

成本承压致利润下滑，聚酯产能扩张加速

2022 年 08 月 23 日

➤ **事件:** 2022 年 8 月 23 日，公司发布 2022 年半年度报告。2022 年上半年公司实现营业收入 298.52 亿元，同比减少 1.11%；归母净利润 23.02 亿元，同比减少 44.32%；扣非归母净利润 22.58 亿元，同比减少 45.40%

➤ **成本端承压，22Q2 单季盈利能力出现下滑。** 2022 年第二季度，公司实现营业收入 168.57 亿元，同比减少 11.52%；归母净利润为 7.98 亿元，同比减少 66.96%。主要是受上半年原油价格持续上涨的影响，公司原料成本大幅上升，从公司的毛利率来看，22Q2 为 6.71%，同比下滑 4.39pct。

➤ **嘉通一期产能爬坡，量价驱动主业收入实现增长。** 截至 2022 年上半年，嘉通一期项目三套 30 万吨/年的聚酯装置顺利开车，为公司新增 90 万吨/年的聚酯长丝产能，同时，上半年油价上涨导致下游产品价格上升，驱动公司主业产品量价齐升。**1) 产量:** 22H1，公司 POY 产量 313.86 万吨，同比增长 17.67%；FDY 产量 51.33 万吨，同比增长 5.49%；DTY 产量 39.82 万吨，同比增长 4.32%。**2) 价格:** 22H1，公司 POY 不含税售价为 7206.06 元/吨，同比增长 13.41%；FDY 不含税售价为 7846.21 元/吨，同比增长 14.31%；DTY 不含税售价为 8969.74 元/吨，同比增长 7.53%。此外，公司参股的浙石化一期工程已实现满负荷运行，二期工程于 1 月投产，也处于产能爬坡期，22H1 浙石化项目贡献投资收益 17.08 亿元，构成公司利润的重要组成部分。

➤ **下半年计划投产聚酯产能 120 万吨/年，在建项目丰富贡献未来增量。** 2022 年下半年，嘉通一期项目计划开车 2 套产能 30 万吨/年的聚酯装置，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，恒阳聚纺一体化和宇欣聚纺一体化项目均计划在三季度完成开车。2022 年 5 月，公司公告 2 项新项目启动建设：1) 中昆新材料 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目，为涤纶长丝上游项目，建设期为 3 年，总投资规划为 99.42 亿元，其中一期为 51.54 亿元，项目达产后估算营收为 49.66 亿元，税后利润 6.55 亿元；2) 安徽佑顺年产 120 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目建设期为 3 年，拟投资 57.65 亿元，达产后预估营收为 113.91 亿元，税后利润 8.56 亿元。

➤ **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。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 75.12/97.16/114.81 亿元，EPS 分别为 3.12/4.03/4.76 元/股，对应 2022 年 8 月 23 日的 PE 分别为 5 倍、4 倍、3 倍，维持“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	69,832	83,689	97,868
增长率 (%)	29.0	18.1	19.8	16.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,332	7,512	9,716	11,481
增长率 (%)	158.4	2.5	29.3	18.2
每股收益 (元)	3.04	3.12	4.03	4.76
PE	5	5	4	3
PB	1.0	0.9	0.7	0.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 8 月 23 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

15.46 元



分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com

相关研究

1. 桐昆股份 (601233.SH) 2021 年年度业绩预增公告点评: 21 年业绩高增，产能扩张有望驱动长期盈利增长-2022/01/29
2. 桐昆股份(601233): 营收高增长，浙石化贡献近一半利润-2021/08/17
3. 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
4. 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
5. 【民生石化】桐昆股份 (601233.SH) 深度报告: 长丝景气度上行，推荐桐昆股份-2021/01/25

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	69,832	83,689	97,868
营业成本	52,615	63,236	75,089	87,013
营业税金及附加	147	162	201	245
销售费用	80	125	137	161
管理费用	995	1,187	1,506	1,859
研发费用	1,460	1,648	1,994	2,338
EBIT	3,905	3,592	4,905	6,418
财务费用	327	710	876	995
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	4,438	5,199	6,459	6,962
营业利润	7,995	8,083	10,487	12,386
营业外收支	-18	7	7	1
利润总额	7,977	8,090	10,495	12,387
所得税	625	554	753	876
净利润	7,352	7,535	9,741	11,511
归属于母公司净利润	7,332	7,512	9,716	11,481
EBITDA	6,298	6,253	7,778	9,501

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,332	20,175	25,406	34,711
应收账款及票据	364	294	481	425
预付款项	578	637	744	882
存货	5,341	3,952	7,096	5,830
其他流动资产	1,126	1,142	1,280	1,364
流动资产合计	18,741	26,199	35,007	43,213
长期股权投资	17,129	19,350	22,923	26,195
固定资产	18,665	19,085	19,293	19,292
无形资产	1,990	2,290	2,586	2,900
非流动资产合计	50,954	57,887	64,954	71,527
资产合计	69,695	84,086	99,961	114,740
短期借款	12,776	15,142	16,539	17,711
应付账款及票据	8,566	9,502	12,130	12,850
其他流动负债	5,481	5,800	6,473	7,055
流动负债合计	26,822	30,443	35,142	37,615
长期借款	6,376	9,376	11,376	13,376
其他长期负债	492	1,512	2,032	2,032
非流动负债合计	6,868	10,888	13,408	15,408
负债合计	33,690	41,331	48,550	53,023
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	42,755	51,412	61,717
负债和股东权益合计	69,695	84,086	99,961	114,740

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	18.10	19.84	16.94
EBIT 增长率	265.33	-8.01	36.54	30.87
净利润增长率	158.44	2.45	29.34	18.17
盈利能力 (%)				
毛利率	11.02	9.45	10.28	11.09
净利润率	12.40	10.76	11.61	11.73
总资产收益率 ROA	10.52	8.93	9.72	10.01
净资产收益率 ROE	20.46	17.65	18.98	18.68
偿债能力				
流动比率	0.70	0.86	1.00	1.15
速动比率	0.45	0.69	0.75	0.95
现金比率	0.42	0.66	0.72	0.92
资产负债率 (%)	48.34	49.15	48.57	46.21
经营效率				
应收账款周转天数	1.61	1.70	1.67	1.67
存货周转天数	28.07	26.45	26.48	26.74
总资产周转率	1.01	0.91	0.91	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	3.04	3.12	4.03	4.76
每股净资产	14.86	17.65	21.23	25.49
每股经营现金流	1.16	3.46	2.80	4.57
每股股利	0.33	0.45	0.50	0.60
估值分析				
PE	5	5	4	3
PB	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.50	7.16	5.59	3.93
股息收益率 (%)	2.13	2.91	3.23	3.88

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,352	7,535	9,741	11,511
折旧和摊销	2,393	2,660	2,874	3,083
营运资金变动	-3,249	2,639	-275	2,401
经营活动现金流	2,794	8,338	6,750	11,026
资本开支	-10,046	-7,356	-6,353	-6,376
投资	-36	-2,230	-3,581	-3,279
投资活动现金流	-10,521	-4,387	-3,475	-2,692
股权募资	2,032	0	0	0
债务募资	10,916	6,386	3,917	3,172
筹资活动现金流	10,541	4,891	1,956	971
现金净流量	2,812	8,842	5,231	9,305

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