公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

桐昆股份（601233.SH）

2020 年 08 月 25 日

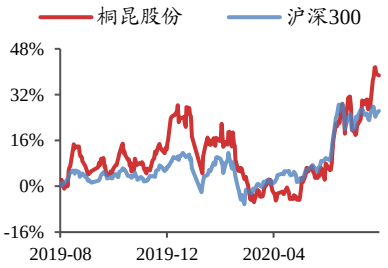
长丝龙头受益需求复苏，参股浙石化布局一体化

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/24
当前股价(元)	16.46
一年最高最低(元)	17.39/11.25
总市值(亿元)	304.18
流通市值(亿元)	304.18
总股本(亿股)	18.48
流通股本(亿股)	18.48
近 3 个月换手率(%)	87.01

股价走势图



数据来源：贝格数据

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● **长丝龙头受益需求复苏，浙石化布局一体化。首次覆盖，给予“买入”评级**

公司是民营长丝龙头，聚酯产业链 PX-PTA 产能爆发，利润有望向长丝转移；景气回暖或带动终端需求，价量齐升值得期待。浙石化 2020 年或贡献收益约 20 亿元，洋口港项目将打开未来成长空间。我们预测 2020-2022 年，公司归母净利润为 30.8/46.3/53.4 亿元，同比增长 6.7%/50.3%/15.3%，EPS 分别为 1.67/2.5/2.89 元，当前收盘价计算，对应 PE 为 9.9/6.6/5.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **聚酯产业链利润或向长丝环节转移，PTA-长丝一体化对抗行业波动**

聚酯利润或向下转移：2019 年国内 PX 新增产能近 1000 万吨，同比增 71%，进口依存度降至 50.5%，未来两年新项目陆续投产后产能将达 3810 万吨，届时我国 PX 将完全实现自给自足；PTA 处于新一轮扩充期，近两年有超 1500 万吨 PTA 装置规划投产，增速超 10%，且单套规模均在 200 万吨以上，预计 PTA 装置的集中投放将压制 PTA 环节的盈利能力；长丝 2020 年预计新增产能为 212 万吨，增速为 5.53%，与需求端增速较为匹配；**一体化对抗行业波动：**2019 年公司 PTA 自给率提升至 84%，规避单环节利润波动较大的影响，未来在如东规划 500 万吨的 PTA 产能，计划建设时间为 2019 年 12 月至 2022 年 12 月，公司可根据 PTA 行业的景气程度布局投放时间点，规避集中投放对 PTA 环节盈利能力的冲击。

● **长丝需求端复苏趋势出现，浙石化带来超额收益&洋口港具成长空间**

需求复苏：7 月份全国服装零售额同比-21.8%，较此前-30%的悲观时刻有明显的改善；受疫情和传统春节淡季的影响，江浙织机开工率于 2 月下滑至 5%；进入 3 月后开工率触底反弹至 65.22%并维持至今；当前处于传统淡季，历史开工率区间为 55%-80%，当前开工率处于区间中枢位置之上，复苏迹象明显，海外疫情的缓解将促进纺服外贸订单的恢复，长丝需求有望回暖；**浙石化：**2020 年上半年，浙石化一期达产，实现营收 275.4 亿元，净利润 44.9 亿元。根据历史价格回溯显示，浙石化一期年化利润 50%分位（常态）为 125 亿元，20%（消极）分为 70 亿元，对应的年投资收益为 25/14 亿元。**洋口港：**总投资约 160 亿元，具年产 2*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 的产能，按照 PTA、POY、FDY 净利润各 200 元/吨概算，该项目完全满产后利润预计为 15 亿元，未来成长空间较大。

● **风险提示：**原油价格大幅波动；终端服装需求复苏不及预期；项目不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,601	50,582	38,337	45,273	47,987
YOY(%)	26.8	21.6	-24.2	18.1	6.0
归母净利润(百万元)	2,120	2,884	3,078	4,627	5,335
YOY(%)	20.4	36.0	6.7	50.3	15.3
毛利率(%)	11.7	11.8	9.1	11.8	13.4
净利率(%)	5.1	5.7	8.0	10.2	11.1
ROE(%)	13.2	15.2	14.2	17.9	17.3
EPS(摊薄/元)	1.15	1.56	1.67	2.50	2.89
P/E(倍)	14.3	10.5	9.9	6.6	5.7
P/B(倍)	2.0	1.7	1.5	1.2	1.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 民营长丝龙头，业绩稳步增长 4
1.1、 化纤厂起家稳扎稳打，民营长丝龙头韧性强 4
1.2、 疫情极端测试体现韧性，稳健发展 ROE 已系统性提升 5
1.3、 长丝产能持续扩张，市场份额再上台阶 7
2、 上游产能爆发式增长，利润或向长丝环节转移 8
2.1、 PX 进口替代已成趋势，供需格局转变或现于 2021 年 8
2.2、 PTA 产能过剩严重，产业利润或向长丝转移 10
2.3、 长丝产能增速趋于平稳，集中度提升或增加议价能力 12
3、 产业一体化对抗行业波动，桐昆化纤板块毛利具优势 13
3.1、 主营聚焦 PX-长丝环节，浙石化延伸上游保障供给 13
3.2、 产业纵向布局趋势明显，桐昆化纤板块毛利具优势 14
3.3、 PTA-长丝一体化优势显著，原料高自给率对抗行业波动 15
4、 需求端复苏&产能投放，量价齐升值得期待 16
4.1、 悲观时刻已过，涤纶长丝环节开工率逐步回升 16
4.2、 洋口港项目 2019 年开工建设，投产后或贡献 15 亿净利润 19
5、 浙石化一期项目全面投产，带来超额投资收益 19
5.1、 政策&区位双重优势，综合效益高 19
5.2、 进入业绩释放期，投资收益大幅提高 21
6、 盈利预测与投资建议 23
6.1、 关键假设 23
6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 25
7、 风险提示 26
附：财务预测摘要 27

图表目录

图 1： 县级化纤厂起家，近四十年规模不断壮大 4
图 2： 陈士良为公司实际控制人（截止 2020 年 3 月 31 日） 5
图 3： 疫情&低油价 Q1 产销承压 5
图 4： 浙石化投资收益对冲 Q1 业绩下滑 5
图 5： 涤纶长丝为公司主要营收来源 6
图 6： 涤纶长丝类别营收比例较为稳定 6
图 7： 2016 年以来涤纶长丝为毛利最高产品 6
图 8： 涤纶长丝中主要类别毛利率较接近 6
图 9： 公司期间费用率始终控制在 5%以内 7
图 10： ROE 系统性提高 7
图 11： 公司长丝产能&市占率持续提升 7
图 12： 公司上市以来固定资产保持增长态势 7
图 13： 近十年来经历两轮 PX 产能投放周期 9
图 14： PX 进口替代趋势明显 9
图 15： PX 供需格局转变或现于 2021 年 10
图 16： 近十年来经历两轮 PTA 产能投放周期 11
图 17： 本轮周期因产能快速释放 PTA 价格承压（元/吨） 11

图 18: 2019 年至今化学纤维制造业固定资产投资始终处于负增长 12
图 19: 2014-2019 年，涤纶长丝行业集中度显著提升 12
图 20: 主营聚焦聚酯产业链中游，浙石化延伸上游布局 14
图 21: 桐昆股份毛利率逐年提升 15
图 22: 桐昆股份化纤吨毛利处于领先地位 15
图 23: 长丝环节利润占 PTA-长丝总利润比例波动较大 15
图 24: PTA-长丝一体化占聚酯利润比例自 2019 年提升明显 15
图 25: PTA 自给率始终高于 50% 16
图 26: 聚酯产业链利润与油价趋势基本一致 17
图 27: 悲观时刻已过，纺织服装行业零售回暖 17
图 28: 织机开工率已达历年平均水平 18
图 29: 当前坯布库存仍处高位 18
图 30: 江浙地区涤纶长丝开工率回升至历年高位 18
图 31: 当前涤纶长丝库存处于较高水平 19
图 32: 浙石化项目具备良好的区位优势 20
图 33: 2014 年一月至今油价经历两轮周期 22
图 34: 浙石化一期项目历史业绩回溯 22

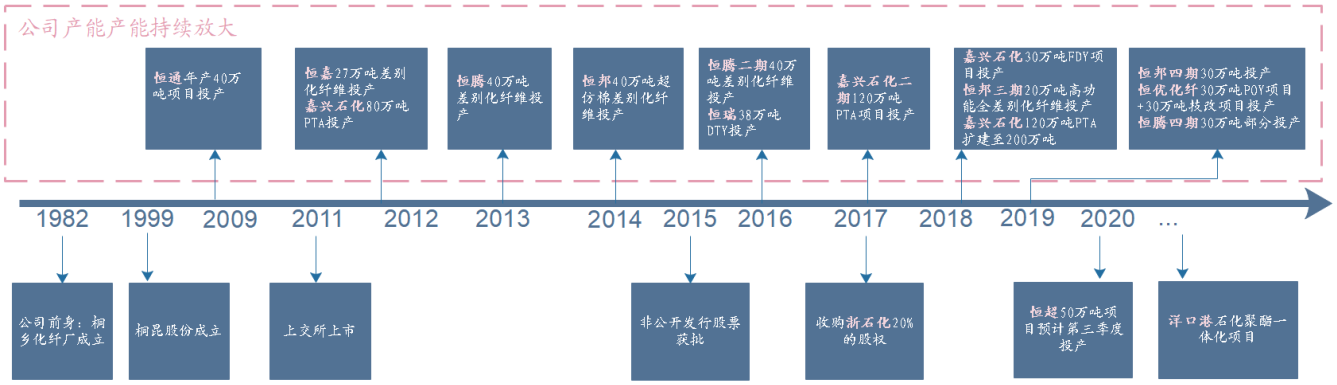
表 1: 公司主要产品为各类民用涤纶长丝 4
表 2: 公司 2019-2020 年新项目陆续投产 8
表 3: 2020 年 PX 预计产能投放 380 万吨 10
表 4: 2021-2022 年国内炼化项目配套 PX 装置持续投放 10
表 5: 2020 年 PTA 预计产能释放超 1000 万吨 11
表 6: 2020 年涤纶长丝新增产能主要集中在头部企业 13
表 7: 聚酯龙头企业纵向布局趋势明显 14
表 8: 2020-2022 新产能释放，，PTA 自给率将有所下降 16
表 9: 洋口港项目规划内容 19
表 10: 浙石化一期项目产品设计方案（万吨/年） 21
表 11: 浙石化一期盈利预测假设 22
表 12: 桐昆股份子公司开工率与产量假设表（万吨） 23
表 13: 2017-2022 年 POY、FDY、DTY 的产量预测表（万吨） 24
表 14: 主要涤纶长丝成本预测表（元/吨） 24
表 15: 主要涤纶长丝售价预测（元/吨） 25
表 16: 可比公司盈利预测与估值 25

1、 民营长丝龙头，业绩稳步增长

1.1、 化纤厂起家稳扎稳打，民营长丝龙头韧性强

桐昆股份前身为成立于 1982 年的桐乡县化学纤维厂，于 2011 年登陆上交所。公司通过丙纶切入涤纶长丝领域，通过技术升级及低成本扩张不断做大做强，建设 PTA 项目实现产业链延伸，参股浙石化进军民营炼化，经过近四十年的不懈努力，截止 2019 年底公司拥有总资产超 400 亿元，拥有涤纶长丝产能 690 万吨/年，PTA 产能 420 万吨/年，并持有浙石化项目 20%股权权益。

图1：县级化纤厂起家，近四十年规模不断壮大



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司的主要产品为各类民用涤纶长丝，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。公司产品主要用于服装面料、家纺产品的制造，以及小部分用于产业用（如缆绳、汽车用篷布、箱包布等）。

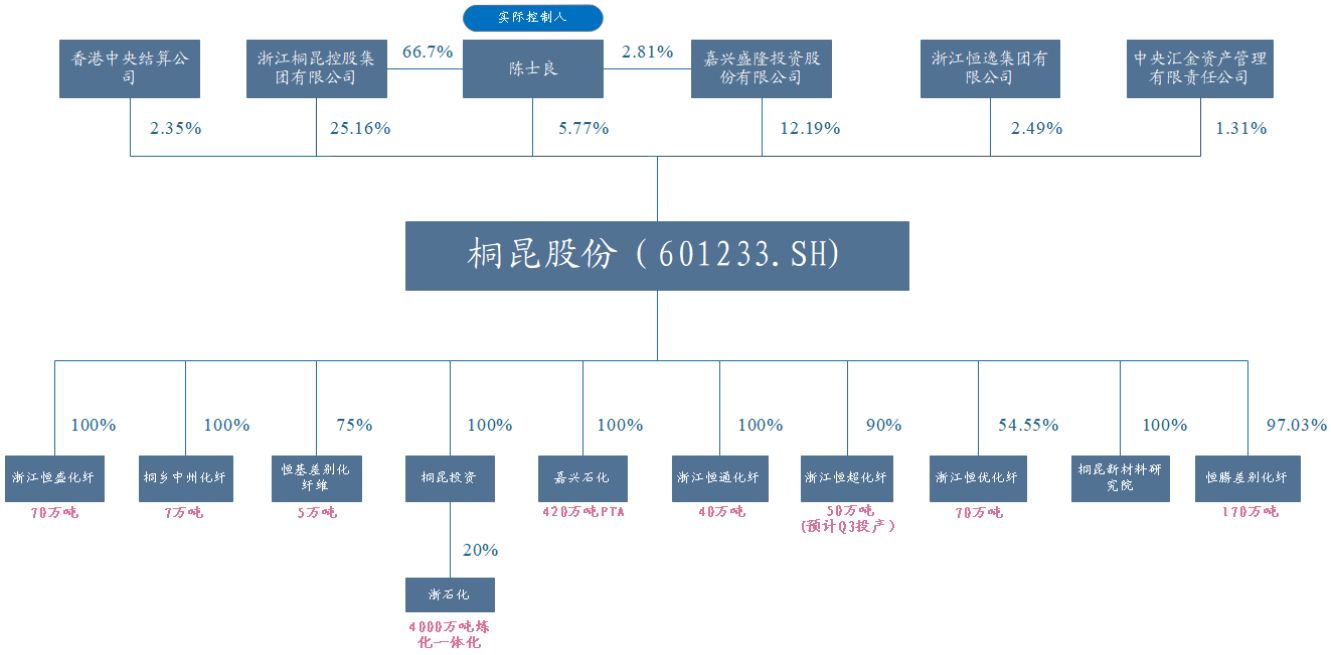
表1：公司主要产品为各类民用涤纶长丝

产品	简介	应用
POY	预取向丝（*PRE-ORIENTED YARN*）是经高速纺丝获得的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的涤纶长丝，常用做 DTY 的专用丝	
DTY	拉伸变形丝（*DRAW TEXTURED YARN*），又称涤纶加弹丝，是利用 POY 为原丝，进行拉伸和假捻变形加工制成，往往有一定的弹性及收缩性	
FDY	全拉伸丝（*FULL DRAW YARN*）又称涤纶牵引丝，采用纺丝拉伸工艺进一步制得的合成纤维长丝，纤维已经充分拉伸，可以直接用于纺织加工	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司实际控制人为陈士良，通过直接或间接持有公司约 23%的股份。公司旗下参控股子公司众多，旗下主要盈利子公司为 PTA 生产基地嘉兴石化和涤纶长丝生产基地恒腾差别化化纤。另外，2020 年一季度，恒逸集团入股桐昆股份，成为公司第五大股东，彰显了行业龙头对聚酯行业发展前景的乐观态度。

图2：陈士良为公司实际控制人（截止 2020 年 3 月 31 日）

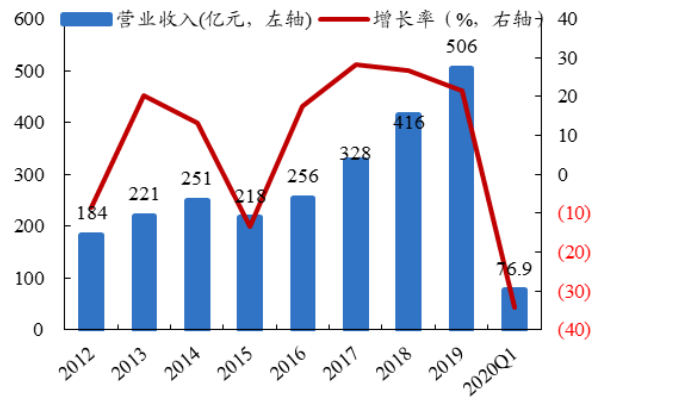


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 疫情极端测试体现韧性，稳健发展 ROE 已系统性提升

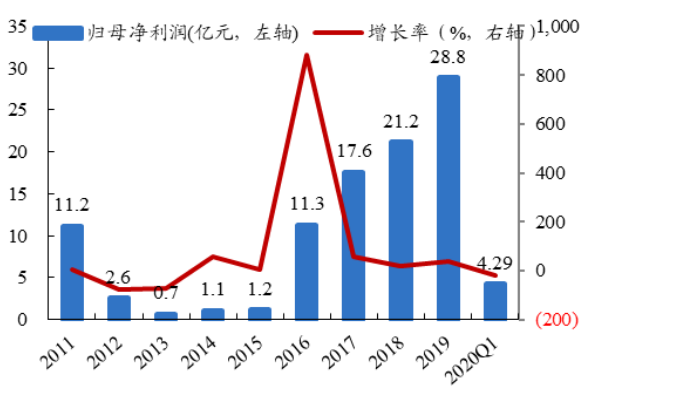
2019 年公司逆势成长：2019 年公司在涤纶长丝景气度下滑，产品价格下跌的不利形势下，通过产能扩张，产业链延伸等方式，公司业绩逆势增长，实现营收 506 亿元，同比增长 21.6%；归母净利润 29 亿元，同比增长 35.9%。**2020Q1 浙石化投资收益对冲业绩下滑：**2020Q1 公司受疫情及低油价影响，公司销量承压叠加产品价格持续下跌，公司实现营收 76.9 亿元，总比下滑 34.1%；归母净利润 4.29 亿元，同比下滑 17.8%。2020Q1 公司投资收益为 3.6 亿元，公司参股的浙石化项目投产提供投资收益部分对冲业绩下滑。

图3：疫情&低油价 Q1 产销承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

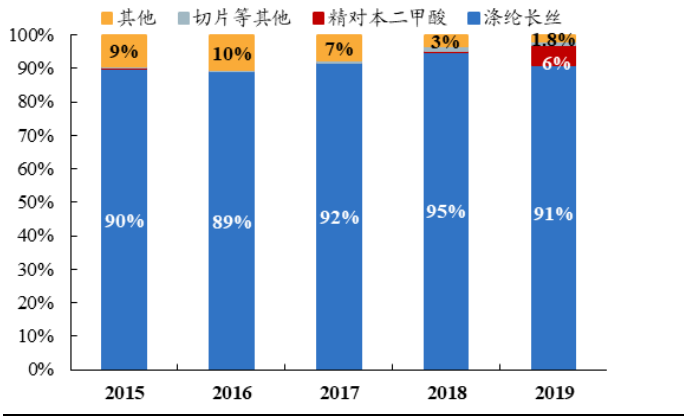
图4：浙石化投资收益对冲 Q1 业绩下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

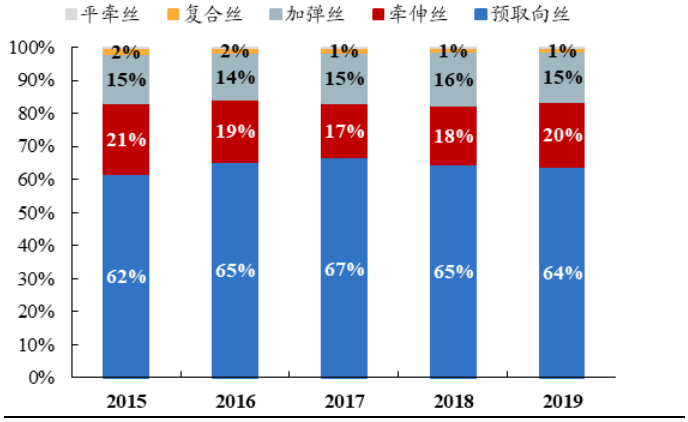
公司主营为涤纶长丝，类别比例较为稳定：从营收构成来看，涤纶长丝为公司最主要的营收来源，维持在 9 成左右，2019 年涤纶长丝营业收入为 428 亿元，占比为 91%；精对苯二甲酸作为产业链一体化中的重要环节，公司子公司嘉兴石化拥有 PTA 产能共 320 万吨/年，嘉兴石化所生产的 PTA 绝大部分自用，少量产品外销。公司涤纶长丝类别营收比例较为稳定，POY（预取向丝）为主要的产品，占据了 60%以上的份额，FDY（牵伸丝）占比约 20%，DTY（加弹丝）占比约 15%，复合丝+平牵丝占 1%。**从毛利水平来看，** 2016 来以来涤纶长丝始终为公司毛利水平最高的产品，受益于行业格局的改善，涤纶长丝毛利率持续上升，从 2015 年的 5.4%上升至 2019 年的 13.2%；主要类别涤纶长丝产品的毛利率较为接近，2019 年 POY/FDY/DTY 的毛利率分别为 13.6%/11.7%/12.3%。

图5：涤纶长丝为公司主要营收来源



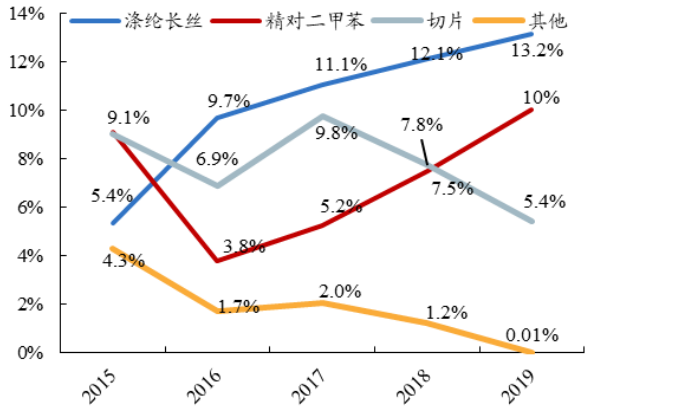
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：涤纶长丝类别营收比例较为稳定



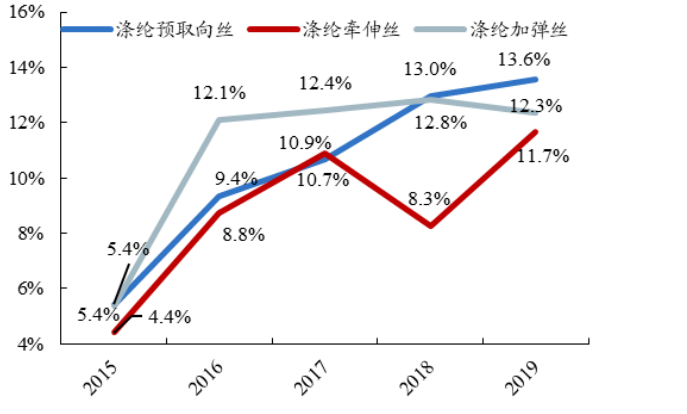
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2016 年以来涤纶长丝为毛利最高产品



