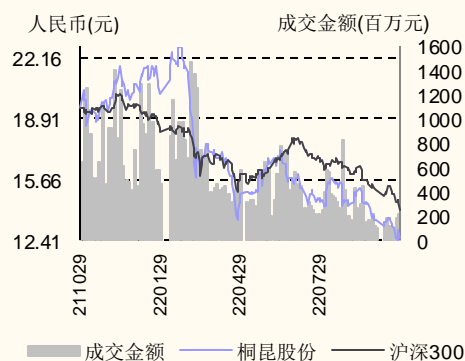


市场价格 (人民币): 12.53 元

## 聚酯需求走弱, 高成长逻辑不变!

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	24.11
已上市流通 A 股(亿股)	22.88
总市值(亿元)	302.11
年内股价最高最低(元)	22.77/12.41
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	45,833	59,131	62,401	84,443	106,867
营业收入增长率	-9.39%	29.01%	5.53%	35.32%	26.56%
归母净利润(百万元)	2,847	7,332	2,818	4,502	8,020
归母净利润增长率	-1.31%	157.58%	-61.57%	59.77%	78.16%
摊薄每股收益(元)	1.296	3.041	1.169	1.867	3.326
每股经营性现金流净额	1.52	1.16	0.33	4.00	4.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.09%	20.46%	7.35%	10.65%	16.26%
P/E	15.89	6.96	10.72	6.71	3.77
P/B	1.76	1.43	0.79	0.71	0.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 桐昆股份 10 月 28 日披露三季报数据, 公司前三季度实现营业收入 472 亿元, 同比减少 6.3%, 实现扣非净利润 18.8 亿元, 同比减少 69.6%; 2022 年单三季度公司实现营收 173.4 亿元, 同比减少 14.0%, 实现扣非归母净利润-3.8 亿元, 同比减少 118.7%。

## 经营分析

- **原油单边下跌, 库存损失拖累业绩:** 桐昆股份自有 PTA-聚酯产业链产品价格变化与原油价格变化直接联动, 与此同时, 原油也是公司重要参股公司浙石化重要原料, 原油价格的波动对公司投资收益也具有显著影响。三季度布伦特原油从 117 美元/桶下滑至 91 美元/桶, 下跌幅度达 23%, 从而促使较高库存损益且公司投资收益单三季度为 0.73 亿元, 折合浙石化单三季度利润约 3.65 亿元, 同比减少 94.3%。原油单边下跌促使库存损失拖累业绩。
- **终端需求不旺导致持续累库:** 受夏季高温及限电等因素影响, 下游织机负荷率持续维持较低水平, 终端需求持续疲软, 从而造成涤纶长丝主要品种行业平均库存天数相较于年初及去年同期水平持续维持高位, 三季度涤纶长丝 POY 行业平均库存天数基本维持在 30 天。终端需求不旺导致产品持续累库叠加原油持续单边下跌带动库存跌价, 桐昆股份三季度业绩持续承压。
- **浙石化及自建项目持续推进, 未来成长确定性较强:** 公司参股浙石化持续推进 140 万吨/年乙烯及下游化工装置项目、高性能树脂项目、高端新材料项目等大体量下游炼化深加工项目, 高端炼化产能扩大有望增加公司投资收益增长, 或弱化业绩周期性并增加成长确定性。同时, 积极布局聚酯产业链上游 PTA/MEG 及下游差异化长丝及聚纺一体化项目, 业绩成长确定性较强。

## 投资建议

- 浙石化项目后续释放业绩支撑, 成本上涨叠加终端需求不景气, 公司业绩承压, 我们下调了 2022-2024 年盈利预测, 下调幅度为 49%/44%/21%, 预计公司 22-24 年净利为 28/45/80 亿元, 对应 EPS1.17/1.87/3.33 元, 对应 PE 为 10.7X/6.7X/3.8X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1.油价单向大幅波动风险; 2.终端需求持续恶化; 3.地缘政治风险; 4.项目建设进度不及预期; 5.美元汇率大幅波动风险; 6.其他不可抗力影响;

## 相关报告

- 1.《浙石化新材料产能扩产值得期待! - 桐昆股份中报点评》, 2022.8.23
- 2.《浙石化二期转固值得期待! - 桐昆股份点评》, 2022.4.28
- 3.《浙石化二期有望继续推动公司业绩增长-桐昆股份点评》, 2022.1.30
- 4.《浙石化二期投产在即, 有望持续高增长! - 桐昆股份三季报点评》, 2021.10.31

