

桐昆股份 (601233.SH)

上半年业绩符合预期，布局煤头领域增强竞争力

事件：公司发布 2025 年半年报，报告期内实现营业收入 441.6 亿元，同比下降 8.41%，归母净利润 10.97 亿元，同比增长 2.93%，扣非净利润 10.54 亿元，同比增长 16.72%；其中二季度单季实现收入 247.4 亿元，同比下降 8.73%，环比增长 27.4%，归母净利润 4.86 亿元，同比增长 0.04%，环比下降 20.54%。

□ 涤纶长丝价格有所下跌，成本下降推动毛利率提高。2025 年上半年，公司基本面始终保持健康稳定，涤纶长丝价格以整体跟随成本端运行为主，一季度价格窄幅震荡，二季度相对震荡加剧。报告期内，公司涤纶长丝产品收入 378 亿元，同比下降 9.6%，销量 595 万吨，同比增长 1.3%，销售均价 6352 元/吨，同比下跌 10.8%；PTA 收入 35.2 亿元，同比下降 7.5%，销量 83 万吨，同比增长 14.3%，销售均价 4268 元/吨，同比下跌 19.1%。上半年公司主要原材料 PX、PTA 采购价同比分别下跌 18.9%、18.1%，MEG 采购价同比上涨 0.71%，公司综合毛利率 6.76%，同比提高 0.57 pct。

□ 二季度产品价格环比小幅下跌，涤纶长丝销量增长明显。2025 年二季度，公司涤纶长丝收入 213 亿元，环比增长 29.2%，销量 345 万吨，环比增长 38.2%，销售均价 6172 元/吨，环比下跌 6.5%；PTA 收入 16.9 亿元，环比下降 7.6%，销量 41 万吨，环比下降 3.2%，销售均价 4166 元/吨，环比下跌 4.6%；原材料 PTA、MEG、PX 市场均价环比均有所下跌，公司综合毛利率 6.0%，环比下降 1.7 pct。三季度以来，涤纶长丝主要品种和 PTA 均价价差环比二季度有所收窄，随着金九银十需求旺季来临，涤纶长丝盈利空间有望向好。

□ 国内涤纶长丝龙头地位稳固，成功布局煤头领域。公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，同时布局原料 PTA、MEG 的生产，并向上游延伸参股投资浙江石化 20% 股权，形成炼化-PTA、MEG-聚酯-纺丝-加弹-纺织全产业链布局。2025 年上半年，公司成功布局煤头领域，在吐鲁番地区获取优质煤矿资源，该煤矿储量达 5 亿吨，初始开采规模为 500 万吨/年。目前，中昆公司正紧锣密鼓推进煤气头项目建设，计划 2026 年底至 2027 年一季度实现投产，届时将全面打通油头、煤头、气头全链条。在新疆区域，公司正构建从气头、煤头到“一根丝、一匹布”的全产业链体系，产业协同效应将持续释放。后续公司将聚焦芳烃路线合作机会，力争掌控 PTA 和乙二醇两大核心原料，进一步强化核心竞争力。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 19.6 亿、25.3 亿、30.9 亿元，EPS 分别为 0.81、1.05、1.29 元，当前股价对应 PE 分别为 18、14、11 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：下游市场需求不足、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	82640	101307	100740	107554	119863
同比增长	33%	23%	-1%	7%	11%
营业利润(百万元)	579	899	2192	2854	3559
同比增长	-260%	55%	144%	30%	25%
归母净利润(百万元)	797	1202	1957	2534	3090
同比增长	512%	51%	63%	29%	22%

增持（维持）

周期/化工

目标估值：NA

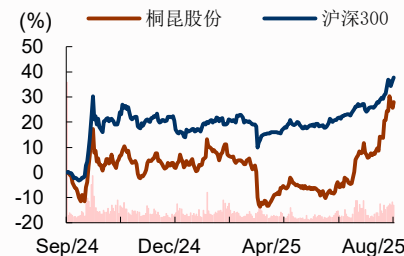
当前股价：14.67 元

基础数据

总股本(百万股)	2405
已上市流通股(百万股)	2396
总市值(十亿元)	35.3
流通市值(十亿元)	35.1
每股净资产(MRQ)	15.7
ROE(TTM)	3.3
资产负债率	66.0%
主要股东	桐昆控股集团有限公司
主要股东持股比例	19.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	18	27
相对表现	11	3	-11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《桐昆股份 (601233) —— 一季度业绩稳步增长，盈利能力同比提升》2025-05-01
- 2、《桐昆股份 (601233) —— 全年业绩同比大幅增长，布局进一步提档升级》2025-04-27
- 3、《桐昆股份 (601233) —— 全球最大的涤纶长丝企业，布局炼化项目成长空间大》2024-11-27

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

每股收益(元)	0.33	0.50	0.81	1.05	1.29
PE	44.3	29.4	18.0	13.9	11.4
PB	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司总体概况.....	5
1、 全球最大的涤纶长丝企业，拥有全产业链优势	5
2、 近年收入规模稳步增长，经营业绩企稳回升	6
3、 二季度产品价格环比下跌，销量环比大幅增长	7
二、 国内 PTA 供给充足，盈利能力处于较低水平	8
三、 涤纶长丝供给增速放缓，景气度有望逐步向好	9
四、 公司核心竞争力强，布局炼化一体化项目	11
1、 公司具有较强的核心竞争力，持续巩固提升行业地位	11
2、 加强产业链一体化布局，进一步打开未来成长空间	13
五、 风险提示	14

图表目录

图 1：涤纶长丝上下游产业链图	5
图 2：近几年公司营业收入及增速	6
图 3：近几年公司归母净利润及增速	6
图 4：近几年公司涤纶长丝产品销量（万吨）	6
图 5：近几年公司涤纶长丝产品销售均价（元/吨）	6
图 6：国内 PTA 有效产能及产量	8
图 7：国内 PTA 表观消费量及增速	8
图 8：我国 PTA 进出口量	8
图 9：国际原油与 PX 价格走势	9
图 10：PTA 价格及价差走势	9
图 11：国内涤纶长丝有效产能及产量	9
图 12：国内涤纶长丝表观消费量及增速	10
图 13：涤纶长丝进出口量情况	10
图 14：涤纶长丝工厂周度库存量	10
图 15：涤纶长丝江浙织机库存天数	10
图 16：涤纶长丝华东市场价格走势（元/吨）	11
图 17：涤纶长丝 POY 价格及价差走势（元/吨）	11

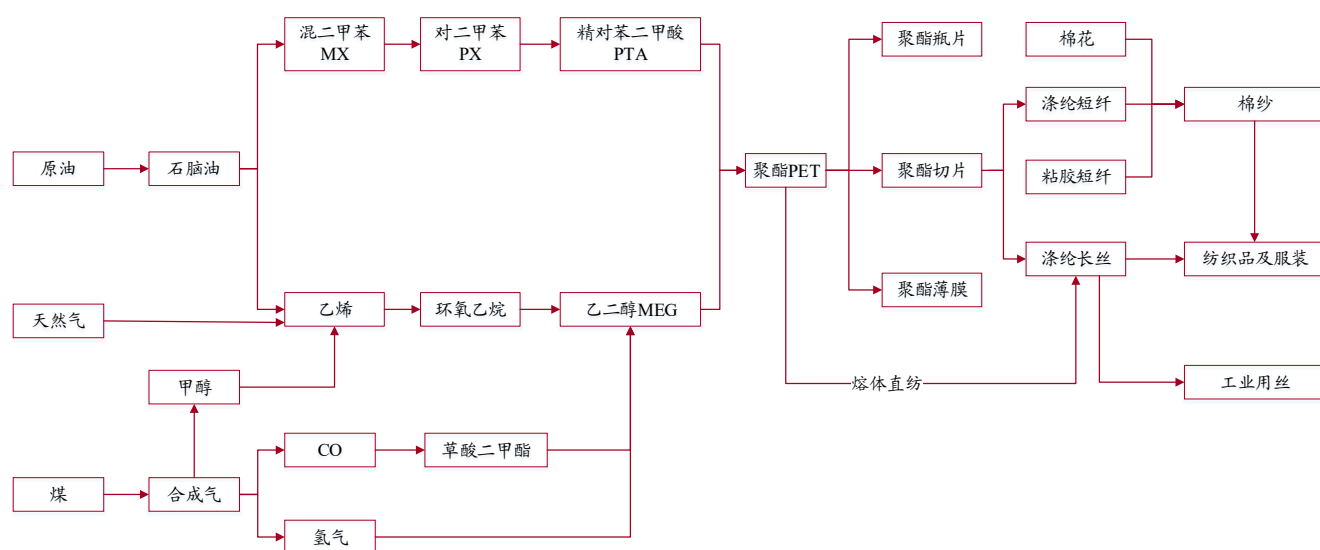
图 18: 泰昆石化主体结构股权架构图	13
图 19: 桐昆股份历史 PE Band	14
图 20: 桐昆股份历史 PB Band	14
表 1: 公司主要产品及产能情况	5
表 2: 单季度经营业绩回顾	7
表 3: 单季度主要业务收入构成	7
附: 财务预测表	15

一、公司总体概况

1、全球最大的涤纶长丝企业，拥有全产业链优势

公司主要从事涤纶长丝行业，同时向产业链上游延伸，不断做大做强。桐昆集团股份有限公司是一家投资石油炼化，以 PTA、聚酯和涤纶纤维制造为主业的企业，主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售，以及涤纶长丝主要原料之一 PTA（精对苯二甲酸）的生产。公司主要产品为各类民用涤纶长丝，包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝、ITY、中强丝六大系列一千多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列，在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称。

图 1：涤纶长丝上下游产业链图



资料来源：公司公告、百川盈孚、招商证券

公司是全球最大的涤纶长丝企业，持续向上游延伸加强产业链一体化。公司产业版图成功点亮了除浙江以外的江苏、安徽、广西、福建、新疆五个省份，全国性全产业链的空间布局已初步成型。公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，截至 2025 年 6 月底，公司已具备 1000 万吨原油加工权益量、1020 万吨 PTA、1300 万吨聚合、1350 万吨涤纶长丝年生产加工能力。2001-2023 年公司连续 23 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，具有较大的市场话语权，且市场份额逐年提升，稳居世界第一。公司在涤纶长丝产业基础之上，向上游延伸至 PTA、MEG、纺丝油剂、石油炼化、热力工程等领域，已实现 PTA 原材料自给自足。

表 1：公司主要产品及产能情况

主要产品	设计产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	预计投产时间
涤纶长丝	1350	120	2025-2026 年
PTA	1020	—	—

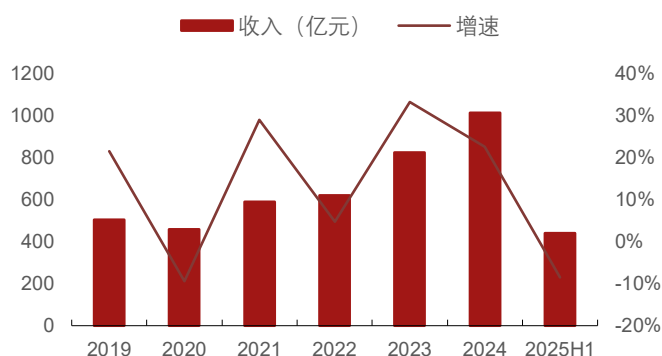
资料来源：公司公告、招商证券

2、近年收入规模稳步增长，经营业绩企稳回升

近几年公司经营规模稳步增长，经营业绩逐步企稳回升。2025 年上半年，实现营业收入 441.6 亿元，同比下降 8.41%，归母净利润 10.97 亿元，同比增长 2.93%，扣非净利润 10.54 亿元，同比增长 16.72%。涤纶长丝行业 2021 年下半年开始步入调整期，期间国际原油价格大幅波动，下游市场需求短期难以消化新增供给，导致行业盈利受到较大影响。

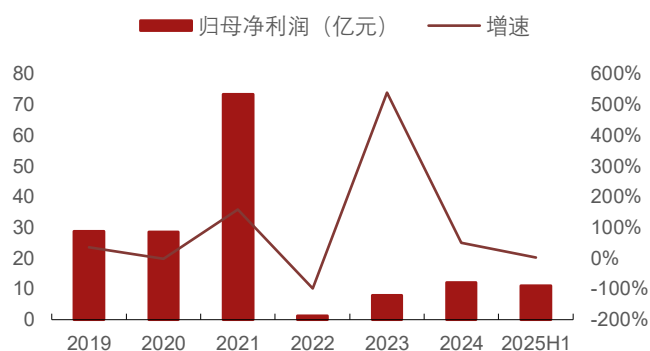
2025 年上半年，涤纶长丝价格以整体跟随成本端运行为主，一季度价格窄幅震荡，二季度相对震荡加剧，受中美贸易关系的变化和以伊冲突的影响，原油价格先抑后扬，进而从成本端影响聚酯产业链整体价格，并带来剧烈波动，4 月整体下跌，5 月-6 月持续抬升。从涤纶长丝盈利性来说，一季度盈利性相对平缓，成本的小幅波动对原料采购相对友好，更有利于涤丝工厂低价位原料采购操作；二季度成本大幅波动，对原料端的采购操作更显考验。涤纶长丝分主流品种来看，上半年涤丝 POY 盈利尚可，而 FDY 整体亏损，尤其是细旦 FDY，阶段性出现过细旦 FDY、POY 品种价格倒挂的现象。

图 2：近几年公司营业收入及增速



资料来源：Wind 资讯、招商证券

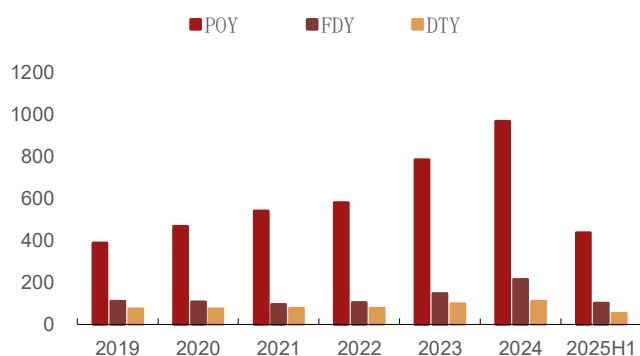
图 3：近几年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind 资讯、招商证券

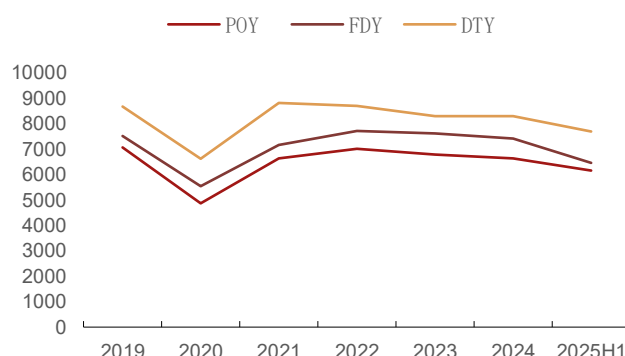
近几年公司涤纶长丝销量大幅增长，2024 年公司涤纶长丝（POY+FDY+DTY）销量 1294 万吨，同比增长 25.6%，销售均价 6904 元/吨，同比下跌 2.0%。2025 年上半年，销量 595 万吨，同比增长 1.3%，销售均价 6352 元/吨，同比下跌 10.8%。

图 4：近几年公司涤纶长丝产品销量（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：近几年公司涤纶长丝产品销售均价（元/吨）



资料来源：公司公告、招商证券

3、二季度产品价格环比下跌，销量环比大幅增长

2025 年二季度，公司实现收入 247.4 亿元，同比下降 8.73%，环比增长 27.4%，归母净利润 4.86 亿元，同比增长 0.04%，环比下降 20.54%。尽管二季度公司产品价格环比有所下跌，但原材料 PTA、MEG、PX 市场均价环比也下跌，公司综合毛利率 6.0%，环比下降 1.7 pct。

表 2：单季度经营业绩回顾

(亿元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营业收入	211	271	278	253	194	247
营业毛利	14	16	9	8	15	15
营业费用	0.29	0.31	0.36	0.39	0.35	0.39
管理费用	3.55	3.53	3.79	3.84	3.61	3.54
研发费用	4.34	5.59	5.16	4.44	3.82	5.15
财务费用	2.73	3.06	3.79	2.52	2.62	2.65
营业利润	6.57	4.53	-1.89	-0.21	6.76	4.73
归母净利	5.80	4.85	-0.59	1.95	6.11	4.86
EPS (元)	0.24	0.20	-0.02	0.08	0.25	0.20
主要比率						
毛利率	6.70%	5.78%	3.32%	3.15%	7.71%	6.01%
营业费用	0.14%	0.11%	0.13%	0.15%	0.18%	0.16%
管理费用	1.68%	1.30%	1.36%	1.52%	1.86%	1.43%
研发费用	2.06%	2.06%	1.85%	1.76%	1.97%	2.08%
财务费用	1.29%	1.13%	1.36%	1.00%	1.35%	1.07%
营业利润	3.11%	1.67%	-0.68%	-0.08%	3.48%	1.91%
净利率	2.77%	1.80%	-0.20%	0.79%	3.16%	1.98%
YoY						
收入	32.66%	29.16%	12.03%	20.86%	-8.01%	-8.73%
归母净利	扭亏为盈	-18.67%	-107.34%	扭亏为盈	5.36%	0.04%

资料来源：Wind、招商证券

2025 年二季度，公司涤纶长丝收入 213 亿元，环比增长 29.2%，销量 345 万吨，环比增长 38.2%，销售均价 6172 元/吨，环比下跌 6.5%；PTA 收入 16.9 亿元，环比下降 7.6%，销量 41 万吨，环比下降 3.2%，销售均价 4166 元/吨，环比下跌 4.6%。

表 3：单季度主要业务收入构成

收入分布	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
POY						
收入 (亿元)	132	170	179	161	115	155
销量 (万吨)	194	248	269	259	181	257
均价 (元/吨)	6819	6864	6681	6220	6373	6011
FDY						
收入 (亿元)	32	41	45	40	30	36
销量 (万吨)	42	54	61	58	45	58
均价 (元/吨)	7711	7668	7475	6881	6783	6218
DTY						
收入 (亿元)	20	23	25	25	19	22
销量 (万吨)	23	27	29	32	24	30

