

## 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

## 公司短期业绩承压，产业链景气度修复可期

2024年10月31日

**事件:** 2024年10月30日，桐昆股份发布2024年三季度报告。2024年前三季度公司实现营业收入760.49亿元，同比增长23.17%；实现归母净利润10.07亿元，同比增长11.41%；实现扣非后归母净利润为8.25亿元，同比增长21.76%；实现基本每股收益0.42元，同比增长10.53%。

其中，2024年第三季度公司实现营业收入278.34亿元，同比增长12.03%，环比增长2.70%；实现归母净利润-0.59亿元，同比减少107.34%，环比减少112.07%；实现扣非后归母净利润为-0.78亿元，同比减少111.04%，环比减少121.44%；实现基本每股收益-0.03元，同比减少108.82%。

**点评:**

- **需求淡季与库存贬值影响，公司短期业绩承压。成本端**，2024年前三季度国际油价震荡运行，上半年油价呈现冲高后回落企稳态势；进入第三季度，北半球驾驶旺季支撑国际油价上行，随后石油需求季节性回落，叠加全球宏观经济形势转弱、地缘担忧情绪放缓，国际油价快速下行。2024年前三季度布伦特平均油价为81.6美元/桶，与去年同期基本持平，第三季度平均78.7美元/桶。前三季度公司主要原料PX、PTA、MEG采购成本变化分别为-2%、-3%、+12%，成本端有所抬升。**从产业运行情况看**，7、8月为涤纶长丝传统淡季，7月下旬开始，出于对库存压力释放的考虑，叠加成本中枢下移，涤纶大厂降价促销；8-9月由于原料端价格下行，涤纶继续促销出货，叠加9月应季需求推迟兑现，产品价格及毛利收窄，并伴随一定库存贬值，公司第三季度盈利由盈转亏。此外，公司所持有的浙石化权益第三季度贡献约1.2亿利润，同比下降71%，环比下降20%，聚酯主业盈利及炼化投资收益均走弱，公司短期业绩承压。
- **产能增量整体放缓，涤纶长丝盈利可期。**根据CCF数据，第三季度行业新增36万吨产能，我们预计第四季度约50万吨产能待投，从全年来看，整体新增产能较去年明显缩窄。进入10月以后，库存方面，根据我们测算，经历三季度降价促销以后，10月以来涤纶长丝行业平均库存为18天左右，环比9月下降10%；盈利方面，根据我们测算，10月以来POY、FDY、DTY产品单吨盈利较三季度平均分别变化+53、+23、+30元/吨，产品盈利性有所改善；下游方面，根据CCF数据，10月江浙织机开工率、加弹开机率平均分别为83%、93%，相较9月月均环比+7pct、+1pct，织机开工修复明显。考虑到下游开工负荷明显提升，叠加行业产能供给增量明显放缓，未来长丝盈利可期。
- **炼化行业逐步进入存量竞争时代，浙石化权益有望提振公司业绩。**从行业角度看，根据国家发展改革委指导意见，到2025年国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，千万吨级炼油企业产能占比55%左右。根据金联创数据，截止2023年国内总炼能为9.53亿吨，距离规定的上限约有4700万吨增量空间。2025年前在建及待建的炼化一体化项目、

改扩建项目约 6900 万吨。我们认为，未来小规模炼厂淘汰进程有望加速，行业或进入存量竞争时代，在行业供给侧峰值来临与结构深化调整背景下，拥有低成本和高产品丰富度的炼化一体化龙头有望优先受益。浙石化作为国内民营炼厂龙头，在能效水平、原料选择、产品结构、产能规模等多方面具备明显优势，叠加近年来浙石化高端新材料产品持续推进，增量产能陆续落地，公司所持浙石化权益有望推动盈利更上一层。

- **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 12.63、18.12 和 24.75 亿元，同比增速分别为 58.5%、43.4%、36.6%，EPS（摊薄）分别为 0.52、0.75 和 1.03 元/股，按照 2024 年 10 月 30 日收盘价对应的 PE 分别为 22.69、15.82 和 11.58 倍。我们看好涤纶长丝行业未来景气度修复，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：**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；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	85,808	105,948	114,422
增长率 YoY %	4.8%	33.3%	3.8%	23.5%	8.0%
归属母公司净利润 (百万元)	125	797	1,263	1,812	2,475
增长率 YoY%	-98.3%	539.1%	58.5%	43.4%	36.6%
毛利率%	3.2%	5.1%	5.3%	5.5%	5.9%
净资产收益率ROE%	0.4%	2.2%	3.5%	4.8%	6.3%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.34	0.52	0.75	1.03
市盈率 P/E(倍)	289.00	44.50	22.69	15.82	11.58
市净率 P/B(倍)	1.00	1.03	0.79	0.76	0.72

