2020 年 7 月 9 日

桐昆股份（601233）：行业格局不断优化，浙石化显著提升业绩

化工

当前股价：14.46 元 **推荐(首次)**

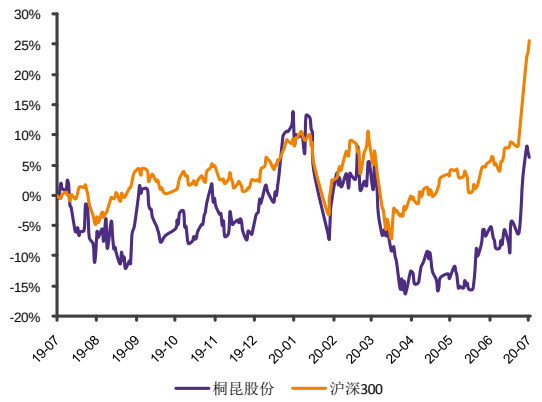
主要财务指标（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2021E
营业收入	50,582	44,161	48,407	53,870
（+/-）	21.6%	-12.7%	9.6%	11.3%
营业利润	3,757	4,134	5,196	5,849
（+/-）	35.2%	10.0%	25.7%	12.6%
归属母公司净利润	2,884	3,174	3,992	4,495
（+/-）	36.0%	10.0%	25.8%	12.6%
EPS（元）	1.56	1.72	2.16	2.43
市盈率	9.3	8.4	6.7	5.9

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	18.48/18.48
流通市值（亿元）	267.2
每股净资产（元）	9.32
资产负债率（%）	53.5

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：谢玉磊
执业证书编号：S1050520050001
电话：021-54967579
邮箱：xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

● **国内涤纶长丝行业的龙头企业。**公司连续 19 涤纶丝产销量位列国内市场第一，2019 年国内市场占有率达 18%，全球市场占有率为 12%。截止 2019 年末，公司拥有 420 万吨 PTA 生产能力，聚合产能为 640 万吨/年，长丝产能为 690 万吨/年。

● **营收快速增长，净资产收益率系统性提升。**2013 年-2019 年期间，公司营业收入从 221.38 亿元增长到 505.82 亿元，年均复合增长率达到 14.77%；受益于市场占有率的提升，公司主导产品涤纶长丝毛利率持续上升，从 3.89%上升至 13.15%；公司净资产收益率从 1.1%上升至 16.5%，得到显著改善。

● **涤纶行业格局优化，景气度有望回升。**2019 年，我国涤纶长丝行业集中度 CR5 为 44.0%，CR10 为 56.4%，相比 2015 年分别提高 11.2%和 11.4%。目前，我国纺织服装下游消费需求逐步改善，同时纺织服务出口形势明显好转，行业最悲观的时期已过，下游纺织服装行业需求有望逐步修复。

● **浙石化进入业绩释放期，公司投资收益大幅增加。**2019 年 12 月 31 日，浙石化一期项目正式建成投产，进入业绩释放期。公司持有浙石化 20%的股权，有望分享项目带来的较高投资收益。据可行性研究报告测算，浙石化项目一期达产后年均营业收入为 1,061.4 亿元，净利润为 98.3 亿元，对应公司的投资收益高达 19.66 亿元。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 441.61 亿元、484.07 亿元和 538.7 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 31.74 亿元、39.92 亿元和 44.95 亿元。按照公司 14.46 元的股价测算，对应的市盈率分别为 8.4 倍、6.7 倍和 5.9 倍。公司是涤纶长丝行业的龙头企业，产能处于持续扩张中，市场占有率稳步提升，行业格局不断优化，随着下游纺织行业的复苏，公司盈利有望恢复增长。同时，公司参股的浙石化一期项目建成投产，进入业绩释放期，将显著增加公司的投资收益，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

● **风险提示：**下游纺织行业复苏不及预期；原油价格大幅波动带来存货贬值风险；原材料价格大幅波动风险；浙石化项目业绩不及预期。

正文目录

1. 公司介绍 4

1.1 涤纶长丝领域的长跑冠军 4

1.2 涤纶长丝产能持续扩张，市占率稳步提升 5

1.3 营收快速增长，净资产收益率系统性提升 6

2. 涤纶长丝行业格局优化，景气度有望回升 7

2.1 龙头企业不断扩产，涤纶长丝行业集中度提升 7

2.2 PTA 处于新一轮扩产期，产业利润有望向涤纶转移 8

2.3 悲观时期已过，纺织服装行业逐步修复 9

3. 浙石化一期建成投产，显著增加投资收益 10

3.1 浙石化具备优良的政策、区位优势 10

3.2 浙石化技术达到世界先进水平，综合效益高 11

3.3 浙石化进入业绩释放期，公司投资收益大幅增加 12

4. 公司盈利预测与估值 12

5. 风险提示 13

图表目录

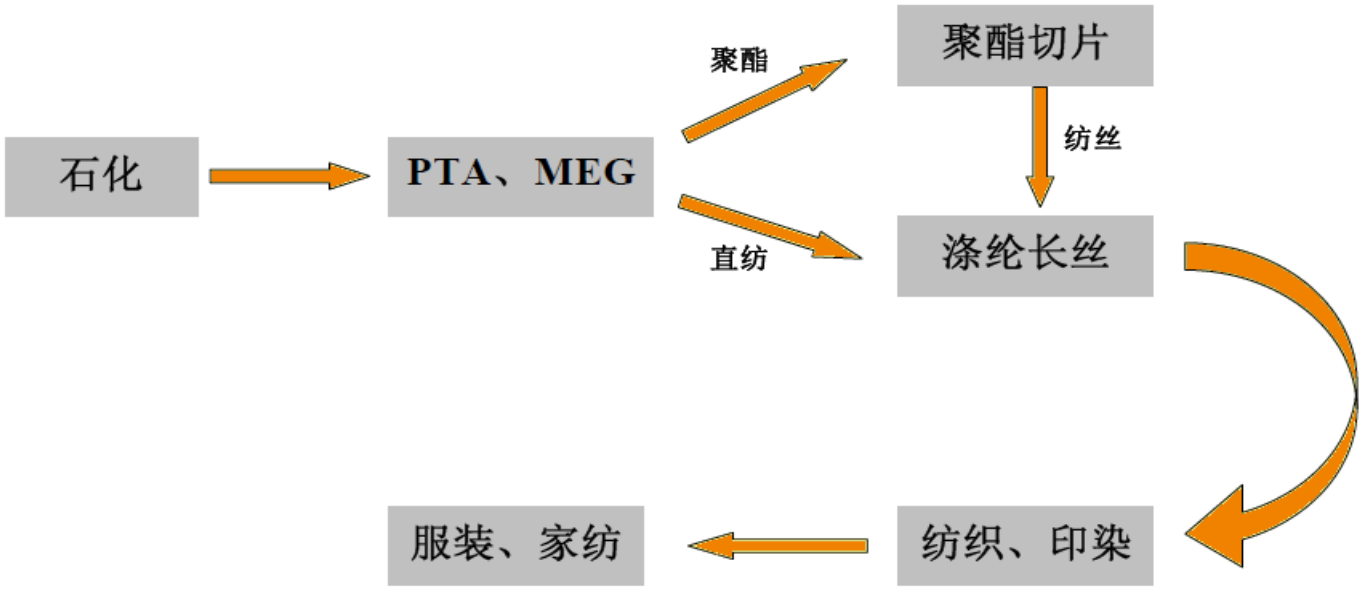
图表 1 涤纶长丝产业链 4
图表 2 公司国家级荣誉（部分） 4
图表 3 公司股权结构图 5
图表 4 公司涤纶长丝产能持续扩张 6
图表 5 2013-2019 年，公司营收复合增速为 14.77% 6
图表 6 近 3 年，公司归母净利润复合增速为 36.58% 6
图表 7 公司涤纶长丝毛利率持续上升 7
图表 8 公司净资产收益率系统性提升 7
图表 9 2019 年涤纶长丝 CR5 为 44.0% 7
图表 10 2020 年涤纶长丝 CR10 为 56.4% 7
图表 11 2020 年涤纶长丝行业新增产能情况（单位：万吨/年） 8
图表 12 2010 年-2020 年国内 PTA 产能产量及增长情况 8
图表 13 2020 年-2022 年 PTA 装置新增投产情况（单位：万吨/年） 9
图表 14 4-5 月服装等纺织品零售额降幅持续收窄 9
图表 15 国内纺织品服装出口增速企稳回升 9
图表 16 江浙织机工厂去库存较快 10
图表 17 浙石化项目拥有优良的区位优势条件 11
图表 18 浙石化废气排放指标领先（单位：吨/每年） 11
图表 19 受益浙石化投产，公司投资收益大幅增加 12
图表 20 公司涤纶长丝营业收入及毛利假设 13
图表 21 公司 PE-Band 13
图表 22 公司 PB-Band 13
图表 23 公司盈利预测（百万元） 14

1. 公司介绍

1.1 涤纶长丝领域的长跑冠军

桐昆股份成立于 1999 年 9 月，主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售以涤纶原料 PTA 的生产，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，在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称。公司涤纶长丝产品直接消费群体为下游的织造企业，用于制造服装面料、家纺等产品。截止 2019 年末，公司拥有 420 万吨 PTA 生产能力，聚合产能为 640 万吨/年，长丝产能为 690 万吨/年。

图表 1 涤纶长丝产业链



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司是国内涤纶长丝领域技术和规模领先的龙头企业，2001-2019 年连续 19 年期间公司产品产销量位列国内市场第一，2019 年国内市场占有率约为 18%，全球占比约为 12%。公司技术水平达到国内领先甚至全球领先水平，拥有国家级企业技术中心和一流的技术研发团队，其主导产品“GOLDENCOCK”和“桐昆”牌涤纶长丝在国内外化纤市场拥有较高的知名度和美誉度。

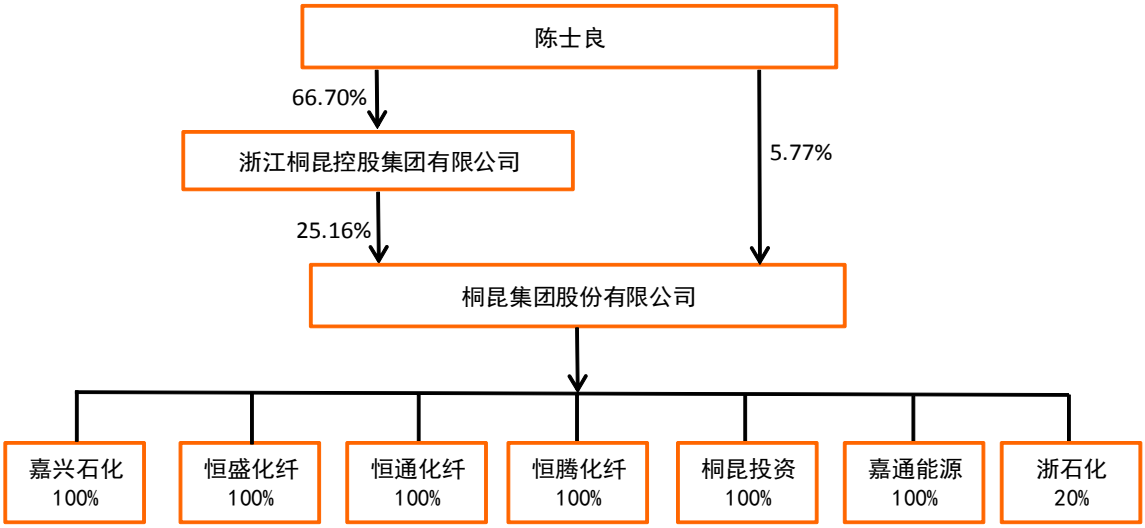
图表 2 公司国家级荣誉（部分）



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司控股股东为浙江桐昆控股集团有限公司，持有公司 25.16%的股份，实际控制人为陈士良，直接或间接持有公司 22.55%的股份。公司共拥有 22 家子公司，公司全资子公司嘉兴石化主营精对苯二甲酸（PTA）的生产和销售，PTA 产能为 320 万吨/年；通过桐昆投资持有浙江石油化工有限公司（浙石化）20%的股权，浙石化为 4000 万吨/年炼化一体化项目，具备 800 万吨/年对二甲苯（PX）、280 万吨/年乙烯产能。公司通过参股或直接投资，目前已初步形成“原油-芳烃烯烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”一体化的生产和销售格局。

图表 3 公司股权结构图



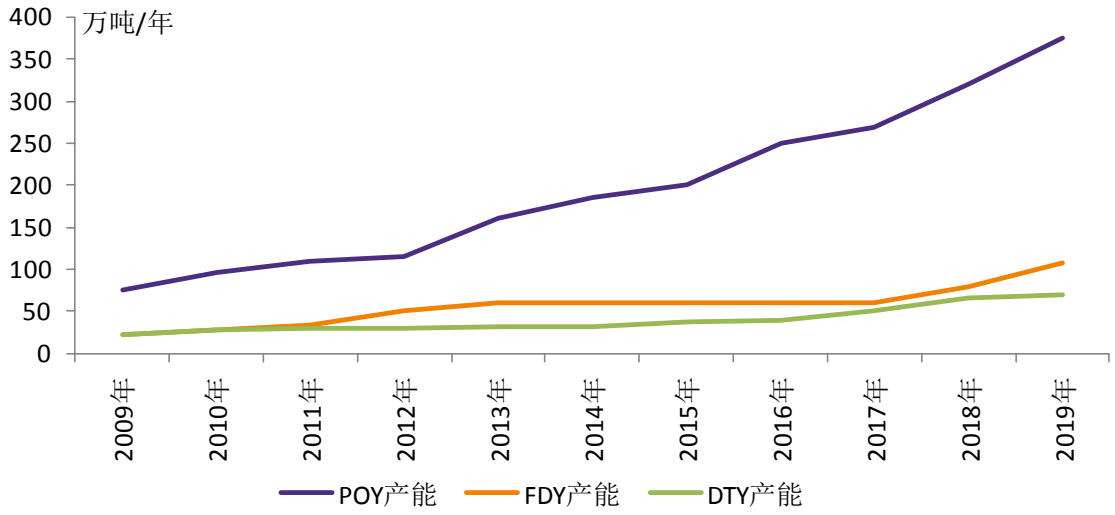
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.2 涤纶长丝产能持续扩张，市占率稳步提升

民用涤纶长丝行业是较为典型的周期性行业，但公司作为涤纶长丝行业的龙头企业，凭借技术、规模、管理、品牌、区位等诸多优势，连续十多年逆周期扩张产能，不断提升市场占有率，巩固市场领先优势和行业地位。截止到 2019 年末，公司拥有涤纶 POY 产能 375 万吨/年，涤纶 FDY 产能 108 万吨/年，涤纶 DTY 产能 70 万吨/年，相比 2009 年，公司 POY、FDY 和 DTY 产能增幅分别为 400%、390.9%和 218.2%。市场占有率方面，2019 年，公司国内市场占有率上升至 18%，相比 2015 年增加 6%；全球市场占有率上升至 12%，相比 2015 年增加 4%。公司连续 19 年在我国涤纶长丝行业中市占率名列第一，具有较强的行业市场话语权。

2019 年 2 月，公司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》，计划投资 160 亿元打造新的石化聚酯一体化生产基地，新建 PTA 产能 500 万吨/年，POY 产能 150 万吨/年，FDY 产能 90 万吨/年，一期项目预计 2022 年 12 月建成。为进一步完善产业链及提高差别化、功能化纤维的产能，保持行业领先优势，公司持续不断的实施新建项目扩张产能，淘汰行业内落后产能，市场占有率稳步提升。

图表 4 公司涤纶长丝产能持续扩张

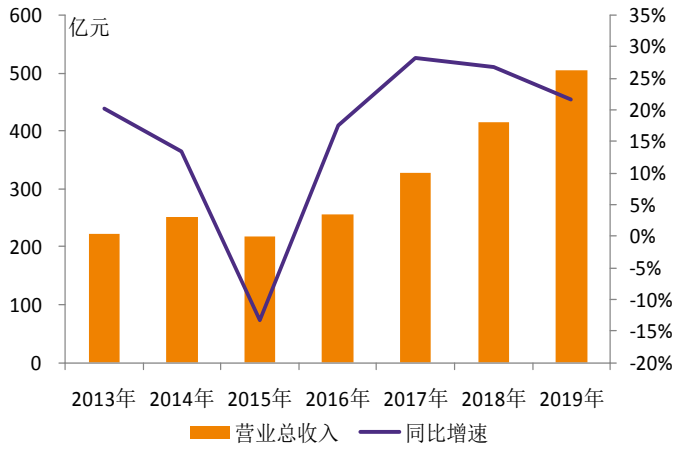


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.3 营收快速增长，净资产收益率系统性提升

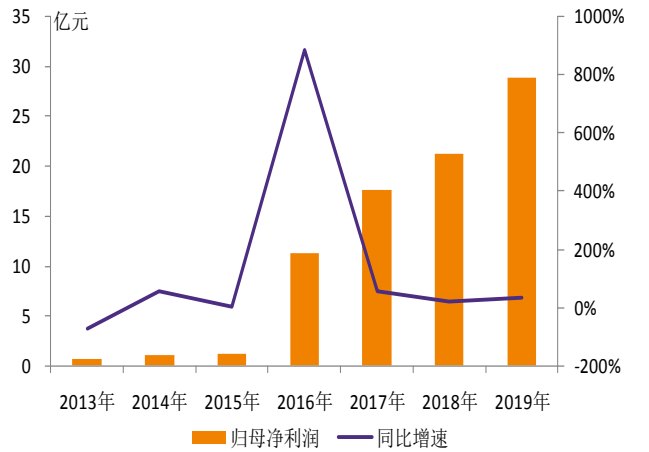
近年来，尽管受到行业周期性波动的不利影响，但公司产能的快速扩张使得营业收入仍保持较快增长。2013 年-2019 年，公司营业收入从 221.38 亿元增长到 505.82 亿元，年均复合增长率达到 14.77%。2016 年，受国家供给侧改革持续深入推进影响，涤纶长丝行业去产能、去库存成效显著，公司归母净利润同比大幅增加，高达 882.7%。近 4 年来，受益于行业维持较高景气度以及公司产能的扩张，公司归母净利润快速增长。2016 年-2019 年，公司归母净利润从 11.32 亿元增长到 28.84 亿元，年均复合增长率达到 36.58%。

图表 5 2013-2019 年，公司营收复合增速为 14.77%



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6 近 3 年，公司归母净利润复合增速为 36.58%

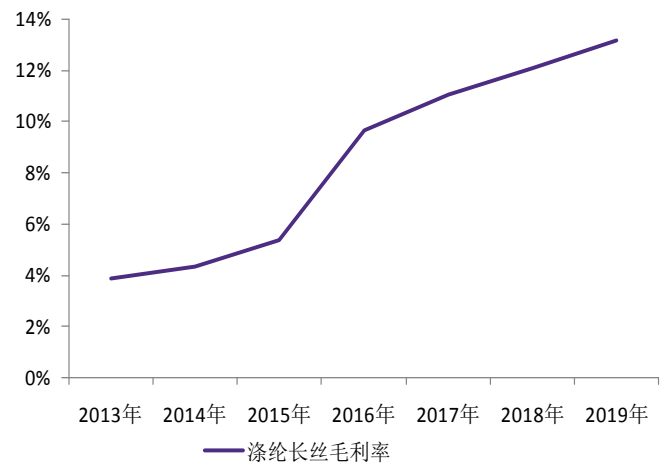


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

近年来，涤纶长丝行业龙头企业凭借技术、资金优势不断扩张产能，淘汰落后产能，使得市场集中度不断提升，行业竞争格局持续优化。据百川盈孚数据显示，2019 年涤纶长丝行业 CR4 达到 40.94%，CR10 达到 56.4%，行业市场集中度较高，未来随着头部企业的扩产，市场集中度有望进一步提升。公司是涤纶长丝行业内的龙头企业，随着市场占有率的提升，行业话语权越来越强，面对下游充分竞争的纺织、服装和家纺等行业，公司将能够获取更多的产业链利润。2013-2019 年期间，受益于行业的格局

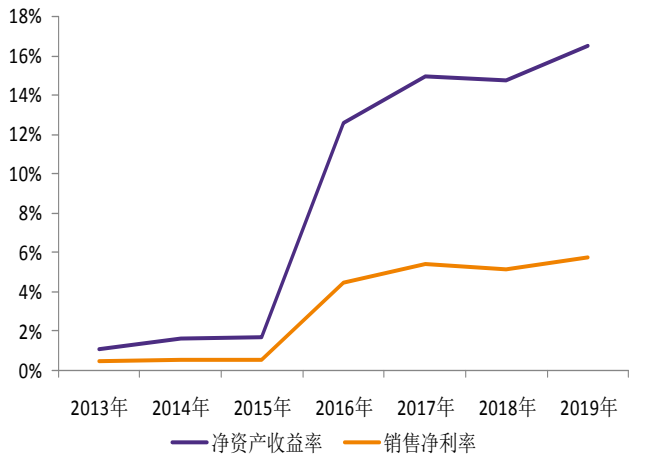
的改善，公司主导产品涤纶长丝毛利率持续上升，从 3.89%上升至 13.15%，随着公司销售毛利率的上升，公司净资产收益率获得系统性的提升。2013-2019 年期间，公司净资产收益率从 1.1%上升至 16.5%，得到显著改善。

图表 7 公司涤纶长丝毛利率持续上升



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8 公司净资产收益率系统性提升



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

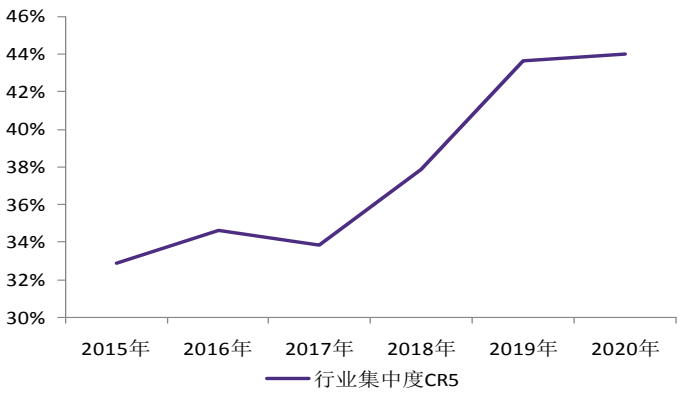
2. 涤纶长丝行业格局优化，景气度有望回升

2.1 龙头企业不断扩产，涤纶长丝行业集中度提升

我国是全球第一大化纤生产国，而涤纶是应用范围最广、使用量最大的化学纤维品种，占整个化纤产量的比例超过 80%。由于涤纶行业规模经济效应明显，扩大生产规模以降低成本，成为行业龙头企业的必然选择。同时，由于我国布料市场及织布机市场主要集中在江浙地区，使得涤纶生产企业呈现地域性集中的特点，具备规模优势和区位优势的企业能够不断扩产以提升市场份额。

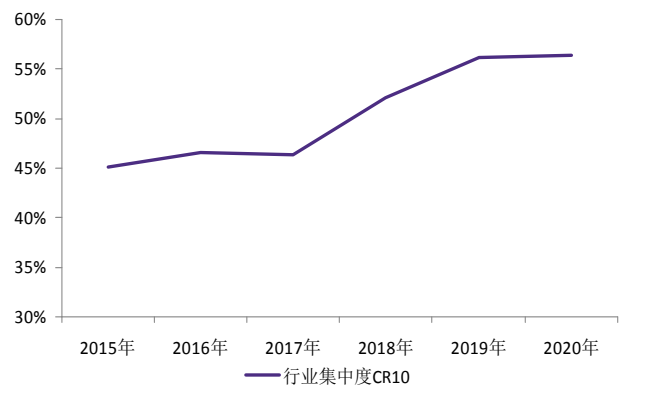
据百川盈孚数据显示，2015 年，我国涤纶长丝行业集中度 CR5 为 32.9%，CR10 为 45.1%。随着供给侧改革的逐步深化以及龙头企业的持续扩产，涤纶长丝行业集中度持续提高。到 2019 年，我国涤纶长丝行业集中度 CR5 为 44.0%，CR10 为 56.4%，相比 2015 年分别提高 11.2%和 11.4%。

图表 9 2019 年涤纶长丝 CR5 为 44.0%



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 10 2020 年涤纶长丝 CR10 为 56.4%



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

涤纶长丝新增产能集中在头部企业。据百川盈孚数据，2020 年涤纶长丝行业新增产能 525 万吨，同比增幅达 12.3%，其中行业产能规模排名前五位企业新增产能 380 万吨，占新增产能的比重为 72.38%。当前，行业扩产集中于头部企业，而中小企业因资金、技术等劣势扩产能力有限，随着龙头企业项目的投产，其市场份额将再度提升，行业的话语权得以不断增强。

图表 11 2020 年涤纶长丝行业新增产能情况（单位：万吨/年）

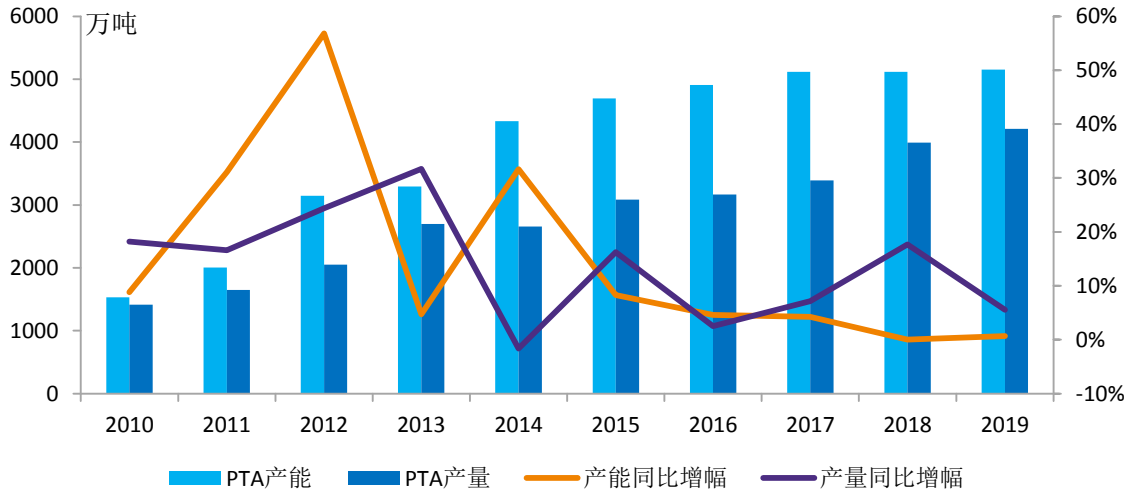
投产月份	省份	企业名称	总产能	新增产能
2020-02	江苏	江苏国望高科纤维有限公司	215	20
2020-06	浙江	嘉兴逸鹏化纤有限公司	45	25
2020-07	浙江	桐昆集团股份有限公司	660	50
2020-08	江苏	江苏恒力化纤股份有限公司	160	100
2020-09	浙江	浙江恒逸石化有限公司	400	100
2020-10	浙江	华祥(中国)高纤有限公司	40	60
2020-12	浙江	新凤鸣集团股份有限公司	451	110
2020-12	浙江	荣盛石化股份有限公司	130	60

资料来源：百川盈孚，华鑫证券研发部

2.2 PTA 处于新一轮扩产期，产业利润有望向涤纶转移

2011-2012 年国内 PTA 产能快速扩张，导致 2012-2016 年期间 PTA 价格持续低迷，行业处于低谷期；2015-2019 年 9 月期间国内 PTA 产能投放相对缓慢，行业落后产能逐步出清，供需回归到相对平衡状态。2019 年 10 月，随着新凤鸣 220 万吨/年 PTA 装置正式投产，PTA 产能进入快速释放期。据百川盈孚统计数据，2017 年-2019 年，我国 PTA 产能从 5118.5 万吨上升至 5153.5 万吨，产能增幅仅为 0.68%；但随着 PTA 供需结构的改善，行业进入景气周期，企业平均开工率明显提升，从 66.2%提升到 81.7%；PTA 产量从 3390.29 万吨上升至 4210.04 万吨，产量增幅为 24.18%。

图表 12 2010 年-2020 年国内 PTA 产能产量及增长情况



资料来源：Wind，百川盈孚，华鑫证券研发部

随着 PTA 企业利润的改善以及企业开工率的提升，2020-2022 年，PTA 行业将开启第二轮集中扩产潮。据生意社统计数据，2020 年 PTA 新增产能预计将达到 1,720 万吨，

增幅为 33.4%；2020-2022 年，国内 PTA 新增产能将达到 3,180 万吨，相对 2019 年 PTA 产能增幅高达 61.7%。PTA 作为生产涤纶长丝的主要原材料，随着新一轮扩产周期的来临，行业将整体处于供给过剩的状态，整个产业链利润有望向下游涤纶行业转移。

图表 13 2020 年-2022 年 PTA 装置新增投产情况（单位：万吨/年）

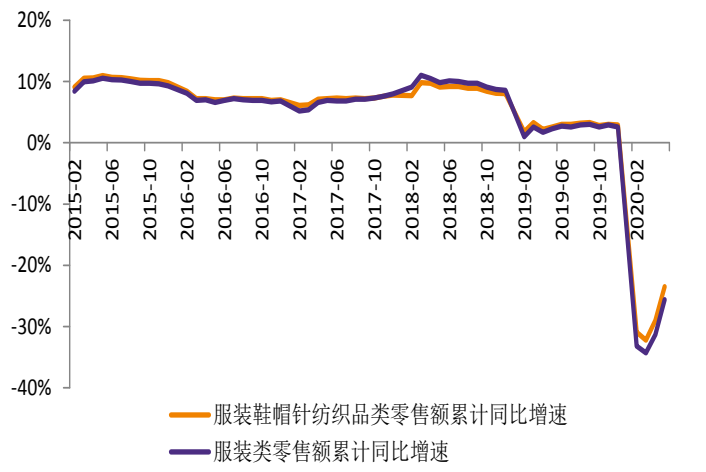
企业名称	省份	投产时间	产量	年度合计
中泰石化	新疆	2020 年 1 月	120	
恒力石化	辽宁	2020 年 1 月	250	
蓝山屯河	新疆	2020 年 6 月	60	
逸盛宁波	浙江	2020 年 7 月	330	1720
恒力石化	辽宁	2020 年 9 月	250	
新凤鸣	浙江	2020 年 9 月	220	
虹港石化	江苏	2020 年 10 月	250	
福建百宏	福建	2020 年 12 月	240	
华彬石化	浙江	2021 年 12 月	220	470
逸盛海南	海南	2021 年 12 月	250	
桐昆石化	浙江	2022 年 12 月	500	
江阴汉邦	江苏	2022 年 12 月	220	990
宁波台化	浙江	2022 年 12 月	150	
宁夏宝塔	宁夏	2022 年 12 月	120	

资料来源：生意社，华鑫证券研发部

2.3 悲观时期已过，纺织服装行业逐步修复

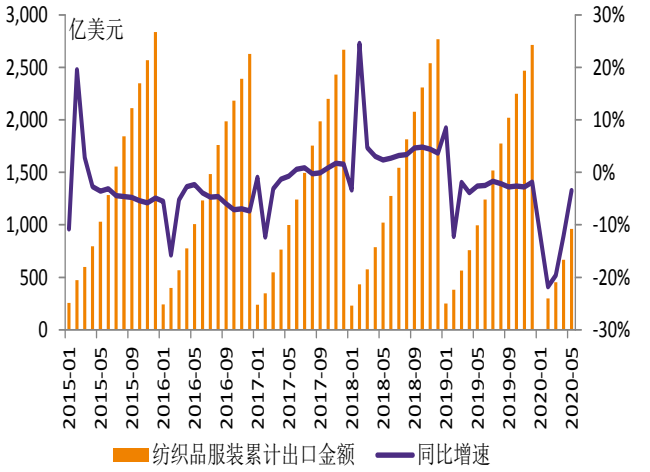
受新冠疫情影响，全球终端消费市场需求持续低迷，纺织服装需求同比下滑明显，但随着全球主要国家陆续放松疫情管控措施，开始复工复产，消费市场开始逐步复苏，纺织服装行业逐步改善。据国家统计局数据显示，2020 年 1-5 月，我国服装针纺织品类零售额累计同比增速为-23.5%，相比 1-4 月降幅收窄 5.5 个百分点，国内纺织服装下游消费需求逐步改善。据海关总署数据显示，2020 年 1-5 月，我国纺织品服装累计出口金额为 961.65 亿美元，累计同比增速为-3.4%，相比 1-4 月降幅收窄 8.7 个百分点，我国纺织服装行业出口形势明显好转。

图表 14 4-5 月服装等纺织品零售额降幅持续收窄



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

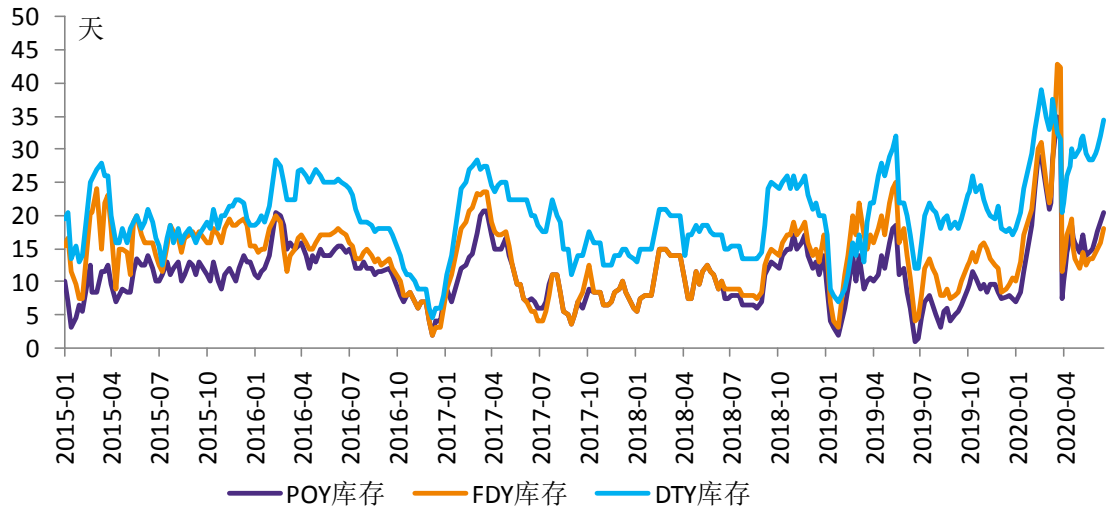
图表 15 国内纺织品服装出口增速企稳回升



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2020 年 4 月 2 日，江浙织机工厂涤纶 POY 库存上升至 34.5 天，涤纶 FDY 库存上升至 42.5 天，涤纶 DTY 库存上升至 31.5 天，均处于近 5 年来的高位，但在 4-5 月份，工厂涤纶长丝去库存明显加快，企业库存压力大幅缓解，进一步印证终端纺织服装消费需求回暖。6 月，纺织行业进入传统淡季，织机工厂库存虽有所回升，但整体仍处于相对合理水平。

图表 16 江浙织机工厂去库存较快



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3. 浙石化一期建成投产，显著增加投资收益

3.1 浙石化具备优良的政策、区位优势

浙江石油化工有限公司“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。

浙石化项目总投资额约 1800 亿元，项目分两期建设，每期年加工原油 2000 万吨，年产芳烃 520 万吨、年产乙烯 140 万吨，是目前世界上投资最大的单体产业项目，也是迄今为止国内民营企业投资规模最大的项目。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。

图表 17 浙石化项目拥有优良的区位优势条件



资料来源：中国（浙江）自由贸易实验区官网，华鑫证券研发部

3.2 浙石化技术达到世界先进水平，综合效益高

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。在项目建设初期，浙江石化坚持产业链设计一体化、公用工程一体化、物流运输一体化、环境保护一体化、信息管理一体化、管理服务一体化的六个“一体化”理念，使得项目具备低物耗、高收益的综合性集成优势。

浙石化一体化项目优势明显。2018 年 12 月，盛虹集团 1600 万吨/年炼化一体化项目正式开工，其是国家和江苏省布局的连云港石化产业基地龙头项目，产业层次高，投入产出效益好。2020 年 6 月，由中国石化和科威特国家石油有限公司共同建设的中科合资广东 1500 万吨/年炼化一体化一期项目正式建成投产，该项目是中国石化“十三五”期间投产的最大炼化一体化项目。通过对比分析，浙江石化（一期）2000 万吨/年废气排放量甚至低于中科炼化 1500 万吨/年的一体化项目；而相比民企盛虹炼化项目，浙石化苯类物质排放指标具有明显优势，代表浙石化在化合物的综合利用率和效益上具备技术优势。

图表 18 浙石化废气排放指标领先（单位：吨/每年）

污染物名称	中科炼化	盛虹炼化	浙江石化（一期）
二氧化硫	4,300	903.8	1,032.9
氮氢化物	3,430	2,807.28	2,647.9
颗粒物	1,048	442.13	590.7
非甲烷总烃	3,925.1	1,995.57	2,283.9
苯	8.54	3.98	3.2
甲苯	3.38	0.67	1.1
二甲苯	11.92	7.99	0.4

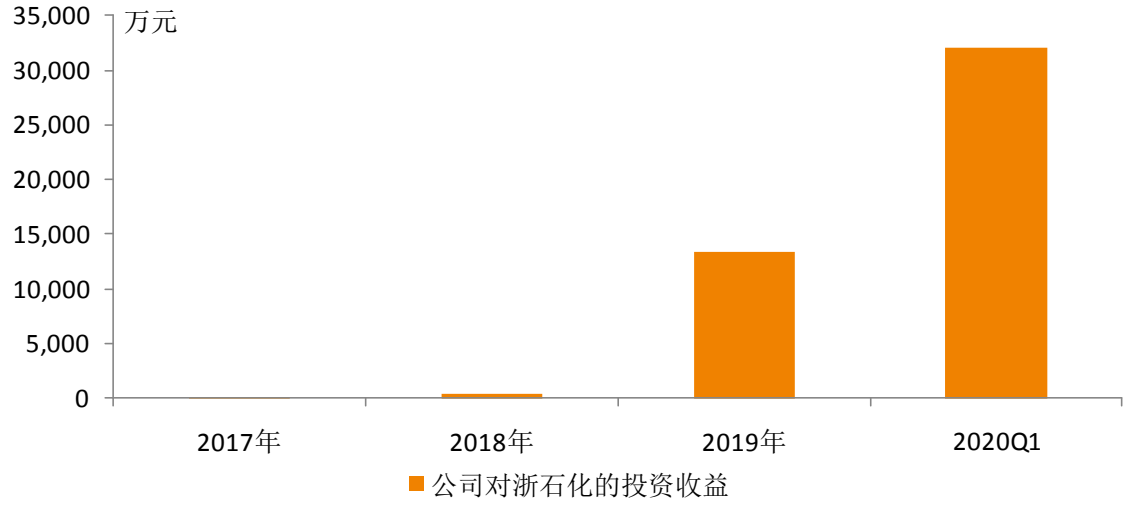
资料来源：相关公司环评报告，华鑫证券研发部

3.3 浙石化进入业绩释放期，公司投资收益大幅增加

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。公司持有浙石化 20%的股权，有望分享项目带来的较高投资收益。2020 年第一季度，尽管受到原油价格暴跌以及终端需求大幅下滑影响，公司仍确认对联营企业投资收益 3.2 亿元，简单测算出浙石化单季盈利为 16 亿元，相比国内炼化企业普通亏损的状况，浙石化体现出较强的盈利能力。

据可行性研究报告测算，浙石化项目一期达产后年均营业收入为 1,061.4 亿元，净利润为 98.3 亿元，对应公司的投资收益高达 19.66 亿元。

图表 19 受益浙石化投产，公司投资收益大幅增加



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

（1）公司涤纶丝产能稳步提升带动销量增长，2020 年-2022 年公司涤纶丝销量分别达到 655.5 万吨、690 万吨和 750 万吨；

（2）随着全球经济复苏，未来三年公司涤纶丝毛利率将企稳回升，分别为 10%、11.5%和 12%；

（3）公司销量费用率和管理费用率保持稳定，研发费用率小幅上升；

（4）2020 年-2022 年，公司确认对联营企业投资收益分别为 18 亿元、19.66 亿元和 19.66 亿元；

（5）公司切片等其他业务收入保持稳定；

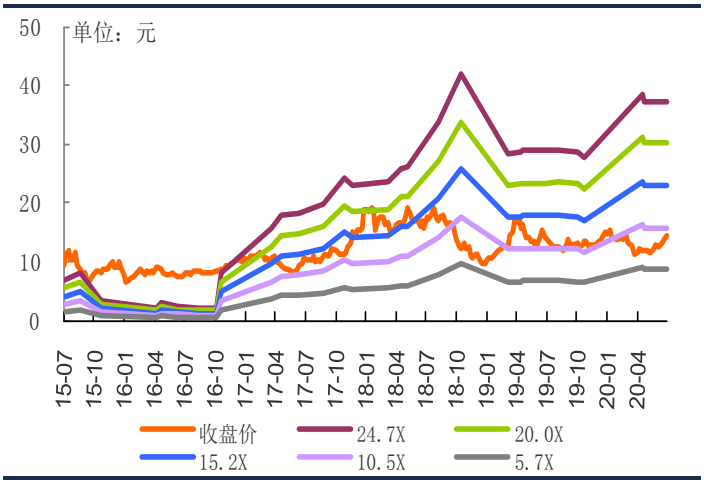
（6）公司总股本按照当前股本 18.48 亿股计算。

图表 20 公司涤纶长丝营业收入及毛利假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	395.4	427.6	413.36	455.81	510.45
YOY	31.5%	8.14%	-3.33%	10.27%	11.99%
营业成本（亿元）	347.5	371.37	372.02	403.4	449.2
毛利（亿元）	47.9	56.22	41.34	52.42	61.25
吨毛利（元）	1,062.51	970.96	630.6	759.69	816.72
毛利率	12.1%	13.1%	10%	11.5%	12%

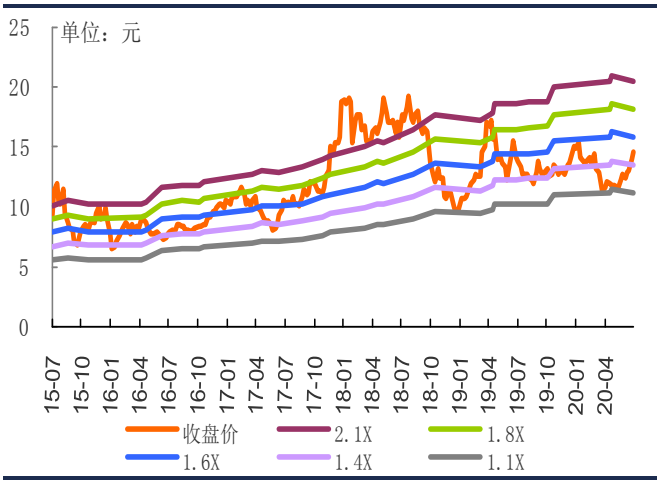
资料来源： Wind，华鑫证券研发部

图表 21 公司 PE-Band



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 22 公司 PB-Band



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 441.61 亿元、484.07 亿元和 538.7 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 31.74 亿元、39.92 亿元和 44.95 亿元。按照公司 14.46 元的股价测算，对应的市盈率分别为 8.4 倍、6.7 倍和 5.9 倍。公司是涤纶长丝行业的龙头企业，连续 19 年产销量位列国内市场第一，公司产能处于持续扩张中，市场占有率稳步提升，行业格局不断优化，随着下游纺织行业的复苏，公司盈利有望恢复增长。同时，公司参股的浙石化一期项目建成投产，进入业绩释放期，将显著增加公司的投资收益，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

5. 风险提示

（1）下游纺织行业复苏不及预期；

（2）原油价格大幅波动带来存货贬值风险；

（3）原材料价格大幅波动风险；

（4）浙石化项目业绩不及预期。

图表 23 公司盈利预测（百万元）

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产：				
货币资金	8,519	6,342	6,868	8,441
应收款	562	491	538	599
存货	2,717	2,425	2,616	2,895
其他流动资产	947	947	947	947
流动资产合计	12,745	10,204	10,968	12,881
非流动资产：				
可供出售金融资产	0	0	0	0
固定资产+在建工程	18,789	21,269	24,297	26,968
无形资产+商誉	1,502	1,502	1,502	1,502
其他非流动资产	6,965	6,965	6,965	6,965
非流动资产合计	27,256	29,736	32,764	35,435
资产总计	40,001	39,941	43,733	48,316
流动负债：				
短期借款	8,247	6,185	6,185	6,185
应付账款、票据	6,258	5,584	6,024	6,667
其他流动负债`	2,465	2,465	2,465	2,465
流动负债合计	16,970	14,235	14,675	15,317
非流动负债：				
长期借款	891	668	334	167
其他非流动负债	3,063	3,063	3,063	3,063
非流动负债合计	3,954	3,731	3,397	3,230
负债合计	20,924	17,966	18,072	18,547
所有者权益				
股本	1,848	1,848	1,848	1,848
资本公积金	6,226	6,226	6,226	6,226
未分配利润	9,404	11,983	15,269	18,926
少数股东权益	71	71	71	71
所有者权益合计	19,077	21,975	25,661	29,769
负债和所有者权益	40,001	39,941	43,733	48,316

现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2896	3186	4004	4507
折旧与摊销	1806	2044	2401	2758
财务费用	514	327	271	216
存货的减少	1430	292	-191	-279
营运资本变化	-1419	-602	393	582
其他非现金部分	-111	0	0	0
经营活动现金净流量	5116	5248	6878	7784
投资活动现金净流量	-3664	-4524	-5429	-5429
筹资活动现金净流量	569	-2900	-923	-782
现金流量净额	2,012	-2,177	526	1,572

利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**50,582**	**44,161**	**48,407**	**53,870**
营业成本	44,610	39,809	42,947	47,527
营业税金及附加	122	106	116	130
销售费用	163	132	145	162
管理费用	660	574	678	754
财务费用	415	327	271	216
费用合计	1,238	1,034	1,094	1,132
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	172	1,800	1,966	1,966
营业利润	**3,757**	**4,134**	**5,196**	**5,849**
加：营业外收入	38	38	38	38
减：营业外支出	33	33	33	33
利润总额	**3,762**	**4,139**	**5,201**	**5,854**
所得税费用	866	953	1,197	1,348
净利润	**2,896**	**3,186**	**4,004**	**4,507**
少数股东损益	12	12	12	12
归母净利润	**2,884**	**3,174**	**3,992**	**4,495**

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	21.6%	-12.7%	9.6%	11.3%
营业利润增长率	35.2%	10.0%	25.7%	12.6%
归母净利润增长率	36.0%	10.0%	25.8%	12.6%
总资产增长率	15.4%	-0.2%	9.5%	10.5%
盈利能力				
毛利率	11.8%	9.9%	11.3%	11.8%
营业利润率	7.4%	9.4%	10.7%	10.9%
三项费用/营收	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%
EBIT/销售收入	7.9%	10.7%	11.8%	11.8%
净利润率	5.7%	7.2%	8.3%	8.4%
ROE	15.2%	14.5%	15.6%	15.1%
营运能力				
总资产周转率	126.5%	110.6%	110.7%	111.5%
资产结构				
资产负债率	52.3%	45.0%	41.3%	38.4%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	1.77	1.65	1.72	1.73
每股数据（元/股）				
每股收益	1.56	1.72	2.16	2.43
每股净资产	10.32	11.89	13.89	16.11

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

谢玉磊：华鑫证券研究员，经济学硕士，2018 年 4 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn