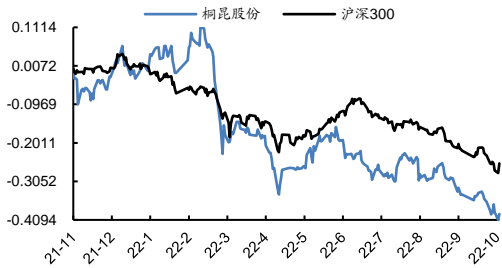


研究所
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 汤永俊 S0350121080058
 tangyj03@ghzq.com.cn

Q3 业绩短期承压, 静待长丝下游需求复苏

——桐昆股份 (601233) 点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/11/01

表现	1M	3M	12M
桐昆股份	-8.0%	-14.9%	-39.4%
沪深300	-4.5%	-13.2%	-25.7%

市场数据

2022/11/01

当前价格(元)	12.42
52周价格区间(元)	11.84-23.80
总市值(百万)	29,946.10
流通市值(百万)	28,411.14
总股本(万股)	241,111.95
流通股本(万股)	228,753.10
日均成交额(百万)	165.02
近一月换手(%)	0.51

《桐昆股份(601233)2022年中报点评: 涤纶长丝持续扩能, 行业景气逐步修复(买入)*炼化及贸易*董伯骏, 李永磊》——2022-08-25

《桐昆股份(601233)2021年报点评: 聚酯产能稳步扩张, 浙石化二期将带来新增量(买入)*化学纤维*董伯骏, 李永磊》——2022-04-28

《——桐昆股份(601233)三季报点评: 浙石化二期获批原油配额, 看好四季度涤纶景气(买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2021-10-30

事件:

10月28日, 公司发布2022年三季报: 2022年前三季度, 公司实现营业收入471.89亿元, 同比-6.27%; 实现归母净利润19.35亿元, 同比-68.59%; 加权平均净资产收益率为5.32%, 同比减少12.46个百分点。销售毛利率5.79%, 同比下降5.33个百分点; 销售净利率4.13%, 同比下降8.14个百分点。其中, 2022年Q3实现营收173.37亿元, 同比-14.01%, 环比+2.84%; 实现归母净利润-3.66亿元, 同比-118.06%, 环比-145.86%; 平均净资产收益率为-0.99%, 同比下降7.17个百分点。销售毛利率1.94%, 同比下降6.73个百分点, 环比减少4.77个百分点; 销售净利率-2.09%, 同比减少12.18个百分点, 环比减少6.84个百分点。

投资要点:

■ 长丝下游需求疲软, Q3业绩环比下滑

2022年前三季度, 业绩出现同比下滑, 主要由于产品价格上涨幅度有限, 而原料价格同比增长较多。分产品来看, 前三季度POY实现营业收入305.09亿, 同比增长13.69%, 销量425.24万吨, 同比+3.49%, 单价为7174.56元/吨, 同比+9.85%; FDY营收60.03亿, 同比+16.81%, 销量76.72万吨, 同比+5.07%, 单价为7823.91元/吨, 同比+11.17%; DTY实现营业收入48.54亿, 同比持平, 销量55.29万吨, 同比-2.86%, 单价为8778.88元/吨, 同比+2.94%。而成本端, 公司原材料大幅上涨, 2022年前三季度, PX均价达7700.00元/吨, 同比+39.62%; PTA均价达5484.64元/吨, 同比+33.52%。

其中, 2022Q3单季度公司同比、环比均出现下滑。主要由于Q3长丝下游需求持续疲软, 长丝价格回落, 分产品来看, 2022Q3POY实现营业收入109.70亿, 同比+12.23%, 环比+2.26%, 销量154.10万吨, 同比+8.23%, 环比+6.89%, 单价为7118.95元/吨, 同比+3.69%, 环比-4.33%; FDY实现营业收入23.33亿, 同比+26.48%, 环比+10.31%, 销量29.95万吨, 同比+19.66%, 环比+13.96%, 单价为7789.41元/吨, 同比+5.79%, 环比-3.21%; DTY实现营业收入17.61亿, 同比-0.12%, 环比+11.98%, 销量20.80万吨, 同比+4.68%, 环比+19.40%, 单价为8464.49元/吨, 同比-4.59%, 环比-6.22%。而公司Q3使用的原材料部分是Q2采购的高价原料, 实际价差收窄, 盈利承压。

随着原油价格高位回落，涤纶长丝价差环比有所改善。据 Wind，截至 10 月 30 日，POY 四季度价差达 1324 元/吨，和 Q3 平均价差相比+8%；FDY 四季度价差达 1877 元/吨，环比+10%；DTY 价差 2632 元/吨，环比+2%。