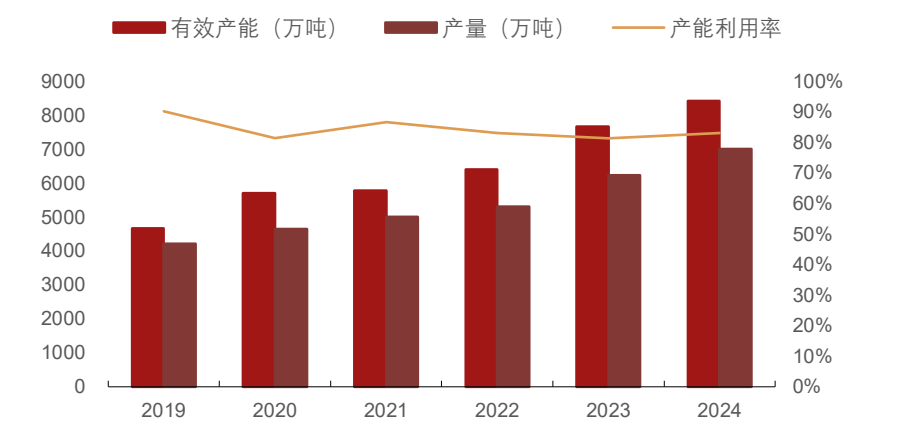
均价 (元/吨)	8406	8498	8346	7946	7956	7469
PTA						
收入 (亿元)	17	21	13	12	18	17
销量 (万吨)	32	40	26	29	42	41
均价 (元/吨)	5247	5299	4989	4197	4366	4166

资料来源：公司公告、招商证券

二、国内 PTA 供给充足，盈利能力处于较低水平

近几年国内 PTA 供给持续增长，产能利用率基本平稳。2024 年我国 PTA 有效产能 8428 万吨/年，同比增长 9.9%，自 2019 年以来年均增长 12.5%；产量 6998 万吨，同比增长 12.2%，自 2019 年以来年均增长 10.7%；2024 年国内 PTA 产能利用率 83.0%，同比提高 1.7 pct。截至目前我国 PTA 有效产能 8880 万吨/年，较去年底增长 5.37%，2025 年 1-7 月 PTA 产量 4061 万吨，同比增长 2.3%。

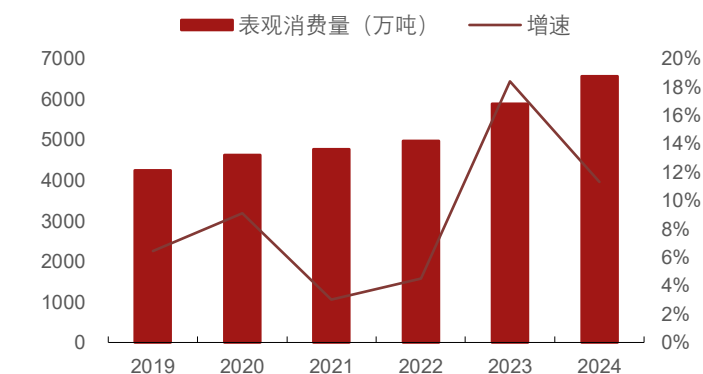
图 6：国内 PTA 有效产能及产量



资料来源：百川盈孚、招商证券

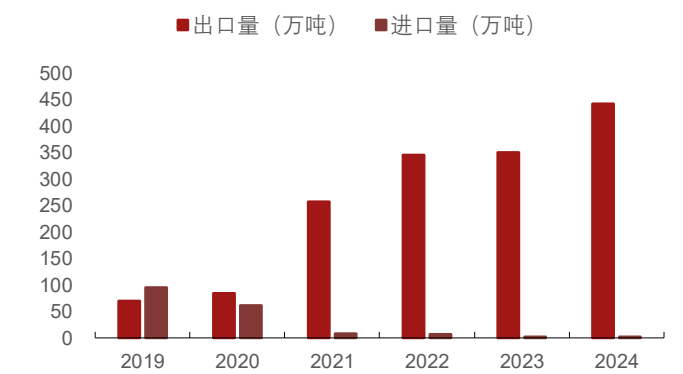
随着下游行业不断发展，我国 PTA 需求稳步增长。2024 年国内 PTA 表观消费量 6558 万吨，同比增长 11.42%，自 2019 年以来年均复合增长 9.13%。2025 年 1-7 月我国 PTA 表观消费量 3839 万吨，同比增长 4%。由于我国 PTA 产能持续投放，已经实现完全自给，同时部分用于出口，2024 年我国 PTA 出口量 442 万吨，自 2019 年以来大幅增加。

图 7：国内 PTA 表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 8：我国 PTA 进出口量



资料来源：百川盈孚、招商证券

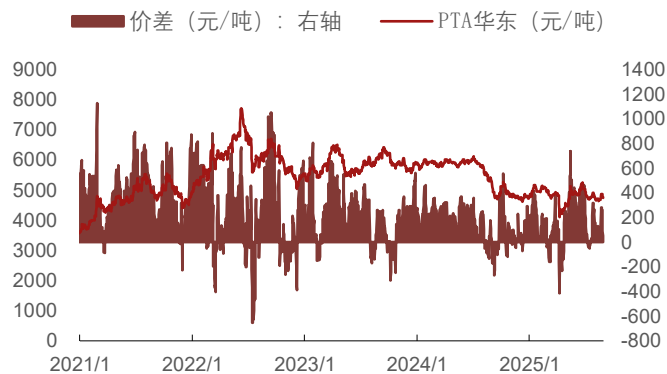
近几年 PTA 行业盈利处于较低水平。PTA 的主要原料为 PX，PX 价格与原油价格保持着较强的一致性，因此 PTA 价格也间接受到原油市场影响。近几年随着国内大炼化项目陆续投产，我国 PX 进口依赖度大幅降低。由于国内 PTA 行业整体供给压力较大，同时近几年国际原油价格维持较高水平，PTA 行业整体盈利较差。近几年由于 PTA 行业新增供给较多，供大于求的格局较为明显，行业整体盈利状况较差，新产能能否如期投产有待进一步观察。

