05
资产总计	102446.11	101491.66	100087.30	99250.10
短期借款	20974.04	23538.11	22734.75	21001.59
应付票据及账款	14523.79	16072.93	17134.27	18135.96
其他流动负债	11458.78	10603.19	11309.17	11973.09
流动负债合计	46956.60	50214.23	51178.19	51110.64
长期借款	18514.82	12070.18	6438.15	1693.98
其他非流动负债	1191.22	1191.22	1191.22	1191.22
非流动负债合计	19706.04	13261.40	7629.37	2885.20
负债合计	66662.65	63475.63	58807.56	53995.84
股本	2411.12	2411.12	2411.12	2411.12
资本公积	13610.34	13610.34	13610.34	13610.34
留存收益	19448.94	21616.92	24786.21	28645.76
归属母公司权益	35470.40	37638.38	40807.67	44667.22
少数股东权益	313.06	377.65	472.07	587.04
股东权益合计	35783.47	38016.03	41279.74	45254.26
负债和股东权益合计	102446.11	101491.66	100087.30	99250.10

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	821.40	1528.27	2005.58	2396.15
折旧与摊销	3657.50	6116.76	6195.54	6328.82
财务费用	783.02	950.81	970.07	901.53
其他经营资金	-176.58	1048.34	1794.24	2240.04
经营性现金净流量	10897.31	9444.08	10181.56	10596.20
投资性现金净流量	-10484.37	-1084.00	-1358.59	-1803.17
筹资性现金净流量	6526.66	-5085.72	-7777.28	-7831.67
现金流量净额	-834.39	3274.36	1045.68	961.36

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	82639.85	93061.84	99597.33	105605.82
营业成本	78455.12	86680.56	92404.34	97806.42
营业税金及附加	293.98	263.51	282.02	299.03
销售费用	118.22	93.06	99.60	105.61
管理费用	1352.46	1395.93	1493.96	1584.09
研发费用	1754.83	1861.24	1991.95	2112.12
财务费用	783.02	950.81	970.07	901.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	321.23	842.90	1588.80	2034.60
公允价值变动损益	-15.31	0.00	0.00	0.00
营业利润	578.90	2741.75	4018.00	4897.77
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	624.27	2763.23	4039.47	4919.24
所得税	-197.13	276.32	403.95	491.92
净利润	821.40	2486.91	3635.53	4427.32
少数股东损益	24.36	64.59	94.42	114.98
归属母公司股东净利润	797.04	2422.32	3541.11	4312.34
EBITDA	5064.79	9830.80	11205.09	12149.59
NPOLAT	1401.45	3308.18	4474.13	5204.24
EPS(元)	0.33	1.00	1.47	1.79

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	33.30%	12.61%	7.02%	6.03%
EBIT增长率	1288.70%	163.91%	34.88%	16.19%
EBITDA增长率	79.32%	94.10%	13.98%	8.43%
净利润增长率	512.12%	203.91%	46.19%	21.78%
盈利能力				
毛利率	5.06%	6.86%	7.22%	7.39%
净利率	0.99%	2.67%	3.65%	4.19%
ROE	2.25%	6.44%	8.68%	9.65%
ROA	0.78%	2.39%	3.54%	4.34%
ROIC	2.13%	4.46%	6.34%	7.74%
估值倍数				
P/E	35.97	11.84	8.10	6.65
P/S	0.35	0.31	0.29	0.27
P/B	0.81	0.76	0.70	0.64
股息率	0.36%	0.89%	1.30%	1.58%
EV/EBIT	53.41	16.59	10.99	8.34
EV/EBITDA	14.84	6.27	4.92	3.99

资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所（截至2024年8月30日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089