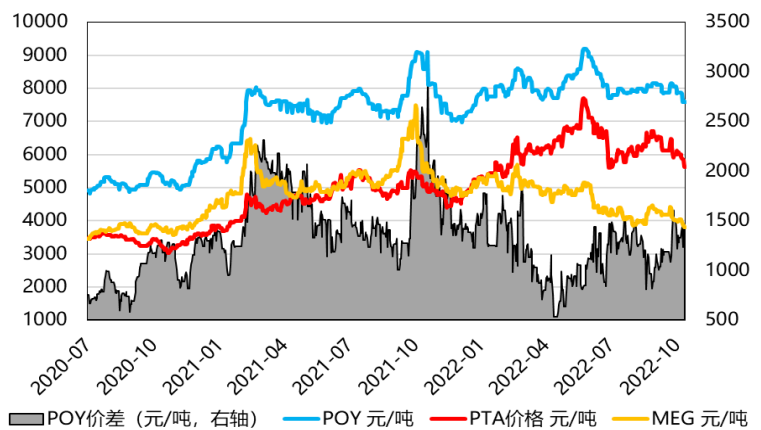
2022 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额-44.68 亿元，去年同期为 27.94 亿元，主要由于前三季度销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。2022Q3，公司经营活动现金流入净额为-0.24 亿元，同比减少 104.87%。期间费用方面，2022Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.14%/4.66%/0.72%，同比分别+0.04/+1.05/+0.30 个 pct，环比分别+0.003/+0.27/-0.17 个 pct。

表 1: 公司分业务数据

产品/项目	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
POY	销量 (万吨)	154.10	144.17	126.97	131.54	142.38	156.06
	营收 (亿元)	109.70	107.28	88.11	91.23	97.75	103.73
	均价 (元/吨, 不含税)	7118.95	7441.21	6939.37	6935.66	6865.28	6646.86
FDY	销量 (万吨)	29.95	26.28	20.49	22.69	25.03	27.62
	营收 (亿元)	23.33	21.15	15.55	17.24	18.44	19.49
	均价 (元/吨, 不含税)	7789.41	8047.75	7587.67	7596.52	7369.10	7058.15
DTY	销量 (万吨)	20.80	17.42	17.07	19.09	19.87	20.70
	营收 (亿元)	17.61	15.72	15.21	18.43	17.63	17.77
	均价 (元/吨, 不含税)	8464.49	9025.67	8910.59	9655.33	8871.55	8582.29
PTA	销量 (万吨)				0.99	0.01	0.04
	营收 (亿元)				0.34	0.00	0.02
	均价 (元/吨, 不含税)				3434.30	2891.00	3932.00
营业收入 (亿元)	173.37	168.57	129.94	87.83	201.62	190.53	111.33
毛利润 (亿元)	3.36	11.31	12.64	9.19	17.47	21.15	17.35
毛利率 (%)	1.94%	6.71%	9.72%	10.46%	8.67%	11.10%	15.58%
净利润 (亿元)	-3.63	8.01	15.10	11.76	20.34	24.23	17.19
净利率 (%)	-2.09%	4.75%	11.62%	13.39%	10.09%	12.72%	15.44%

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 1: POY 价格价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

■ 浙石化贡献投资收益，未来三大项目合计投资达 1178 亿元

公司参股并持有浙石化 20% 的股权，2022 年上半年，浙石化一期工程实现稳定满负荷运行，二期工程也于 2022 年 1 月全面投产，项目总体产量稳步攀升。受产品价差收窄影响，2022 前三季度，浙石化

为桐昆股份带来 17.81 亿元的投资收益，同比-50%，Q3 化工品价格下滑，且高油价库存，浙石化盈利大幅收窄，为公司带来投资收益 0.73 亿元，同比-94%，环比-89%。随着炼化产品价差逐步修复，浙石化二期持续转固，投资收益有望得到提升。同时，未来浙石化将作为实施主体建设 140 万吨乙烯及下游化工装置、高端新材料、及高性能树脂项目，三个项目累计投资额达 1178 亿元，累计将为浙石化带来净利润 164 亿元。

■ “PTA-涤纶长丝” 持续扩能，规模化优势显著

公司是国内 PTA-涤纶长丝龙头企业，截至 2022 上半年，公司拥有 PTA 产能 420 万吨/年，聚酯聚合产能 900 万吨/年，涤纶长丝产能 950 万吨/年，位列行业第一。未来，公司将持续进行扩张，2022 年下半年、2023 年上半年，公司南通生产基地计划完成两套 250 万吨 PTA 投产。同时，下半年嘉通项目（洋口港聚酯一体化项目）还将有 2 套 30 万吨聚酯装置开车；恒阳聚纺一体化织造车间当前已经全面安装完毕，加弹机在 7 月中旬开车，预计年底前聚酯和纺丝会一起开车；恒超二期聚纺一体化 60 万吨项目计划在 10 月底完成投产；宇欣聚纺一体化预计在三季度完成开车。随着新项目的陆续建成达产，公司 PTA 及涤纶长丝规模优势持续增强。