数据来源：公司公告、开源证券研究所

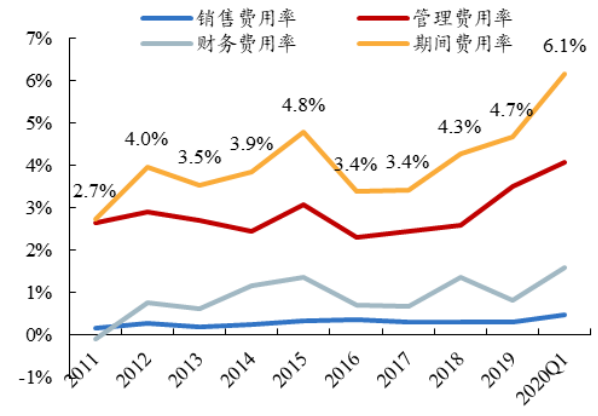
图8：涤纶长丝中主要类别毛利率较接近



数据来源：公司公告、开源证券研究所

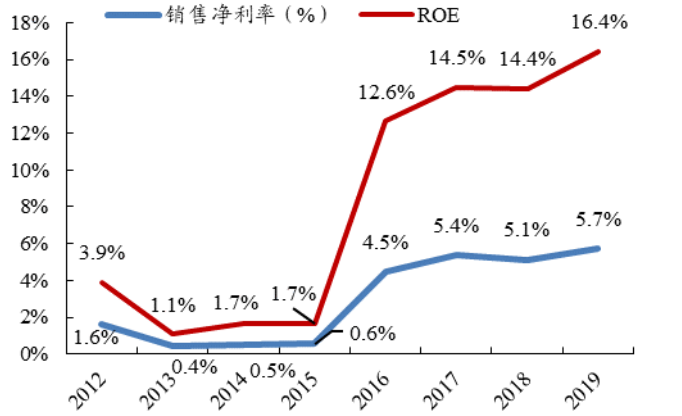
期间费用率整体控制在合理范围，ROE 已系统性提高。公司通过加大内部管理力度，降低企业运营中的各项成本和费用，使公司的期间费用率控制在合理范围，2020Q1 公司的销售/财务/管理（含研发）费用率分别为 0.5%/1.6%/4,1%，管理费用的提高是因为公司加大了研发力度，力图通过开发各类差异化、功能化纤维提高产品的附加值和盈利水平。近年来，公司凭借技术、资金优势不断扩张产能，伴随着行业格局的改善，销售净利率从 2012 年的 1.6%上升至 2019 年的 5.7%，公司的净资产收益率也获得了系统性的提升，从 2012 年的 3.9%上升至 2019 年的 16.4%，得到显著改善。

图9：公司期间费用率始终控制在 5%以内



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：ROE 系统性提高

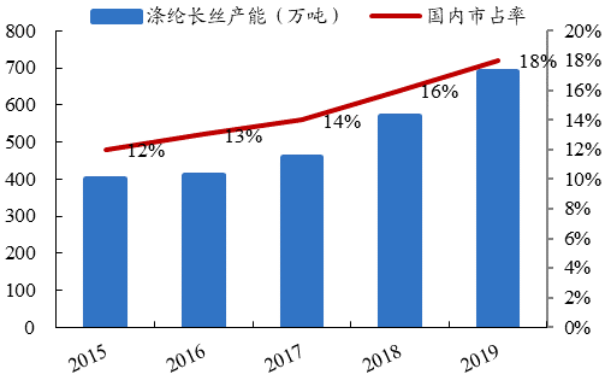


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、 长丝产能持续扩张，市场份额再上台阶

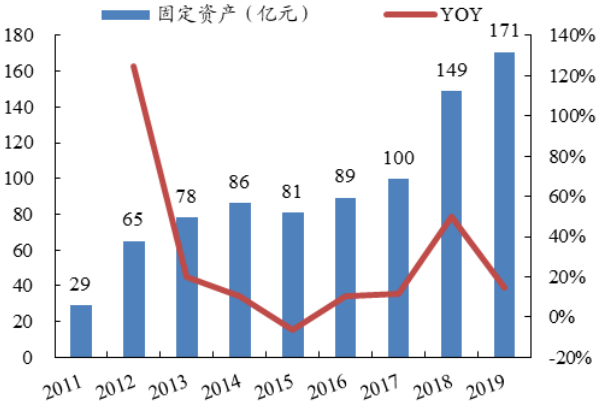
涤纶长丝产能持续提升。公司的主营产品涤纶长丝产量保持增长趋势，从 2015 年的 400 万吨，增长至 2019 年的 690 吨，CAGR=14.6%；国内市占率从 2015 年的 12%提升至 2019 年的 18%，连续蝉联国内长丝市场的产量与销量冠军，随产能持续扩张与市占率稳步攀升，公司的龙头地位不断强化，具有较大的市场话语权。

图11：公司长丝产能&市占率持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司上市以来固定资产保持增长态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

新项目陆续投产。恒邦四期 30 万吨项目于 2019Q2 投产、恒优化纤 POY30 万吨&恒优化纤技改项目 POY30 万吨于 2019Q3 投产、恒腾四期 30 万吨于 2019Q4 投产，产能利用率均未达到完全水平，预计 2020 年产能利用率提升持续提供增量。另外，恒超项目 50 万吨产能预计在 2020Q3 投产，公司在涤纶长丝的市场占有率有望进一步提高。同时，公司已经与江苏省如东洋口港经济开发区签订合作协议，拟在如东新建设约 500 万吨 PTA 和 240 万吨的长丝产能，从而使得公司在长丝产能扩张的同时，PTA 原料自给率相应提高。**从公司的产能分布来看，**公司产能主要集中于浙江省嘉兴市的桐乡和平湖，除此以外还有部分产能位于浙江省湖州市，公司的嘉兴石化 PTA 原材料距离下游的桐乡地区产能不超过 50 公里、距离湖州长丝产能不超过 100 公里，产能布局集中，可以有效的减少运输成本、提高运营效率。

表2：公司 2019-2020 年新项目陆续投产

主要项目或厂区	设计产能	2019 产能利用率	2019 年产量	备注
嘉兴石化一期 PTA	120	146%	175	
嘉兴石化二期 PTA	200	118%	236	
PTA 合计	**320**	**129%**	**411**	
中洲公司	7	132%	9	
恒基公司	5.2	115%	6	
恒通公司	40	121%	48	
恒腾一期	40	127%	51	
恒腾二期	40	149%	60	
恒腾三期	60	101%	61	
恒盛公司	70	86%	60	
恒达厂区	30	137%	41	
恒嘉厂区	27	136%	37	
恒邦一期	40	153%	61	
恒邦二期 CP1	30	106%	32	
恒邦二期 CP2	20	159%	32	
恒邦三期	20	144%	29	
园区厂区	29	110%	32	
恒瑞厂区	38	81%	31	
恒优 FDY 项目	30	111%	33	
恒邦四期	30	41%	12	2019Q2 投产
恒优化纤 POY 项目	30	34%	10	2019Q3 投产
恒优化纤 POY 技改项目	30	34%	10	2019Q3 投产
恒腾四期	30	14%	4	2019Q4 投产
长丝合计	**646**	**102%**	**659**	
恒超项目（在建）	50			2020Q3 投产

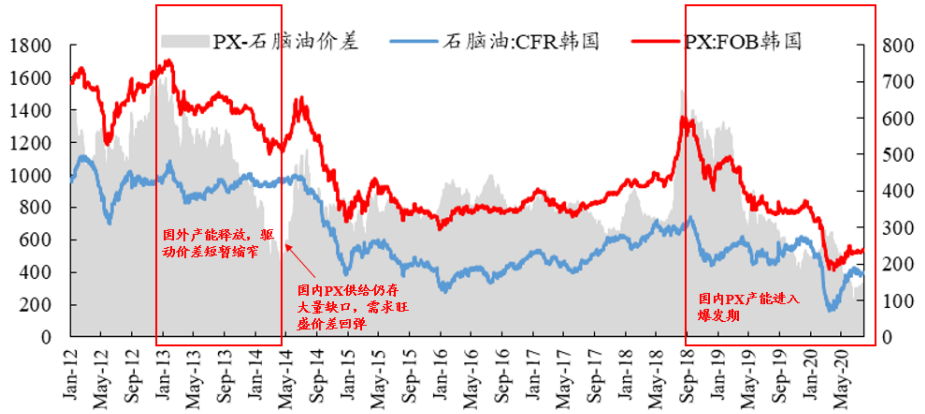
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、 上游产能爆发式增长，利润或向长丝环节转移

2.1、 PX 进口替代已成趋势，供需格局转变或现于 2021 年

近十年来 PX 共经历了两轮产能扩张周期，2013-2014 年 PX 国外新增产能投产、2019-2020 年 PX 国内新增产能投产。从 PX-石脑油的价差上可以得到体现，两轮 PX 产能的集中投放都导致了价差的快速下滑。

图13：近十年来经历两轮 PX 产能投放周期

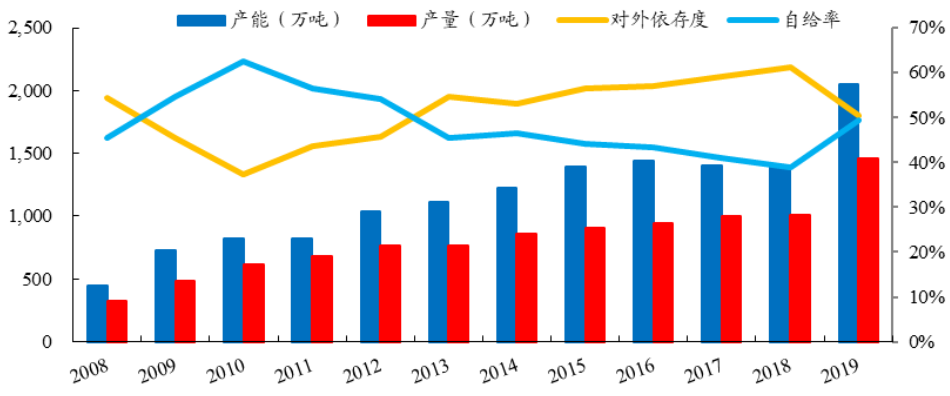


数据来源：Wind、开源证券研究所

上轮周期：国内产能释放缓慢，进口依存度高：2010 年以来，我国对应 PX 的需求逐年递增，但由于 PX 行业技术工艺要求严格、资金门槛较高等因素，发展受到较强局限，产能仅集中在中石化、中石油等大型国企中。另外，PX 的安全性受民间广泛讨论，使得 PX 国内产能释放进度缓慢，进口依赖程度长期处于较高水平。**国外产能释放，驱动价差短暂缩窄：**2013 年全球和亚洲地区 PX 产能释放效果明显，PX 价差出现了明显的下滑，但是由于国内 PX 需求仍持续旺盛，供给仍存大量缺口，产能集中投放的效果短暂导致价差下滑后快速的反弹提升。

本轮周期：七大石化基地大炼化项目启动：经过多年的沉寂，2019 年我国产能进入爆发期，七大石化基地大型炼化项目陆续投产，我国 PX 产能迎来了爆发式的增长，其中包括了恒力炼化一体化项目对应约 430 万吨 PX 产能、浙石化 400 万吨 PX 项目、恒逸文莱 160 万吨 PX 项目，新增产能近 1000 万吨，同比增长 71%，相当于 2018 年供需缺口的 83%，进口依赖度大幅度下降至 50.5%。大幅推动了我国 PX 行业进口替代进程。**产能投放仍在持续：**根据百川盈孚统计，2020 我国将有 380 万吨产能投放，其中包括浙石化一期 200 万吨、中化泉州 80 万吨、东营威联化学 100 万吨；2021-2022 年国内合计新增产能 1030 万吨，其中包括浙石化二期 400 万吨、盛虹炼化一期 280 万吨、旭阳化工 350 万吨、恒逸文莱 PMB#2（海外）200 万吨等炼化配套 PX 装置将陆续投放。

图14：PX 进口替代趋势明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2020 年 PX 预计产能投放 380 万吨

企业名称	地区	设计产能（万吨）	投产时间
浙江石化	浙江	200	2020 年 1 月
中化泉州	福建	80	2020 年 8 月
东营威联化学	山东	100	2020Q3
阿美（吉赞）	沙特	80	2020Q2
韩国现代	韩国	18	2020Q3
合计		478（国内 380）	

资料来源：CCFEI、开源证券研究所

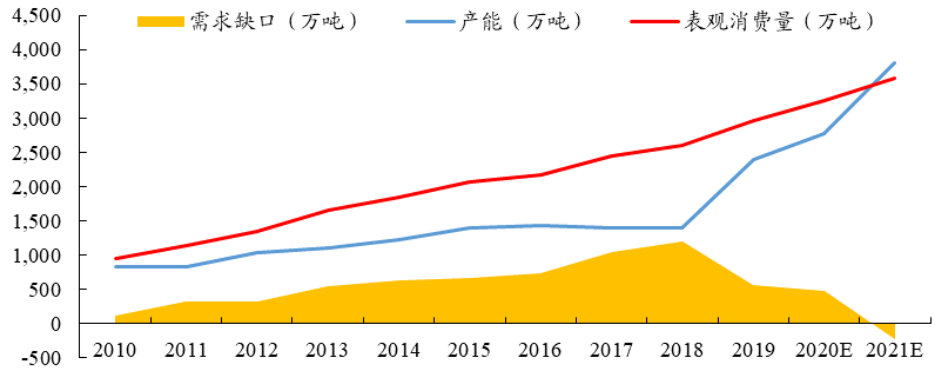
表4：2021-2022 年国内炼化项目配套 PX 装置持续投放

企业名称	地区	设计产能（万吨）	投产时间
浙石化二期	浙江	400	2021
盛虹炼化一期	江苏	280	2021
恒逸文莱 PMB#2	文莱	200	2021
旭阳化工	河北	350	2021-2022
合计		1230（国内 880）	

资料来源：CCFEI、开源证券研究所

PX 供需格局转变或现于 2021 年：从国内表观消费量来看，2013-2019 年复合增速为 10%，乐观假设 2020-2021 年我国 PX 表观消费量维持相同增速、可以推测出 2020/2021/2022 年我国 PX 需求量为 3254/3579/3937 万吨，从供给端来看，2021 年预计产能为 2780 万吨，未来两年炼化项目配套 PX 装置陆续投产后产能将达 3810 万吨，届时我国 PX 将成为世界重要的 PX 生产中心，完全实现自己自足，世界话语权进一步提升。

图15：PX 供需格局转变或现于 2021 年

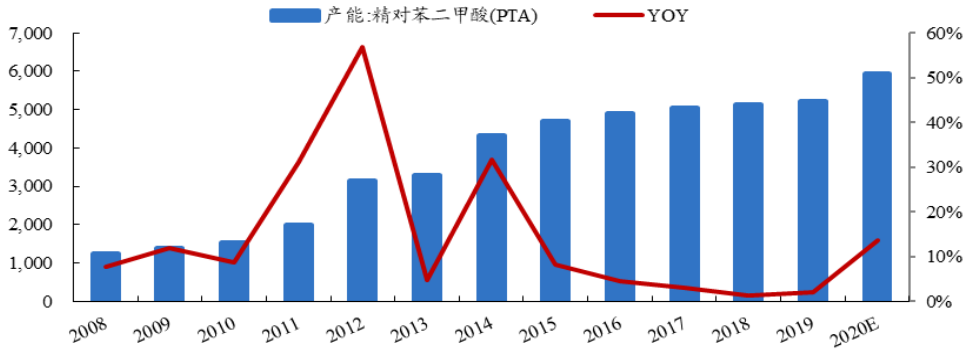


数据来源：Wind、CCFEI、开源证券研究所

2.2、 PTA 产能过剩严重，产业利润或向长丝转移

复盘上轮 PTA 周期：近十年来 PTA 共经历了两轮产能扩张周期。2009-2010 年，PTA 供不应求，利润快速提升；从 2011 年开始，PTA 产能大量投放导致 PTA 对外依存度快速下滑，并逐步演变为供给过剩的局面，价格持续承压；2015-2019 年，国内 PTA 产能投放相对缓慢，行业落后产能逐步出清，供需回归至相对平衡状态；随着新凤鸣 220 万吨/年的 PTA 装置于 2019 底正式投产，PTA 产能进入第二轮快速释放期。

图16：近十年来经历两轮 PTA 产能投放周期



数据来源：Wind、CCFEI、开源证券研究所

图17：本轮周期因产能快速释放 PTA 价格承压（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

PTA 处于新一轮扩充期，价格或持续承压。根据中纤网的最新数据披露，截止至 2020 年 6 月底，国内 PTA 名义产能为 5947 万吨/年，半年累计产量为 2345 万吨左右。2020 年为产能投放高峰期，上半年累计投产恒力 4 号 250 万吨和 5 号 125 万吨两套装置，下半年保底仍有逸盛两套 330 万吨新装置、恒力 5 号 125 万吨、以及新凤鸣 2 期 220 万吨新产能会释放，累计新增产能 1005 万吨，另百宏 250 万吨新装置也将于 10 月全部建成，预计明年正式贡献产量。**从装置规模上看，**本轮 PTA 新增产能多为单套 200 万吨以上的较大装置，采用更为先进的工艺技术，未来行业供给端压力依然较大，预计 PTA 装置的集中投产将再次压制 PTA 环节的盈利能力，利润或向长丝环节转移。

表5：2020 年 PTA 预计产能释放超 1000 万吨

企业名称	地区	设计产能（万吨）	投产时间
恒力石化 4#	大连	250	2020 年 1 月
恒力石化 5#	大连	250	2020 年 7 月
浙江逸盛新材料	宁波	330	2020Q3
浙江逸盛新材料	海南	330	2020QH2
独山能源 2#	嘉兴	220	2020 年 9 月
福建百宏	福建	250	2020 年 10 月（投入使用预计 2021 年）
虹港石化 2#	连云港	240	2021 年
合计		1630（保底 1380）	

资料来源：CCFEI、公司公告、开源证券研究所

2.3、 长丝产能增速趋于平稳，集中度提升或增加议价能力

长丝产能增速趋于平稳。2019 年年底我国涤纶长丝产能约为 3833 万吨，全球产能约为 5759 万吨。根据 CCFEI 数据，2020 年上半年已投产产能为 85 万吨，预计下半年涤纶长丝新增产能为 135 万吨，以 90%的兑现率计算，2020 年全年新增产能合计为 212 万吨，较 2019 年国内产能增量为 5.53%。化学纤维制造业的固定资产投资完成额的自 2019 年以来始终处于负增长状态，也体现了长丝环节的产能增速趋于平缓。

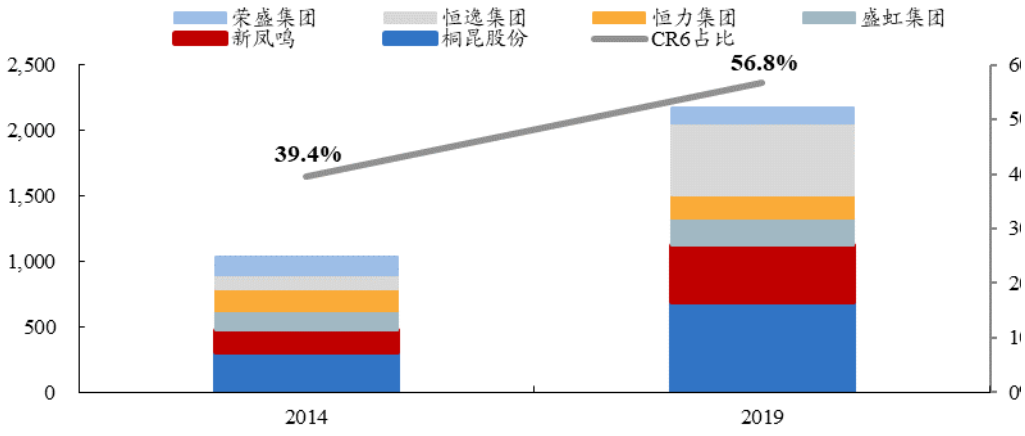
图18：2019 年至今化学纤维制造业固定资产投资始终处于负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业集中度大幅提升。近五年来，中国聚酯涤纶行业加快结构调整和转型升级步伐，行业集中度提高，龙头集中效益显现。截止 2019 年，聚酯聚合产能 40 万吨/年及以上规模的企业 34 家，涤纶长丝行业前六家产能集中度达 56.8%，比 2014 年提高了 17.4%。其中，桐昆占全国产能的比例为 18%。涤纶长丝行业的下游经编织布高度分散，长丝格局高度集中度构建龙头议价权，优质产品将享有更多的产业溢价。

图19：2014-2019 年，涤纶长丝行业集中度显著提升



数据来源：中国化学纤维工业协会、公司公告、开源证券研究所

未来新增产能主要集中在头部企业。从产能的来源上看，新增产能的主要集中在头部企业，恒逸/桐昆/新凤鸣/盛虹分别预计新增产能为 100/60/30/25 万吨，占 2020 年新增产能的 86%，头部企业因资金、技术等优势在产能扩充上更具优势，未来市场份额将再度提升，龙头行业话语权不断强化。

表6：2020 年涤纶长丝新增产能主要集中在头部企业

	所在地	产品	预计产能	投产时间
恒逸新材料	海宁	涤纶长丝	25	2020 年 2 月
恒逸逸鹏	嘉兴	涤纶长丝	25	2020 年 4 月
新凤鸣中益	桐乡	涤纶长丝	30	2020 年 4 月
南通恒科	宿迁	涤纶长丝	10	2020 年 5 月
盛虹港虹	盛泽	涤纶长丝	25	2020 年 6 月
已投产合计			**115**	
恒逸逸锦	福建	涤纶长丝	25	2020 年 8 月
桐昆恒超	桐乡	涤纶长丝	60	2020 年 9 月
恒逸新材料	海宁	涤纶长丝	25	2020 年 9 月
天龙新材料	锦州	涤纶长丝	25	2020 年 12 月
预计产能合计			**135**	
以 90%兑现率计算			**122**	

资料来源：CCFEI、开源证券研究所

从整个聚酯产业链来看：（1）PX 环节：自 2019 年以来伴随较大规模的炼化项目配套投产，2019 年国内 PX 进口依存度降至 50.5%，未来两年包括浙石化二期 400 万吨、盛虹炼化一期 280 万吨、旭阳化工 350 万吨等产能的逐步投产，国内涤纶产业链一体化的优势将会增强，抢占日韩市场份额，更具国际话语权；**（2）PTA 环节**：处于新一轮扩充期，近两年有超过 1500 万吨 PTA 装置规划投产，产能增速超 10%，且新装置规模较大、单套规模均在 200 万吨以上，预计 PTA 装置的集中投放将压制 PTA 环节的盈利能力；**（3）涤纶长丝环节**：产能增速趋于平缓，根据 CCFEI 数据，2020 年预计新增产能为 212 万吨，较 2019 年国内产能增量为 5.53%。从产能集中度上看，2020 年涤纶长丝行业前六家产能集中度达 56.8%，比 2014 年提高了 17.4%，头部企业因资金、技术等优势在产能扩充上更具优势，未来市场份额将再度提升，龙头行业话语权不断强化。

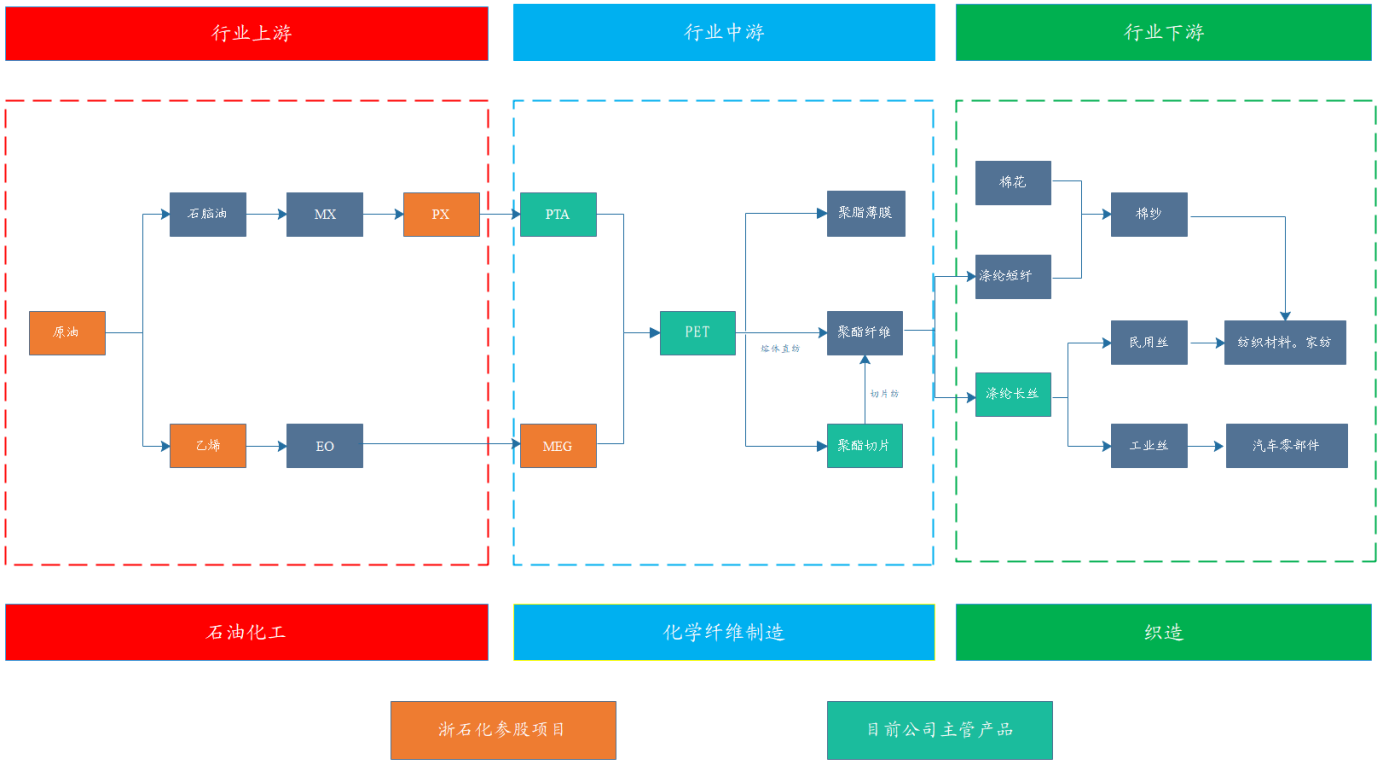
3、 产业一体化对抗行业波动，桐昆化纤板块毛利具优势

3.1、 主营聚焦 PX-长丝环节，浙石化延伸上游保障供给

主营聚焦产业链中游，承接上游石化和下游纺织行业。整个聚酯产业链包括原油-PX-PTA-涤纶，环节较多，目前公司主体业务集中在中游的 PTA 与下游的涤纶长丝环节。公司通过购买 PX 生产 PTA，并将自产和部分外购的 PTA 与 MEG 等作为原料，经过一系列加工，生产出各类合格的涤纶长丝产品进行市场销售，从而实现赚取加工费的过程。嘉兴石化一期 120 万吨/年 PTA 项目和 2017 年底投产的嘉兴石化二期 200 万吨/年 PTA 项目，使公司上达 PTA，下到纺丝、加弹，形成了 PTA—聚酯—纺丝—加弹一条龙的生产、销售服务，打通了上游石化和下游纺织行业。

浙石化延伸上游布局保障原料供给。2017 年上半年，公司通过收购桐昆控股持有的浙石化 20%的股权，进入炼化一体化领域，使公司的产业链延伸更进一步。浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目（一期）已于 2019 年 12 月全面投产，一方面稳定了公司的原料供应，另一方面也为上市公司贡献一定的投资收益。

图20：主营聚焦聚酯产业链中游，浙石化延伸上游布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、 产业纵向布局趋势明显，桐昆化纤板块毛利具优势

聚酯龙头企业纵向布局趋势明显。对比整个聚酯产业链，除了桐昆股份通过持股 20%浙石化项目参与 PX 及炼油项目外，荣盛石化、恒逸石化、恒力石化均已成功向上游炼化领域延伸布局，东方盛虹年产 1600 万吨炼化一体化项目计划 2021-2022 年投产，新凤鸣近两年也着力加快完成 PTA 项目的建设，聚酯龙头企业不断通过纵向延伸扩张。

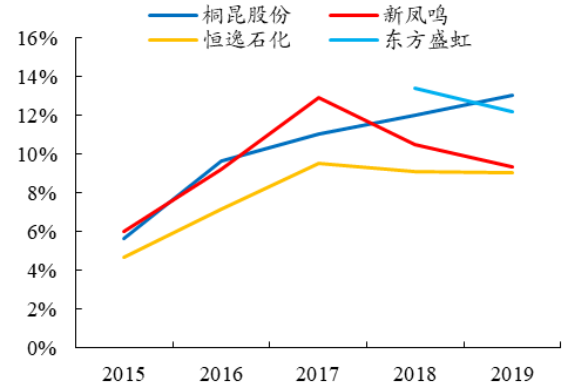
表7：聚酯龙头企业纵向布局趋势明显

	炼油	PX	PTA	涤纶长丝	短纤、切片等化纤
桐昆股份	参股浙石化	参股浙石化	✓	✓	✓
荣盛石化	✓	✓	✓	✓	✓
恒逸石化	✓	✓	✓	✓	✓
恒力石化	✓	✓	✓	✓	✓
新凤鸣			✓	✓	✓
东方盛虹	在建	在建	✓	✓	✓

资料来源：各公司年报、开源证券研究所

桐昆股份化纤板块毛利更具优势。由于产品结构差异及成本控制等因素的不同，几家公司的化纤板块毛利水平略有差异。从毛利率上看，桐昆股份化纤板块的毛利率自 2015 以来稳定逐年提升，2019 年毛利率为 13%，较 2015 年提升了 7%，优于可比公司，具有较强竞争力。从吨毛利上看，桐昆股份化纤吨毛利始终处于领先水平。2019 年桐昆股份吨毛利为 878.38 元/吨，大幅领先于新凤鸣 645.91 元/吨，恒逸石化 606.97 元/吨，体现了桐昆股份在化纤领域较强的盈利能力。

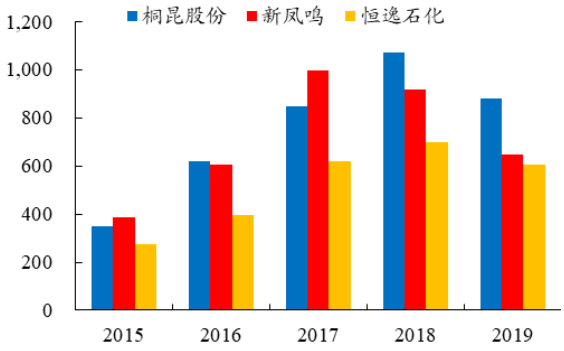
图21：桐昆股份毛利率逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：化纤业务统计口径包括涤纶长丝、短纤、薄膜及切片

图22：桐昆股份化纤吨毛利处于领先地位



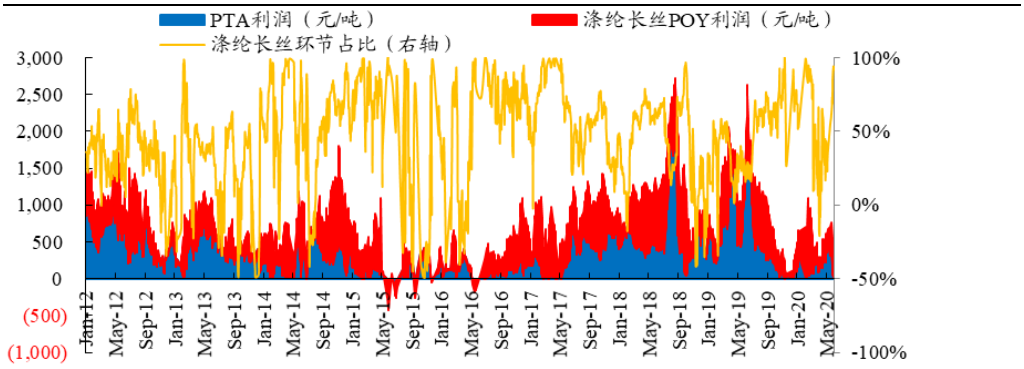
数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：化纤业务统计口径包括涤纶长丝、短纤、薄膜及切片

3.3、 PTA-长丝一体化优势显著，原料高自给率对抗行业波动

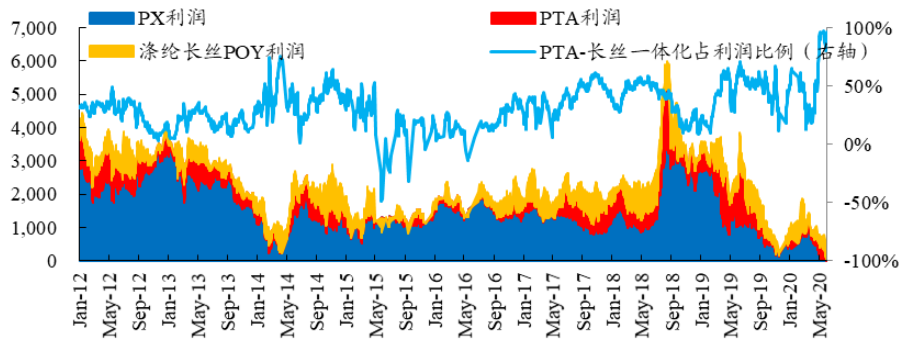
PTA-长丝一体化优势显著。从 2019 年民营大炼化项目陆续投产起，PX 价格承压，且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移趋势较为明显，但不同阶段 PX 向 PTA 和涤纶长丝的转移程度有所不同，长丝环节利润占 PTA-长丝总利润的比例波动较大，PTA-长丝一体化企业更具高盈利与抗风险能力。从整个聚酯产业链利润分配的角度上看，自 2019 年以来 PTA+长丝环节占 PX-长丝环节的比例呈明显上升趋势。

图23：长丝环节利润占 PTA-长丝总利润比例波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

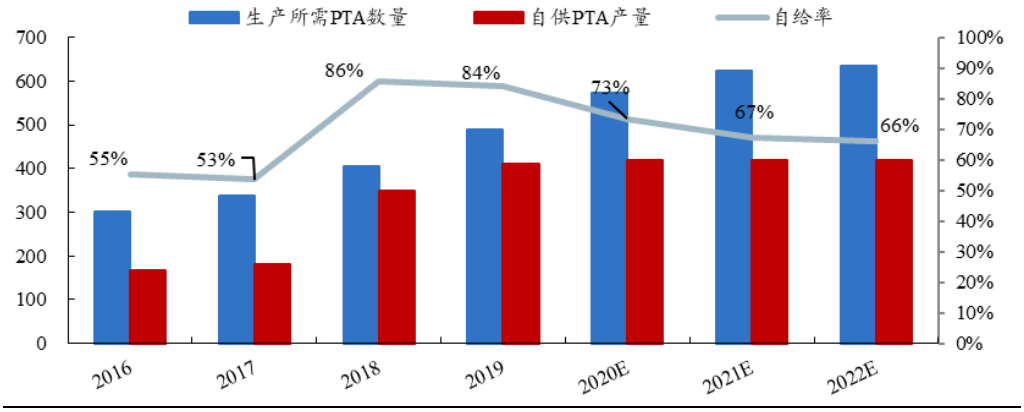
图24：PTA-长丝一体化占聚酯利润比例自 2019 年提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

PTA 自给率始终高于 50%。公司通过嘉兴石化一期二期 PTA 装置的投产逐步提升了 PTA 的自给率。根据计算，2019 年 PTA 自给率为 84%，自 2016 年以来公司的 PTA 自给率始终高于 50%。

图25：PTA 自给率始终高于 50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

PTA 自给率 2020-2022 将有所下滑。从涤纶长丝产量上看，由于恒邦四期 30 万吨项目于 2019Q2 投产、恒优化纤 POY30 万吨&恒优化纤技改项目 POY30 万吨于 2019Q3 投产、恒腾四期 30 万吨于 2019Q4 投产，产能利用率均未达到完全水平，预计 2020 年产能利用率提升持续提供增量。另外，恒超项目 50 万吨产能预计在 2020Q3 投产。因此，我们预测 2020/2021/2022 涤纶长丝产量为 666/724/739 万吨，对应 PTA 需求量为 573/623/636，以嘉兴石化一期 120 万吨/年开工率 150%与嘉兴二期 200 万吨/年开工率 120%的乐观假设下，PTA 自产量均为 420 万吨，对应自给率为 73%/67%/66%，未来 PTA 自给率将有所下降。

表8：2020-2022 新产能释放，PTA 自给率将有所下降

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
涤纶长丝产量	350	394	472	568	666	724	739
生产所需 PTA 数量	301	338	406	489	573	623	636
自供 PTA 产量	166	181	348	411	420	420	420
需外购 PTA 数量	135	157	58	78	153	203	216
自给率	55%	53%	86%	84%	73%	67%	66%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司可根据行业景气情况布局如东 PTA 项目投放时间点。公司规划了如东洋口港石化聚酯一体化项目，其中一期项目包括了 500 万吨的 PTA 产能，计划建设时间为 2019 年 12 月至 2022 年 12 月，未来公司 PTA 的匹配程度将取决于如东项目 PTA 产能的投放情况，公司也可根据 PTA 行业的景气程度布局投放的时间点，规避 PTA 行业集中投放对 PTA 环节盈利能力造成的冲击。

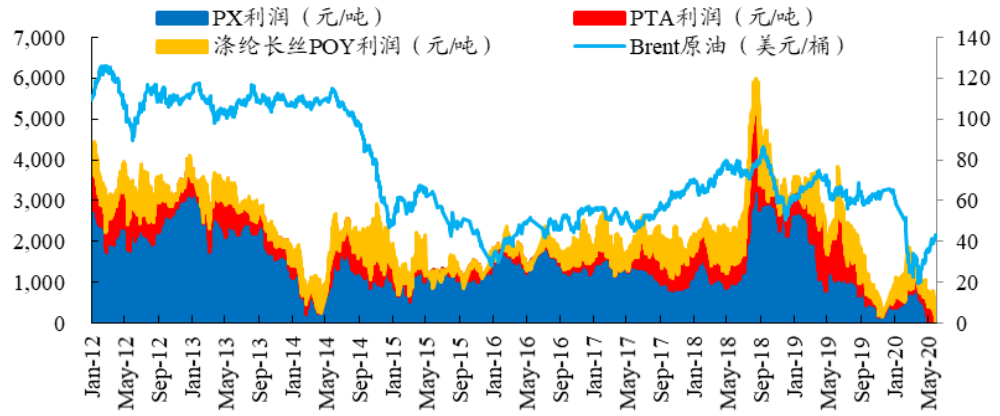
4、 需求端复苏&产能投放，量价齐升值得期待

4.1、 悲观时刻已过，涤纶长丝环节开工率逐步回升

聚酯产业链利润走势与油价呈现一定相关性。当油价处于复苏阶段时，受益于产品价格改善，企业消耗前期囤积的低价原料，聚酯产业链利润扩大；且油价上涨也

往往伴随着需求复苏，将量价驱动企业盈利中枢上升。

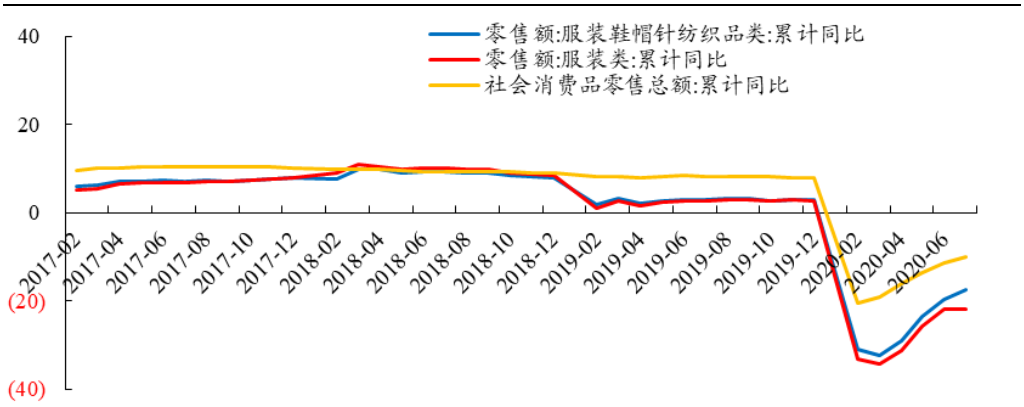
图26：聚酯产业链利润与油价趋势基本一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

终端需求：悲观时刻已过，终端需求改善明显。受疫情影响，纺织服装行业遭受重创，2-4 月极端环境下，全国服装零售额同比下降均超 30%，订单不足、库存积压、现金流告急成为行业常态。随原油价格反弹，国内疫情有效控制，需求复苏改善趋势明显，7 月份全国服装零售额同比增速为-21.8%。此外，海外疫情的缓解将促进纺服外贸订单的恢复，涤纶长丝的需求将进一步回暖。

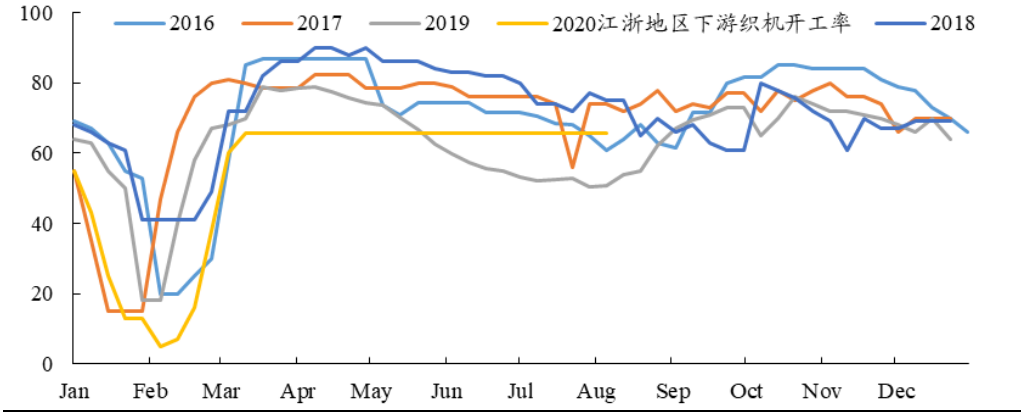
图27：悲观时刻已过，纺织服装行业零售回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

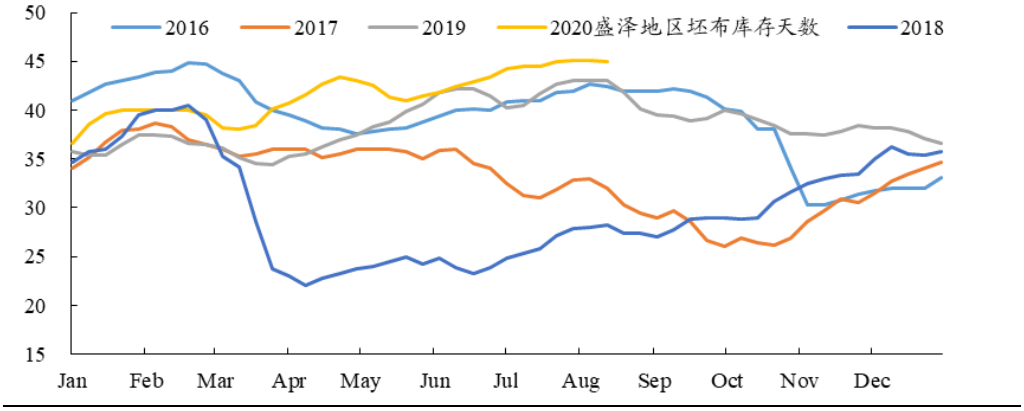
下游需求：织机开工率已达历年平均水平，坯布库存仍处高位。受疫情和传统春节淡季的影响，江浙织机开工率于 2 月下滑至 5%；进入 3 月后开工率触底反弹至 65.22%并维持至今；当前处于传统淡季，历史开工率区间为 55%-80%，当前开工率处于区间中枢位置，虽然数值上没有发生改变，但是相较之前的历史区间低位，已有明显改善。坯布库存仍处于历史较高水平，截至 2020 年 8 月 18 日坯布库存为 45 天，产品低价环境下，当前聚酯下游高原料备货、高成品库存，库容已接近极限，后期我们需关注终端订单的可持续性，进而推测下游是否能持续补货。

图28：织机开工率已达历年平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

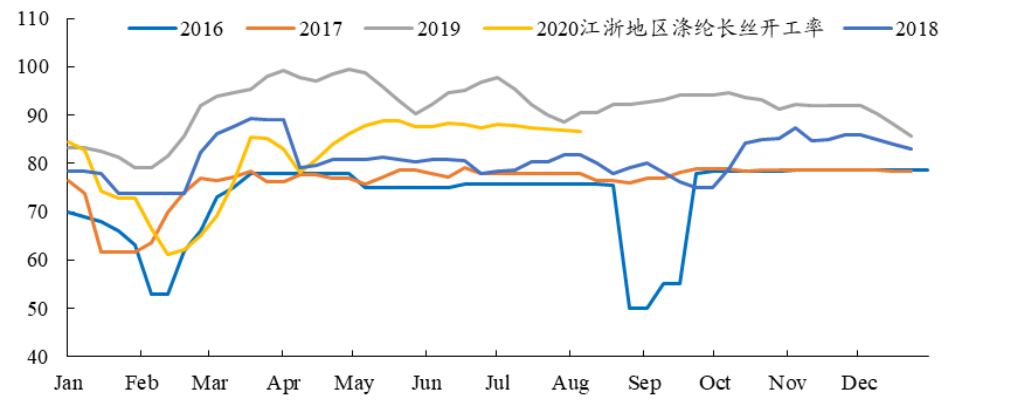
图29：当前坯布库存仍处高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

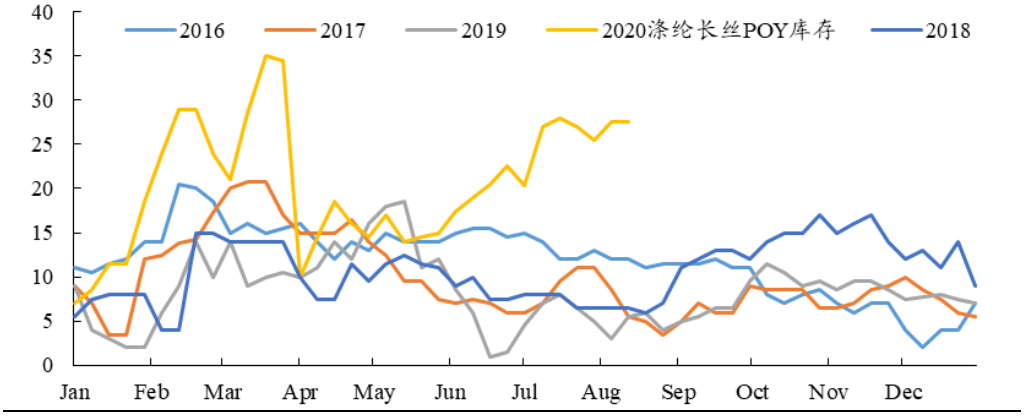
从涤纶长丝本身分析：截至 2020 年 8 月 7 日，江浙地区涤纶长丝开工率恢复至 86.58%，处于同期历史区间中的高位水平。但当前涤纶长丝库存天数为 27.5，远高于历史同期水平，说明了当前投机预期超于真实需求，投机预期基于短期市场需求改善以及对于“金九银十”传统旺季的预期，若需求得以兑现，预计高库存矛盾将得以缓解，Q3 涤纶长丝的销量提升值得期待。

图30：江浙地区涤纶长丝开工率回升至历年高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：当前涤纶长丝库存处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 洋口港项目 2019 年开工建设，投产后或贡献 15 亿净利润

公司于 2019 年 2 月 3 日审议通过了《关于与江苏如东洋口港经济开发区管委会签订<桐昆集团（洋口港）石化聚酯一体化项目投资合作协议>的议案》，项目总投资约 160 亿元，形成年产 2*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 的生产能力。**洋口港项目分两期执行：**一期投资额为 120 亿元，建设两套 250 万吨 PTA、一套 30 万吨 FDY、一套 90 万吨 POY 及配套公用系统，同时在临港工业区一期热源点扩建燃煤热电联产项目，项目开工建设时间为 2019 年 12 月至 2022 年 12 月；二期投资额为 40 亿元，计划在原主厂区规划预留上建设一套 60 万吨 FDY、一套 60 万吨 POY，在热电联产预留用地上新增建设燃煤热电联产项目，开工建设时间为 2023 年 12 月至 2025 年 12 月。

按照 PTA 净利润 200 元/吨，POY 净利润 200 元/吨，FDY 净利润 200 元/吨进行概算，该项目完全满产后利润预计为 15 亿元。

表9：洋口港项目规划内容

项目		投资额	主要产能	项目预计建设时间
洋口港石化聚酯一体化项目	一期	120 亿元	2*250 万吨 PTA、30 万吨 FDY、90 万吨 POY	2019 年 12 月至 2022 年 12 月
	二期	40 亿元	60 万吨 FDY、60 万吨 POY	2023 年 12 月至 2025 年 12 月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、 浙石化一期项目全面投产，带来超额投资收益

5.1、 政策&区位双重优势，综合效益高

沿海炼化一体化基地机具稀缺性，浙石化项目受政策鼓励，战略定位高，中长期向上成长空间巨大。浙江石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目是国内首个按照 4000 万吨/年一次性统筹规划的炼化一体化项目，投产后产能排名将处于国内第一、世界第五的位置，工艺路线和技术装备达到世界先进水平。2014 年，李克强总理亲自推动这一项目落地，并于当年 9 月专程考察鱼山基地。根据国家发改委《石化产业规划布局方案》，浙江宁波为“十三五”期间国家重点建设的七大石化产业基地之一。根据浙江省经济和信息化委员会《浙江省石油和化学工业“十三五”发展规划》，舟山国际绿色石化基地将成为国家重点布局建设的宁波石化产业基地的重要拓展区和

工业经济发展的增长点。

舟山国际绿色石化基地地理位置优越。浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”位于舟山国际绿色石化基地，浙江舟山群岛是我国继上海浦东、天津滨海、重庆两江之后的第四个国家级新区。舟山背靠长三角广阔的经济腹地，港口条件优越，输油管道等配套设施完备，同时，目前舟山已建成储罐 1568 万立方米，占全国现有原油及化工品储运能力的 40%，另有 1212 万立方米储罐在建，是东北亚最大的原油及化工品储运中心，为石化产业的发展提供了优良的区位优势条件。

图32：浙石化项目具备良好的区位优势



资料来源：中新网

化工产品比例大，项目经济性强。根据环评报告中披露的项目规划，一期项目主体工程主要包括 2000 万吨/年常减压蒸馏、300 万吨/年轻烃回收、300 万吨/年延迟焦化、500 万吨/年渣油加氢脱硫、380 万吨/年蜡油加氢裂化、800 万吨/年柴油加氢裂化、420 万吨/年重油催化裂化、200 万吨/年催化汽油加氢、150 万吨/年航煤精制、320 万吨/年石脑油加氢、800 万吨/年连续重整、520 万吨/年芳烃、45 万吨/年烷基化、48 万吨/年硫磺回收、140 万吨/年乙烯、60 万吨/年丙烷脱氢、90 万吨/年聚丙烯、26 万吨/年聚碳酸酯、26 万吨/年丙烯腈、9 万吨/年甲基丙烯酸甲酯(MMA)等装置。项目产物上看，成品油收率不到 45%，生产重心为化工品，根据《当代石油石化》中数据披露，2020 年我国平均成品油收率为 55%，相比之下浙石化产品结构更为优化，项目经济性更为突出。

表10：浙石化一期项目产品设计方案（万吨/年）

炼油区		化工区	
丙烯	27.65（去化工区）	一乙二醇	73.87
丙烷	47.93（去化工区）	二乙二醇	6.1
国 VI 汽油	378.85	三乙二醇	0.35
航煤	284.41	EO	/
国 VI 柴油	172.81	LLDPE	23
苯	151.91	HDPE	25.8
对二甲苯	401.2	均聚聚丙烯	54
乙烯原料	393.26（去化工区）	共聚聚丙烯	8.42
硫磺	38.8	抗聚聚丙烯	27
小计	1898.31	乙二醇	6.6
		聚碳酸酯	26
		苯酚	20.69
		丙酮	13.64
		MMA	9
		丙烯腈	27.04
		丁烯-1	2.39
		丁二烯	22.34
		苯乙烯	120

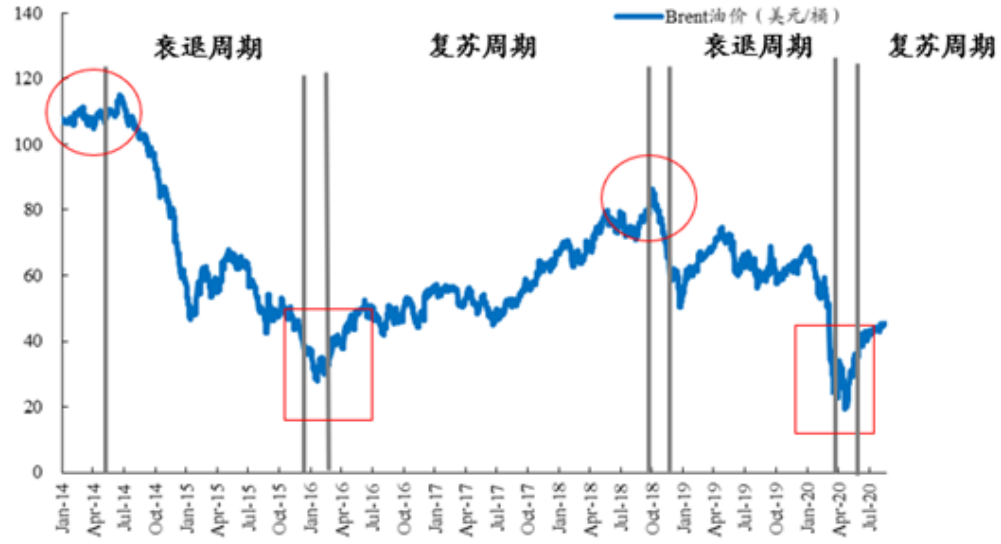
数据来源：环评报告、开源证券研究所

5.2、 进入业绩释放期，投资收益大幅提高

一期全面投产，二期 2020Q4 试运行。2019 年 5 月，浙石化第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）投入运行；2019 年 12 月 31 日，浙石化 2000 万吨/年炼油、140 万吨/年乙烯及下游化工品装置全面投料试车运行，浙石化一期项目正式建成投产，进入业绩释放期。根据荣盛石化 2020 年半年报披露，浙石化二期项目已经进入实施阶段，长周期设备采购已完成，大宗材料的采购框架协议已基本完成，设备、材料开始陆续到货，建设安装进入高峰时期，计划 2020 年四季度开始试运行。**未来有望增加三期产能。**沿海炼化一体化基地极具稀缺性，浙石化项目受政策鼓励，战略定位高，中长期向上成长空间巨大。浙石化的股权结构为民企控股，国企、外企参股的模式，融合多方优势资源更具竞争力，舟山作为国家七大石化基地之一，浙石化下一步炼化规模有望达到 6000 万吨/年，跃居全球第二。

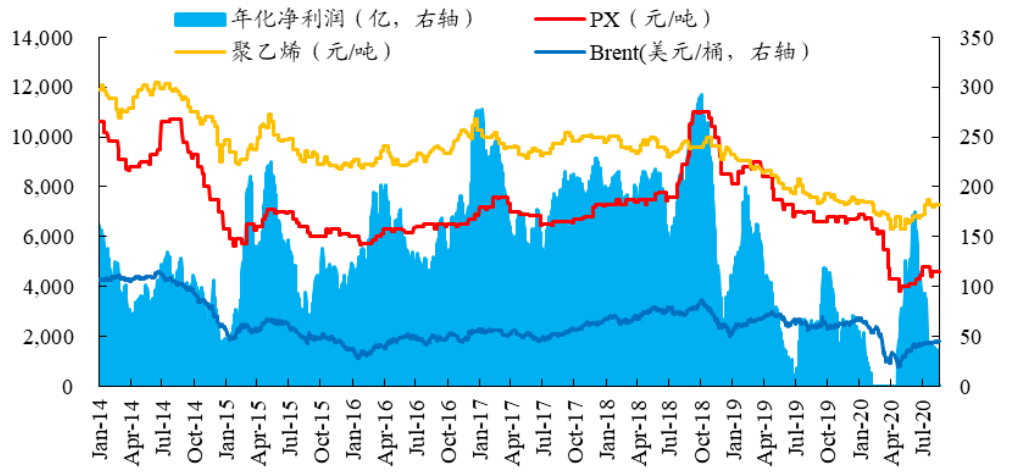
公司持 20%的股权，将分享较高收益。2020 年上半年，浙石化项目一期达产，实现营收 275.4 亿元，净利润 44.9 亿元。对于 2020 年下半年的预测，我们通过 2014 年一月-2020 年 8 月期间的原材料价格、产品价格、油价汇率等数值回溯了浙石化项目的盈利能力，期间内原油与化工品价格经历了两轮的景气周期，冲销不同阶段时库存、需求、价差等因素的影响，能够较好还原合理的盈利区间。根据历史价格回溯显示，浙石化炼化项目年化利润 50%分位（常态）为 125 亿元，20%（消极）分为 70 亿元，所对应的年投资收益为 25 亿和 14 亿元。

图33：2014年一月至今油价经历两轮周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：浙石化一期项目历史业绩回溯



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：浙石化一期盈利预测假设

	20%分位	50%分位
总销售收入	988	1164
原油成本	481	563
水电煤	50	50
折旧费用	60	60
加工费	30	30
辅料费用	99	116
销售费用	10	12
管理费用	19	19
财务费用	32	32
汽油消费税	75	75
柴油消费税	24	24

	20%分位	50%分位
城市维护建设税	11	12
教育费附加税	5	5
增值税	64	76
利润	**93**	**166**
净利润	**70**	**125**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、 盈利预测与投资建议

6.1、 关键假设

桐昆股份子公司开工率与产量预测：我们针对不同子公司的具体生产经营情况进行预测，并给予以下假设：

1）恒邦四期、恒优、恒优技改、恒腾 4 期、先后投产于 2019 年，2020 年运营状态良好，开工符荷达到 100%，并于 2021-2022 提升至 110%

2）恒超厂区于 2020Q3 投产，同年开工率为 50%，2021-2022 年达满产状态；

3）如东 1 期投产于 2022Q2，同年开工率 50%；

4）恒盛厂区与恒瑞厂区常年处于不满产的状态，开工率维持在 70%-90%之间；其余厂区运营状态良好，开工负荷常年超 100%。

表12：桐昆股份子公司开工率与产量假设表（万吨）

	2020E			2021E			2022E		
	产能	负荷	产量	产能	负荷	产量	产能	负荷	产量
园区	29	107%	31.1	29	110%	31.9	29	110%	31.9
恒达	30	130%	39.0	30	130%	39	30	130%	39
恒盛	70	88%	61.7	70	88%	61.6	70	88%	61.6
恒邦 1 期	40	147%	58.7	40	145%	58	40	145%	58
中州	7	122%	8.6	7	125%	8.75	7	125%	8.75
恒基	5.2	115%	6.0	5.2	115%	5.98	5.2	115%	5.98
恒通	40	118%	47.0	40	120%	48	40	120%	48
恒腾 1 期	40	127%	50.7	40	126%	50.4	40	126%	50.4
恒腾 2 期	40	146%	58.5	40	145%	58	40	145%	58
恒腾 3 期	60	101%	60.6	60	100%	60	60	100%	60
恒嘉	27	126%	34.1	27	130%	35.1	27	130%	35.1
恒邦 2 期 CP1	30	105%	31.6	30	106%	31.8	30	106%	31.8
恒邦 2 期 CP2	20	158%	31.6	20	160%	32	20	160%	32
恒邦 3 期	20	144%	28.8	20	144%	28.8	20	144%	28.8
恒瑞	38	71%	27.0	38	80%	30.4	38	80%	30.4
嘉兴石化 FDY	30	105%	31.5	30	110%	33	30	110%	33
恒邦四期	30	100%	30.0	30	110%	33	30	110%	33
恒优	30	100%	30.0	30	110%	33	30	110%	33
恒优技改	30	100%	30.0	30	110%	33	30	110%	33

	2020E			2021E			2022E		
恒腾 4 期	30	100%	30.0	30	110%	33	30	110%	33
恒超	50	50%	25.0	50	100%	50	50	100%	50
如东 1 期	-	-	-	-	-	-	60	50%	30

数据来源：公司公告、开源证券研究所

POY、FDY、DTY 产量预测情况：我们通过对不同厂区不同涤纶长丝产能分配的假设为基础，以公司年报中披露的不同厂区开工率数值进行回溯，假设求得历年公司不同涤纶长丝产量的情况如下：

表13：2017-2022 年 POY、FDY、DTY 的产量预测表（万吨）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
POY 产量	275	320	379	455	483	498
FDY 产量	62	81	110	144	171	171
DTY 产量	52	66	75	67	70	70

数据来源：公司公告、开源证券研究所

POY、FDY、DTY 成本预测：通过历史数据的回溯，我们取历史平均值分别作为 POY、FDY、DTY 燃料动力、人工及其他成本的假设依据。原料 PTA+MEG 部分基于以下假设：

1）由于开工率提升且恒超项目的投产，公司涤纶长丝总产量有所提升，在如东 PTA 项目尚未投产的情况下，PTA 自给率 2020-2022 年有所下滑，分别为 74%/68%/66%。

2）原料 MEG/PX/PTA 市场价格 2020 年短暂承压，采购价格为 3419/4203/3344 元/吨，2021 年小幅改善，但由于均处于产能释放阶段，限制其涨幅，情况持续至 2022 年，维稳于 3836/4669/3478 元/吨。

表14：主要涤纶长丝成本预测表（元/吨）

	成本拆分	2020E	2021E	2022E
POY:	PTA+MEG	3980	4289	4341
	燃料动力	218	218	218
	人工	115	115	115
	其他	336	336	336
	合计成本	**4649**	**4958**	**5010**
FDY	PTA+MEG	3980	4289	4341
	燃料动力	403	403	403
	人工	181	181	181
	其他	739	739	739
	合计成本	**5302**	**5611**	**5663**
DTY	PTA+MEG	3980	4289	4341
	燃料动力	427	427	427
	人工	231	231	231
	其他	1415	1415	1415
	合计成本	**6053**	**6363**	**6414**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

POY、FDY、DTY 价格预测：涤纶长丝的终端为纺织服装，需求与全球 GDP 有较强关联性，受疫情在全球蔓延的影响，2020 年涤纶长丝需求疲沓，导致涤纶长丝全年平均价格处于历史低位，预计 2021 年价格将触底反弹逐年递增，假设 POY、FDY、DTY 涤纶长丝 2020-2022 年的价格分别为 5130/5900/6194 元/吨；5582/6419/6740 元/吨；6724/7733/8120 元/吨。

表15：主要涤纶长丝售价预测（元/吨）

	2020E	2021E	2022E
POY	5130	5900	6194
FDY	5582	6419	6740
DTY	6724	7733	8120

数据来源：Wind、开源证券研究所

浙石化投资收入预测：根据模型历史回溯结果显示，50%分位浙石化一期的年化净利润为 125 亿元。根据荣盛石化半年报披露信息得，浙石化 2020H1 的净利润为 45 亿元，假设下半年开始浙石化项目盈利达到历史 50%分位水平，2020/2021/2022 年浙石化一期项目净利润为 107/125/125 亿元，对应投资收益为 21.4/25/25 亿元。

6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是民营长丝龙头，产业链上游产能爆发利润有望向长丝环节转移，景气回暖或带动终端需求，价量齐升值得期待；浙石化 2020 年或贡献收益约 20 亿元，洋口港将打开未来成长空间。我们预测 2020-2022 年，公司归母净利润为 30.8/46.3/53.4 亿元，同比增长 6.7%/50.3%/15.3%，EPS 分别为 1.67/2.5/2.89 元，以当前收盘价计算，对应 PE 为 9.9/6.6/5.7 倍。我们选取了新凤鸣、恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹作为可比公司。可比公司 2020 年平均 PE 为 14.4 倍，平均 PB 为 3 倍，均高于桐昆股份 2020 年的 9.9 倍 PE 和 1.66 倍 PB。首次覆盖，给予“买入”评级。

表16：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				PB
证券代码	证券简称	2020/8/24	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2020/8/20
603225.SH	新凤鸣	162	13.5	15.1	19.8	24.1	12.0	10.7	8.2	6.7	1.45
600346.SH	恒力石化	1,343	100.3	127.9	151.4	166.8	13.4	10.5	8.9	8.1	3.43
000703.SZ	恒逸石化	403	32.0	41.1	49.6	56.6	12.6	9.8	8.1	7.1	1.75
002493.SZ	荣盛石化	1,298	22.1	68.5	94.5	123.5	58.8	18.9	13.7	10.5	5.18
000301.SZ	东方盛虹	273	16.1	13.7	17.7	52.2	16.9	20.0	15.5	5.2	1.49
	平均						24.2	14.4	10.9	8.8	3.0
601233.SH	桐昆股份	304	28.84	30.8	46.3	53.4	10.5	9.9	6.6	5.7	1.66

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除桐昆股份外，其他公司数据来自 Wind 一致盈利预测

7、 风险提示

- **原油价格大幅波动风险：**原油价格于 2020 年上半年大幅波动，公司承受了较大的库存损失，未来油价仍存在不确定性，需警惕油价大幅波动带来库存损失的可能；
- **终端服装需求复苏不及预期：**若国外疫情控制不及预期，将对终端服装需求的复苏造成影响；
- **项目进展不及预期：**公司在建项目若晚于预期规划，将对公司产能的释放造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11976	12745	12165	15587	11579
现金	5646	8519	8183	10300	7237
应收票据及应收账款	613	264	400	384	447
其他应收款	39	30	22	40	26
预付账款	540	574	271	726	330
存货	4147	2717	2648	3496	2897
其他流动资产	991	641	641	641	641
非流动资产	22685	27256	24651	30045	33553
长期投资	5247	6830	10563	14646	18728
固定资产	14893	17073	11493	12407	11700
无形资产	1068	1502	1629	1787	1971
其他非流动资产	1477	1852	966	1206	1154
资产总计	34661	40001	36816	45633	45132
流动负债	13662	16970	12916	18034	13400
短期借款	7581	8247	8247	8247	8247
应付票据及应付账款	5270	6258	2752	7566	3170
其他流动负债	810	2465	1917	2220	1982
非流动负债	4868	3954	2160	1568	657
长期借款	4757	3835	2042	1449	538
其他非流动负债	110	119	119	119	119
负债合计	18529	20924	15077	19601	14057
少数股东权益	61	71	89	112	139
股本	1822	1848	1848	1848	1848
资本公积	5918	6226	6226	6226	6226
留存收益	7580	10246	12830	16872	21498
归属母公司股东权益	16071	19006	21650	25919	30936
负债和股东权益	34661	40001	36816	45633	45132

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2426	5116	-576	7892	1326
净利润	2131	2896	3097	4650	5362
折旧摊销	1493	1806	1653	1785	1972
财务费用	573	415	311	217	213
投资损失	-20	-172	-2184	-2528	-2529
营运资金变动	-1872	11	-3454	3768	-3688
其他经营现金流	120	159	2	0	-4
投资活动现金流	-7715	-3664	3134	-4651	-2946
资本支出	2914	3016	-6338	1311	-575
长期投资	-1392	-1449	-3733	-1583	-4083
其他投资现金流	-6193	-2097	-6936	-4923	-7604
筹资活动现金流	4823	569	-2894	-1124	-1442
短期借款	2375	666	0	0	0
长期借款	3581	-922	-1793	-593	-911
普通股增加	521	26	0	0	0
资本公积增加	-521	308	0	0	0
其他筹资现金流	-1133	492	-1101	-531	-531
现金净增加额	-486	2012	-336	2117	-3063

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	41601	50582	38337	45273	47987
营业成本	36742	44610	34867	39930	41550
营业税金及附加	81	122	89	103	107
营业费用	126	163	124	143	152
管理费用	585	660	715	794	759
研发费用	488	1118	324	479	634
财务费用	573	415	311	217	213
资产减值损失	294	0	73	97	133
其他收益	32	91	0	0	0
公允价值变动收益	18	1	-2	-0	4
投资净收益	20	172	2184	2528	2529
资产处置收益	-3	1	0	0	0
营业利润	2778	3757	4016	6038	6972
营业外收入	16	38	40	29	31
营业外支出	7	33	21	17	19
利润总额	2788	3762	4036	6051	6983
所得税	656	866	940	1401	1621
净利润	2131	2896	3097	4650	5362
少数股东损益	11	12	18	23	27
归母净利润	2120	2884	3078	4627	5335
EBITDA	4885	6065	6035	8115	9225
EPS(元)	1.15	1.56	1.67	2.50	2.89

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.8	21.6	-24.2	18.1	6.0
营业利润(%)	24.0	35.2	6.9	50.3	15.5
归属于母公司净利润(%)	20.4	36.0	6.7	50.3	15.3
获利能力					
毛利率(%)	11.7	11.8	9.1	11.8	13.4
净利率(%)	5.1	5.7	8.0	10.2	11.1
ROE(%)	13.2	15.2	14.2	17.9	17.3
ROIC(%)	9.1	10.1	10.2	13.3	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	52.3	41.0	43.0	31.1
净负债比率(%)	42.1	25.1	13.7	1.2	7.9
流动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	60.3	115.4	115.4	115.4	115.4
应付账款周转率	7.4	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.56	1.67	2.50	2.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	2.77	-0.31	4.27	0.72
每股净资产(最新摊薄)	8.29	9.91	11.34	13.65	16.37
估值比率					
P/E	14.3	10.5	9.9	6.6	5.7
P/B	2.0	1.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.6	5.8	5.5	3.8	3.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn