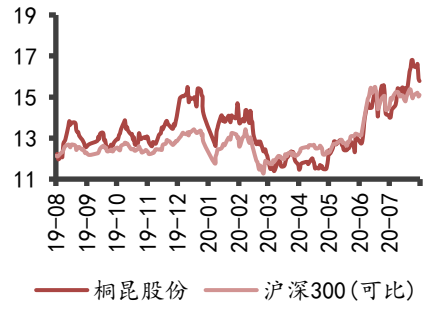
二季度盈利能力恢复，浙石化投产助力业绩增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-08-29
近 12 个月最高/最低（元）	17.39/11.07
总股本（百万股）	1,847.99
流通股本（百万股）	1,847.99
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	303.99
流通市值（亿元）	303.99

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告：

《万华化学：从“产品导向”向“客户导向”演化》2020.8.20
《恒力石化：上半年业绩创历史新高，炼化二期即将启动建设》2020.8.13
《荣盛石化：炼化一期顺利投产、二期快速推进，步入成长路》2020.8.12
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.7.29

事件描述：

8 月 29 日，公司公告 2020 年半年报。据公告，2020H1 公司实现营收 213.43 亿元，同比减少 13.36%；归母净利润 10.11 亿元，同比减少 27.23%；扣非后归母净利润 10.09 亿元，同比减少 22.97%；加权平均 ROE 为 5.13%，同比减少 3.18 个百分点；经营活动现金流净额为 4.08 亿元，同比减少 87.5%。

➢ 受疫情和贸易环境影响，经营现金流下降

2020H1，公司财务费用 2.23 亿元，同比增加 3.57%；管理费用 3.07 亿元，同比增加 1.61%；销售费用 0.74 亿元，同比增加 1.81%。公司经营活动净现金流 4.08 亿元，同比减少 87.5%，公司净现比为 0.4，同比减少 82.9%，主要因为销售商品、提供劳务收到的现金减少。存货周转天数为 26.69 天，同比变化不大，营运水平在外部环境恶化的情况下维持在较好水平。应收账款从 2.64 亿元减少到 2.13 亿元，应付款项从 31.04 亿元减少到 22.12 亿元。公司盈利水平因新冠疫情和国际贸易环境等原因受到一定影响，库存波动较大。公司通过促销降库、成本控降等手段，合理调整产业结构和产品结构，生产经营情况较为稳定。

➢ Q2 整体净利润环比增长，盈利能力得到恢复。

2020Q2，公司实现营收 136.5 亿元，环比增加 77.4%；归母净利润 5.83 亿元，环比增长 36.1%；扣非后归母净利润 5.86 亿元，环比增长 38.53%；整体销售毛利率为 4.53%，环比减少 3.3 个百分点。经营现金流净额由负转正，从 Q1 的-41.64 亿元上升到 Q2 的 45.73 亿元，净现比也从 Q1 的-9.6 上升到 Q2 的 7.8，盈利质量改善明显。

➢ 涤纶长丝板块：整体销量稳中有升，价格下跌导致盈利下滑。

2020H1 涤纶长丝业务实现营收 163.35 亿元，同比下降 26.4%，营收占比 76.5%（同比减少 13.6 个百分点）；实现毛利润 10.86 亿元，毛利同比下降 58.5%，毛利率 6.65%（同比减少 5.15 个百分点）。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的涤纶长丝业务盈利能力有所下降，主要是因为产品价格的下降。20H1，POY、FDY、DTY 均价分别为 5045、5693、6840 元/吨，分别同比下降 31%、28%、24%，分别环比下降 25%、19%、18%。20H1，POY 销量为 215.5 万吨，同比上升 12.6%，环比上升 9.9%；FDY 销量为 53.2 万吨，同比下降 5.7%，环比下降 2.9%；DTY 销量为 33.3 万吨，同比下降 10.9%，环比下降 13%。随着疫情影响的减弱和价格的回暖，预计未来供公司涤纶长丝板块将重新进入发展通道。

➢ PTA 板块：价格大幅下跌导致盈利下降。

2020H1，公司 PTA 业务实现营收 76.0 亿元，同比下降 24.6%，营收占比 35.6%（同比减少 5.3 个百分点）；实现毛利润 5.91 亿元，同比下降 49.9%，毛利率 7.77%（同比下降 3.94 个百分点），主要因为产品价格的下降。20H1 公司 PTA 销售均价为 3154/吨，同比下降 42.6%，环比下降 30.2%。20H1，PTA 销量为 33.47 万吨，同比上升 42.3%，环比减少 2.7%。公司目前拥有 420 万吨 PTA 的年生产能力，产品基本自用，打造一体化产业链。

➢ 浙石化投产贡献丰富投资收益，一体化水平提高。

公司通过全资子公司桐昆投资参股并持有 20%股权的浙石化“4000 万

吨/年炼化一体化项目”一期工程投产后各装置生产进展顺利，开工负荷稳步提升，盈利能力逐步显现，并产生了较好的经济效益，为公司在报告期内的盈利贡献了 8.96 亿元的投资收益，并构成了报告期内公司利润来源的主要部分。若浙石化炼化一体化项目平稳运行，预计将持续为公司贡献较为丰厚的投资收益。

此外，嘉兴石化一期年产 120 万吨 PTA 项目和 2017 年年底建成投产的嘉兴石化二期年产 200 万吨 PTA 项目，形成了“PTA-聚酯-纺丝-加弹”一体化产业链，增强了企业的整体综合实力，降低了公司 PTA 原料的采购成本，与其他外购 PTA 的涤纶长丝企业相比，公司拥有更强的成本优势。

➢ **生产研发并重，不断巩固行业地位。**

目前，公司聚酯聚合产能约为 640 万吨，涤纶长丝产能约为 690 万吨，连续十多在国内及国际市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率超过 18%，国际市场占有率 12%。公司未来将在进一步提高产品差别化率的基础上继续扩充涤纶长丝产能，保持产品市场占有率的稳中有升，不断巩固市场竞争优势地位。

生产方面，公司新建项目稳步推进。公司现有 3 个主要的在建项目：计划投资 18 亿元的恒超年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目聚酯、长丝土建处于收尾阶段，并已完成部分纺丝设备的安装，聚酯装置即将投产；计划投资 170 亿元的桐昆聚酯一体化项目建设年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝，配套建设阳光岛化工仓储项目、内河码头项目和如东洋口港经济开发区热电联产扩建项目报批工作已基本全部完成，正处于全面开工建设阶段；计划投资 12.8 亿元的浙江恒翔年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂建设项目，目前项目已经完成项目备案、环评、能评、安评等前期报批手续，已经开始建设。

研发方面，公司 2020H1 研发费用率为 2.08%，同比上升 0.3 个百分点，体现公司对研发的重视程度在提高。今年 1 月，公司成立的“浙江桐昆新材料研究院有限公司”，是具有独立法人主体的研究院，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。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.5、35.8、42.1 亿元，同比增速为-4.8%、30.4%、17.6%。对应 PE 分别为 10.6、8.1 和 6.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；项目建设不及预期的风险；疫情影响持续的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	50582	48622	51622	57102
(+/-) (%)	21.6%	-3.9%	6.2%	10.6%
归母净利润	2884	2747	3582	4213
(+/-) (%)	36.0%	-4.8%	30.4%	17.6%
EPS(元)	1.56	1.49	1.94	2.28
P/E	9.60	10.62	8.14	6.92

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司分业务经营状况及重大事件 5
2. 风险提示 8

图表目录

图表 1 各系列产品经营数据 5
图表 2 各系列产品价格 6
图表 3 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件 7

1. 公司分业务经营状况及重大事件

2020H1 涤纶长丝业务实现营收 163.35 亿元，同比下降 26.4%，营收占比 76.5%（同比减少 13.6 个百分点）；实现毛利润 10.86 亿元，毛利同比下降 58.5%，毛利率 6.65%（同比减少 5.15 个百分点）。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的涤纶长丝业务盈利能力有所下降，主要是因为产品价格的下降。20H1，POY、FDY、DTY 均价分别为 5045、5693、6840 元/吨，分别同比下降 31%、28%、24%，分别环比下降 25%、19%、18%。20H1，POY 销量为 215.5 万吨，同比上升 12.6%，环比上升 9.9%；FDY 销量为 53.2 万吨，同比下降 5.7%，环比下降 2.9%；DTY 销量为 33.3 万吨，同比下降 10.9%，环比下降 13%。2020 年以来，POY 销量从 Q1 的 65.4 万吨上升至 Q2 的 150 万吨（129.5%）； FDY 销量从 Q1 的 19.21 万吨上升至 Q2 的 33.94 万吨(76.7%)；DTY 销量从 Q1 的 12.13 万吨下降至 Q2 的 21.14 万吨(74.3%)。

2020H1，公司 PTA 业务实现营收 76.0 亿元，同比下降 24.6%，营收占比 35.6%（同比减少 5.3 个百分点）；实现毛利润 5.91 亿元，同比下降 49.9%，毛利率 7.77%（同比下降 3.94 个百分点），主要因为产品价格的下降。20H1 公司 PTA 销售均价为 3154/吨，同比下降 42.6%，环比下降 30.2%。20H1，PTA 销量为 33.47 万吨，同比上升 42.3%，环比减少 2.7%。公司目前拥有 420 万吨 PTA 的年生产能力，产品基本自用，打造一体化产业链。

图表 1 各系列产品经营数据

涤纶长丝													
	营收	产量	销量	均价	营收	成本	毛利	产量	销量	均价	单吨成本	单吨毛利	毛利率
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	亿元	亿元	万吨	万吨	元/吨	元/吨	元/吨	%
17Q1	55.1	88.9	70.3	7838	131.9	122.4	9.5	182.7	179.2	7360	6830	530	7%
17Q2	76.8	93.8	108.9	7052									
17Q3	79.2	100.3	102.6	7719	164.3	145.0	19.3	206.2	207.7	7910	6981	929	12%
17Q4	85.1	105.9	105.1	8097									
18Q1	74.3	102.7	91.8	8094	176.5	150.8	25.7	216.6	212.3	8314	7103	1211	15%
18Q2	102.2	113.9	120.5	8481									
18Q3	108.9	130.0	113.3	9612	214.2	196.7	17.5	250.5	234.0	9154	8406	748	8%
18Q4	105.3	120.5	120.7	8724									
19Q1	106.3	129.7	137.4	7737	219.4	195.8	23.6	264.8	285.1	7696	6868	828	11%
19Q2	113.1	135.1	147.7	7657									
19Q3	99.9	140.8	134.6	7422	203.1	175.6	27.5	298.4	287.9	7055	6099	955	14%
19Q4	103.2	157.6	153.3	6732									
20Q1	59.8	155.4	96.7	6184	161.7	152.5	9.2	315.3	301.9	5356	5051	305.1	6%
20Q2	101.9	159.9	205.2	4966									
17FY	296.2	388.9	386.9	7656	296.2	267.4	28.8	388.9	386.9	7656	6911	744	10%
18FY	390.7	467.1	446.3	8754	390.7	347.5	43.2	467.1	446.3	8754	7786	968	11%
19FY	422.5	563.2	573.0	7373	422.5	371.4	51.1	563.2	573.0	7373	6482	892	12%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 各系列产品价格

	扣含税价（元/吨）	POY	FDY	DTY
半年度均价	17H1	7016	7751	8690
	17H2	7572	8394	9133
	18H1	7999	8563	9589
	18H2	8875	9072	10502
	19H1	7363	7949	9018
	19H2	6766	7058	8348
	20H1	5045	5693	6840
	20H1 同比	-31%	-28%	-24%
	20H1 环比	-25%	-19%	-18%
季度均价	17Q1	7472	8251	9099
	17Q2	6739	7372	8406
	17Q3	7375	8295	8857
	17Q4	7764	8495	9396
	18Q1	7746	8414	9400
	18Q2	8190	8674	9736
	18Q3	9377	9579	10739
	18Q4	8375	8669	10292
	19Q1	7365	8107	9112
	19Q2	7362	7810	8930
	19Q3	7184	7421	8638
	19Q4	6415	6708	8085
	20Q1	5886	6236	7702
	20Q2	4679	5386	6345
	20Q1 同比	-20%	-23%	-15%
	20Q1 环比	-8%	-7%	-5%
	20Q2 同比	-36%	-31%	-29%
	20Q2 环比	-21%	-14%	-18%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重点项目进展		
2020H1	公司总部大楼项目	项目计划投资 7.2 亿元，2020H1 期间投入 1450 万元，目前项目进度 36.91%
2020H1	恒腾差别化年产 30 万吨绿色纤维项目	项目计划投资 9.55 亿元，2020H1 期间投入 1.64 亿元，目前项目进度 100%
2020H1	恒优化纤年产 30 万吨差别化 POY 项目	项目计划投资 9.48 亿元，2020H1 期间投入 863 万元，目前项目进度 99%
2020H1	恒优化纤年产 30 万吨差别化 POY 技改项目	项目计划投资 7.12 亿元，2020H1 期间投入 906 万元，目前项目进度 99%
2020H1	恒腾差别化锅炉超低排放节能改造项目	项目计划投资 3 亿元，2020H1 期间投入 1.89 亿元，目前项目进度 95%
2020H1	恒翔年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂项目	项目计划投资 12.8 亿元，2020H1 期间投入 6409 万元，目前项目进度 5.03%
2020H1	恒超化纤年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	项目计划投资 17.98 亿元，2020H1 期间投入 5 亿元，目前项目进度 50.92%
2020H1	嘉通能源年产 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	项目计划投资 170 亿元，2020H1 期间投入 1.93 亿元，目前项目进度 1.16%
2020H1	公司集中供热项目	项目计划投资 10.16 亿元，2020H1 期间投入 1.54 亿元，目前项目进度 53.46%
2020H1	佳兴热电洋口港热电联产扩建项目	项目计划投资 22.9 亿元，2020H1 期间投入 2641 万元，目前项目进度 1.15%
重大事件		
2020/2/15	关于持股 5%以上股东股份进行股票质押的公告	嘉兴盛隆投资股份有限公司本次质押本公司 2000 万股股份，累计质押本公司 3900 万股股份，占其持有本公司股份总数的 17.32%，占本公司总股本的 2.11%。
2020/3/5	公开发行可转换债券发行结果公告	本次发行的可转债规模为 23 亿元，网上社会公众投资者认购金额 6.91 亿元，保荐机构（主承销商）包销金额为 781 万元
2020/3/11	关于 2020 年度第二期超短期融资券发行结果公告	2020 年 3 月 9-10 日，公司在全国银行间市场发行了 2020 年度第二期超短期融资券，发行总额为 5 亿元。募集资金已于 2020 年 3 月 11 日全额到账。
2020/4/20	2019 年度日常关联交易执行情况及 2020 年度预计日常关联交易的公告	关联交易的类别有：向关联方购买商品或服务，向关联方销售商品，向关联方提供房屋及建筑物出租、设备出租，向关联方租用房屋及设备，关联方资产转让。
2020/7/1	2019 年年度权益分派实施公告	本次利润分配以方案实施前的公司总股本 18.48 亿股为基数，每股派发现金红利 0.235 元（含税），共计派发现金红利 4.34 亿元。本次权益分派股权登记日为：2020 年 7 月 7 日，除权除息日为：2020 年 7 月 8 日。
2020/8/25	控股股东及其一致行动人减持公司可转换债券	桐昆控股及其一致行动人合计出售桐 20 转债 230 万张，占发行总量的 10%。桐昆控股及其一致行动人现仍合计持有桐 20 转债 761.174 万张，占发行总量的 33.10%。
行业重大事件		
2020/7/10	聚酯切片市场价格行情	2020 上半年聚酯切片均价较 2019 年大幅下滑，并在三月底，聚酯切片的价格跌至 10 年的历史低位。由于海外疫情持续发酵，原油价格连续下跌，聚酯切片市场缺乏长期有效的上行驱动。价格的下跌，导致上半年经历了一次次的“抄底”风波，社会库存增多，当切片价格处于相对历史高位时，又对价格形成下行压力。整体来说，上半年切片市场产销数据清淡，囤货量高，消耗缓慢，市场也逐步暴露投机囤货后的“后遗症”。

资料来源：wind，百川盈孚，华安证券研究所

2. 风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；项目建设不及预期的风险；疫情影响持续的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12745	5801	5806	5827
现金	8519	0	0	0
应收账款	264	398	349	384
其他应收款	30	34	39	39
预付账款	574	644	634	688
存货	2717	3779	3900	3866
其他流动资产	641	945	884	849
非流动资产	27256	34017	38144	42772
长期投资	6830	6830	6830	6830
固定资产	17073	22763	27034	31080
无形资产	1502	2003	2407	2853
其他非流动资产	1852	2421	1873	2008
资产总计	40001	39817	43949	48599
流动负债	16970	13880	14351	14671
短期借款	8247	5143	5470	5034
应付账款	3104	3251	3352	3606
其他流动负债	5618	5486	5529	6031
非流动负债	3954	3954	3954	3954
长期借款	891	891	891	891
其他非流动负债	3063	3063	3063	3063
负债合计	20924	17834	18305	18625
少数股东权益	71	231	309	426
股本	1848	1848	1848	1848
资本公积	6226	6226	6226	6226
留存收益	10932	13679	17261	21474
归属母公司股东权益	19006	21753	25335	29548
负债和股东权益	40001	39817	43949	48599

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5116	5121	6366	7817
净利润	2884	2747	3582	4213
折旧摊销	1806	3247	2125	2350
财务费用	514	603	534	531
投资损失	-172	-74	-93	-128
营运资金变动	-22	-1561	139	735
其他经营现金流	3012	4468	3521	3595
投资活动现金流	-3664	-9933	-6160	-6850
资本支出	-2980	-10007	-6253	-6978
长期投资	-1449	0	0	0
其他投资现金流	765	74	93	128
筹资活动现金流	569	-3707	-207	-967
短期借款	666	-3104	327	-436
长期借款	-824	0	0	0
普通股增加	26	0	0	0
资本公积增加	308	0	0	0
其他筹资现金流	394	-603	-534	-531
现金净增加额	2012	-8519	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50582	48622	51622	57102
营业成本	44610	42873	44673	49073
营业税金及附加	122	110	114	131
销售费用	163	152	162	181
管理费用	660	673	704	771
财务费用	415	475	534	531
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	172	74	93	128
营业利润	3757	3760	4760	5618
营业外收入	38	0	0	0
营业外支出	33	0	0	0
利润总额	3762	3760	4760	5618
所得税	866	854	1099	1288
净利润	2896	2907	3661	4329
少数股东损益	12	160	79	116
归属母公司净利润	2884	2747	3582	4213
EBITDA	5715	7350	7261	8290
EPS（元）	1.56	1.49	1.94	2.28

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.6%	-3.9%	6.2%	10.6%
营业利润	35.2%	0.1%	26.6%	18.0%
归属于母公司净利润	36.0%	-4.8%	30.4%	17.6%
获利能力				
毛利率（%）	11.8%	11.8%	13.5%	14.1%
净利率（%）	5.7%	5.6%	6.9%	7.4%
ROE（%）	15.2%	12.6%	14.1%	14.3%
ROIC（%）	9.3%	9.9%	11.0%	11.5%
偿债能力				
资产负债率（%）	52.3%	44.8%	41.7%	38.3%
净负债比率（%）	109.7%	81.1%	71.4%	62.1%
流动比率	0.75	0.42	0.40	0.40
速动比率	0.56	0.10	0.09	0.09
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.22	1.17	1.17
应收账款周转率	191.45	122.10	148.02	148.74
应付账款周转率	14.37	13.19	13.33	13.61
每股指标（元）				
每股收益	1.56	1.49	1.94	2.28
每股经营现金流薄）	2.77	2.77	3.45	4.23
每股净资产	10.28	11.77	13.71	15.99
估值比率				
P/E	9.60	10.62	8.14	6.92
P/B	1.46	1.34	1.15	0.99
EV/EBITDA	5.67	5.34	5.45	4.72

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。