

石油石化

2024 年 10 月 31 日

桐昆股份 (601233)

——Q3 库存损失导致业绩下滑，看好涤纶长丝景气修复

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司公告：**2024 年前三季度公司实现营业收入 760.5 亿元，同比增长 23.2%；归母净利润 10.1 亿元，同比提升 11.4%；扣非归母净利润 8.2 亿元，同比提升 21.8%。其中 Q3 实现营业收入 278.3 亿元，环比提升 2.7%；归母净利润-0.6 亿元，环比下降 112.1%；扣非归母净利润约-0.8 亿元，环比下降 121.4%。24Q3 公司毛利率达到 3.3%，同比下降 3.0pct，推测主要由于库存贬值的影响导致毛利率下滑。费用方面，24Q3 公司期间费用率基本持平，其中财务费用同比增长 37.3%，主要系利息支出增加。
- **Q3 长丝销量有所提升，原料价格下降可能带来库存损失。**24Q3 受高温天气影响，行业存在降价去库行为，因此 24Q3 公司涤纶长丝销量有所提升，根据公司公告，24Q3 公司 POY/FDY/DTY 销量分别达到 269/61/29 万吨，环比分别提升 21/7/2 万吨。产销方面，Q3 公司长丝产品产销率环比实现提升，其中 POY/FDY/DTY 产销率分别为 119%/107%/104%，环比分别提升 13%/15%/7%。价差方面，受原料价格下跌影响，三季度长丝价差有所提升，根据万得数据，我们计算 Q3 POY/FDY/DTY 行业平均价差分别为 1249/1890/2752 元/吨，环比+169/+320/+262 元/吨，其中 FDY 价差提升较为显著。但 Q3 原料价格跟随油价有所下跌，根据万得数据，我们计算 Q3 PX 和 PTA 价格环比分别下跌 882 元/吨、484 元/吨，预计原材料库存贬值对于长丝主业影响较大。
- **长丝旺季不旺，但供需预期收紧带动盈利提升。**内需方面，国家统计局数据显示，今年 1-9 月我国服装、鞋帽、针纺织品零售额为 10225 亿元，同比提升 0.2%，内需表现相对较弱。库存方面来看，根据万得数据，截至 10 月 24 日 POY/FDY/DTY 库存分别为 17.2/18.3/22.9 天，旺季进入尾声，库存开始出现累库。下游开工来看，四季度以来，聚酯板块需求有所修复，但低于预期，截至 10 月 25 日下游织机开工率达到 69%，环比 9 月中提升 2.5pct。展望未来，涤纶长丝新增产能存在后延趋势，预期供需格局逐步收紧，盈利中枢存在提升空间。
- **Q3 炼化存在库存损失，投资收益下滑。**根据公司公告，公司三季度浙石化投资收益达到 1.24 亿左右，环比有所下滑，主要来自于油价下跌带来的库存损失以及部分化工品三季度盈利走弱。考虑库存影响，我们计算 24Q3 浙石化炼化价差为 1271 元/吨，环比下降 16%。其中三季度 PX 价差有所收窄，根据钢联数据，我们计算 Q3 PX-石脑油价差为 270 美元/吨，环比下降 82 美元/吨，主要由于成品油景气下滑导致 PX 上游原料 MX 的调油需求减弱，因此 PX 存量供应有所提升，带动三季度 PX 供应宽松，利润有所下滑。展望未来，油价虽然预期继续存在下行压力，但原油成本下行带来的价差改善预期将推动炼化利润有所修复。
- **投资分析意见：**考虑到涤纶长丝旺季盈利低于我们预期和三季度库存贬值影响，我们下调对公司 2024-2026 年盈利预测为 15.23、31.53、42.37 亿（原为 25.40、39.17、53.39 亿），对应 PE 分别为 19X、9X 和 7X。参考行业可比公司恒力石化和东方盛虹 2025 年的 PE 均值(14)，我们给予公司 2025 年 14 倍市盈率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际油价大幅波动；聚酯下游需求恢复不及预期；在建项目投产不及预期等。

财务数据及盈利预测

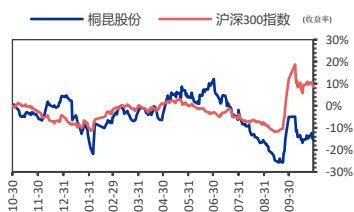
	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	82,640	76,049	90,097	94,310	101,681
同比增长率 (%)	33.3	23.2	9.0	4.7	7.8
归母净利润 (百万元)	797	1,007	1,523	3,153	4,237
同比增长率 (%)	539.1	11.4	91.1	107.0	34.4
每股收益 (元/股)	0.34	0.42	0.63	1.31	1.76
毛利率 (%)	5.1	5.1	6.6	7.9	8.2
ROE (%)	2.2	2.8	4.1	7.9	9.5
市盈率	36		19	9	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2024 年 10 月 30 日
收盘价 (元)	11.89
一年内最高/最低 (元)	16.44/10.09
市净率	0.8
息率 (分红/股价)	0.36
流通 A 股市值 (百万元)	28,487
上证指数/深证成指	3,266.24/10,530.85
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	15.09
资产负债率%	66.67
总股本/流通 A 股 (百万)	2,411/2,396
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘子栋 A0230523110002
liuzd@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈悦 A0230524100003
chenyue@swsresearch.com

联系人

陈悦
(8621)23297818×
chenyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	61,993	82,640	90,097	94,310	101,681
其中: 营业收入	61,993	82,640	90,097	94,310	101,681
减: 营业成本	59,988	78,455	84,179	86,818	93,308
减: 税金及附加	152	294	321	335	362
主营业务利润	1,853	3,891	5,597	7,157	8,011
减: 销售费用	101	118	180	189	203
减: 管理费用	1,193	1,352	1,442	1,509	1,627
减: 研发费用	1,655	1,755	2,162	2,263	2,440
减: 财务费用	427	783	1,024	1,026	1,124
经营性利润	-1,523	-117	789	2,170	2,617
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-34	-12	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-140	-26	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,320	682	1,006	1,581	2,327
营业利润	-363	579	1,796	3,751	4,943
加: 营业外净收入	37	45	0	0	0
利润总额	-325	624	1,796	3,751	4,943
减: 所得税	-462	-197	265	582	685
净利润	136	821	1,531	3,169	4,258
少数股东损益	6	24	8	16	21
归属于母公司所有者的净利润	130	797	1,523	3,153	4,237
全面摊薄总股本	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
每股收益 (元)	0.05	0.33	0.63	1.31	1.76

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。