桐昆股份(601233)

报告日期：2025 年 02 月 05 日

2024 业绩同比改善，看好涤丝中长期景气向上

——桐昆股份事件点评

事件

- 2025 年 1 月 27 日，桐昆股份发布 2024 年年度业绩预增公告，公司预计 2024 年实现归母净利润 11.20-12.70 亿元，同比增长 40.52%-59.34%。其中，2024Q4 公司预计实现归母净利润 1.13-2.63 亿元，同比增长 206.34%-347.12%，环比增长 293.49%-549.64%。

点评

- **2024 年主业经营稳定，投资收益贡献增量**

2024 年公司业绩整体改善，预计实现归母净利润 11.20-12.70 亿元，同比增长 40.52%-59.34%。其中，主业方面，扣除对联营/合营企业投资收益部分的归母净利润预计为 4.50-6.00 亿元，同比-14.21%至+14.38%，盈利较为稳定；对联营/合营企业的投资收益预计为 6.70 亿元，同比+145.88%，贡献业绩增量。2024Q4，公司预计实现归母净利润 1.13-2.63 亿元，环比增加 1.72-3.22 亿元，其中对联营/合营企业的投资收益预计为 1.40 亿元，环比增加 0.16 亿元；扣除对联营/合营企业投资收益部分的归母净利润预计为-0.27 至 1.23 亿元，环比增加 1.56 至 3.06 亿元。公司主业盈利环比大幅改善，主要受益于油价趋稳以及下游纺服出口向好，涤纶长丝价差环比改善明显，据 Wind，2024Q4 POY 价差达 1407 元/吨，环比+11.81%；FDY 价差达 1888 元/吨，环比+9.64%。

- **涤纶长丝供需持续改善，行业景气有望中长期向上**

2024 年 POY-PX/MEG 平均价差达 1326 元/吨，同比+0.82%，改善幅度较小，主要由于行业实际供给增加较多。其中，据百川盈孚，2023 年行业净新增 419 万吨/年，其产量释放更多在 2024 年体现；同时，行业开工率也从 2023 年的 77.42%提升至 2024 年的 86.15%，进一步带动供给提升。展望未来，供给端，行业新增产能较前期有所放缓，其中，据百川盈孚 2024 年行业净新增产能仅 15 万吨/年，2025 年据我们统计行业新增产能约 150 万吨/年（桐昆股份 60 万吨/年、新凤鸣 65 万吨/年、东方盛虹 25 万吨/年），同时行业开工率进一步上行空间较小；需求端，内需回暖下国内纺服需求增速有望上行，因此我们看好涤纶长丝供需持续改善，景气中长期向上。桐昆股份作为行业龙头，目前拥有涤纶长丝产能 1350 万吨/年，将持续受益。

- **浙石化现金分红到账，看好股权价值重估**

2024 年 12 月 28 日，公司发布公告，根据浙石化作出的关于利润分配的股东会决议，桐昆投资将获得现金分红 10 亿元，截至 2024 年 12 月 27 日，桐昆投资已收到浙石化现金分红款 10 亿元，桐昆投资持有浙石化 20%的股权，是桐昆股份的全资子公司。现金分红的到账一方面有助于改善桐昆股份现金流；另一方面，随着浙石化未来资本开支逐步减少，分红有望常态化，桐昆股份浙石化股权价值有望重估。

- **盈利预测与估值**

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.03/24.25/34.38 亿元，EPS 分别为 0.50/1.01/1.43 元，现价对应 PE 为 23.76/11.79/8.32 倍。桐昆股份是国内涤纶长丝龙头公司，成本优势显著，2024 年开始行业新增产能放缓，行业有望景气上行，维持“买入”评级。

投资评级：买入(维持)

分析师：李辉
执业证书号：S1230521120003
lihui01@stocke.com.cn

分析师：汤永俊
执业证书号：S1230523120009
tangyongjun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥11.89
总市值(百万元)	28,592.83
总股本(百万股)	2,404.78

股票走势图

相关报告

1 《涤丝景气短期偏弱，看好行业龙头后续业绩弹性》2024.11.11
2 《涤丝量价齐升助 24H1 业绩高增，仍看好旺季前布局机会》2024.08.30
3 《2024Q2 主业预期环比改善，看好旺季行情下盈利进一步提升》 2024.07.14

❑ **风险提示**

原材料价格波动风险、产品需求不及预期风险、行业竞争加剧风险

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	82,640	92,655	100,375	105,740
(+/-) (%)	33.30%	12.12%	8.33%	5.35%
归母净利润	797	1,203	2,425	3,438
(+/-) (%)	539.10%	50.98%	101.52%	41.76%
每股收益(元)	0.33	0.50	1.01	1.43
P/E	35.87	23.76	11.79	8.32

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26,106	30,140	40,462	53,047
现金	11,616	16,227	25,685	37,696
交易性金融资产	224	44	44	44
应收账项	693	1,699	1,840	1,939
其它应收款	141	64	70	73
预付账款	1,384	696	744	776
存货	10,249	9,668	10,336	10,777
其他	1,800	1,742	1,742	1,742
非流动资产	76,340	81,603	85,528	88,766
金融资产类	22	44	44	44
长期投资	18,834	18,834	18,834	18,834
固定资产	44,160	46,228	48,649	50,986
无形资产	2,858	3,258	3,258	3,258
在建工程	8,735	11,241	12,744	13,647
其他	1,730	1,997	1,997	1,997
资产总计	102,446	111,743	125,989	141,814
流动负债	46,957	49,966	55,832	61,208
短期借款	20,974	25,974	31,474	37,474
应付款项	14,524	14,019	14,213	13,472
预收账款	2	0	0	0
其他	11,456	9,973	10,145	10,262
非流动负债	19,706	24,891	30,891	37,891
长期借款	18,475	23,475	29,475	36,475
其他	1,231	1,416	1,416	1,416
负债合计	66,663	74,857	86,723	99,099
少数股东权益	313	319	326	337
归属母公司股东权	35,470	36,567	38,940	42,378
负债和股东权益	102,446	111,743	125,989	141,814

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,121	7,160	8,818	10,058
净利润	821	1,209	2,432	3,448
折旧摊销	3,657	5,426	6,076	6,761
财务费用	1,000	1,274	1,587	1,947
投资损失	(322)	(670)	(780)	(900)
营运资金变动	(1,634)	211	(497)	(1,198)
其它	(402)	(290)	(0)	0
投资活动现金流	(10,484)	(9,544)	(9,220)	(9,100)
资本支出	(11,289)	(10,400)	(10,000)	(10,000)
长期投资	79	180	0	0
其他	725	676	780	900
筹资活动现金流	6,527	7,002	9,861	11,053
短期借款	1,467	5,000	5,500	6,000
长期借款	3,160	5,000	6,000	7,000
其他	1,900	(2,998)	(1,639)	(1,947)
现金净增加额	(834)	4,611	9,458	12,011

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	82,640	92,655	100,375	105,740
营业成本	78,455	87,013	93,028	96,995
营业税金及附加	294	278	251	264
营业费用	118	130	151	159
管理费用	1,352	1,575	1,706	1,798
研发费用	1,755	2,131	2,309	2,432
财务费用	783	1,042	1,263	1,433
资产减值损失	(26)	0	0	0
公允价值变动损益	(15)	0	0	0
投资净收益	321	670	780	900
其他经营收益	361	130	141	148
营业利润	579	1,287	2,588	3,708
营业外收支	45	0	0	0
利润总额	624	1,287	2,588	3,708
所得税	(197)	77	155	260
净利润	821	1,209	2,432	3,448
少数股东损益	24	6	7	10
归属母公司净利润	797	1,203	2,425	3,438
EBITDA	4,645	7,754	9,926	11,902
EPS（最新摊薄）	0.33	0.50	1.01	1.43

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	33.30%	12.12%	8.33%	5.35%
营业利润	255.92%	122.25%	101.11%	43.28%
归属母公司净利润	539.10%	50.98%	101.52%	41.76%
获利能力				
毛利率	5.06%	6.09%	7.32%	8.27%
净利率	0.96%	1.30%	2.42%	3.25%
ROE	2.25%	3.29%	6.23%	8.11%
ROIC	1.57%	2.38%	3.42%	3.91%
偿债能力				
资产负债率	65.07%	66.99%	68.83%	69.88%
净负债比率	98.65%	105.42%	104.23%	98.13%
流动比率	0.56	0.60	0.72	0.87
速动比率	0.28	0.36	0.50	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.87	0.84	0.79
应收账款周转率	111.12	126.50	124.80	123.12
应付账款周转率	7.90	8.61	9.55	10.08
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.50	1.01	1.43
每股经营现金	1.30	2.98	3.67	4.18
每股净资产	14.75	15.21	16.19	17.62
估值比率				
P/E	35.87	23.76	11.79	8.32
P/B	0.81	0.78	0.73	0.67
EV/EBITDA	15.45	8.70	7.00	5.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn