东兴证券 DONGXING SECURITIES

桐昆股份（601233）：行业反转可期，公司价值显著低估

2020 年 09 月 14 日

强烈推荐/维持

桐昆股份 | 公司报告

涤纶长丝行业景气度触底反弹可期。受新冠肺炎疫情影响，今年上半年纺织终端内外市场需求显著下降，涤纶行业经济运行压力也明显加大。进入三季度以来终端需求呈现复苏迹象，国内服装鞋帽、针、纺织品累计零售额及出口金额同比降幅收窄，江浙织机的开工率也逐渐恢复到六成以上的较高水平。成衣代工厂的订单 Q3 环比已有明显改善，前期取消的订单或有追单，部分龙头代工企业 8 月订单金额同比已经转正。我们判断二季度的行业库存去化以龙头企业的降价促销为主，中小企业的库存和运行压力较大。“金九银十”传统旺季值得期待，涤纶长丝涨价还需上游提价催化。

公司行业龙头地位稳固，稳健发展，进可攻退可守。一体化、规模化发展趋势下，聚酯产业的行业集中度进一步提高。今年龙头企业在新冠疫情影响之下宁可亏损降价出货，也没有降低聚酯负荷，中小涤丝企业面临着更大的库存压力和生存压力。我们或许很快将会看到涤纶长丝行业的新一轮洗牌。公司深耕涤纶长丝行业，产能持续提升。目前拥有 420 万吨 PTA 的年生产能力，长丝产能为 690 万吨/年，具有较大的市场话语权。公司涤纶长丝毛利率长期高于同行竞争对手，重视研发不断巩固产品优势。且公司现金流良好，造血能力强大支撑未来发展。参股浙石化、投资洋口港，打开长期成长空间。

根据重置成本法计算，公司价值被显著低估。根据重置成本法我们计算可得桐昆股份现有的涤纶长丝和 PTA 资产价值分别为 183.7 和 39.3 亿元。同时我们通过不同方法讨论了浙石化项目的权益价值，按照 PE 相对估值法、炼油能力和 FCFF 三种方法对浙石化项目给出的最低估值分别为 1567 亿元、1400 亿元和 1984 亿元。在不考虑行业景气恢复带来的价值提升、浙石化炼化竞争优势的前提下，公司的合理估值应当在 503 亿元-620 亿元之间。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.79、42.02 和 65.30 亿元，对应 EPS 分别为 1.50、2.27 和 3.53 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 10、6 和 4 倍。看好公司未来发展，龙头地位不断巩固，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期、原油价格大幅波动、项目建设进度不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	41,600.75	50,582.43	44,122.83	52,867.11	58,647.24
增长率（%）	26.78%	21.59%	-12.77%	19.82%	10.93%
净归母利润（百万元）	2,120.25	2,884.41	2,778.58	4,201.96	6,529.55
增长率（%）	20.48%	35.88%	-3.37%	50.68%	55.31%
净资产收益率（%）	13.19%	15.18%	13.26%	16.85%	20.96%
每股收益(元)	1.16	1.57	1.50	2.27	3.53
PE	12.60	9.31	9.72	6.43	4.14
PB	1.66	1.42	1.29	1.08	0.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是中国涤纶长丝制造行业的龙头企业，公司连续多年在中国涤纶长丝行业中销量排名第一。公司主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售。主要产品为差别化丝和常规丝(或者称为标准丝、普通丝)。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

2018-12-12 发行 38 亿元可转债，转股价格 12.28 元

2020-02-27 发行 23 亿元可转债，转股价格 14.35 元

交易数据

52 周股价区间（元）	16.9-11.21
总市值（亿元）	267.96
流通市值（亿元）	267.96
总股本/流通 A 股（万股）	184,799/184,799
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.26

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080002

研究助理：徐昆仑

010-66554050 xukl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480118080017

研究助理：薛阳

010-66554090 xueyang@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070062

目 录

1. 涤纶长丝行业触底，反弹可期 4
1.1 受新冠疫情影响，涤纶长丝价格价差触底 4
1.2 进入三季度以来终端需求呈现复苏迹象 4
1.3 长丝库存较高，中小企业明显承压 5
2. 公司行业龙头地位稳固 7
2.1 涤纶长丝行业集中度有望进一步提升 7
2.2 桐昆股份行业龙头地位稳固 9
2.3 公司稳健发展，进可攻退可守 12
3. 公司价值显著低估 12
3.1 重置成本法看公司现有业务价值 13
3.1.1 涤纶长丝业务重置成本分析 13
3.1.2 PTA 业务重置成本分析 14
3.1.3 浙石化 20%权益价值分析 14
3.1.4 公司合理估值水平小结 17
3.2 未来盈利中枢讨论 17
3.3 公司盈利预测及投资评级 18
4. 风险提示 18
相关报告汇总 20

插图目录

图 1： 涤纶长丝价格触底 4
图 2： 聚酯产业链价差位于近五年最差水平 4
图 3： 服装鞋帽针纺织品零售额累计值（亿元） 5
图 4： 服装及衣着附件出口当月金额（亿元） 5
图 5： 江浙织机开工率 5
图 6： 聚酯工厂开工率 5
图 7： 聚酯产业链库存天数 6
图 8： 三大龙头公司存货情况（亿元） 6
图 9： 锦纶长丝近期价格走势 单位：元/吨 6
图 10： 氨纶（40D）价格指数 单位：元/吨 6
图 11： 2017 年涤纶长丝行业集中度 7
图 12： 2019 年涤纶长丝行业集中度 7
图 13： 柯桥纺织涤纶原料景气指数 9
图 14： 涤纶行业 CR6 自 2015 年来显著提升 9
图 15： 桐昆股份涤纶长丝产能不断扩张 9
图 16： 桐昆股份公司应收账款占比极少 9
图 17： 桐昆股份与同行 POY 毛利率对比（%） 11

图 18：桐昆股份长丝单吨人工成本较低（元/吨）.....11
图 19：桐昆股份研发费用不断增长.....11
图 20：桐昆股份与可比公司期间费用率（%）对比.....11
图 21：桐昆股份资产负债率较低（%）.....12
图 22：公司现金流良好（亿元）.....12
图 23：上海石化过去十年 PE-Band.....15
图 24：上海石化过去十年净利润水平.....15

表格目录

表 1：2020 年下半年涤纶长丝新建产能规划.....7
表 2：2015 年来部分聚酯企业收购重组情况.....8
表 3：桐昆股份 2019 年主要厂区/项目开工情况.....10
表 4：桐昆股份主要涤纶长丝产能建设投资情况.....13
表 5：部分涤纶长丝项目产能投资情况.....14
表 6：部分新建 PTA 项目产能投资情况.....14
表 7：浙石化一期项目盈利测算.....15
表 8：浙石化项目自由现金流 （单位：亿元）.....16
表 9：浙石化项目 WACC 计算参数与结果.....16
表 10：桐昆股份公司价值分拆讨论.....17
表 11：涤纶长丝行业龙头经营数据.....17

1. 涤纶长丝行业触底，反弹可期

1.1 受新冠疫情影响，涤纶长丝价格价差触底

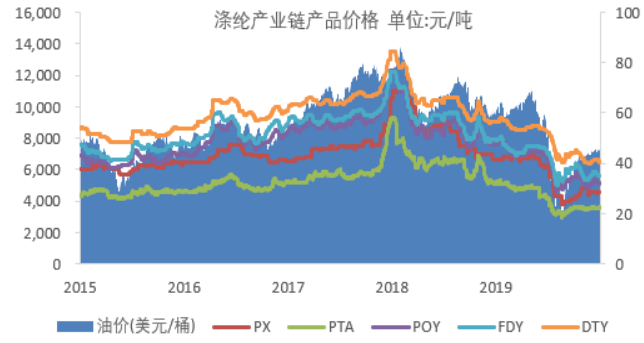
2020 年一季度新冠肺炎疫情重创全球经济，全球生产、消费和国际贸易几乎陷入停滞，大宗商品市场不断刷新历史新低。受此影响，今年上半年纺织终端内外市场需求显著下降，涤纶行业经济运行压力也明显加大。面对复工推迟、需求收缩、油价暴跌、订单减少等重重困难，行业经济效益和运行质量相比去年同期明显回落，并且部分指标出现负增长。

涤纶长丝价格触底。3 月底全球疫情爆发以来，涤纶长丝 POY 价格位于 5000-5700 元/吨水平。而在上轮行业景气低谷叠加原油价格暴跌的 2016 年初，涤纶长丝 POY 价格最低也仅触及 6000 元/吨。二季度以来涤纶长丝 POY/FDY/DTY 的均价只有 5221/5736/6738 元/吨。

长丝价差成本线附近徘徊，景气度不可能更差。二季度以来长丝价格始终位于低位，而原油价格却从低位逐渐回升至 40 美元/桶以上，抬升长丝生产原料成本。二季度以来涤纶长丝 POY/FDY/DTY 扣除原料成本后的价差只有 900/1344/2207 元/吨，长期位于成本线附近。龙头企业通过促销降库，也仅能维持微利甚至小幅亏损。但全行业景气度最差时点已经过去。

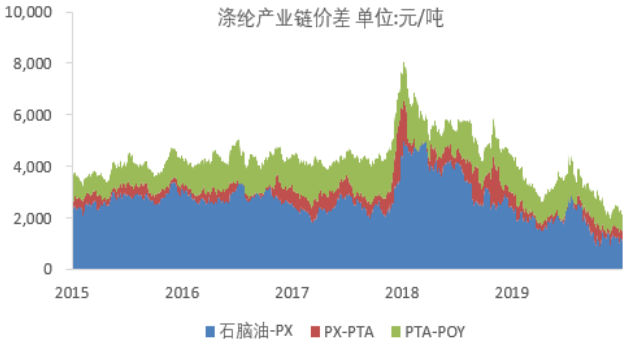
DTY 和 FDY 运行情况稍好于 POY。疫情发生以来，高端品牌和运动服饰的需求恢复更好，拉动了功能性化纤的需求回升。今年以来的 DTY/FDY/POY 均价同比 2019 年分别下降 18.5%/21.8%/23.3%，整体而言涤纶加弹丝 DTY、涤纶拉伸丝 FDY 的产销和盈利情况要稍好于涤纶预取向丝 POY。

图1：涤纶长丝价格触底



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：聚酯产业链价差位于近五年最差水平



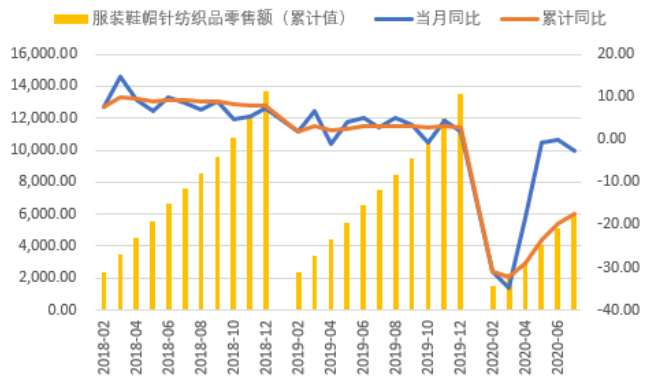
资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 进入三季度以来终端需求呈现复苏迹象

疫情冲击造成的影响仍在，但化纤行业表现出复苏迹象。随着 4 月份起国内疫情得到控制，企业逐渐复工，国内服装零售率先恢复。尤其是在平台和品牌共同努力下，“6.18”电商节等活动促销效果良好。5-7 月我国服装鞋帽、针、纺织品当月零售额同比微降 0.6%、0.1%和 2.5%，相较于 2-3 月 30%以上的下降幅度大幅收窄。但若考虑到服装打折销售的情况，实际销售的量比去年同期其实已经是有所增长的。1-7 月服装鞋帽、针、纺织品累计零售额近 6000 亿元，同比降幅收窄至 17.5%。出口方面，服装及衣着附件出口当月金额也自二月份以来持续增长，6-7 月单月出口金额分别达到 912.2 亿元和 1085.9 亿元，同比降幅 6.88%和 5.80%，已经回到相对正常的水平。而随着欧美零售渠道的逐步恢复，成衣代工厂的订单 Q3 环比已有明显改善，前

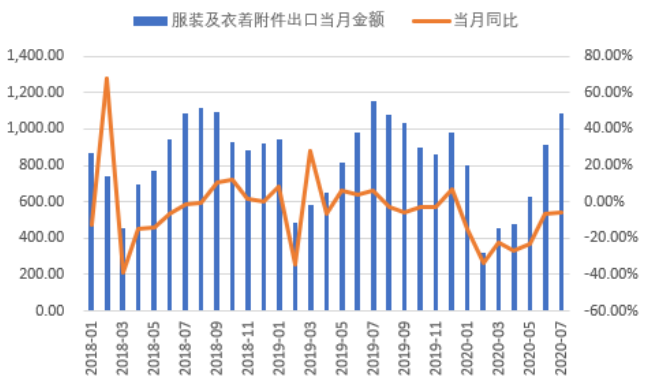
期取消的订单或有追单，部分龙头代工企业 8 月订单金额同比已经转正。终端需求的恢复将逐渐向上游传导，涤纶化纤行业已初具复苏迹象。

图3：服装鞋帽针纺织品零售额累计值（亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

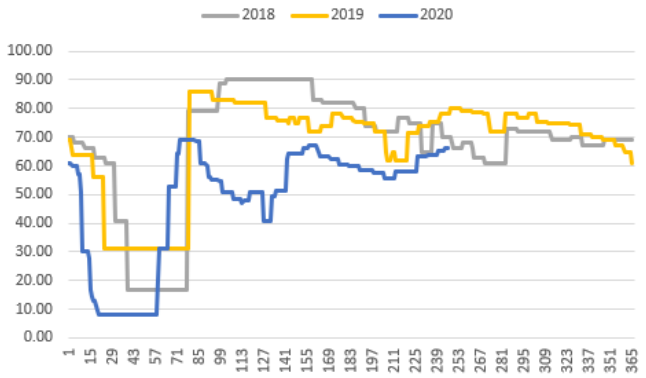
图4：服装及衣着附件出口当月金额（亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

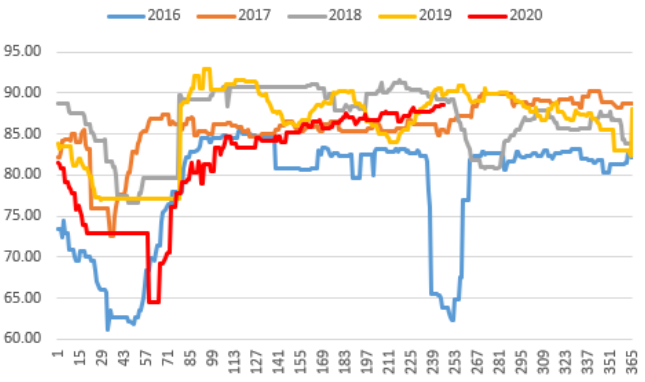
坯布织造开工率回至高位，涤纶产量不降反增加速库存累积。可以看到 4-6 月份江浙织机的开工率受到疫情影响显著低于过去两年的运行水平。但是七月份以来，江浙织机的开工率也逐渐恢复到六成以上的较高水平，且仍在不断攀升。与之相对应的，聚酯工厂今年在疫情影响之下并未大幅降低负荷，只在春节期间常规降负一个月左右，而去年下半年仍有不少聚酯产能投产。这也使得上半年我国涤纶长丝产量不降反增，达到 1724 万吨，同比增长 2.02%。需求萎缩而供给未减，加速了今年上半年，尤其是一季度涤纶长丝行业库存累积。

图5：江浙织机开工率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：聚酯工厂开工率



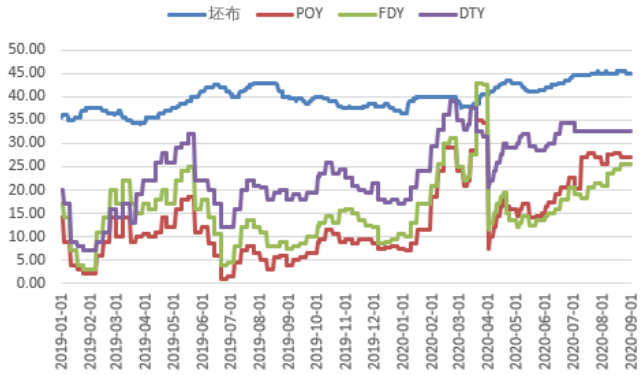
资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 长丝库存较高，中小企业明显承压

当前行业库存依然位于高位。尽管与今年一季度的极端情况相比，涤纶长丝行业库存已经有了明显去化，但是目前依然位于较高水平。目前盛泽地区坯布库存天数达到 45 天，一方面是受到前期高库存累积的影响，另一方面也是因为七八月份高温天气进入下游传统淡季所致。目前江浙织造企业的涤纶长丝 POY/FDY/DTY 库存天数分别达到 27 天、25.5 天和 32.5 天，而历史上 POY 和 FDY 相对健康的行业库存在 10-15 天之间。从聚酯龙头生产企业的开工率来看，对于后市的长丝需求比较乐观。我们也认为进入“金九银十”的传统消费旺季，涤纶长丝库存消化也会加速。

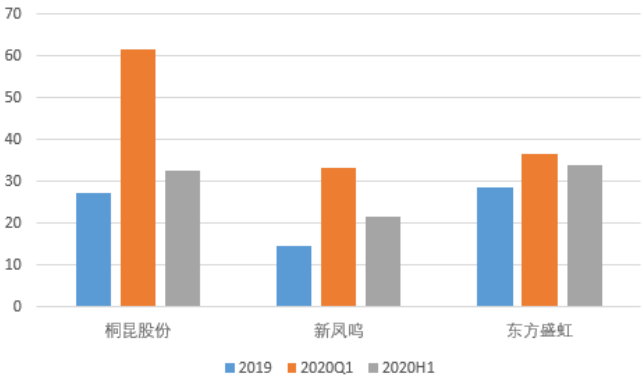
龙头公司库存去化程度较高，我们判断中小企业压力较大。从库存的消化程度来看，二季度末相较于一季度末江浙织造企业长丝库存平均下降了 12.5 天左右。按照上半年日产长丝 9.6 万吨来算，合计消化库存 120 万吨。若取二季度以来 POY 长丝均价 5221 元/吨进行估算，对应消化库存价值 62.65 亿元。而根据桐昆股份、新凤鸣、东方盛虹三家公司的公告显示，半年报相较于一季度报告存货分别下降 29.23 亿元、11.59 亿元和 2.55 亿元，合计达到 43.37 亿元。我们判断二季度的行业库存去化以龙头企业的降价促销降库为主，而落后的小旧产能本就不具备成本优势，缺乏竞争力。龙头企业的市占率得到进一步提升，中小企业的库存和运行压力较大。

图7：聚酯产业链库存天数



资料来源：wind，东兴证券研究所

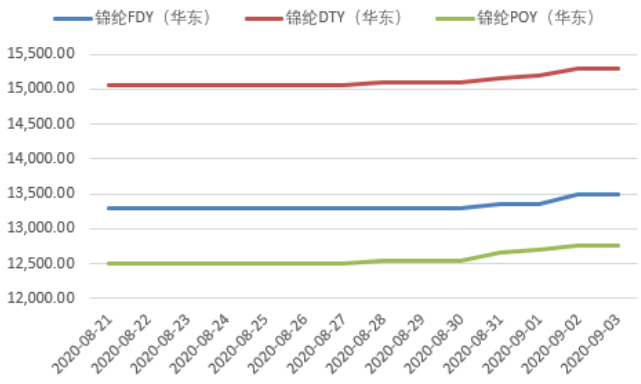
图8：三大龙头公司存货情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

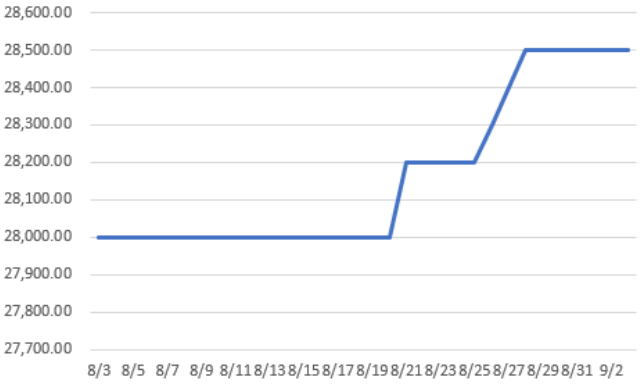
“金九银十”传统旺季值得期待，涤纶长丝涨价还需上游提价催化。长期视角来看，我国仍是全球化纤中心，而服装消费回升只是早晚问题。商务部今日也发文表示，随着“金九银十”传统消费旺季到来，中国消费潜力将不断释放，消费增长会在九月份掀起一个新高潮。而四季度国庆档、“双十一”、“双十二”以及国外圣诞节等消费高峰都会促进服装终端消费，锦纶长丝去库存和消费旺季值得期待。

图9：锦纶长丝近期价格走势 单位：元/吨



资料来源：wind，东兴证券研究所

图10：氨纶（40D）价格指数 单位：元/吨



资料来源：CCFEI，东兴证券研究所

氨纶锦纶价格已进入上升通道，涤纶长丝静待催化。目前受到原材料价格提升和库存降低的影响，锦纶和氨纶 8 月份以来已经经历了几次提价，我们预计后续价格上涨还将持续。而对涤纶长丝而言，我们判断后续一旦原油价格有所上涨，将拉动 PX 和 PTA 价格上涨，进而推动涤纶长丝价格上一个台阶。而涤纶长丝贸易商

和生产企业具有明显的“买涨不买跌”特性，价格上涨叠加消费旺季将极大刺激贸易商和下游织造企业采购原材料的热情，市场交投活跃之后将形成涨价-补货-涨价的良性循环。

2. 公司行业龙头地位稳固

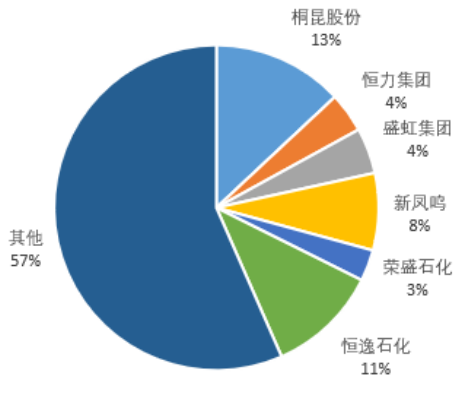
2.1 涤纶长丝行业集中度有望进一步提升

一体化、规模化发展趋势下，聚酯产业的行业集中度进一步提高。国内聚酯涤纶行业经过三十多年的迅猛发展，技术、工艺已趋成熟，近几年进入规模效应体现、上下游产业链配套的发展阶段。随着炼化窗口打开，多家涤丝龙头企业都向上游延伸发展，完善自身产业链供需结构，中小涤丝企业与龙头企业的差距被进一步拉大。在强者恒强的铁律之下，中小涤丝企业想实现对龙头企业的弯道超车已经几无可能。

- 随着能耗、环保、安全等指标要求的全方位提升，进入壁垒也越来越高。熔体直纺相较于传统切片纺工艺，工序更少，物料损耗和能源消耗更低，更适合生产大规模单一品种的纤维，有利于提高规模效益。
- 目前投产的长丝单套产能达到 30-40 万吨/年，一般一个园区内设置 3-4 套装置总产能达到百万吨为常态，对应投资金额超过 50 亿元，对中小企业而言资金压力极大。
- 重要的德国巴马格和日本 TMT 的卷绕头订单几乎被龙头企业垄断，国产设备在生产效率上和进口设备仍有较大差距，中小企业想要扩产难上加难。

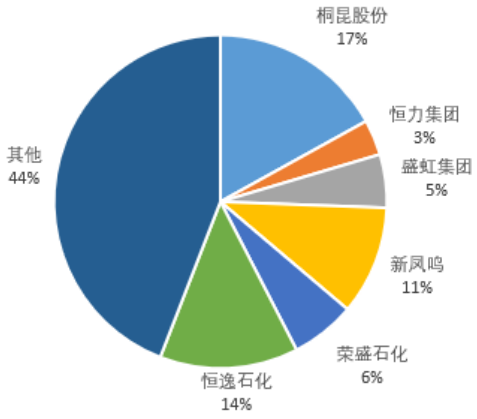
2019 年我国涤纶长丝产能超过 4000 万吨/年，近两三年内新增产能基本来自龙头企业。行业 CR6 由 2017 年的约 44%提升至 2019 年的 55%以上。据统计，2020 年下半年国内直纺涤纶长丝行业仍有 7 套新装置计划投产，均为主流大厂产能扩张，合计投产产能约 240 万吨/年，其中恒逸 100 万吨/年、新凤鸣 30 万吨/年、桐昆 50 万吨/年、恒力 60 万吨/年。建成投产之后预计行业 CR6 将继续提升至 59%左右，桐昆股份、恒逸石化、新凤鸣的长丝产能规模优势愈发明显，而恒力石化、荣盛石化、盛虹集团则通过上游炼化配套进行差异化竞争。

图11：2017 年涤纶长丝行业集中度



资料来源：CCFEI，东兴证券研究所

图12：2019 年涤纶长丝行业集中度



资料来源：CCFEI，东兴证券研究所

表1：2020 年下半年涤纶长丝新建产能规划

企业	产能（万吨/年）	预计投产时间	地点

企业	产能（万吨/年）	预计投产时间	地点
恒逸海宁	25	8 月	海宁
恒逸海宁	25	10 月	海宁
新凤鸣中益	30	下半年	嘉兴
福建逸锦	25	下半年	晋江
桐昆恒超	50	10 月	桐乡
恒逸海宁	25	12 月	海宁
南通恒科	60	年底	南通
合计	240		

资料来源：纺织网、东兴证券研究所

12-16 年间惨烈的行业洗牌或将再现。在 2010-2012 年的行业高景气期间，聚酯行业迎来了产能大幅扩张，并最终于 2013 年起进入了 13-15 年的行业大萧条时期。而 2014 年起的油价暴跌造成的产业链利润空间大幅收窄，更是加速了众多中小企业的破产。而此时的龙头企业依靠资金优势展开对同行企业的并购。2015 年以来，涤纶长丝企业间兼并重组多达 10 次，涉及涤纶长丝产能 238 万吨/年。2017 年 3 月，恒逸集团分别以 6.2 亿元和 7.2 亿元拍下浙江红剑和龙腾科技，两家聚酯装置均于 2017 年 5 月重启；7 月 9 日，由恒逸集团控股的逸枫化纤以 7.7 亿元收购明辉化纤。经过此轮行业洗牌，涤纶长丝行业集中度由 2015 年起快速提升，CR6 由 2015 年的 35%提升至 2017 年的 44%。并最终迎来了 2018 年聚酯产业链的全面爆发。

表2：2015 年来部分聚酯企业收购重组情况

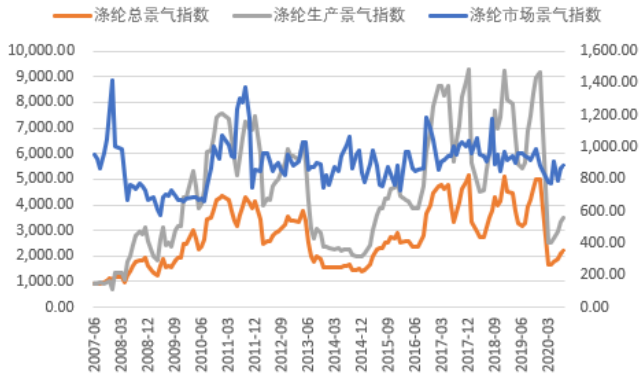
公司	产能（万吨/年）	收购方	年份	主营产品
华特斯	20	浙江宝信化纤	2015	聚酯切片、涤纶长丝
浙江赐富	60	荣盛石化	2016	涤纶长丝
浙江建杰	10	某加弹企业	2016	涤纶长丝
江苏神羊	18	张家港华美	2017	涤纶长丝
浙江红剑	25	恒逸集团	2017	涤纶长丝
龙腾科技	20	恒逸集团	2017	涤纶长丝
南方集团	40	绍兴天圣	2017	涤纶长丝
海富化纤	10	绍兴古纤道	2017	涤纶工业丝
春晖股份	10	弘和投资	2017	涤纶长丝
江苏明辉	25	逸枫化纤	2017	涤纶长丝
合计	**238**			

资料来源：中国报告网、东兴证券研究所

行业洗牌将因新新冠疫情加速。从柯桥纺织行业景气指数来看，每年的 9-12 月都是全年的景气高点。而在新冠疫情之前，19 年 11 月起涤纶市场的景气指数就已经开始下行，新冠疫情的爆发更是加速了行业景气度探底。三季度至今涤纶长丝 POY-PTA 不含税价差连续位于千元以下，最低点不到 600 元。而在上一轮行业景气底部时也出现了类似情况：2015 年 5 月 22 日至 2016 年 3 月 7 日，涤纶长丝 POY-PTA 不含税价差始终位于千元以下，平均价差 798 元/吨。直到 2016 年 2 季度原油价格回暖才迎来了行业复苏，然而很多中小企业没能熬到那天。而与 2015 年不同的是，现如今行业集中度更高，龙头企业对市场的掌控力更强。今年

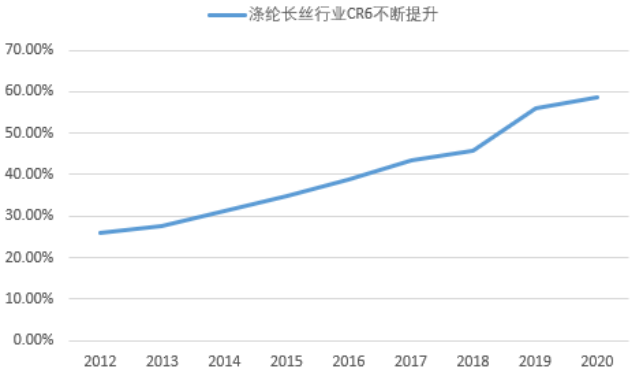
龙头企业在新冠疫情影响之下宁可亏损降价出货，也没有降低聚酯负荷，中小涤丝企业面临着更大的库存压力和生存压力。我们或许很快将会看到涤纶长丝行业的新一轮洗牌。

图13：柯桥纺织涤纶原料景气指数



资料来源：wind，东兴证券研究所

图14：涤纶行业 CR6 自 2015 年来显著提升

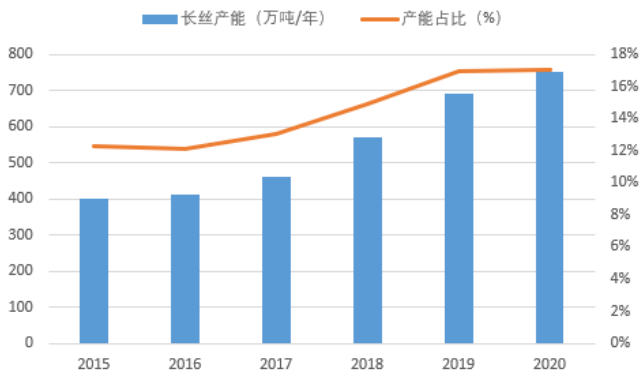


资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 桐昆股份行业龙头地位稳固

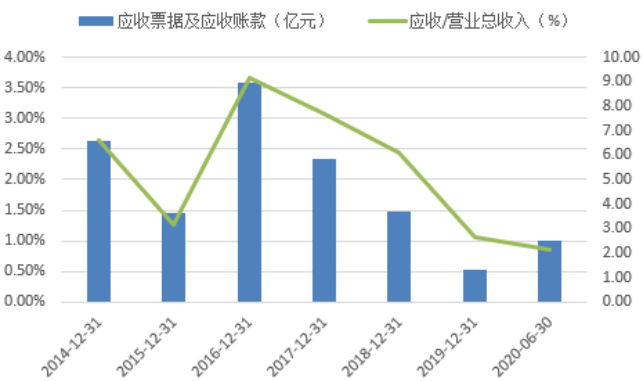
公司深耕涤纶长丝行业，产能持续提升夯实龙头地位。多年以来，桐昆股份专注于涤纶长丝的生产和销售，以及涤纶长丝主要原料之一的 PTA 的生产。公司的主要产品包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝四大系列一千多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列，在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称。过去几年里公司长丝产能不断扩张，截止至 2019 年末，公司拥有 420 万吨 PTA 的年生产能力，聚合产能为 640 万吨/年，长丝产能为 690 万吨/年。国内市场的占有率约 18%，国际市场的占有约 12%，具有较大的市场话语权。目前公司还有恒超年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目和江苏南通如东洋口港聚酯一体化年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝项目在建，预计到 2023 年公司涤纶长丝产能将达到 980 万吨/年，不断巩固市场竞争优势地位。

图15：桐昆股份涤纶长丝产能不断扩张



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图16：桐昆股份公司应收账款占比极少



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

除了在资金实力以及设备技术上的优势，公司在经营管理层面也对中小企业拥有领先优势。首先由于公司的长丝产品种类齐全、规模最大，是众多下游纺织企业和贸易商最为信赖的供货商。多年来公司始终坚持采取现货现款的经营方式，几乎没有多少应收账款，有效减少资金占用的情况。过去几年当中应收账款占营业收

入的比例不断下降，2019 年仅有 0.52%。对于行业下游较为分散的织造企业而言，公司拥有极强的话语权。由于下游客户稳定及公司市占率的不断提升，公司始终保持了较高的开工率，即便是在疫情影响之下的今年二季度，公司实际产销率依然超过 100%，继续抢占市场份额。逆境之下，更高的产能利用率体现了公司更高的经营管理水平和行业地位。公司的年报数据显示，除了部分 2019 年投产的新产能之外，公司其余长丝产能全年开工率基本都超过了 100%，部分厂区产能利用率甚至达到 140%以上。

表3：桐昆股份 2019 年主要厂区/项目开工情况

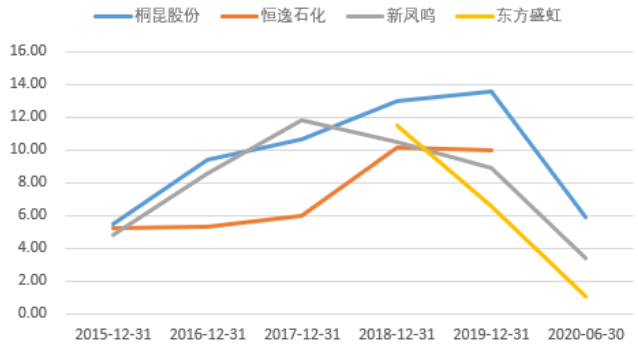
主要厂区/项目	设计产能（万吨/年）	产能利用率（%）	在建及投资情况	在建产能预计完工时间
中洲公司	7	131.98	已投产	
恒基公司	5.2	114.90	已投产	
恒通公司	40	121.04	已投产	2013 年一季度
恒腾一期	40	126.59	已投产	2013 年二季度
恒腾二期	40	149.43	已投产	2016 年一季度
恒腾三期	60	101.41	已投产	2018 年二季度
恒盛公司	70	86.37	已投产	
恒达厂区	30	136.97	已投产	
恒嘉厂区	27	135.84	已投产	
恒邦一期	40	152.87	已投产	
恒邦二期 CP1	30	105.57	已投产	2017 年二季度
恒邦二期 CP2	20	158.88	已投产	2017 年三季度
恒邦三期	20	144.01	已投产	2018 年一季度
园区厂区	29	109.55	已投产	
恒瑞厂区	38	81.09	部分投产	2017 年一季度
嘉兴石化一期 PTA	120	145.99	已投产	
嘉兴石化二期 PTA	200	118.13	已投产	2017 年四季度
恒优 FDY 项目	30	111.19	已投产	2018 年一季度
恒邦四期	30	40.57	已投产	2019 年二季度
恒优化纤 POY 项目	30	34.13	已投产	2019 年三季度
恒优化纤 POY 技改项目	30	34.13	已投产	2019 年三季度
恒腾四期	30	13.69	部分投产	2019 年四季度
恒超项目	50			2020 年三季度

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司涤纶长丝毛利率长期高于同行竞争对手。桐昆股份是国内最大的涤纶预取向丝 POY 生产企业，在 POY 长丝生产领域成本优势极为显著。公司的产品策略也是以需求量最大的通用型号产品为主，与国内其他几家聚酯龙头企业采取差异化竞争的策略专注于 FDY 和 DTY 的生产不同。2015 年来公司的 POY 长丝产品始终位于行业领先水平，2019 年嘉兴石化二期投产之后，公司涤纶长丝上游原料实现配套，毛利率再上一个台阶。涤纶产业属于劳动密集型产业，龙头企业往往拥有过万的员工，而中小企业的员工也动辄上千人，这对人员

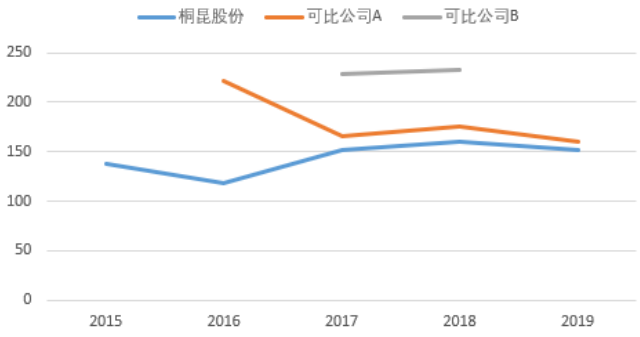
管理的能力要有很高的要求。仅就人工成本而言，公司单吨涤丝的人工成本在 150 元/吨左右，在涤纶长丝行业内属于较低水平。

图17：桐昆股份与同行 POY 毛利率对比（%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图18：桐昆股份长丝单吨人工成本较低（元/吨）

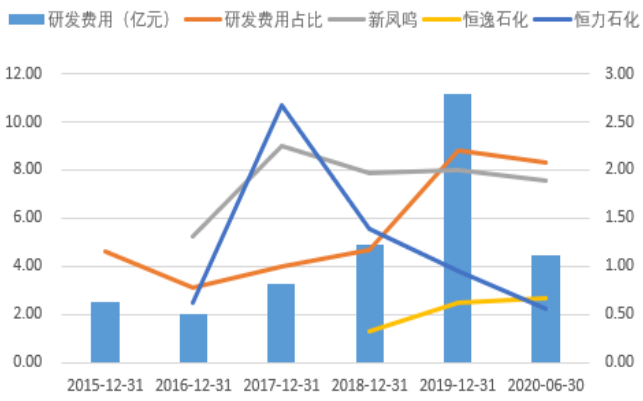


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司重视研发不断巩固产品优势。公司化纤板块现有两家下属企业为国家高新技术企业，同时公司也被认定为国家新合纤产品开发基地，拥有国家认证实验室和国家级企业技术中心、省级企业研究院、院士专家工作站。近几年公司研发支出不断提升，研发费用占比也由 2015 年的 1.16%提高到 2019 年的 2.21%，明显高出同行业竞争对手。2019 年，公司联合省内知名化纤企业，共同设立浙江恒创先进功能纤维创新中心有限公司，用于进行先进功能纤维的研发，并提供知识产权运营、技术成果转化、技术服务。2020 年公司又成立“浙江桐昆新材料研究院有限公司”这一具有法人主体的研究院，力争在未来发展中更好地做好产学研合作，进一步提升科研创新能力，为公司源源不断提供新的发展动能。公司在产品研发上的投入保证了高端产品的研发和生产，未来有希望继续提升产品的附加值和盈利水平，龙头优势不断强化。

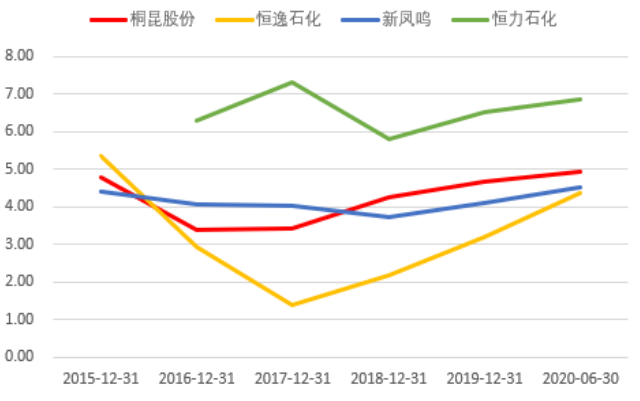
公司管理精细，期间费用率位于合理水平。公司的产品销售当中客户上门自提较多，因而销售费用较低。而由于公司较高的研发支出，管理费用在行业中相对较高。同时管理层从业经验丰富，能对行业发展做出准确及时的判断，确保公司战略决策的高效执行，保持公司平稳发展。此外公司的稳健风格确保公司资产负债率较低，财务费用处于行业较低水平。综合来看公司的期间费用率与行业平均水平基本持平，整体经营能力较为突出。

图19：桐昆股份研发费用不断增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图20：桐昆股份与可比公司期间费用率（%）对比



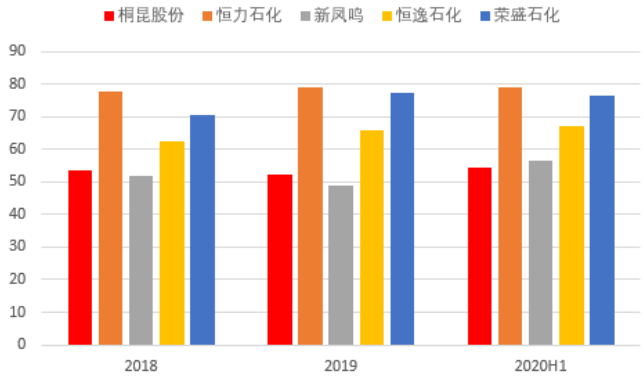
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 公司稳健发展，进可攻退可守

公司发展稳健，长期发展战略清晰。公司上市以来，“稳健”是公司的重要标签。公司一直以来实施稳健经营的发展战略，专注于涤纶长丝行业发展，并积极向产业链上游延伸，资产质量优良。发展过程中公司抓住涤纶行业结构化转变的机遇，2017 年开始进行涤纶长丝产能的快速扩张，并参股浙石化进入炼化上游，但同时又很好地控制了公司的负债水平。近几年公司通过定增、可转债共募集资金 101 亿元。其中 18 年和今年初分别通过公开发行可转换公司债券的方式，募集资金 38 亿元和 23 亿元用于项目建设。募集资金的到位优化了债务结构，降低了融资的成本，也有利于在项目建设和产能扩张时能够融到项目建设所需资金。目前公司资产负债率 50%左右，在行业中保持较低水平。未来随着可转债逐渐转股，公司资产负债率有望进一步降低。

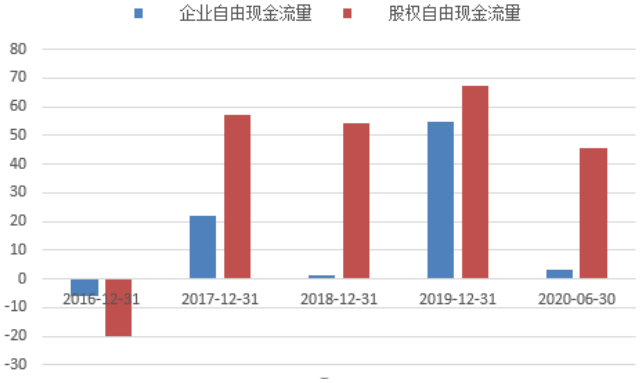
公司现金流良好，造血能力强大支撑未来发展。极低的应收账款和公司稳健的发展经营思路，使得公司现金流状况极为良好。自 2017 年起，公司股权和企业自由现金流双双大幅转正，连续三年股权自由现金流超过 50 亿元。同时 2019 年公司经营性净现金流达到 51 亿元，未来每年公司产生的净利润在 30 亿元以上，加上 20 亿元左右的折旧，每年可为公司提供 50 亿元以上的经营性现金流。如果保持 50%左右的资产负债率，每年可实现 80 亿元以上的资本支出，支撑未来的长期发展，目前公司对浙石化的增资已经接近完成，一、二期项目加起来共计投资 101.6 亿元，后续的公司投资通过自有资金基本可以满足需求。

图21：桐昆股份资产负债率较低（%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图22：公司现金流良好（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

参股浙石化、投资洋口港，打开长期成长空间。随着 19 年嘉兴石化二期 200 万吨/年 PTA 项目的顺利投产，公司进一步完善“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链，实现 PTA 的自给，完全吸收 PTA 环节的利润，节约原材料的采购成本。此外公司积极布局上游产业链，参股 20%浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目。未来除了可以获取可观的投资收益之外，还可以进一步保障 PX、PTA、乙二醇等原料的供给。同时公司计划投资 180 亿元，在江苏如东洋口港投资建设年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10000 吨苯甲酸、5600 吨乙醛石化聚酯一体化项目。目前项目的所有报批手续都已经完成，正处于全面开工建设的状态。该项目也是嘉兴石化 PTA-长丝一体化的项目的升级版，可以极大降低 PTA 运输成本，成本优势更为显著。预计项目一期 120 万吨/年长丝产能将于明年年底陆续产出产品。公司的长期成长空间已经打开，未来发展值得期待。

3. 公司价值显著低估

3.1 重置成本法看公司现有业务价值

涤纶长丝行业本质上是个重资产、周期性的行业，经营业绩波动较大。若用 PE 或是 PB 法进行估值同样存在波动较大、主观性较强的缺点。而考虑到涤纶长丝行业对应下游纺织服装的需求为消费刚需，近几年增速虽有放缓但仍保持增长；同时公司的涤纶长丝成本位于同行业的最低水平，即便是在行业景气度最差的时候依然具有竞争力，因此公司的涤纶长丝资产将始终具有投资价值。在不考虑公司经营管理溢价的情况下，我们认为公司现有产能的重置成本可以作为公司估值水平的底部参考。

3.1.1 涤纶长丝业务重置成本分析

目前行业内单套涤纶长丝生产装置的规模已达 30-40 万吨，以 30 万吨/年产能为主。一般 30 万吨/年的涤纶长丝新建项目投资在 12 亿元以上，而对于同一园区的扩建技改项目或是新建二套装置，由于可以共用公用工程以及省去土建费用等，通常投资在 10 亿元/30 万吨左右，部分高性能、差别化纤维项目投资更多。以桐昆股份为例，具有可查投资金额的项目共计 17 个，总产能 585 万吨，2010-2020 年间共投资金额 218.19 亿元，平均单吨产能投资 3730 元。

表4：桐昆股份主要涤纶长丝产能建设投资情况

主要厂区/项目	设计产能（万吨/年）	总投资（亿元）	成新率	在建产能预计完工时间
中洲公司	7		5%	2014 年完成拆迁
恒基公司	5.2		5%	2003 年
恒盛公司	70		5%	
园区厂区	29		5%	
恒达厂区	30	14.96	33.3%	2010 年四季度
恒通公司	40	18	55%	2013 年一季度
恒腾一期	40	18	56.7%	2013 年二季度
恒腾二期	40	13	68.2%	2016 年一季度
恒腾三期	60	20.2	83.3%	2018 年二季度
恒嘉厂区	27	14.98	55%	2013 年一季度
恒邦一期	40	20	60%	2014 年四季度
恒邦二期 CP1	30	9.1	76.6%	2017 年二季度
恒邦二期 CP2	20	3.99	78.3%	2017 年三季度
恒邦三期	20	8.56	81.6%	2018 年一季度
恒瑞厂区	38	12.7	74.9%	2017 年一季度
恒优 FDY 项目	30	9.65	81.6%	2018 年一季度
恒邦四期	30	9.7	90%	2019 年二季度
恒优化纤 POY 项目	30	9.48	91.7%	2019 年三季度
恒优化纤 POY 技改项目	30	7.12	91.7%	2019 年三季度
恒腾四期	30	9.55	93.3%	2019 年四季度
恒超项目	50	19.2	100%	2020 年三季度
合计	**696.2**			

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

而行业中另一龙头新凤鸣近几年长丝建设项目 275 万吨，总计投资金额 129.06 亿元，平均单吨产能投资 4693 元。东方盛虹今年投产的港虹差别化化学纤维项目产能 20 万吨/年，总投资 12.5 亿元，单吨长丝产能投资 6250 元。2018 年恒逸石化增发股份收购嘉兴逸鹏、太仓逸枫和双兔新材料股权，分别对该三家公司持有的 25 万吨、25 万吨和 50 万吨长丝产能定价 13.3 亿元、10.6 亿元和 21.5 亿元，平均单吨长丝产能投资金额 4250 元。可见桐昆股份在长丝产能建设上本就具有一定的成本优势，这也是公司长丝毛利率高于行业平均水平的原因之一。以上述几家主流长丝企业的产能建设作为参考，合计涉及长丝产能 980 万吨，总投资金额达到 405.15 亿元，**行业平均单吨长丝产能投资 4134 元。**

表5：部分涤纶长丝项目产能投资情况

新凤鸣	产能（万吨）	投资金额（亿元）	东方盛虹	产能（万吨）	投资金额（亿元）
中跃化纤	28	9.6	港虹纤维	20	12.5
中益化纤	120	67.3			
中跃化纤差别化纤维项目	28	9.94	**恒逸石化**		
中欣化纤改性纤维项目	28	9.87	嘉兴逸鹏	25	13.3
中石科技差别化纤维深加工项目	26	10.5	太仓逸枫	25	10.6
中石科技功能性、纤维项目	45	21.85	双兔新材料	50	21.5

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司目前拥有聚合产能 640 万吨/年，涤纶长丝产能 690 万吨/年。若以折旧年限 15 年进行计算，到 2020 年底公司各长丝产能的成新率见表 4。**公司的涤纶长丝业务重置成本=产能*行业平均单吨长丝投资金额*成新率，通过计算可得公司长丝业务的重置成本应为 183.7 亿元。**

3.1.2 PTA 业务重置成本分析

从近期新增的 PTA 项目投资成本可以看到，对于一套产能 220-250 万吨/年的 PTA 生产装置，其新建成本在 40 亿元左右。而改扩建项目的投资成本则在 30 亿元以上。计算重置成本时我们认为应该参考新建项目的投资金额，每 220 万吨/年产能对应 40 亿元的投资金额，单吨产能投资成本 1818 元左右。

表6：部分新建 PTA 项目产能投资情况

项目名称	项目情况	产能（万吨/年）	投资（亿元）
新凤鸣独山项目	新建	220	40
嘉兴石化二期	扩建	200	30.4
恒力 PTA-4	扩建	250	29
恒力 PTA-5	扩建	250	29
逸盛新材料	扩建	300*2	67.3

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司嘉兴石化一期 PTA 名义产能 120 万吨/年，于 2013 年一季度正式投产，实际生产能力接近 180 万吨/年。嘉兴石化二期 200 万吨/年 PTA 产能于 2017 年 12 月正式投产，项目总投资 30.4 亿元实际生产能力可达 240 万吨/年 PTA。**考虑到装置成新率后计算可得桐昆股份 PTA 装置的重置成本为 21.82*46.7%+36.36*80%=39.3 亿元。**

3.1.3 浙石化 20%权益价值分析

公司持有浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目 20%股权。目前浙石化项目一期 2000 万吨/年炼化项目已于 2019 年底全面投产，项目二期 2000 万吨/年炼化项目也计划于今年年底达产，预计明年一季度将实现满负荷生产。届时公司权益炼油产能将达到 800 万吨/年。浙石化一期 2020 年上半年在新冠疫情席卷全球的不利局面下，半年度实现净利润 44.9 亿元，其中二季度单季度盈利 28.9 亿元，其强劲的盈利能力可见一斑。上半年浙石化共为公司贡献了 8.98 亿元的投资收益。作为近两年国内炼化行业最引人关注的项目之一，我们将从多个角度来对浙石化的价值进行讨论。

通过 PE 估值法可得浙石化 20%权益合理价值应在 313 亿元-499 亿元。为了计算浙石化项目一期在不同的油价区间水平下的盈利水平，我们回顾了过去 10 年内的原油价格变动趋势，最终选取了 40、60、80 美元/桶原油价格区间作为参考，并计算原料和产品均价。由于是动态测算，故没有考虑对应原油价格下跌和上涨过程中带来的库存损失和库存收益。测算结果显示，尽管盈利波动较大，但化工品占比较高的浙石化一期项目展现出了极强的盈利韧性。在测算区间内年度净利润的低点为 53.8 亿元，发生在 2019 年四季度，彼时原油价格处于下跌区间，PX、乙二醇、聚乙烯等下游化工品价格也处于景气底部。而年度净利润的高点发生在 2018 年 8 月到 2018 年 10 月这轮油价上涨期间，聚酯产业链的火爆带动 PX 迎来了单吨净利润 2500 元的景气高点，浙石化项目一期对应的年度净利润可达 190.7 亿元。项目平均净利润中枢 113 亿。

表7：浙石化一期项目盈利测算

原油价格区间	时间起点	时间终点	布伦特油价均值（美元/桶）	项目净利润（亿元）
40↗	2016/1/15	2016/6/12	40	112.8
40↘	2015/10/17	2016/1/15	40	134.4
60↗	2017/6/20	2018/4/18	60	132.2
60↘	2014/11/26	2015/1/13	60	139.7
80↗	2018/8/16	2018/10/16	78	190.7
80↘	2014/6/19	2015/3/20	80	95.7
2019Q4	2019/10/1	2019/12/31	63.48	53.8
2020Q1	2020/1/1	2020/3/31	50.59	79.8
2020Q2	2020/4/1	2020/6/8	26.17	76.0

资料来源：东兴证券研究所

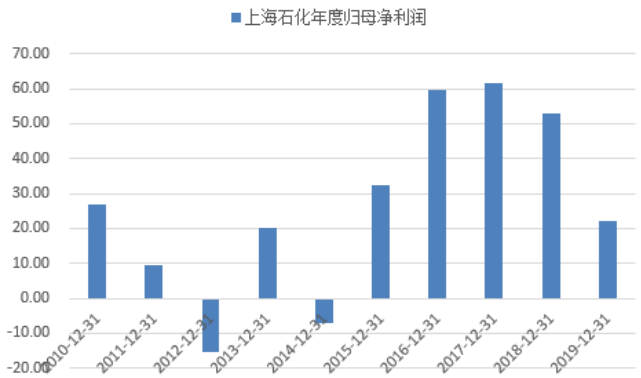
对于传统的炼化企业，市场给予的传统认知还是盈利波动较大、靠天吃饭、好一年差一年，因而通常不会给予太高的估值水平。以上海石化为例，在 2016 年到 2019 年油价水平相对稳定的时间内，市场给予公司的市盈率水平始终在 8x 到 13x 之间，平均 11.71 倍 PE。过去十年市盈率 50%分位数为 15.76。而浙石化由于具有产品结构优势和规模优势，其盈利水平和盈利稳定性要显著高于上海石化，理应给予更高的估值。若仅按照平均 11.71 倍市盈率和上半年实现净利润年化后计算，浙石化一期对应市值应为 1052 亿元；若按照平均 11.71 倍市盈率和平均利润中枢 113 亿进行计算，对应市值应为 1323 亿元。而浙石化二期也将于明年全面投产，经过测算项目税后净利润位于 44-145 亿元之间，年均净利润也将超过百亿。若同样以最低利润和平均利润水平进行估值，对应市值应在 515 亿-1171 亿元。综合浙石化一期和二期项目的价值来看，公司所持 20%浙石化权益对应价值合理区间应为 313 亿元-499 亿元。

图23：上海石化过去十年 PE-Band

图24：上海石化过去十年净利润水平



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

按照炼油产能估值浙石化 20%权益价值超过 280 亿元。上海石化现有原油加工能力 1600 万吨/年，我们依然选取 2016 年二季度到 2019 年 3 季度这段油价复苏且公司盈利较为稳定的阶段作为参考。这期间上海石化市值表现波动较小，平均市值 560 亿元。浙石化二期项目共计 4000 万吨/年炼油产能，对应市值 1400 亿元。若考虑更大的规模优势和上下游一体化的协同优势，浙石化项目的实际价值应大幅超出这一水平。而在国际市场上，沙特阿美欲斥资 150 亿美元收购信实工业石化业务 20%~25%股权，对信实工业炼化板块 6200 万吨/年产能估值达到 750 亿美元。可见对于高质量的炼化产能，市场愿意给出更高的估值溢价。

通过自由现金流折现计算可得浙石化 20%权益价值为 397 亿元。浙石化一期、二期税后净利润中枢分别为 113 亿元和 100 亿元，由于后续项目不再具有额外的资本开支，在假设公司营运资本不变的情况下公司自由现金流可以用 FCFF=净利润+偿还利息*(1-税率 t)+折旧摊销来计算。计算公司自由现金流情况如下表所示。

表8：浙石化项目自由现金流 （单位：亿元）

	2020	2021	2022-2034	固定资产残值
净利润	90	175（二期投产）	213	
+利息*（1-税率 t）	24	44	44	
+折旧	50	97	97	
FCFF	164	316	354	76
浙石化项目股权价值	**1984**			

资料来源：东兴证券研究所 注：浙石化一期、二期长期银行贷款分别为 607 亿元和 558 亿，贷款利率 4.9%，税率 25%；短期贷款 2 亿元。一期、二期建设资本金加资本化利息之和分别为 794.3 亿元和 730.6 亿元，折旧年限 15 年，残值率 5%。

折现率我们采用加权平均资本成本 7.56%，计算过程如表 9 所示。采用三阶段模型进行项目价值计算：第一阶段为二期项目完全投产之前，2020-2021 年浙石化共实现净利润 90 亿元和 175 亿元；第二阶段为 2022-2034 年，该阶段假设浙石化盈利中枢为 213 亿元；第三阶段为 2034 年项目折旧完成后，固定资产残值为 76 亿元。通过 FCFF 折现可求得浙石化项目内在价值为 3149 亿元，扣除银行负债后为 1984 亿元。公司持有浙石化 20%权益对应价值为 397 亿元。

表9：浙石化项目 WACC 计算参数与结果

假设	数值	备注
无风险利率 Rf	3.1%	十年期国债收益率

假设	数值	备注
行业资产β	1.20	申万石油加工行业近 60 个月算术平均
市场要求回报率 Rm	7.9%	沪深 300 指数近 5 年平均收益率
Ke	8.86%	Ke ＝ Rf＋β(Rm－Rf)
税率	25%	
Kd	7.03%	债务成本
Ve/(Ve+Vd)	30%	股本占比
Vd/(Ve+Vd)	70%	债务占比
WACC	7.56%	WACC＝ [(Ke×Ve)＋（Kd×Vd）] / (Ve＋Vd)

资料来源：东兴证券研究所

3.1.4 公司合理估值水平小结

根据重置成本法我们计算可得桐昆股份现有的涤纶长丝和 PTA 资产价值分别为 183.7 和 39.3 亿元。同时我们通过不同方法讨论了浙石化项目的权益价值，按照 PE 相对估值法、炼油能力和 FCFF 三种方法对浙石化项目给出的最低估值分别为 1567 亿元、1400 亿元和 1984 亿元，对应公司持有 20%权益价值分别为 313 亿元、280 亿元和 397 亿元。综合来看，在不考虑行业景气恢复带来的价值提升、浙石化炼化竞争优势的前提下，公司的合理估值应当在 503 亿元-620 亿元之间。

表10：桐昆股份公司价值分拆讨论

业务	重置成本/权益价值（亿元）
涤纶长丝业务	183.7
PTA 业务	39.3
浙石化 20%权益估值	280-397
公司最低市值区间	**503-620**

资料来源：东兴证券研究所

3.2 未来盈利中枢讨论

涤纶长丝行业景气波动性导致了公司的未来盈利预测存在着一定的不确定性，加上如今国内外的政治经济形势给行业带来了一些负面的影响。按照目前的发展趋势，如果海外疫情在四季度能因为新冠疫苗的推广应用而得到控制，涤纶长丝行业将在明年具备强复苏动力。相较于对于短期业绩的判断，我们认为对公司未来盈利中枢的讨论将更有助于理解公司的长期价值。

