

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

公司盈利显著改善, 看好涤纶龙头业绩释放弹性

2025 年 4 月 30 日

事件: 2025 年 4 月 25 日晚, 桐昆股份发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现营业收入 1013.07 亿元, 同比增长 22.59%; 实现归母净利润 12.02 亿元, 同比增长 50.80%; 实现扣非后归母净利润为 9.34 亿元, 同比增长 105.39%; 实现基本每股收益 0.51 元, 同比增长 50.00%。

2025 年 4 月 29 日晚, 公司发布 2025 年一季度报告, 公司一季度实现营业收入 194.20 亿元, 同比下降 8.01%, 环比下降 23.11%; 实现归母净利润 6.11 亿元, 同比增长 5.36%, 环比增长 213.00%; 实现扣非后归母净利润为 6.00 亿元, 同比增长 11.69%, 环比增长 445%; 实现基本每股收益 0.26 元, 同比增长 8.33%。

点评:

- **行业供需格局改善, 公司业绩显著提升。**油价端, 2024 年国际油价中高位震荡运行, 上半年油价呈现冲高后回落企稳态势; 下半年受全球宏观经济形势转弱、地缘担忧情绪放缓影响, 国际油价震荡下行。2024 年布伦特平均油价为 79.86 美元/桶, 较 2023 年中枢下移 2.31 美元/桶。2024 年公司主要产品主要原料 PX、MEG、PTA 平均进价分别同比-6.44%、+12.37%、-5.87%, 成本中枢有所下移。**需求端**, 2024 年社会消费品零售总额中服装类同比增长 12.5%, 带动涤纶长丝需求显著提升。2024 年我国涤纶长丝表观消费量达 4200 万吨, 同比增长 8.7%。**供给端**, 2024 年涤纶长丝行业新增产能仅 128 万吨 (2023 年 385 万吨), 净增产能仅 105 万吨, 增速降至 2%, 产能增速明显放缓。从公司经营角度看, 根据我们测算, 2024 年公司 POY、FDY、DTY、PTA 毛利分别为 295、604、294、-35 元/吨, 同比-59、-143、84、19 元/吨。此外, 受益于浙石化盈利修复, 2024 年公司联营企业和合营企业投资收益达到 7.1 亿元, 为公司利润带来较大增量。
- **一季度盈利增长延续, 看好公司在供需格局优化下的业绩放量。**进入 2025 年后, 一季度国际油价高位回落, 涤纶长丝成本端支撑偏弱, 长丝主要原料 PX、MEG、PTA 价格同比分别-15.68%、+2.74%、-15.55%, 原料价格中枢下行。公司一季度产品 POY、FDY、DTY、PTA 价格分别变化-6.55%、-12.03%、-5.35%、-16.78%, 下行幅度较原料端相对较小, 此外联营企业和合营企业一季度贡献 2.54 亿投资收益, 推动公司盈利稳健增长。**从库存角度看**, 4 月长丝行业平均库存为 30 天左右, 较一季度明显升高, 主要系春节后下游纺织企业复工复产脚步明显慢于涤纶长丝, 供需不匹配导致涤纶长丝库存压力增加, 叠加近期关税政策影响, 终端需求增速有限。我们认为, 美国关税长期影响有限, 且国内直接出口至美国占比较小, 主要是短期纺服出口受阻带来的间接传导; 从中长期看, 在短期行业供需不匹配的背景下, 或加速行业落后产能出清, 2021 年以来, 我国涤纶长丝行业每年淘汰落后产能上百万吨, 行业结构进一步优化。根据隆众资讯预测, 在 2024-2025 年期间, 涤纶

长丝行业可能会淘汰 200-250 万吨的落后产能，未来涤纶长丝行业的有效产能或迎来负增长，我们认为公司作为涤丝龙头，有望优先受益于行业供给结构调整与集中度提升。

- **炼化行业景气有望改善，浙石化权益或持续提振公司业绩。**从行业角度看，2024 年 5 月，国务院发布《2024—2025 年节能降碳行动方案》，到 2025 年底国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置，生产成本较高、装置老旧的小型炼厂或逐步被淘汰，炼化行业逐步进入存量产能竞争时代，炼化行业集中度及大型先进炼厂竞争力有望提升。从公司角度看，公司参股的浙石化依托全球特大型炼化一体化装置，持续优化装置性能，不断挖潜增效，有望在行业景气格局改善背景下持续提振公司业绩。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.78、29.99 和 37.04 亿元，同比增速分别为 89.5%、31.7%、23.5%，EPS（摊薄）分别为 0.95、1.25 和 1.54 元/股，按照 2025 年 4 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 11.15、8.47 和 6.86 倍。我们看好涤纶长丝行业未来景气度抬升，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：**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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	82,640	101,307	106,931	115,822	119,988
增长率 YoY %	33.3%	22.6%	5.6%	8.3%	3.6%
归属母公司净利润 (百万元)	797	1,202	2,278	2,999	3,704
增长率 YoY%	539.1%	50.8%	89.5%	31.7%	23.5%
毛利率%	5.1%	4.6%	6.4%	6.8%	7.2%
净资产收益率 ROE%	2.2%	3.3%	5.9%	7.3%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.51	0.95	1.25	1.54
市盈率 P/E(倍)	44.50	23.14	11.15	8.47	6.86
市净率 P/B(倍)	1.03	0.78	0.66	0.62	0.58

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,106	26,648	38,920	47,766	54,557
货币资金	11,616	13,839	15,058	21,924	27,746
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	693	1,005	1,758	1,904	1,972
预付账款	1,384	1,044	1,081	1,166	1,203
存货	10,249	9,162	19,200	20,708	21,353
其他	2,165	1,597	1,823	2,063	2,282
非流动资产	76,340	77,739	78,047	78,578	79,530
长期股权投资	18,834	19,147	19,722	19,994	20,258
固定资产 (合计)	44,160	48,470	47,484	47,023	46,992
无形资产	2,858	3,078	3,298	3,518	3,738
其他	10,487	7,043	7,543	8,043	8,543
资产总计	102,446	104,386	116,967	126,344	134,087
流动负债	46,957	48,677	56,229	62,549	66,520
短期借款	20,974	25,861	35,861	38,861	41,861
应付票据	3,991	2,644	2,740	2,955	3,047
应付账款	10,533	7,003	7,258	7,828	8,072
其他	11,459	13,169	10,370	12,905	13,540
非流动负债	19,706	18,727	21,929	22,429	22,929
长期借款	18,475	16,921	19,921	20,421	20,921
其他	1,231	1,805	2,008	2,008	2,008
负债合计	66,663	67,404	78,158	84,978	89,449
少数股东权益	313	442	472	513	562
归属母公司股东权益	35,470	36,541	38,337	40,854	44,076
负债和股东权益	102,446	104,386	116,967	126,344	134,087

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	106,931	115,822	119,988
同比 (%)	33.3%	22.6%	5.6%	8.3%	3.6%
归属母公司净利润	797	1,202	2,278	2,999	3,704
同比 (%)	539.1%	50.8%	89.5%	31.7%	23.5%
毛利率 (%)	5.1%	4.6%	6.4%	6.8%	7.2%
ROE%	2.2%	3.3%	5.9%	7.3%	8.4%
EPS (摊薄)(元)	0.34	0.51	0.95	1.25	1.54
P/E	44.50	23.14	11.15	8.47	6.86
P/B	1.03	0.78	0.66	0.62	0.58
EV/EBITDA	15.45	10.14	7.41	6.26	5.32

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	106,931	115,822	119,988
营业成本	78,455	96,604	100,114	107,977	111,342
营业税金及附加	294	294	310	336	348
销售费用	118	134	139	151	156
管理费用	1,352	1,471	1,550	1,679	1,740
研发费用	1,755	1,953	2,064	2,235	2,316
财务费用	783	1,209	1,549	1,674	1,744
减值损失合计	-26	-62	-50	-50	-50
投资净收益	321	708	1,000	1,200	1,500
其他	402	610	572	683	664
营业利润	579	899	2,727	3,602	4,455
营业外收支	45	56	50	50	50
利润总额	624	956	2,777	3,652	4,505
所得税	-197	-262	468	613	751
净利润	821	1,218	2,308	3,039	3,754
少数股东损益	24	16	31	40	50
归属母公司净利润	797	1,202	2,278	2,999	3,704
EBITDA	4,645	6,322	9,388	10,854	12,339
EPS (当年)(元)	0.34	0.51	0.95	1.25	1.54

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,121	8,780	-2,033	8,727	10,218
净利润	821	1,218	2,308	3,039	3,754
折旧摊销	3,657	4,938	5,094	5,569	6,139
财务费用	1,000	1,301	1,643	1,739	1,844
投资损失	-322	-709	-1,000	-1,200	-1,500
营运资金变动	-1,634	2,422	-10,058	-381	2
其它	-402	-390	-20	-39	-21
投资活动现金流	-10,484	-9,904	-4,382	-4,861	-5,570
资本支出	-11,289	-8,876	-4,757	-5,738	-6,756
长期投资	79	-640	-624	-323	-313
其他	725	-387	1,000	1,200	1,500
筹资活动现金流	6,527	3,759	7,634	3,001	1,174
吸收投资	0	114	0	0	0
借款	4,627	3,334	13,000	3,500	3,500
支付利息或股息	-1,220	-1,643	-2,125	-2,221	-2,326
现金流净增加额	-834	2,640	1,219	6,866	5,822

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。