图 9：国际原油与 PX 价格走势



资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 10：PTA 价格及价差走势

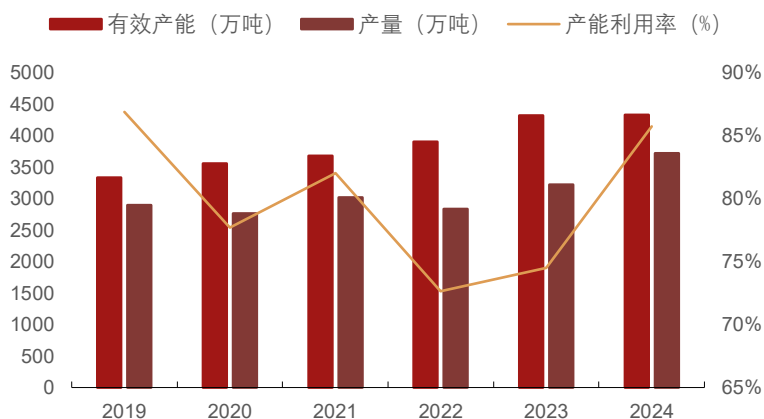


资料来源：Wind 资讯、招商证券

三、涤纶长丝供给增速放缓，景气度有望逐步向好

涤纶长丝行业供给增速放缓，产能利用率大幅提升。2024 年国内涤纶长丝有效产能 4331 万吨/年，同比增长 0.63%，自 2019 年以来年均复合增长 5.4%；2024 年我国涤纶长丝产量 3723 万吨，同比增长 15.5%，自 2019 年以来年均复合增长 5.1%；2024 年行业产能利用率 85.7%，同比提高 11.2 pct。截至目前，我国涤纶长丝产能 4456 万吨，较 2024 年底增长 2.87%，1-7 月我国涤纶长丝产量 2264 万吨，同比增长 6.46%，行业产能利用率预计进一步提升。目前投产时间超过 20 年的涤纶长丝产能合计约 615 万吨/年，其中 61%涤纶长丝老旧装置集中于百万吨级大企业，39%的产能集中于中小企业。长期来看，大企业可以通过技改或者产能置换保留产能，在当前的盈利水平下，部分中小企业可能不愿意花费更多成本去进行改造，从而最终被淘汰。

图 11：国内涤纶长丝有效产能及产量

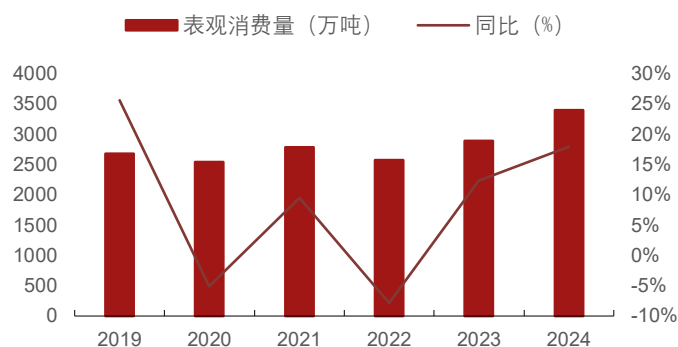


资料来源：百川盈孚、招商证券

近几年国内涤纶长丝需求量保持较快增长。2024 年我国涤纶长丝表观消费量 3399 万吨，同比增长 17.9%，自 2019 年以来年均复合增长 4.85%，2023 年以来国内涤纶长丝需求量保持较快增长；2025 年 1-7 月我国涤纶长丝表观消费量 2063 万吨，同比增长 6%，高于行业产能增速。由于国内涤纶长丝行业产能持续扩张及产品性能持续提升，我国涤纶长丝进口量较低，出口量大幅增长，2024 年我国涤纶长丝出口量 319 万吨，同比下降 5.4%，2025 年 1-7 月出口量 202 万吨，同比增长 13.8%。随着我国涤纶长丝行业持续走向规模化、高端化，在国际市场的话语权也将不断提升。

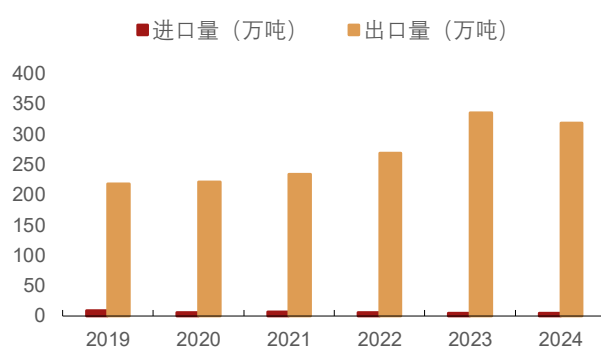
随着国内经济复苏、需求得到释放，国内纺织服装需求率先迎来复苏。2025 年上半年服装、鞋帽、针纺织品类零售同比增长 3.1%，带动涤纶长丝表观需求量提升 5.37%。我国化学纤维行业持续向差别化、智能化和绿色化发展，应用领域正在不断向交通、新能源、医疗卫生、基础设施、安全防护、环境保护、航空航天等产业应用领域方面拓展。预计随着我国经济的持续恢复、市场供给的稳步提升和优化，加上促消费政策的发力显效，在未来涤纶市场上，具有高附加值的化学纤维将逐渐成为行业新的增长点。

图 12：国内涤纶长丝表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 13：涤纶长丝进出口量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

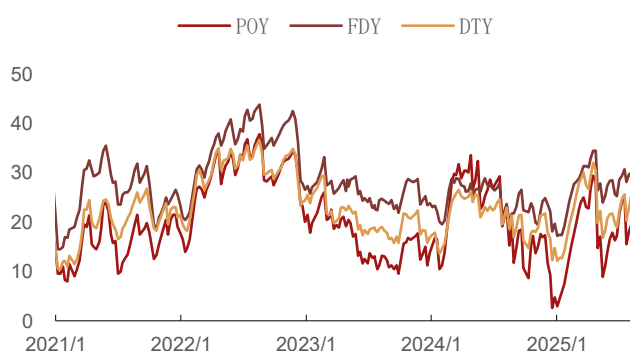
涤纶长丝工厂和下游织机库存处于近几年中位数水平。截至 2025 年 8 月，涤纶长丝工厂库存量 252 万吨，7 月初以来工厂库存量有所下降。下游江浙织机 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 15 天、29 天、24 天，自 7 月初以来下游库存天数震荡下行。

图 14：涤纶长丝工厂周度库存量



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 15：涤纶长丝江浙织机库存天数



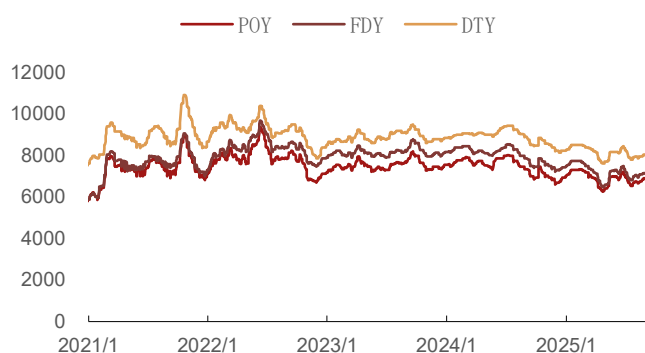
资料来源：Wind、招商证券

近期涤纶长丝价格震荡回落，价差处于近几年中位数水平。2024 年涤纶长丝市

场呈现先涨后跌的走势，前期随着成本支撑以及行业挺价推动涤纶长丝价格不断上行，但随着下游需求有所减弱，同时国际原油价格大幅下跌，近期涤纶长丝市场不断下行。2025 年原材料价格同比有所下跌，涤纶长丝市场价震荡回落，价差处于近几年中位数水平。