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	22,469	26,106	33,497	42,520	47,636	
货币资金	11,676	11,616	12,682	17,039	20,176	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	795	693	1,411	1,742	1,881	
预付账款	380	1,384	1,433	1,767	1,899	
存货	7,386	10,249	15,580	19,210	20,646	
其他	2,233	2,165	2,392	2,762	3,034	
<b>非流动资产</b>	67,970	76,340	79,633	82,172	84,693	
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	44,330	45,024	46,149	
无形资产	2,574	2,858	3,423	3,987	4,552	
其他	23,496	10,487	10,987	11,487	11,987	
<b>资产总计</b>	90,439	102,446	113,131	124,692	132,329	
<b>流动负债</b>	39,081	46,957	53,612	63,289	68,357	
短期借款	19,507	20,974	30,974	33,974	36,974	
应付票据	3,163	3,991	4,132	5,095	5,476	
应付账款	9,336	10,533	10,907	13,448	14,454	
其他	7,075	11,459	7,599	10,771	11,454	
<b>非流动负债</b>	16,057	19,706	22,908	23,408	23,908	
长期借款	15,315	18,475	21,475	21,975	22,475	
其他	741	1,231	1,434	1,434	1,434	
<b>负债合计</b>	55,137	66,663	76,521	86,697	92,266	
少数股东权益	411	313	352	407	483	
归属母公司股东权益	34,891	35,470	36,258	37,588	39,581	
<b>负债和股东权益</b>	90,439	102,446	113,131	124,692	132,329	

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	85,808	105,948	114,422	
同比(%)	4.8%	33.3%	3.8%	23.5%	8.0%	
归属母公司净利润	125	797	1,263	1,812	2,475	
同比(%)	-98.3%	539.1%	58.5%	43.4%	36.6%	
毛利率(%)	3.2%	5.1%	5.3%	5.5%	5.9%	
ROE%	0.4%	2.2%	3.5%	4.8%	6.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.34	0.52	0.75	1.03	
P/E	289.00	44.50	22.69	15.82	11.58	
P/B	1.00	1.03	0.79	0.76	0.72	
EV/EBITDA	39.87	15.45	11.18	9.82	8.29	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	61,993	82,640	85,808	105,948	114,422	
营业成本	59,988	78,455	81,238	100,169	107,655	
营业税金及附加	153	294	305	377	407	
销售费用	101	118	129	159	172	
管理费用	1,200	1,352	789	975	1,053	
研发费用	1,655	1,755	1,716	2,615	2,825	
财务费用	427	783	780	930	953	
减值损失合计	-140	-26	0	0	0	
投资净收益	1,232	321	600	1,000	1,200	
其他	67	402	264	411	421	
<b>营业利润</b>	-371	579	1,714	2,134	2,979	
营业外收支	37	45	19	22	22	
<b>利润总额</b>	-335	624	1,733	2,156	3,001	
所得税	-462	-197	431	289	450	
<b>净利润</b>	127	821	1,302	1,867	2,551	
少数股东损益	3	24	39	55	76	
<b>归属母公司净利润</b>	125	797	1,263	1,812	2,475	
EBITDA	1,539	4,645	6,410	7,441	8,859	
EPS(当年)(元)	0.05	0.34	0.52	0.75	1.03	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1,069	3,121	224	6,009	7,380	
净利润	127	821	1,302	1,867	2,551	
折旧摊销	2,729	3,657	3,935	4,410	4,980	
财务费用	693	1,000	863	983	1,028	
投资损失	-1,232	-322	-600	-1,000	-1,200	
营运资金变动	-860	-1,634	-5,241	-203	90	
其它	-388	-402	-34	-48	-70	
<b>投资活动现金流</b>	-16,302	-10,484	-6,594	-5,901	-6,232	
资本支出	-15,029	-11,289	-5,135	-6,121	-7,099	
长期投资	-13	79	-2,059	-780	-332	
其他	-1,260	725	600	1,000	1,200	
<b>筹资活动现金流</b>	12,844	6,527	7,437	4,248	1,989	
吸收投资	154	0	7	0	0	
借款	15,670	4,627	13,000	3,500	3,500	
支付利息或股息	-1,806	-1,220	-1,345	-1,466	-1,511	
<b>现金流净增加额</b>	-2,385	-834	1,067	4,356	3,137	

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。