■ **盈利预测和投资评级** 基于前三季度长丝行业下游需求疲软，行业盈利空间压缩，下游需求静待复苏，长期产品价差仍需修复，我们下调公司业绩，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 24.87、44.41、68.19 亿元，对应 PE 为 12、7、4 倍，截止至 10 月 30 日，长丝价差环比改善，公司作为长丝龙头，或将长期受益于行业格局优化，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	59131	68806	97302	104817
增长率（%）	29	16	41	8
归母净利润（百万元）	7332	2487	4441	6819
增长率（%）	158	-66	79	54
摊薄每股收益（元）	3.04	1.03	1.84	2.83
ROE（%）	20	7	11	14
P/E	6.68	12.04	6.74	4.39
P/B	1.43	0.81	0.72	0.62
P/S	0.86	0.44	0.31	0.29
EV/EBITDA	9.69	14.27	10.24	8.13

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：桐昆股份盈利预测表

证券代码:	601233				股价:	12.42				投资评级:	买入				日期:	2022/11/01			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	20%	7%	11%	14%	EPS	3.17	1.03	1.84	2.83										
毛利率	11%	6%	7%	8%	BVPS	14.86	15.33	17.17	20.00										
期间费率	2%	2%	2%	2%	估值														
销售净利率	12%	4%	5%	7%	P/E	6.68	12.04	6.74	4.39										
成长能力					P/B	1.43	0.81	0.72	0.62										
收入增长率	29%	16%	41%	8%	P/S	0.86	0.44	0.31	0.29										
利润增长率	158%	-66%	79%	54%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.85	0.96	1.08	1.17	营业收入	59131	68806	97302	104817										
应收账款周转率	162.53	725.13	135.83	866.91	营业成本	52615	64554	90973	96290										
存货周转率	11.07	32.41	9.68	35.43	营业税金及附加	147	159	221	247										
偿债能力					销售费用	80	145	168	181										
资产负债率	48%	48%	54%	46%	管理费用	995	1031	1522	1658										
流动比	0.70	0.38	0.47	0.28	财务费用	327	442	602	678										
速动比	0.45	0.26	0.20	0.15	其他费用/(-收入)	1460	1720	2433	2609										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	7995	2936	5242	8048										
现金及现金等价物	11332	6476	6655	4254	营业外净收支	-18	0	0	0										
应收款项	364	95	716	121	利润总额	7977	2936	5242	8048										
存货净额	5341	2123	10055	2959	所得税费用	625	440	786	1207										
其他流动资产	1704	1755	2257	2352	净利润	7352	2495	4455	6840										
流动资产合计	18741	10448	19683	9686	少数股东损益	20	9	14	21										
固定资产	18665	19844	20214	20293	归属于母公司净利润	7332	2487	4441	6819										
在建工程	9088	11460	14708	18842	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	6071	6759	7165	7669	经营活动现金流	2794	5032	7014	3147										
长期股权投资	17129	22839	28175	33348	净利润	7332	2487	4441	6819										
资产总计	69695	71351	89946	89839	少数股东权益	20	9	14	21										
短期借款	12776	14776	16952	20057	折旧摊销	2393	1964	2615	2667										
应付款项	8566	7031	18022	7778	公允价值变动	20	0	0	0										
预收帐款	1	115	56	79	营运资金变动	-3249	1966	2907	-2456										
其他流动负债	5479	5431	6463	6630	投资活动现金流	-10521	-9850	-8280	-7842										
流动负债合计	26822	27352	41492	34544	资本支出	-10046	-6182	-6625	-7374										
长期借款及应付债券	6376	6376	6376	6376	长期投资	-36	-5732	-5352	-5185										
其他长期负债	492	492	492	492	其他	-440	2064	3697	4717										
长期负债合计	6868	6868	6868	6868	筹资活动现金流	10541	-38	1445	2294										
负债合计	33690	34220	48360	41412	债务融资	10916	2000	2176	3105										
股本	2411	2376	2376	2376	权益融资	2032	-584	0	0										
股东权益	36005	37131	41587	48427	其它	-2407	-1454	-732	-811										
负债和股东权益总计	69695	71351	89946	89839	现金净增加额	2812	-4857	179	-2400										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。