

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《底部业绩环比修复, 浙石化收益持续增长!》2020. 11. 1

《“桐昆转债”提前赎回, 长丝龙头破茧重生!》2020. 11. 12

《桐 20 转债强制赎回, 织布染整纵深推进!》2020. 12. 3

《定增扩建配套项目, 强化聚酯内核心竞争力》2021. 01. 11

《浙石化贡献业绩, 深耕聚酯“再造新桐昆”》2021. 04. 17

《长丝景气度上行, 龙头毛利率显著提升》2021. 04. 28

《顺周期景气回升, 聚酯龙头业绩爆发》2021. 7. 16

《景气度复苏业绩高增, 浙石化持续贡献收益》2021. 8. 18

《浙石化贡献高收益, 低估值长丝龙头显优势》2021. 11. 03

《桐昆股份: 产能放量正当时, 长丝龙头或迎来底部反转》2022. 08. 24

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

三季度业绩承压, 新增产能放量在即

2022 年 10 月 29 日

事件: 2022 年 10 月 28 日晚, 桐昆股份发布 2022 年第三季度报告。2022 年前三季度, 公司实现营业总收入 471.89 亿元, 同比下降 6.27%; 实现归母净利润 19.35 亿元, 同比下降 68.59%; 扣非净利润为 18.78 亿元, 同比下降 69.55%; 基本每股收益为 0.81 元/股, 同比下降 70.11%。

2022 年第三季度公司实现营业总收入 173.37 亿元, 同比下降 14.01%, 环比增长 2.85%; 实现归母净利润-3.66 亿元, 同比下降 118.06%, 环比下降 145.86%; 实现扣非净利润为-3.81 亿元, 同比下降 118.73%, 环比下降 149.35%; 实现基本每股收益为-0.15 元/股, 同比下降 116.85%, 环比下降 145.45%。

点评:

- **油价单边下跌叠加需求疲软, 三季度业绩承压下行。**2022 年第三季度, 由于市场担忧经济衰退, 叠加高通胀背景下各国央行出台了加息政策, 国际油价受到明显打压, 第三季度布伦特原油均价美元 98.16/桶, 同比 +34.19%, 环比-12.34%。成本端, 公司主要产品受三季度油价单边下跌影响, 成本端支撑弱化, 产品价格提升有限。需求端, 三季度在疫情影响下, 下游需求仍显疲软, 长丝景气度无明显改善, 产销释放压力显著增加, 2022 年前三季度公司主要产品 POY、FDY、DTY 产销率分别为 91%、97%、92%, 同比下跌 8、3、6 个 pct。
- **生产端成本压力扩大, 旺季不旺特征明显。**成本端, 进入三季度后, 煤炭价格走高, 火力发电成本攀升, 原材料加工能耗支出扩大, 产品盈利收窄。需求端, 三季度为聚酯行业传统“金九银十”消费旺季, 但受三季度高温限电政策影响, 下游织机开工负荷提升受阻, 叠加疫情影响下终端需求提升乏力, 长丝订单放量受到明显抑制。库存端, 由于下游需求不振拖累长丝库存去化, 三季度涤纶长丝行业累库现象凸显, 公司存货大幅提升, 盈利增长受拖累。三季度涤纶长丝行业平均库存天数为 35.01 天, 同比增长 59.43%, 环比增长 2.49%。
- **新增产能投产在即, 公司业绩增长潜力有望释放。**公司及其子公司现有 420 万吨 PTA 产能、900 万吨聚合、950 万吨纺丝产能, 当前公司在建项目丰富, 未来公司业绩增长潜力有望释放。在 PTA 方面, 2022 年内和 2023 年上半年公司将计划完成 2 套 250 万吨 PTA 产能投产, 未来公司将拥有接近 1000 万吨 PTA 产能, 基本实现聚酯原料自给自足, 有效抵御上游原材料波动带来的成本抬升风险。在聚酯方面, 恒超二期 60 万吨聚纺一体化项目预计 2022 年四季度投产, 沭阳年产 240 万吨长丝(短纤)、500 台加弹机、1 万台织机正稳步推进; 此外, 与福建古雷石化合作新建年产 200 万吨聚酯纤维项目已基本完成各项政府审批手续, 当前项目正在有序推进中。在下游纺织制造方面, 公司沭阳生产基地已经完成部分纺织设备投入生产, 预计在 2023 年上半年完成 1 万套纺织设备投产, 届时桐昆将完成“从一滴油到一匹布”的全产业链延伸。当前公司各新增产能持续推进, 新增产能将陆续释放, 未来伴随疫情逐

步好转，下游需求回暖，公司业绩增长潜力将持续释放。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 23.11、36.62 和 44.78 亿元，同比增速分别为-68.5%、58.4%、22.3%，EPS（摊薄）分别为 0.96、1.52 和 1.86 元/股，按照 2022 年 10 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 13.07、8.25 和 6.75 倍。我们看好公司在 PTA 和涤纶长丝领域的产能持续扩张和龙头地位提升，以及长丝在历经需求和价差大幅缩减后的底部反转机会，公司持续受益于合资的浙石化项目带来的高额投资收益，公司盈利能力持续加强，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期，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；公司项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；新冠肺炎疫情反复导致终端需求恢复放缓的风险；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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	45,833	59,131	64,346	96,336	109,186
增长率 YoY %	-9.4%	29.0%	8.8%	49.7%	13.3%
归属母公司净利润 (百万元)	2,837	7,332	2,311	3,662	4,478
增长率 YoY%	-1.6%	158.4%	-68.5%	58.4%	22.3%
毛利率%	6.3%	11.0%	7.0%	8.1%	8.4%
净资产收益率ROE%	11.0%	20.5%	6.1%	9.0%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	1.52	3.17	0.96	1.52	1.86
市盈率 P/E(倍)	13.55	6.68	13.07	8.25	6.75
市净率 P/B(倍)	1.93	1.43	0.80	0.74	0.67

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,576	18,741	29,281	34,310	38,261
货币资金	6,726	11,332	14,719	12,943	14,055
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	166	364	1,058	1,584	1,795
预付账款	313	578	657	973	1,098
存货	2,865	5,341	11,478	16,981	19,178
其他	506	1,126	1,369	1,830	2,134
非流动资产	36,487	50,954	64,516	75,887	86,201
长期股权投资	12,657	17,129	21,090	26,240	30,713
固定资产(合)	18,765	18,665	22,875	23,705	24,154
无形资产	1,655	1,990	2,381	2,773	3,165
其他	3,411	13,170	18,170	23,170	28,170
资产总计	47,063	69,695	93,797	110,197	124,462
流动负债	16,164	26,822	46,589	57,299	65,056
短期借款	7,637	12,776	29,776	34,776	39,776
应付票据	3,530	4,367	4,968	7,350	8,301
应付账款	2,995	4,198	4,776	7,065	7,980
其他	2,002	5,481	7,069	8,108	8,999
非流动负债	5,074	6,868	9,368	11,868	14,368
长期借款	3,608	6,376	8,876	11,376	13,876
其他	1,466	492	492	492	492
负债合计	21,238	33,690	55,957	69,167	79,423
少数股东权益	82	169	175	185	197
归属母公司股东权益	25,743	35,836	37,665	40,845	44,841
负债和股东权益	47,063	69,695	93,797	110,197	124,462

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45,833	59,131	64,346	96,336	109,186
同比(%)	-9.4%	29.0%	8.8%	49.7%	13.3%
归属母公司净利润	2,837	7,332	2,311	3,662	4,478
同比(%)	-1.6%	158.4%	-68.5%	58.4%	22.3%
毛利率(%)	6.3%	11.0%	7.0%	8.1%	8.4%
ROE%	11.0%	20.5%	6.1%	9.0%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	1.52	3.17	0.96	1.52	1.86
P/E	13.55	6.68	13.07	8.25	6.75
P/B	1.93	1.43	0.80	0.74	0.67
EV/EBITDA	16.23	9.69	9.33	7.50	6.96

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45,833	59,131	64,346	96,336	109,186
营业成本	42,937	52,615	59,851	88,542	100,000
营业税金及附加	93	147	160	239	271
销售费用	79	80	97	145	164
管理费用	692	995	1,082	1,621	1,837
研发费用	1,042	1,460	1,588	2,378	2,695
财务费用	327	327	866	1,351	1,623
减值损失合计	-3	-17	0	0	0
投资净收益	2,173	4,438	1,600	2,000	2,400
其他	128	66	106	161	181
营业利润	2,960	7,995	2,408	4,221	5,178
营业外收支	33	-18	7	8	10
利润总额	2,994	7,977	2,415	4,230	5,188
所得税	147	625	97	557	697
净利润	2,847	7,352	2,318	3,672	4,491
少数股东损益	10	20	6	10	12
归属母公司净利	2,837	7,332	2,311	3,662	4,478
EBITDA	3,138	6,298	6,125	8,802	10,409
EPS(当年)(元)	1.52	3.17	0.96	1.52	1.86

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,344	2,794	-719	5,666	7,299
净利润	2,847	7,352	2,318	3,672	4,491
折旧摊销	2,069	2,393	2,851	3,231	3,611
财务费用	521	562	982	1,425	1,687
投资损失	-2,173	-4,438	-1,600	-2,000	-2,400
营运资金变动	263	-3,249	-5,264	-656	-83
其它	-183	175	-6	-6	-7
投资活动现金流	-4,579	-10,521	-14,807	12,596	-11,518
资本支出	-3,936	-10,046	-12,446	-9,447	-9,445
长期投资	-3,720	-36	-3,961	-5,150	-4,473
其他	3,076	-440	1,600	2,000	2,400
筹资活动现金流	2,751	10,541	18,912	5,155	5,330
吸收投资	49	2,032	0	0	0
借款	18,324	26,599	19,500	7,500	7,500
支付利息或股息	-847	-967	-1,465	-1,907	-2,170
现金流净增加额	1,516	2,812	3,386	-1,775	1,112

研究团队简介

陈淑娴, CFA, 石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士, 北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心, 主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名, 第9届Wind金牌分析师石化行业第一名, 第9届Choice最佳分析师石化行业第二名, 第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名, 第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队; 2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师, 荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名, 第8届Wind金牌分析师石化行业第四名, 21世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告; 2019年荣获第7届Wind金牌分析师石化行业第二名。

胡晓艺, 石化行业研究助理。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。

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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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。