

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

联系电话: +86 15632720688

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《浙石化业绩持续释放, Q2 长丝龙头产销放量!》2020. 8. 30

《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

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

产能放量正当时, 长丝龙头或迎来底部反转

2022 年 8 月 24 日

事件: 2022 年 8 月 23 日晚, 桐昆股份发布 2022 年半年度报告。2022 年上半年, 公司实现营业总收入 298.52 亿元, 同比下降 1.11%, 环比增长 3.13%; 实现归母净利润 23.02 亿元, 同比下降 44.32%, 环比下降 28.02%; 扣非净利润为 22.58 亿元, 同比下降 45.41%, 环比下降 28.43%; 经营活动产生的现金流量净额为 -44.44 亿元, 同比下降 2108.15%, 环比下降 248.38%; 基本每股收益为 0.96, 同比下降 47.25%; 加权平均净资产收益率为 6.23%, 同比下降 8.17 百分点。

2022 年二季度公司实现营业总收入 168.58 亿元, 同比下降 11.52%, 环比增长 29.74%; 实现归母净利润 7.99 亿元, 同比下降 66.94%, 环比下降 46.84%; 扣非净利润为 7.71 亿元, 同比下降 67.92%, 环比下降 48.15%; 经营活动产生的现金流量净额为 -7.11 亿元, 同比下降 120.18%, 环比下降 80.95%。

点评:

- **油价高位叠加需求疲软, 公司上半年业绩承压。**2022 年上半年, 受制于俄乌冲突推升的高油价, 化纤行业成本显著上升, 同时国内上海等地疫情反复, 下游终端需求受到猛烈冲击, 化纤行业进入低谷期。在此背景下, 公司生产经营压力明显增大, 但公司伴随新增产能的陆续投产, 公司主要业务营收仍有放量, 其中 2022 年上半年 POY、FDY、DTY、复合丝的营业收入分别为 195.39、36.70、30.93、1.88 亿元, 同比分别增长 14.52%、11.40%、0.07%、33.59%, 环比分别增长 3.39%、2.84%、-14.22%、6.83%。
- **成本上行导致盈利缩窄, 未来长丝或迎来底部反转。**2022 年第二季度, 国际油价震荡上行, 布伦特原油均价为 111.98 美元/桶, 同比上涨 62.1%, 环比上涨 14.4%。油价上涨拉动价格和成本抬升, 聚酯产业链利润收窄。在产品端, 2022Q2, POY、FDY、DTY、PTA 市场均价分别为 7390.35、7812.41、8495.09、5910.58 元/吨, 同比分别增长 13.13%、17.00%、9.46%、43.33%, 环比分别增长 5.96%、7.86%、1.86%、18.12%。POY、FDY、DTY、PTA 市场单吨利润分别为 -134.73、-83.67、-169.01、-111.38 元/吨, 同比分别下降 137.73%、141.78%、140.68%、88.95%, 环比分别下降 293.49%、1579.12%、173.18%、46.55%。上半年 POY、FDY、DTY 产量分别为 313.86、51.33、39.82 万吨, 产销率分别为 86.39%、91.12%、86.61%。涤纶长丝在经历疫情带来的需求萎缩后, 价差已经触底并逐步迎来修复。未来伴随夏季高温天气逐渐过去, 高温限电影响或将改善, 待下游织机开工率逐渐好转和秋冬旺季来临订单放量, 涤纶长丝有望迎来底部反转机会。
- **参股浙石化显著增厚收益, 产业链外延丰富产品结构。**作为涤纶长丝行业龙头, 公司积极向上游延伸产业链, 依托上游炼化项目深挖产业链潜力。公司参股 20% 股权的浙石化项目为公司在 2022 年上半年盈利贡献了 17.08 亿元的投资收益, 构成了报告期内公司利润来源的重要部分。2022 年 1 月, 浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目 (二期) 全面投料

试车。项目二期投产后，浙石化新增 2000 万吨/年炼油能力、660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯生产能力，同时浙石化二期项目规划了 EVA 等高附加值产品，盈利水平和抗风险能力有望进一步增强。2021 年浙石化获得了商务部下发的 1200 万吨原油非国营贸易进口允许量，保障了浙石化炼化项目原料的充分供给，助力一期稳定运行与二期项目的全面投产。浙石化二期项目的全部投产将助力公司盈利中枢再上新台阶。

- **聚酯产能有序扩张，龙头优势持续强化。**公司作为全球最大的涤纶长丝生产企业，在 PTA 产能方面：公司现有 PTA 产能 420 万吨/年，在 2022 年下半年和 2023 年上半年，公司还将完成两套 250 万吨英伟达技术 PTA 产能投产，投产后公司将基本实现 PTA 原材料自给及生产成本进一步优化。在聚合和长丝产能方面：公司拥有聚合产能约为 900 万吨/年、纺丝产能 950 万吨/年，已连续多年位列长丝行业销量第一。公司上半年产能扩张有序推进，嘉通一期三套 30 万吨聚酯装置顺利开车；顺佑新材料项目开工建设稳步推进；恒阳织造一车间顺利投产，实现从“一滴油”到“一匹布”的产业链发展突破；恒超二期、新疆宇欣、新疆中昆、福建恒海等项目稳步实施。此外，公司下半年产能释放依旧强劲，嘉通一期 PTA 计划于 10 月底完成开车，2 套 30 万吨聚酯装置预计在下半年开车；恒阳聚纺一体化计划于 9 月底完成开车，恒超二期聚纺一体化 60 万吨项目计划于 10 月底前完成投产；宇欣聚纺一体化预计在三季度完成开车。未来伴随长丝下游需求和长丝盈利的持续改善，叠加公司产能放量，公司有望迎来价量齐升的新发展机遇，长丝龙头地位将持续强化。
- **持续实施股票回购，彰显公司发展前景信心。**自 2022 年 3 月公司发布公告拟以集中竞价交易方式回购股份后，截至 2022 年 7 月 31 日，公司已累计回购股票约 3428 万股，占公司总股本的 1.4217%，回购总金额约 5.68 亿元。根据回购计划，20%回购股份用于后期实施员工持股计划或股权激励计划，80%用于可转债转股。此次股票回购彰显了公司对未来发展前景的信心和内在价值认可，同时也有望调动员工积极性，推动公司长期健康发展。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 52.11、66.95 和 72.85 亿元，归母净利润增速分别为-28.9%、28.5%和 8.8%，EPS（摊薄）分别为 2.16、2.78 和 3.02 元/股，对应 2022 年 8 月 23 日的收盘价，PE 分别为 7.15、5.57 和 5.12 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，同时浙石化二期项目已全面投产，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	66,817	90,908	101,917
增长率 YoY %	-9.4%	29.0%	13.0%	36.1%	12.1%
归属母公司净利润 (百万元)	2,837	7,332	5,211	6,695	7,285
增长率 YoY%	-1.6%	158.4%	-28.9%	28.5%	8.8%
毛利率%	6.3%	11.0%	7.7%	8.9%	9.1%
净资产收益率ROE%	11.0%	20.5%	12.8%	14.3%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	1.52	3.17	2.16	2.78	3.02
市盈率 P/E(倍)	13.55	6.68	7.15	5.57	5.12
市净率 P/B(倍)	1.93	1.43	0.92	0.80	0.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年8月23日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,576	18,741	24,170	31,290	38,156	营业总收入	45,833	59,131	66,817	90,908	101,917
货币资金	6,726	11,332	15,434	19,628	25,036	营业成本	42,937	52,615	61,661	82,826	92,614
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金	93	147	166	226	253
应收账款	166	364	411	559	627	销售费用	79	80	100	136	153
预付账款	313	578	677	910	1,017	管理费用	692	995	1,124	1,529	1,715
存货	2,865	5,341	6,259	8,408	9,401	研发费用	1,042	1,460	1,649	2,244	2,516
其他	506	1,126	1,389	1,785	2,075	财务费用	327	327	746	988	1,229
非流动资产	36,487	50,954	60,896	71,742	81,626	减值损失	-3	-17	0	0	0
长期股权投资	12,657	17,129	21,090	26,240	30,713	投资净收	2,173	4,438	3,914	4,374	4,593
固定资产(合)	18,765	18,665	19,255	19,560	19,579	其他	128	66	110	152	169
无形资产	1,655	1,990	2,381	2,773	3,165	营业利润	2,960	7,995	5,395	7,485	8,199
其他	3,411	13,170	18,170	23,170	28,170	营业外收	33	-18	7	8	10
资产总计	47,063	69,695	85,066	103,032	119,783	利润总额	2,994	7,977	5,403	7,493	8,209
流动负债	16,164	26,822	34,951	44,185	51,613	所得税	147	625	177	780	904
短期借款	7,637	12,776	17,776	22,776	27,776	净利润	2,847	7,352	5,225	6,713	7,305
应付票据	3,530	4,367	5,118	6,875	7,688	少数股东	10	20	14	18	20
应付账款	2,995	4,198	4,920	6,609	7,390	归属母公	2,837	7,332	5,211	6,695	7,285
其他	2,002	5,481	7,136	7,925	8,760	EBITDA	3,138	6,298	8,605	11,218	12,459
非流动负债	5,074	6,868	9,368	11,868	14,368	EPS(当	1.52	3.17	2.16	2.78	3.02
长期借款	3,608	6,376	8,876	11,376	13,876	年)(元)					
其他	1,466	492	492	492	492						
负债合计	21,238	33,690	44,318	56,053	65,981						
少数股东权益	82	169	183	201	221						
归属母公司股	25,743	35,836	40,565	46,778	53,580						
负债和股东权	47,063	69,695	85,066	103,032	119,783						
益											

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	66,817	90,908	101,917
同比(%)	-9.4%	29.0%	13.0%	36.1%	12.1%
归属母公司净利润	2,837	7,332	5,211	6,695	7,285
同比(%)	-1.6%	158.4%	-28.9%	28.5%	8.8%
毛利率(%)	6.3%	11.0%	7.7%	8.9%	9.1%
ROE%	11.0%	20.5%	12.8%	14.3%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	1.52	3.17	2.16	2.78	3.02
P/E	13.55	6.68	7.15	5.57	5.12
P/B	1.93	1.43	0.92	0.80	0.70
EV/EBITDA	16.23	9.69	5.99	4.85	4.53

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动	3,344	2,794	5,502	7,901	8,042
现金流					
净利润	2,847	7,352	5,225	6,713	7,305
折旧摊销	2,069	2,393	2,471	2,756	3,041
财务费用	521	562	802	1,065	1,327
投资损失	-172	-2,173	-4,438	-3,914	-4,374
营运资金	263	-3,249	924	1,747	970
其它	-183	175	-6	-6	-8
投资活动	-4,579	-10,521	-8,493	-9,222	-8,325
资本支出	-3,936	-10,046	-8,446	-8,446	-8,445
长期投资	-3,720	-36	-3,961	-5,150	-4,473
其他	3,076	-440	3,914	4,374	4,593
筹资活动	2,751	10,541	7,092	5,515	5,690
吸收投资	49	2,032	0	0	0
借款	18,324	26,599	7,500	7,500	7,500
支付利息或股息	-847	-967	-1,285	-1,547	-1,810
现金流净增加额	1,516	2,812	4,102	4,194	5,408

研究团队简介

陈淑娴，女，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	hanqiu Yue@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	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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

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。