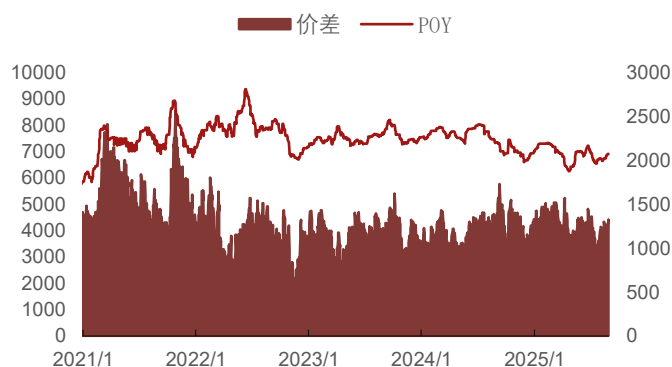
近两年，涤纶长丝龙头企业凭借着先进的生产设备以及规模化所带来的成本优势，进一步扩大领先优势，行业集中度也因此进一步提升，2024 年 CR6 达到 87%，龙头企业对行业的主导能力进一步增强。随着环保政策趋严，反内卷政策密集出台，涤纶长丝产能增速或将明显放缓，落后产能将会陆续淘汰，规模小的企业及落后产能将逐步被市场淘汰退出，加速行业洗牌速度。2021 年以来，我国涤纶长丝行业每年淘汰落后产能上百万吨，行业结构进一步优化。预计未来几年涤纶长丝行业供需关系将持续改善，涤纶长丝行业盈利水平有望逐步向好。

图 16：涤纶长丝华东市场价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、招商证券

图 17：涤纶长丝 POY 价格及价差走势（元/吨）



资料来源：Wind、招商证券

四、公司核心竞争力强，布局炼化一体化项目

1、公司具有较强的核心竞争力，持续巩固提升行业地位

（一）产业链优势：聚酯长丝行业竞争激烈，单一产业链的竞争无法能够让企业获得长期竞争优势。公司在现有聚酯长丝产业基础之上，向上游延伸至 PTA、MEG、纺丝油剂、石油炼化、热力工程等领域。产业链的延长一方面可以让公司获取多个环节的经营利润；另一方面可以通过产业链的协同效应平滑公司整体的利润波动；最后产业链的延伸可以保证公司的相关上游材料自主可控，稳定公司整体生产和经营活动。

（二）多产品矩阵优势：公司涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、ITY、中强丝和复合丝六大系列 1000 多个品种，规格齐全，被称为“涤纶长丝企业中的沃尔玛”，产品差别化率连续多年高于行业平均水平。多产品矩阵模式一方面可以让公司在细分市场获取超额利润，另一方面又可以尽可能满足客户对于各类丝品的全部需求，有助于通过以点带面的方式促进公司销售渠道建设。

（三）规模优势：2001-2024 年公司连续 24 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，具有较大的市场话语权，且市场份额逐年提升。公司市场占有率的提升一方面是企业规模经济的体现，另一方面随着公司市场占有率以及整个行业集中度的提高，行业竞争态势逐渐从较为分散的垄断竞争过渡到寡头竞争，作为涤纶长丝行业的龙头企业未来利润中枢将会逐渐上移。

（四）地理优势：聚酯长丝行业生产基地的要求较高，不仅仅需要贴近原料和下游客户，还需要配套船舶码头等公用工程设施。公司主要的桐乡总部基地、洲泉基地、嘉兴港区基地、湖州恒腾基地、江苏恒阳基地、嘉通能源基地都紧邻中国绍兴钱清轻纺原料市场、中国柯桥轻纺城、萧绍化纤市场、盛泽化纤市场等专业市场和海宁马桥经编基地、诸暨袜业基地、许村家纺基地、长兴白坯布基地。上述下游地区的涤纶长丝消费量约占国内总量的 80%，优越的地理位置极大地方便了公司提升市场影响，节约物流成本，增强客户粘性。

此外，公司在嘉兴石化、嘉通能源 PTA 工厂附近布点长丝生产基地，使公司实现“PTA-聚合-纺丝”一体化设计、集约智能化的生产模式，极大地降低了 PTA 运输的物流成本、仓储成本、包装成本以及能耗损失，并充分利用 P8、P8++技术热能发电为同一厂区聚酯长丝工厂提供电能，提升了公司资源综合利用率，发挥产业链的协同效应，使项目生产的聚酯产品更具成本优势。

（五）技术优势：作为聚酯产业链龙头企业，公司相关绿色智造技术一直走在行业前列。在聚酯纺丝领域，由公司牵头主导的“超大容量高效柔性差别化聚酯长丝成套工程技术开发”项目荣获 2013 年度国家科技进步二等奖；“高值化聚酯纤维柔性及绿色制造集成技术”荣获 2019 年度中国纺织工业联合会科技进步一等奖；“多功能差别化聚酯纤维绿色制造与应用技术集成创新”荣获 2020 年度浙江省科技进步一等奖；“功能性聚酯纤维新材料智能制造新模式应用项目”荣获 2021 年度中国纺织工业联合会科技进步一等奖；“传统制造业（化纤）改造提升标准化试点项目”荣获 2022 年度浙江省标准创新重大贡献奖。2022 年公司牵头制定的行业标准《涤纶预取向丝动态热应力试验方法》成功完成 ISO 国际标准立项，目前已处于委员会最终草案（FDIS）阶段并成功中标 2022 标准国际化试点项目。

在上游原材料方面，2017 年、2019 年嘉兴石化、嘉通能源分别和 KTS 科氏技术（原英威达）合作成功投产全球第一套 P8、P8++技术 PTA 装置，成为全球 PTA 行业的标杆。在辅料方面，经过二十多年的研究和开发，公司突破国外厂商在纺丝油剂领域的垄断，成为全球第四、中国唯一一家能够生产出全部 POY 纺丝油剂厂商，不仅增厚了公司的经营利润，也让公司业务成功进入精细化工领域。

（六）品牌优势：公司历来重视品牌建设，主导产品“GOLDEN COCK”牌涤纶长丝在 1999 年 9 月被评为“浙江省名牌产品”，2007 年 9 月被评为“中国名牌产品”，在国内外市场上拥有较高的知名度和美誉度。2011 年 5 月，“桐昆”牌商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。

（七）管理优势：公司决策层拥有 40 多年的从业经验，能对行业发展做出准确及时的判断，稳健驾驭企业，保持平稳发展。随着企业不断适应新形势下发展的需要，公司近年来在企业中大力推行“5S”管理、“TPM”管理、“六西格玛管理”、“精益生产”、“卓越绩效模式”等新型的管理方法，促进了公司各项管理水平的提升。针对企业需要不断适应外界的变化，公司每年确定全年工作的主基调，并开展一系列的活动。此外，公司还拥有一支高度认同桐昆文化的管理团队和员工团队，确保公司战略决策的高效执行。在自动化、智能化管理方面，公司已经全面建成无人工厂、黑灯车间，通过机器人落筒、包装、自动仓储等一系列自动化手段，可实现智能化控制和过程的自动化监测的一体化设计，生产效率高、性能稳定可靠，大大降低了生产成本，提升了产品竞争力。

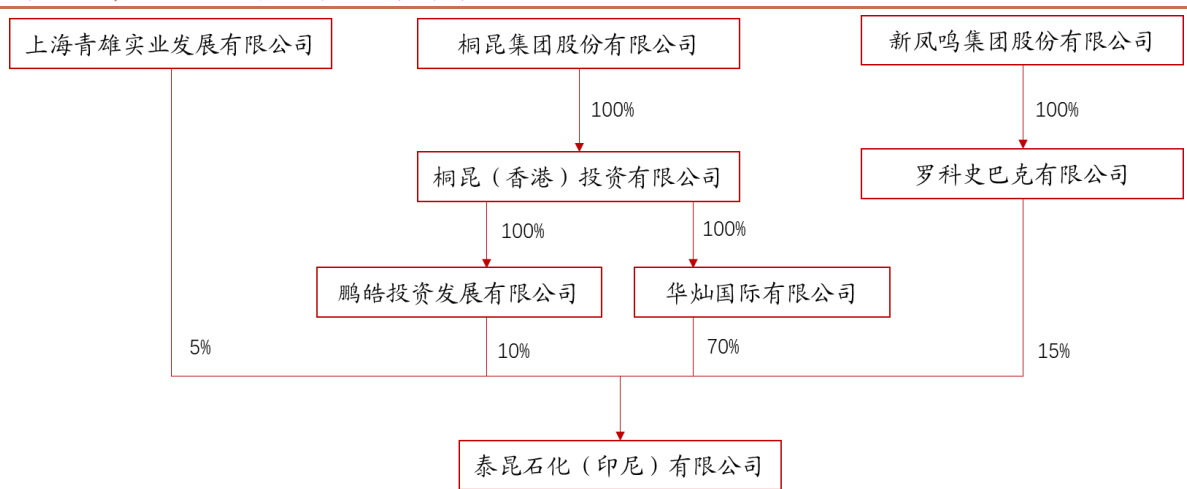
2、加强产业链一体化布局，进一步打开未来成长空间

参股浙石化 20% 股权，保障了原材料的供应稳定，同时贡献丰厚投资收益。2017 年 5 月公司参股投资浙石化 20% 股权，形成“炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织”全产业链布局。目前浙石化炼化一体化项目已形成加工 4000 万吨/年炼油、880 万吨/年对二甲苯、420 万吨/年乙烯处理能力的世界级炼化一体化基地，其中加氢、重整、PX 等多套装置单系列规模为世界最大。项目设计最大程度实现炼化一体化，最大限度为下游化工装置提供优质的原料，最大化生产芳烃（PX）和化工产品，并尽量减少成品油的产量，减油增化成效突出。同时，通过蒸汽、水等能源资源梯级优化利用，充分利用装置低温余热，建成世界规模最大的热法海水淡化装置，实现节能减排。项目炼化一体化率全球第一，远高于全国石化产业一体化率平均水平，基地规模与一体化程度居世界领先水平。

间接控股子公司泰昆石化建设炼化一体化项目，持续向上游产业链延伸，进一步打开公司未来成长空间。公司间接持有泰昆石化（印尼）有限公司 80% 股权，泰昆石化项目含增值税筹资额（报批总投资）59.48 亿美元，项目建设内容包括炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施，项目规模为 1000 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）产能 200 万吨/年，乙烯 120 万吨/年。根据现泰昆石化项目可研报告，按 2019-2023 年原料、产品均价测算，项目建成后，预计可实现年均营业收入 74.0 亿美元，年均税后利润 5.2 亿美元，税后财务内部收益率为 11.39%，税后投资回收期为 10.31 年（含建设期 4 年），有望大幅提升公司盈利水平。在百年企业建设的征程中，“走出去”战略至关重要。公司对印尼项目高度重视，若项目审批完成，将为未来更长时期的发展打开广阔空间，成为企业发展史上的关键布局。

泰昆石化主要产品包括：成品油 418 万吨/年、对二甲苯（PX）200 万吨/年、苯 72 万吨/年、硫磺 26 万吨/年、液化气 42 万吨/年（其中异丁烷 37 万吨/年）、全密度聚乙烯 FDPE 40 万吨/年、高密度聚乙烯 HDPE 40 万吨/年、线型低密度聚乙烯 LLDPE 40 万吨/年、聚丙烯 PP 50 万吨/年等。

图 18：泰昆石化主体结构股权架构图



资料来源：公司公告、招商证券

2025 年上半年产业布局：公司发展战略规划及实施取得里程碑式进展。公司始终坚定践行“一体化、规模化、集约化、差异化”的“四化”发展战略，在一体化

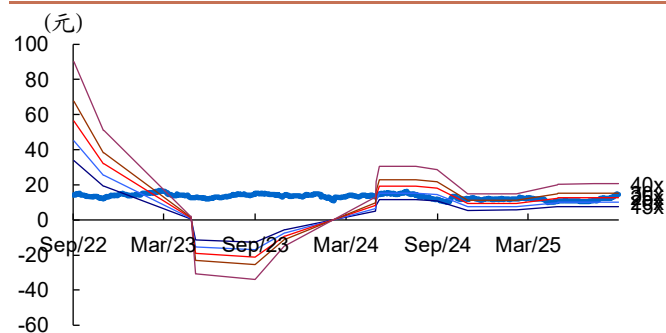
路径上坚持“上控资源、下拓市场”的核心思路。今年上半年，公司实现重大战略突破：成功布局煤头领域，在吐鲁番地区获取优质煤矿资源。该煤矿储量达 5 亿吨，初始开采规模为 500 万吨/年；其煤炭品质卓越，含油量高，平均热值超 6500 大卡，且具备低磷、低硫、低氯、低灰、高热值的“四低一高”特性。此次布局标志着桐昆实现了从油头、气头到煤头的全品类覆盖，战略布局迈上新台阶。

目前，中昆公司正紧锣密鼓推进煤气头项目建设，计划 2026 年底至 2027 年一季度实现投产，届时将全面打通油头、煤头、气头全链条。在新疆区域，公司正构建从气头、煤头到“一根丝、一匹布”的全产业链体系，产业协同效应将持续释放。后续公司将聚焦芳烃路线合作机会，力争掌控 PTA 和乙二醇两大核心原料，进一步强化核心竞争力。

五、风险提示

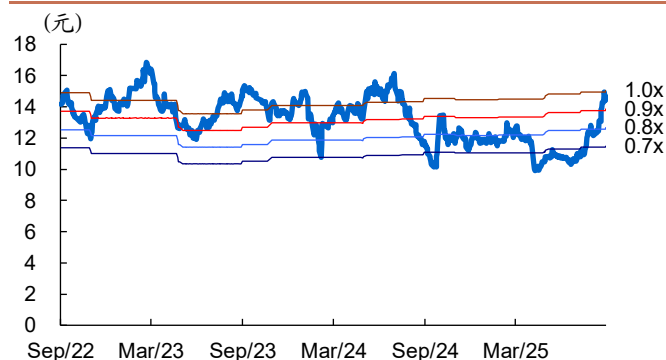
- 1、下游市场需求不足的风险。**涤纶长丝下游主要是服装和家纺，受到国内市场和出口市场的影响，如果下游市场需求不足，将不利于涤纶长丝行业复苏。
- 2、产品价格下跌的风险。**涤纶长丝为大宗商品，具有较强的周期属性，其价格受到国际原油价格、行业供需关系变化等多方面因素影响，如果产品价格下跌较多，将影响公司业绩。
- 3、新项目投产不及预期的风险。**新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性，若投产不及预期，将影响公司业绩。

图 19：桐昆股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 20：桐昆股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26106	26648	25093	26719	29651
现金	11616	13839	12502	13306	14756
交易性投资	224	73	73	73	73
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	693	1005	980	1046	1166
其它应收款	141	79	79	84	94
存货	10249	9162	8997	9584	10640
其他	3183	2488	2462	2626	2922
非流动资产	76340	77739	79692	81441	83008
长期股权投资	18834	19147	19147	19147	19147
固定资产	44160	48470	50732	52760	54577
无形资产商誉	2858	3078	2770	2493	2244
其他	10487	7043	7042	7040	7039
资产总计	102446	104386	104785	108161	112659
流动负债	46957	48677	47340	48539	50413
短期借款	20974	25861	31234	31441	31531
应付账款	14524	9647	9481	10100	11212
预收账款	883	2918	2868	3055	3391
其他	10576	10251	3757	3943	4278
长期负债	19706	18727	18727	18727	18727
长期借款	18475	16921	16921	16921	16921
其他	1231	1805	1805	1805	1805
负债合计	66663	67404	66067	67266	69140
股本	2411	2411	2405	2405	2405
资本公积金	13135	13122	13122	13122	13122
留存收益	19924	21008	22723	24866	27449
少数股东权益	313	442	468	502	543
归属于母公司所有者权益	35470	36541	38250	40393	42976
负债及权益合计	102446	104386	104785	108161	112659

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3121	8780	6976	7684	8559
净利润	821	1218	1983	2568	3132
折旧摊销	3645	4938	5338	5541	5724
财务费用	1000	1301	1243	1221	1216
投资收益	(322)	(709)	(1540)	(1816)	(1816)
营运资金变动	(1633)	2500	(48)	167	300
其它	(390)	(467)	0	3	4
投资活动现金流	(10484)	(9904)	(5752)	(5475)	(5475)
资本支出	(11367)	(8990)	(7291)	(7291)	(7291)
其他投资	883	(914)	1540	1816	1816
筹资活动现金流	6527	3759	(2562)	(1405)	(1633)
借款变动	6769	4537	(1071)	207	90
普通股增加	0	0	(6)	0	0
资本公积增加	(13)	(13)	0	0	0
股利分配	0	(104)	(241)	(391)	(507)
其他	(229)	(662)	(1243)	(1221)	(1216)
现金净增加额	(836)	2635	(1337)	804	1450

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82640	101307	100740	107554	119863
营业成本	78455	96604	94944	101135	112276
营业税金及附加	294	294	292	312	348
营业费用	118	134	134	143	159
管理费用	1352	1471	1462	1561	1740
研发费用	1755	1953	1942	2073	2311
财务费用	783	1209	1243	1221	1216
资产减值损失	30	(70)	(70)	(70)	(70)
公允价值变动收益	(15)	16	16	16	16
其他收益	361	603	603	603	603
投资收益	321	708	921	1197	1197
营业利润	579	899	2192	2854	3559
营业外收入	57	87	87	87	87
营业外支出	11	30	30	30	30
利润总额	624	956	2249	2911	3615
所得税	(197)	(262)	266	343	484
少数股东损益	24	16	26	34	41
归属于母公司净利润	797	1202	1957	2534	3090

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	33%	23%	-1%	7%	11%
营业利润	-260%	55%	144%	30%	25%
归母净利润	512%	51%	63%	29%	22%
获利能力					
毛利率	5.1%	4.6%	5.8%	6.0%	6.3%
净利率	1.0%	1.2%	1.9%	2.4%	2.6%
ROE	2.3%	3.3%	5.2%	6.4%	7.4%
ROIC	2.9%	5.1%	3.2%	3.7%	4.2%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	64.6%	63.0%	62.2%	61.4%
净负债比率	45.8%	47.2%	46.0%	44.7%	43.0%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	8.9	10.0	10.5	10.9	11.1
应收账款周转率	111.0	119.0	102.0	106.0	108.0
应付账款周转率	5.8	8.0	9.9	10.3	10.5
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.50	0.81	1.05	1.29
每股经营净现金	1.30	3.65	2.90	3.20	3.56
每股净资产	14.75	15.20	15.91	16.80	17.87
每股股利	0.04	0.10	0.16	0.21	0.26
估值比率					
PE	44.3	29.4	18.0	13.9	11.4
PB	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.2	12.9	10.2	9.3	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。