

原料高价挤压盈利空间，Q3 业绩面临亏损

2022 年 10 月 29 日

► **事件:** 2022 年 10 月 28 日，公司发布 2022 年第三季度报告。2022 年前三季度公司实现营业收入 471.89 亿元，同比减少 6.27%；归母净利润 19.35 亿元，同比减少 68.59%；扣非归母净利润 18.78 亿元，同比减少 69.55%。

► **22Q3 业绩转亏。** 2022Q3，公司实现营业收入 173.37 亿元，同比减少 14.01%；归母净利润为-3.66 亿元，同比减少 118.06%；扣非归母净利润为-3.81 亿元，同比减少 118.73%。

► **量价齐升驱动主业收入增长，原材料价格高位挤压盈利空间。** 截至目前，嘉通一期三套 30 万吨聚酯装置顺利开车，为公司新增 90 万吨/年的聚酯长丝产能，恒阳聚纺一体化和宇欣聚纺一体化项目预计三季度将完成开车，主业板块持续扩量提质。2022 年前三季度，公司 POY/FDY/DTY 产量分别为 467.30/79.49/59.93 万吨，同比增长 12.15%/7.91%/3.40%，销售均价分别为 7174.49/7823.87/8792.76 元/吨，同比增长 9.85%/11.17%/3.10%，主业产品量价齐升，驱动主业收入实现正增长。但从原料端来看，原材料价格上涨幅度更大，2022 年前三季度，公司主要的采购产品 PX/PTA/MEG 采购均价分别为 7700.00/5484.64/4216.62 元/吨，同比增长 39.62%/ 33.52%/ -7.35%，从而大幅挤压了产品盈利空间，据此数据计算，公司前三季度 POY/FDY/DTY 的价差分别为 1024.05/1673.43/2642.32 元/吨，同比下滑 29.44%/14.52%/23.37%。

► **产能扩张持续，一体化水平稳步提高。** 据公司中报的规划，嘉通一期 PTA 和 2 套 30 万吨/年的聚酯装置计划于下半年开车，恒超二期聚纺一体化 60 万吨项目计划在 10 月底前完成投产，2 大项目合计贡献聚酯产能 120 万吨/年。此外，桐昆（洋口港）聚酯一体化项目第五、六套装置已进入安装、调试阶段，计划于 9 月、12 月分别投产，第七、八套装置已全面开始土建施工，预计 2023 上半年全部投产；同时，该项目的第一套 PTA 装置设备已经全部就位，计划于 2022Q4 投产，第二套 PTA 装置钢结构安装已经全面铺开，预计在 2023Q1 投产；项目建成后公司将实现 PTA-聚酯-纺丝连续生产，实现产业链一体化水平的提高，有利于公司强化抵御上游波动风险的能力。

► **投资建议:** 公司纺丝产能具备规模优势，且逐渐延伸上游项目形成炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织全产业链布局，但考虑到当前上游原料成本处于价格高位，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 15.51/20.20/43.20 亿元，EPS 分别为 0.64/0.84/1.79 元/股，对应 2022 年 10 月 28 日的 PE 分别为 19 倍、15 倍、7 倍，下调评级，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示:** 原料价格大幅上涨的风险，行业扩张较快导致产能过剩的风险，项目投产不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	59,131	65,317	78,198	93,588
增长率 (%)	29.0	10.5	19.7	19.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,332	1,551	2,020	4,320
增长率 (%)	158.4	-78.8	30.2	113.9
每股收益 (元)	3.04	0.64	0.84	1.79
PE	4	19	15	7
PB	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价)

谨慎推荐

下调评级

当前价格:

12.53 元



分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书: S0100122070013

邮箱: wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1. 桐昆股份 (601233.SH) 2022 年半年报点评: 成本承压致利润下滑, 聚酯产能扩张加速-2022/08/24
2. 桐昆股份 (601233.SH) 2021 年年度业绩预告公告点评: 21 年业绩高增, 产能扩张有望驱动长期盈利增长-2022/01/29
3. 桐昆股份 (601233): 营收高速增长, 浙石化贡献近一半利润-2021/08/17
4. 桐昆股份 (601233): 涤纶景气向上, 浙石化二期爬坡, 盈利高增-2021/07/16
5. 桐昆股份 (601233) 2020 年年报点评报告: 毛利率下滑, 净利同比下降 1%-2021/04/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	59,131	65,317	78,198	93,588
营业成本	52,615	62,369	74,807	88,687
营业税金及附加	147	98	125	159
销售费用	80	98	125	159
管理费用	995	1,176	1,408	1,685
研发费用	1,460	1,633	1,955	2,340
EBIT	3,905	44	-102	703
财务费用	327	414	529	696
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	4,438	2,070	2,847	4,697
营业利润	7,995	1,684	2,195	4,678
营业外收支	-18	7	9	2
利润总额	7,977	1,690	2,204	4,680
所得税	625	116	158	331
净利润	7,352	1,575	2,045	4,350
归属于母公司净利润	7,332	1,551	2,020	4,320
EBITDA	6,298	2,571	2,647	3,679

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,332	15,084	15,675	16,290
应收账款及票据	364	294	346	415
预付款项	578	628	741	899
存货	5,341	4,520	5,428	6,497
其他流动资产	1,126	1,113	1,221	1,339
流动资产合计	18,741	21,640	23,412	25,440
长期股权投资	17,129	19,200	22,046	26,743
固定资产	18,665	22,803	26,854	30,898
无形资产	1,990	2,189	2,389	2,589
非流动资产合计	50,954	55,513	63,338	73,007
资产合计	69,695	77,153	86,750	98,447
短期借款	12,776	15,142	18,142	20,142
应付账款及票据	8,566	8,788	10,628	12,556
其他流动负债	5,481	5,419	4,296	4,932
流动负债合计	26,822	29,348	33,066	37,629
长期借款	6,376	9,376	12,376	14,376
其他长期负债	492	1,670	2,670	3,670
非流动负债合计	6,868	11,046	15,046	18,046
负债合计	33,690	40,394	48,112	55,675
股本	2,411	2,411	2,411	2,411
少数股东权益	169	192	217	247
股东权益合计	36,005	36,759	38,638	42,772
负债和股东权益合计	69,695	77,153	86,750	98,447

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.01	10.46	19.72	19.68
EBIT 增长率	265.33	-98.86	-329.61	790.41
净利润增长率	158.44	-78.84	30.20	113.85
盈利能力 (%)				
毛利率	11.02	4.51	4.34	5.24
净利润率	12.40	2.38	2.58	4.62
总资产收益率 ROA	10.52	2.01	2.33	4.39
净资产收益率 ROE	20.46	4.24	5.26	10.16
偿债能力				
流动比率	0.70	0.74	0.71	0.68
速动比率	0.45	0.54	0.50	0.46
现金比率	0.42	0.51	0.47	0.43
资产负债率 (%)	48.34	52.36	55.46	56.55
经营效率				
应收账款周转天数	2.25	1.70	1.67	1.67
存货周转天数	37.05	26.45	26.48	26.74
总资产周转率	1.01	0.89	0.95	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	3.04	0.64	0.84	1.79
每股净资产	14.86	15.17	15.93	17.64
每股经营现金流	1.16	1.66	1.73	2.01
每股股利	0.33	0.07	0.09	0.19
估值分析				
PE	4	19	15	7
PB	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.38	16.52	17.79	13.99
股息收益率 (%)	2.63	0.55	0.72	1.53

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,352	1,575	2,045	4,350
折旧和摊销	2,393	2,527	2,749	2,976
营运资金变动	-3,249	1,331	1,322	1,138
经营活动现金流	2,794	3,992	4,162	4,850
资本开支	-10,046	-7,574	-7,708	-7,936
投资	-36	0	0	0
投资活动现金流	-10,521	-4,890	-7,708	-7,936
股权募资	2,032	0	0	0
债务募资	10,916	6,049	5,204	5,000
筹资活动现金流	10,541	4,650	4,137	3,701
现金净流量	2,812	3,752	591	615

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026