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

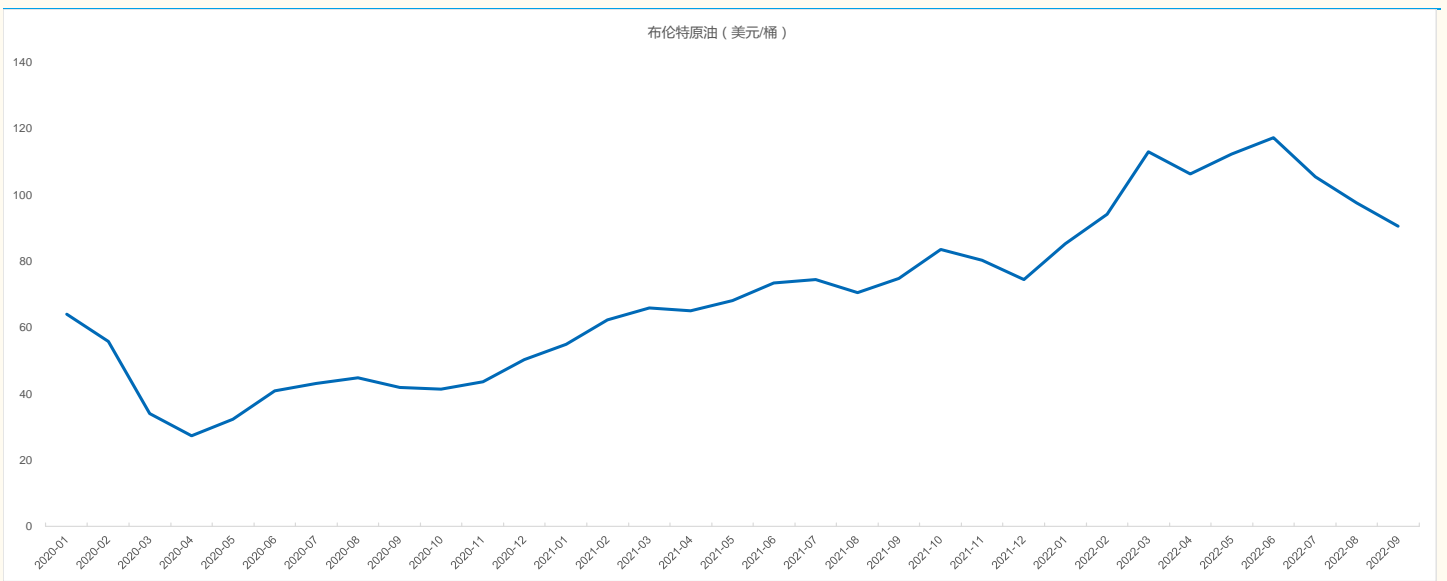
陈律楼 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004  
chenlvlu@gjzq.com.cn

## 1、持续累库及库存跌价，业绩持续承压

桐昆股份 10 月 28 日披露三季报数据，公司前三季度实现营业收入 472 亿元，同比减少 6.3%，实现扣非净利润 18.8 亿元，同比减少 69.6%；2022 年单三季度公司实现营收 173.4 亿元，同比减少 14.0%，实现扣非归母净利润-3.8 亿元，同比减少 118.7%。

桐昆股份自有 PTA-聚酯产业链产品价格变化与原油价格变化直接联动，与此同时，原油也是公司重要参股公司浙石化重要原料，原油价格的波动对公司投资收益也具有显著影响。三季度布伦特原油从 117 美元/桶下滑至 91 美元/桶，下跌幅度达 23%，从而促使较高库存损益且公司投资收益单三季度为 0.73 亿元，折合浙石化单三季度利润约 3.65 亿元，同比减少 94.3%。原油单边下跌促使库存损失拖累业绩。

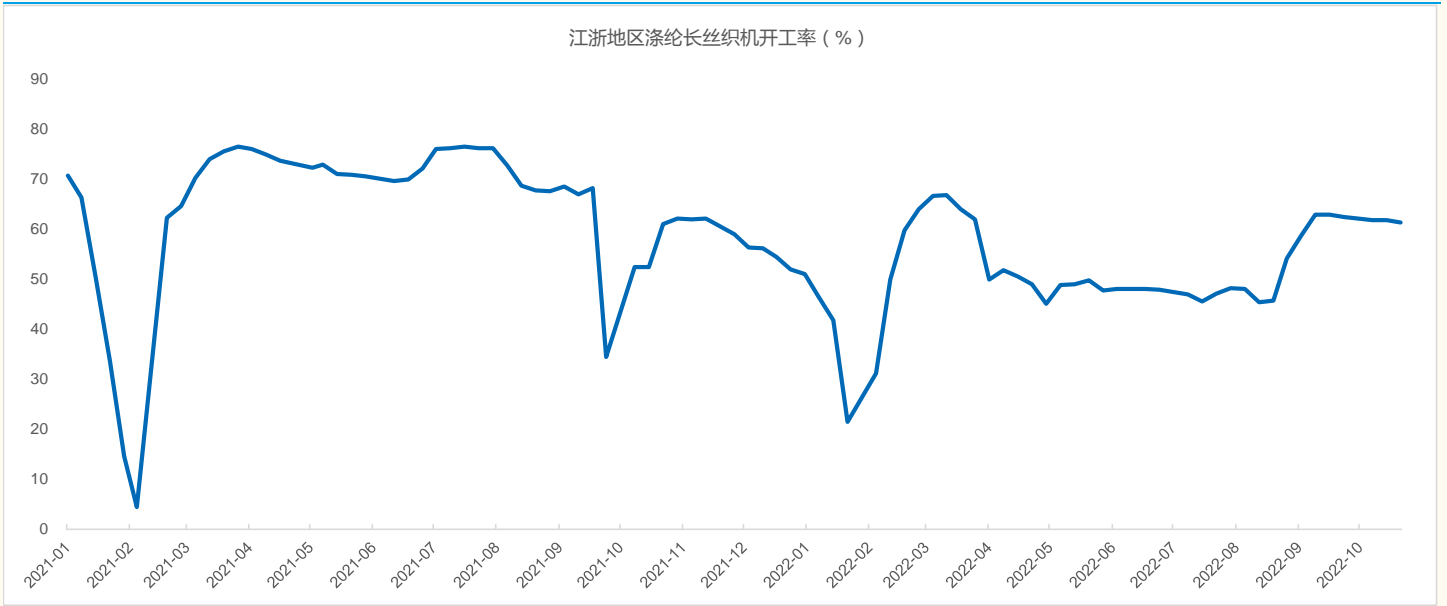
图表 1：布伦特原油价格（美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所

受夏季高温及限电等因素影响，下游织机负荷率持续维持较低水平，终端需求持续疲软，从而造成涤纶长丝主要品种行业平均库存天数相较于年初及去年同期水平持续维持高位，三季度涤纶长丝 POY 行业平均库存天数基本维持在 30 天。终端需求不旺导致产品持续累库叠加原油持续单边下跌带动库存跌价，桐昆股份三季度业绩持续承压。

图表 2: 江浙区域涤纶长丝织机负荷率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 涤纶长丝 POY 行业库存天数



来源: CCFEI, 国金证券研究所

## 2、浙石化及自建项目持续推进，未来成长确定性较强

桐昆（洋口港）聚酯一体化项目新建 500 万吨 PTA 与 240 万吨聚酯纺丝产能均预计于 22Q4-23Q2 陆续全面达产。此外，公司公告启动中昆新材料 120 万吨天然气制聚酯级乙二醇项目建设，预计建设期三年，采用天然气作为生产乙二醇的原料对于我国能源的合理利用、减少对石油的依赖，并符合国家产业政策鼓励要求。项目达产后可部分缓解目前公司乙二醇原料全部外采的现状，实现降本增效。公司深耕涤纶长丝主业，积极延链、补链、强链，降本增效提升全产业链盈利能力。

安徽佑顺年产 120 万吨轻量舒感功能性差别化 POY/FDY 纤维项目，项目总投资 57.65 亿元，利用目前园区已有土地新建聚酯车间，采用国际领先的聚合技术及聚酯熔体直纺技术，积极布局高性能纤维和阻燃纤维、原液着色纤维等差异化特种产品，拓宽纺织产品矩阵，提升产品下游应用空间。

公司参股浙石化持续推进 140 万吨/年乙烯及下游化工装置项目、高性能树脂项目、高端新材料项目等大体量下游炼化深加工项目，项目配套新增 70 万吨/年 EVA、35 万吨/年  $\alpha$ -烯烃、40 万吨/年 POE 及 160 万吨/年 ABS 等新重点新材料产能，提升产品附加值，高端炼化产能进一步扩大。终端产品平均售价涨幅或高于成本涨幅，公司投资收益增长，有望业绩周期性弱化及成长确定性。

### 3、风险提示

- 1) 油价单向大幅波动风险:炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平；
- 2) 疫情反复扰乱终端产品销售及运输：疫情反复及外溢或扰乱终端产品销售及运输；
- 3) 终端需求持续恶化:公司一体化的化学品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时，下游消费，包装，汽车，基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响；
- 4) 地缘政治风险:原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等，终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等；
- 5) 项目建设进度不及预期:公司多个项目处于建设中，如项目建设进度不及预期，或对盈利预测产生影响；
- 6) 美元汇率大幅波动风险:原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响；
- 7) 其他不可抗力影响；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	50,582	45,833	59,131	62,401	84,443	106,867	货币资金	8,519	6,726	11,332	12,593	15,663	17,856
增长率		-9.4%	29.0%	5.5%	35.3%	26.6%	应收款项	562	478	846	1,188	1,231	1,411
主营业务成本	-44,610	-42,937	-52,615	-57,061	-77,967	-98,151	存货	2,717	2,865	5,341	7,582	6,836	8,067
%销售收入	88.2%	93.7%	89.0%	91.4%	92.3%	91.8%	其他流动资产	947	507	1,222	2,270	1,624	1,825
毛利	5,972	2,895	6,516	5,340	6,475	8,716	流动资产	12,745	10,575	18,741	23,633	25,353	29,160
%销售收入	11.8%	6.3%	11.0%	8.6%	7.7%	8.2%	%总资产	31.9%	22.5%	26.9%	26.2%	24.7%	27.0%
营业税金及附加	-122	-90	-147	-156	-211	-267	长期投资	6,871	12,820	17,254	19,254	28,318	28,318
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	18,789	21,062	27,753	43,448	44,963	47,515
销售费用	-163	-79	-80	-94	-127	-160	%总资产	47.0%	44.8%	39.8%	48.2%	43.8%	44.0%
%销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,502	1,598	1,990	2,347	2,647	2,942
管理费用	-660	-688	-995	-998	-1,351	-1,710	非流动资产	27,256	36,413	50,954	66,426	77,303	78,810
%销售收入	1.3%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	68.1%	77.5%	73.1%	73.8%	75.3%	73.0%
研发费用	-1,118	-1,042	-1,460	-1,560	-2,111	-2,672	<b>资产总计</b>	<b>40,001</b>	<b>46,989</b>	<b>69,695</b>	<b>90,059</b>	<b>102,657</b>	<b>107,970</b>
%销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	9,370	7,642	14,899	27,663	32,199	25,088
息税前利润 (EBIT)	3,909	995	3,835	2,532	2,675	3,907	应付款项	6,335	6,783	9,009	9,581	11,677	14,700
%销售收入	7.7%	2.2%	6.5%	4.1%	3.2%	3.7%	其他流动负债	1,266	1,734	2,914	1,278	1,364	1,692
财务费用	-415	-327	-327	-841	-1,430	-1,545	流动负债	16,970	16,159	26,822	38,523	45,240	41,480
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	1.3%	1.7%	1.4%	长期贷款	891	3,608	6,376	12,376	14,376	16,376
资产减值损失	-2	7	-33	0	0	0	其他长期负债	3,063	1,466	492	656	555	551
公允价值变动收益	1	50	-20	0	0	0	<b>负债</b>	<b>20,924</b>	<b>21,234</b>	<b>33,690</b>	<b>51,555</b>	<b>60,171</b>	<b>58,407</b>
投资收益	172	2,173	4,438	1,394	3,669	6,377	<b>普通股股东权益</b>	<b>19,006</b>	<b>25,672</b>	<b>35,836</b>	<b>38,316</b>	<b>42,277</b>	<b>49,335</b>
%税前利润	4.6%	72.4%	55.6%	45.2%	74.7%	73.0%	其中：股本	1,848	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411
营业利润	3,757	2,969	7,995	3,084	4,915	8,739	未分配利润	9,404	11,656	18,531	21,011	24,972	32,030
营业利润率	7.4%	6.5%	13.5%	4.9%	5.8%	8.2%	少数股东权益	71	82	169	189	209	229
营业外收支	5	33	-18	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>40,001</b>	<b>46,989</b>	<b>69,695</b>	<b>90,059</b>	<b>102,657</b>	<b>107,970</b>
税前利润	3,762	3,003	7,977	3,084	4,915	8,739	<b>比率分析</b>						
利润率	7.4%	6.6%	13.5%	4.9%	5.8%	8.2%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-866	-147	-625	-247	-393	-699	<b>每股指标</b>						
所得税率	23.0%	4.9%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益	1.561	1.296	3.041	1.169	1.867	3.326
净利润	2,896	2,856	7,352	2,838	4,522	8,040	每股净资产	10.285	11.685	14.863	15.891	17.534	20.461
少数股东损益	12	10	20	20	20	20	每股经营现金净流	2.769	1.524	1.159	0.327	4.002	4.021
归属于母公司的净利润	2,884	2,847	7,332	2,818	4,502	8,020	每股股利	0.120	0.130	0.330	0.140	0.224	0.399
净利率	5.7%	6.2%	12.4%	4.5%	5.3%	7.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	15.18%	11.09%	20.46%	7.35%	10.65%	16.26%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	7.21%	6.06%	10.52%	3.13%	4.39%	7.43%
净利润	2,896	2,856	7,352	2,838	4,522	8,040	投入资本收益率	9.32%	2.47%	6.17%	2.96%	2.76%	3.95%
少数股东损益	12	10	20	20	20	20	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,807	2,061	2,426	2,878	3,846	4,462	主营业务收入增长率	21.59%	-9.39%	29.01%	5.53%	35.32%	26.56%
非经营收益	434	-1,831	-3,735	-432	-2,250	-4,543	EBIT增长率	9.25%	-74.54%	285.33%	-33.97%	5.67%	46.05%
营运资金变动	-22	261	-3,249	-4,495	3,532	1,737	净利润增长率	36.04%	-1.31%	157.58%	-61.57%	59.77%	78.16%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>5,116</b>	<b>3,347</b>	<b>2,794</b>	<b>789</b>	<b>9,650</b>	<b>9,696</b>	总资产增长率	15.41%	17.47%	48.32%	29.22%	13.99%	5.18%
资本开支	-2,980	-3,889	-10,046	-16,243	-5,660	-6,200	<b>资产管理能力</b>						
投资	-1,449	-3,720	-36	-2,200	-9,064	0	应收账款周转天数	2.0	1.7	1.6	3.0	2.1	1.6
其他	765	3,076	-440	1,394	3,669	6,377	存货周转天数	28.1	23.7	28.5	48.5	32.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,664</b>	<b>-4,533</b>	<b>-10,521</b>	<b>-17,049</b>	<b>-11,055</b>	<b>177</b>	应付账款周转天数	24.7	25.9	24.9	25.0	25.0	25.0
股权募资	0	1	2,032	0	0	0	固定资产周转天数	123.2	149.4	115.2	150.4	121.3	94.5
债权募资	1,242	3,552	10,916	18,885	6,535	-5,111	<b>偿债能力</b>						
其他	-673	-849	-2,407	-1,357	-2,054	-2,566	净负债/股东权益	24.56%	22.14%	27.61%	71.28%	72.76%	47.63%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>569</b>	<b>2,704</b>	<b>10,541</b>	<b>17,528</b>	<b>4,481</b>	<b>-7,676</b>	EBIT利息保障倍数	9.4	3.0	11.7	3.0	1.9	2.5
<b>现金净流量</b>	<b>2,012</b>	<b>1,518</b>	<b>2,812</b>	<b>1,268</b>	<b>3,076</b>	<b>2,197</b>	资产负债率	52.31%	45.19%	48.34%	57.25%	58.61%	54.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	12	33	68
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

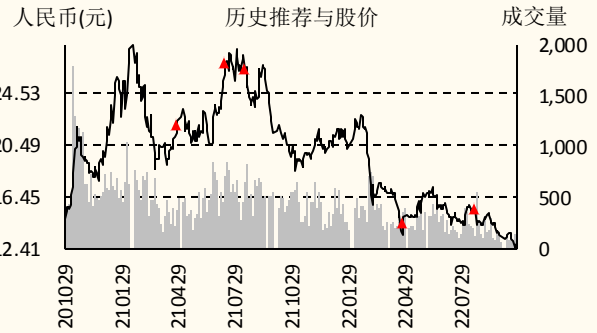
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-17	买入	20.50	46.80 ~ 46.80
2	2021-04-29	买入	22.08	46.80
3	2021-07-16	买入	26.85	46.30 ~ 46.30
4	2021-08-17	买入	26.87	50.30 ~ 50.30
5	2021-10-31	买入	19.94	48.00 ~ 48.00
6	2022-01-30	买入	20.67	46.50 ~ 46.50
7	2022-04-28	买入	14.30	N/A
8	2022-08-23	买入	15.58	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402