均衡市场下涤纶长丝单吨净利 300-400 元/吨。根据我们前文的讨论，单吨涤纶长丝投资额达到 4134 元。若企业保持 50%左右相对健康的资产负债率，单吨产能建设需要投入 2067 元自有资金。单吨长丝 300-400 元净利润可以实现 5-7 年回本，也对应着行业优质企业 15%-20%左右的净资产收益率水平。若低于该盈利水平，企业扩产意愿减弱，行业景气度将会提升；若高于该水平中小产能复产有利可图，将会增加供给从而增加市场竞争。今年上半年桐昆股份公司长丝业务小幅亏损，一是因为前期库存较高压力较大，二是公司战略性亏损加速落后产能出清，抢占市场份额。

表11：涤纶长丝行业龙头经营数据

公司	项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
桐昆股份	聚酯净利润（亿）	1.15	11.32	17.61	21.20	27.46	亏损
	销量（万吨）	298.16	354.05	387.21	447.78	631.84	335.35
	单吨净利（元）	39	320	455	473	435	-
	ROE（加权%）	1.67	12.61	14.97	14.73	16.50	5.13
新凤鸣	聚酯净利润（亿）	3.04	7.32	14.97	14.23	13.55	2.02
	销量（万吨）	208.01	257.04	270.95	304.14	413.87	240.33
	单吨净利（元）	146	285	553	468	327	84
	ROE（加权%）	13.56	26.66	29.04	19.24	15.05	1.72

资料来源：公司公告、东兴证券研究所 注：公司 PTA 生产几乎全部用于长丝原料供给，对外销售占比较少

浙石化二期完全投产后公司盈利中枢达到 67 亿元，远期洋口港项目完全投产后公司盈利中枢达到 85 亿。公司现有涤纶长丝产能 690 万吨，若按照 350 元/吨长丝净利润计算，公司现有主营业务净利润可达 24.15 亿元。公司参股浙石化项目一期和二期净利润中枢分别为 113 亿元和 100 亿元，将为公司带来 42.6 亿元的投资收益。远期洋口港 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维投产将再为公司增加 18.4 亿元净利润（PTA 按单吨净利润 200 元计算）。预计到 2025 年公司盈利中枢将达到 85 亿元，近五年复合增速超 23%。

3.3 公司盈利预测及投资评级

鉴于涤纶长丝行业目前位于景气底部，行业中落后产能难以盈利，我们预计未来两年行业洗牌将会加速。同时龙头公司聚酯产能不断扩张，行业集中度进一步提升。新冠疫情也将在新冠疫苗的推广之下得到控制，前期压抑的消费需求也终将释放。预计 2021-2022 年行业景气度将不断恢复，公司盈利能力也将恢复到正常水平。同时浙石化二期项目将于今年底试运行，预计明年一季度可以实现满负荷运行。预计 2020-2022 年浙石化项目将为公司贡献 18.29 亿元、26.71 亿元和 36.89 亿元的投资收益。而洋口港项目也将于 2022 年起陆续投产，为公司未来发展提供持续推动力。

我们预计公司 2020-2022 年实现归属于上市公司股东净利润分别为 27.79、42.02 和 65.30 亿元，对应 EPS 分别为 1.50、2.27 和 3.53 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 10、6 和 4 倍。我们看好公司未来发展，龙头地位不断巩固，维持“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

下游需求不及预期、原油价格大幅波动、项目建设进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	11976	12745	12056	13490	14799	**营业收入**	41601	50582	44123	52867	58647
货币资金	5646	8519	6710	8472	9158	**营业成本**	36742	44610	40746	48403	52348
应收账款	285	264	266	298	342	营业税金及附加	81	122	88	106	117
其他应收款	39	30	26	32	35	营业费用	126	163	137	164	182
预付款项	540	574	602	637	675	管理费用	585	660	587	703	780
存货	4147	2717	3540	3577	4208	财务费用	573	415	519	535	435
其他流动资产	991	373	470	104	-61	研发费用	488	1118	882	1057	1173
非流动资产合计	22685	27256	33075	36026	39352	资产减值损失	293.54	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5247	6830	10137	10137	10137	公允价值变动收益	17.88	0.97	0.00	0.00	0.00
固定资产	14893	17073	18135	19836	22088	投资净收益	19.90	171.54	1834.00	2690.00	3711.00
无形资产	1068	1502	1412	1327	1247	加：其他收益	31.84	91.44	91.44	91.44	91.44
其他非流动资产	1	49	0	0	0	**营业利润**	2778	3757	3090	4681	7416
资产总计	34661	40001	45132	49516	54151	营业外收入	16.18	38.19	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	13662	16970	17437	17823	16235	营业外支出	6.56	32.96	15.00	15.00	15.00
短期借款	7581	8247	9502	8784	6563	**利润总额**	2788	3762	3095	4686	7422
应付账款	2929	3104	3000	3443	3789	所得税	656	866	296	469	872
预收款项	180	251	291	352	413	**净利润**	2131	2896	2799	4217	6550
一年内到期的非流动负债	0	1123	1123	1123	1123	少数股东损益	11	12	20	15	20
非流动负债合计	4868	3954	5953	5953	5953	归属母公司净利润	2120	2884	2779	4202	6530
长期借款	1715	891	891	891	891	**主要财务比率**					
应付债券	3042	2944	4952	4952	4952		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	18529	20924	23390	23776	22188	**成长能力**					
少数股东权益	61	71	91	106	126	营业收入增长	26.78%	21.59%	-12.77%	19.82%	10.93%
实收资本（或股本）	1822	1848	1848	1848	1848	营业利润增长	23.99%	35.24%	-17.76%	51.50%	58.42%
资本公积	5918	6226	6226	6226	6226	归属于母公司净利润增长	20.42%	36.04%	-3.67%	51.23%	55.39%
未分配利润	6821	9404	11860	15640	21463	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	16071	19006	20960	24944	31147	毛利率(%)	11.68%	11.81%	7.65%	8.44%	10.74%
负债和所有者权益	34661	40001	45132	49516	54151	净利率(%)	5.12%	5.73%	6.34%	7.98%	11.17%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.12%	7.21%	6.16%	8.49%	12.06%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	13.19%	15.18%	13.26%	16.85%	20.96%
经营活动现金流	2426	5116	1123	5283	5377	**偿债能力**					
净利润	2131	2896	2799	4217	6550	资产负债率(%)	53%	52%	52%	48%	41%
折旧摊销	1493.00	1805.52	1557.10	1790.15	2092.68	流动比率	0.88	0.75	0.69	0.76	0.91
财务费用	573	415	519	535	435	速动比率	0.57	0.59	0.49	0.56	0.65
应收帐款减少	125	21	-2	-31	-44	**营运能力**					
预收帐款增加	18	71	40	61	61	总资产周转率	1.36	1.35	1.04	1.12	1.13
投资活动现金流	-7715	-3664	-5542	-2050	-1708	应收账款周转率	120	184	166	187	183
公允价值变动收益	18	1	0	0	0	应付账款周转率	15.91	16.77	14.46	16.41	16.22
长期投资减少	0	0	-3307	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	20	172	1834	2690	3711	每股收益(最新摊薄)	1.16	1.57	1.50	2.27	3.53
筹资活动现金流	4823	569	2610	-1471	-2983	每股净现金流(最新摊薄)	-0.26	1.09	-0.98	0.95	0.37
应付债券增加	3042	-98	2008	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.82	10.28	11.34	13.50	16.85
长期借款增加	539	-824	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	521	26	0	0	0	P/E	12.60	9.31	9.72	6.43	4.14
资本公积增加	-521	308	0	0	0	P/B	1.66	1.42	1.29	1.08	0.87
现金净增加额	-465	2022	-1809	1762	687	EV/EBITDA	6.88	5.30	7.12	4.90	3.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	石油石化行业：终端需求恢复延缓，去库存大幕即将拉开	2020-07-28
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之三： 动态视角看油价暴跌后乙烷裂解成本.docx	2020-05-21
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之二：油价暴跌之后美国乙烷供给依然充足	2020-05-21
行业普通报告	油价波动点评：危机与机遇并存，无限风光在险峰	2020-04-27
行业深度报告	能源开采天然气专题系列报告之二:天然气基础设施建设任重道远 管道建设加速创万亿市场	2019-12-09
行业深度报告	天然气供给端:非常规气和进口 LNG 发展加速	2019-11-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

研究助理简介

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，CFA、FRM 持证人。2018 年 6 月加入东兴证券研究所，2018 年水晶球公募榜入围。

薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science, CCS Chemistry 等期刊发表论文三篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526