

公司研究

需求疲软 Q3 业绩承压，PTA、聚酯产能稳步扩张

——桐昆股份（601233.SH）2022 年三季度报点评

要点

事件：公司发布 2022 年三季度报，22 年前三季度公司实现营业收入 472 亿元，同比-6%，实现归母净利润 19 亿元，同比-69%；其中 Q3 单季度实现营业收入 173 亿元，同比-14%、环比+2.8%，实现归母净利润-3.7 亿元，同比-24 亿、环比-12 亿。

点评：

主营产品价差收窄，公司 Q3 业绩承压：22 年 Q3，公司主要产品价格环比均有所下降，PTA、POY、DTY、FDY、涤纶短纤均价分别为 6305 元/吨、8131 元/吨、9444 元/吨、9053 元/吨、7824 元/吨，同比分别+23%、+7%、+3%、+6%、+10%，环比分别-6%、-4%、-3%、-3%、-6%，价差分别为 617 元/吨、1135 元/吨、2297 元/吨、1951 元/吨、863 元/吨，同比分别+56 元/吨、-65 元/吨、-289 元/吨、-131 元/吨、+74 元/吨，环比分别+257 元/吨、+205 元/吨、+224 元/吨、+204 元/吨、+21 元/吨。受冬季服装需求回暖影响，公司 Q3 主营产品销量回升，Q3 公司 POY、FDY、DTY 销量分别为 154 万吨、30 万吨、21 万吨，同比分别+8%、+20%、+4%，环比分别+8%、+20%、+4%。公司主营产品价差收窄，致公司 Q3 盈利能力下降，业绩承压下滑。

PTA 和聚酯产能持续扩张，公司未来成长可期：在 PTA 产能方面，嘉通能源一期 250 万吨 PTA 装置预计将于 2022 年四季度投产。同时，根据公司 22 年中报规划，22 年下半年、2023 年上半年公司南通生产基地计划完成两套 250 万吨最新英伟达技术 PTA 投产，届时公司将拥有近 1000 万吨 PTA 产能，实现 PTA 原料的基本自给。在聚酯产能方面，22 年 9 月 26 日，公司参股的浙石化在舟山绿色石化基地投资建设的“4000 万吨/年炼化一体化项目（二期）”年产 26 万吨聚碳酸酯装置投料成功，已顺利产出合格产品，Q3 公司获浙石化现金分红 10 亿元。公司深耕聚酯领域，不断增强其产业链一体化规模优势，其行业龙头地位有望进一步稳固，未来成长可期。

盈利预测、估值与评级：受主营产品价差收窄影响，公司盈利能力下滑，因此我们下调 22-24 年盈利预测，预计 22-24 年公司净利润分别为 23.60（下调 55%）/46.92（下调 34%）/63.25（下调 36%）亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.95/2.62 元。公司产能有序扩张，成长动能充足，我们持续看好其未来发展，因此维持“买入”评级。

风险提示：新增产能投放进度不及预期，产品需求下滑风险，油价大幅波动，宏观经济下行风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	45,833	59,131	72,321	79,205	86,745
营业收入增长率	-9.39%	29.01%	22.31%	9.52%	9.52%
净利润（百万元）	2,847	7,332	2,360	4,692	6,325
净利润增长率	-1.31%	157.58%	-67.81%	98.81%	34.82%
EPS（元）	1.30	3.04	0.98	1.95	2.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.09%	20.46%	6.31%	11.22%	13.27%
P/E	10	4	13	6	5
P/B	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-02 注：公司总股本 2020 年末为 21.97 亿股，2021 年及以后为 24.11 亿股。

买入（维持）

当前价：12.57 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	24.11
总市值(亿元)	303.08
一年最低/最高(元)	11.84/23.30
近 3 月换手率	40.18%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.54	-2.14	-14.19
绝对	-4.70	-12.59	-36.88

资料来源：Wind

相关研报

涤纶价差收窄 Q2 业绩下滑，PTA、聚酯产能稳步扩张——桐昆股份（601233.SH）2022 年半年报点评（2022-08-24）

大手笔投资加码聚酯产业链布局，行业景气回升业绩可期——桐昆股份（601233.SH）公告点评（2022-05-30）

21 年业绩大幅增长，浙石化二期全面投产有望增厚业绩——桐昆股份（601233.SH）21 年年报及 22 年一季报点评（2022-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	45,833	59,131	72,321	79,205	86,745
营业成本	42,937	52,615	68,076	72,947	79,341
折旧和摊销	2,068	2,382	2,106	2,351	2,590
税金及附加	90	147	180	197	215
销售费用	79	80	98	107	117
管理费用	688	995	1,217	1,332	1,459
研发费用	1,042	1,460	1,785	1,955	2,141
财务费用	327	327	469	653	697
投资收益	2,173	4,438	2,000	3,000	4,000
营业利润	2,969	7,995	2,600	5,130	6,903
利润总额	3,003	7,977	2,582	5,112	6,885
所得税	147	625	202	400	539
净利润	2,856	7,352	2,380	4,712	6,346
少数股东损益	10	20	20	20	20
归属母公司净利润	2,847	7,332	2,360	4,692	6,325
EPS(元)	1.30	3.04	0.98	1.95	2.62

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,347	2,794	3,786	5,178	6,195
净利润	2,847	7,332	2,360	4,692	6,325
折旧摊销	2,068	2,382	2,106	2,351	2,590
净营运资金增加	-2,200	2,698	1,717	877	902
其他	633	-9,618	-2,398	-2,743	-3,623
投资活动产生现金流	-4,533	-10,521	-1,352	-245	430
净资本支出	-3,889	-10,046	-3,200	-3,200	-3,550
长期投资变化	12,657	17,129	0	0	0
其他资产变化	-13,300	-17,605	1,848	2,955	3,980
融资活动现金流	2,704	10,541	94	-3,614	-5,180
股本变化	349	214	0	0	0
债务净变化	-778	8,848	1,293	-2,738	-4,011
无息负债变化	1,088	3,608	2,709	1,073	1,353
净现金流	1,518	2,812	2,528	1,319	1,445

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	6.3%	11.0%	5.9%	7.9%	8.5%
EBITDA 率	6.8%	10.7%	4.4%	6.5%	7.2%
EBIT 率	2.3%	6.7%	1.5%	3.5%	4.2%
税前净利润率	6.6%	13.5%	3.6%	6.5%	7.9%
归母净利润率	6.2%	12.4%	3.3%	5.9%	7.3%
ROA	6.1%	10.5%	3.2%	6.0%	7.8%
ROE (摊薄)	11.1%	20.5%	6.3%	11.2%	13.3%
经营性 ROIC	3.7%	9.1%	2.3%	5.8%	7.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	45%	48%	50%	46%	41%
流动比率	0.65	0.70	0.78	0.91	1.12
速动比率	0.48	0.50	0.54	0.64	0.79
归母权益/有息债务	2.07	1.68	1.66	2.11	3.01
有形资产/有息债务	3.63	3.18	3.24	3.81	4.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	46,989	69,695	75,281	78,071	81,249
货币资金	6,726	11,332	13,860	15,180	16,625
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	166	364	445	487	534
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	38	54	66	72	79
存货	2,865	5,341	6,910	7,405	8,054
其他流动资产	467	1,073	1,073	1,073	1,073
流动资产合计	10,575	18,741	23,102	25,018	27,235
其他权益工具	14	14	14	14	14
长期股权投资	12,657	17,129	17,129	17,129	17,129
固定资产	18,764	18,665	19,998	20,914	21,614
在建工程	2,298	9,088	8,391	7,868	7,686
无形资产	1,598	1,990	2,148	2,303	2,405
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	699	3,832	3,964	3,964	3,964
非流动资产合计	36,413	50,954	52,179	53,053	54,014
总负债	21,234	33,690	37,692	36,027	33,369
短期借款	7,637	12,776	13,068	9,831	5,320
应付账款	2,994	4,198	5,432	5,821	6,331
应付票据	3,530	4,367	5,651	6,055	6,586
预收账款	1	1	2	2	2
其他流动负债	658	1,559	1,823	1,961	2,111
流动负债合计	16,159	26,822	29,758	27,559	24,363
长期借款	3,608	6,376	7,376	7,876	8,376
应付债券	1,176	0	0	0	0
其他非流动负债	222	448	514	548	586
非流动负债合计	5,074	6,868	7,934	8,468	9,006
股东权益	25,755	36,005	37,589	42,044	47,879
股本	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411
公积金	11,647	14,881	14,937	14,937	14,937
未分配利润	11,656	18,531	20,040	24,474	30,289
归属母公司权益	25,672	35,836	37,401	41,835	47,650
少数股东权益	82	169	189	209	229

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.17%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
管理费用率	1.50%	1.68%	1.68%	1.68%	1.68%
财务费用率	0.71%	0.55%	0.65%	0.82%	0.80%
研发费用率	2.27%	2.47%	2.47%	2.47%	2.47%
所得税率	5%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.33	0.11	0.21	0.28
每股经营现金流	1.52	1.16	1.57	2.15	2.57
每股净资产	11.69	14.86	15.51	17.35	19.76
每股销售收入	20.86	24.52	29.99	32.85	35.98

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	10	4	13	6	5
PB	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.4	5.5	11.3	6.5	4.7
股息率	1.0%	2.6%	0.8%	1.7%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE