

2023年08月25日

买入（首次覆盖）

桐昆股份（601233）：聚酯为基，炼化为翼，长期投资价值凸显

——公司深度报告

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

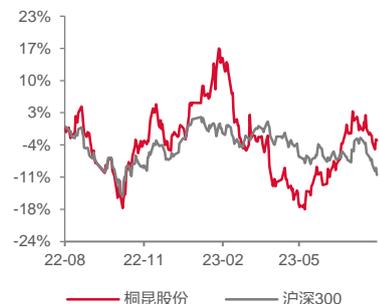
zjk@longone.com.cn

联系人

张磊磊

zjlei@longone.com.cn

数据日期	2023/08/25
收盘价	14.22
总股本(万股)	241,112
流通A股/B股(万股)	228,753/0
资产负债率(%)	62.41%
市净率(倍)	0.99
净资产收益率(加权)	-1.42
12个月内最高/最低价	17.19/11.84



相关研究

投资要点:

- **深化全产业链布局，穿越周期逆势扩张。**公司是涤纶长丝龙头，国内份额占比超过20%，国际超过13%，在涤纶长丝行业整体行情较差的背景下，仍逆势扩张，实现产能、产量以及市占率的全面提升。管理层顺利履新，大股东信心稳定，增持股份；公司保持稳定的研发及资本投入，进一步发展空间可期。
- **涤纶长丝行业景气度有望回暖，集中度提升下龙头凸显优势。**进入2023年，下游需求随宏观经济好转而有所恢复，产成品价格维持稳定，预期涤纶长丝行业盈利水平年内有望逐步修复。且随着产能持续优化，行业份额向头部进一步集中，长丝龙头强者恒强。
- **产业链一体化+产品差异化，技术先进性+区位协同性，打造公司产品护城河。**1) 公司PTA名义产能1020万吨/年，有效保障原料端自给。MEG以新疆当地天然气为原料，规划120万吨/年乙二醇项目，打通原料配给。炼化端参股浙石化20%股权，静待行情复苏启动，海外即将启动印尼炼化项目，打造国际竞争优势。2) 公司聚酯技术先进，嘉通PTA装置采用当前最先进INVISTAP8++技术，能耗物料优势突出；公司代表性“一头多尾”一体化聚酯熔体直纺工程技术等成功应用于绿色纤维生产线，满足多功能差异化品种高效、高质、低耗制备。3) “PTA-聚合-纺丝”基地区位一体化设计，靠近消费腹地，成本、费用把控优越。4) 后续公司继续大力发展差异化长丝、智能化工厂及能源绿色转型，凭借自身行业龙头的规模优势，辅以优秀区位，不断强化自身护城河。
- **打造东盟炼化+钦州化工“双基地”。**公司与新凤鸣启动泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目。我们认为在“双碳”及能源转型背景下，炼化企业出海布局有望破解产能增长瓶颈，依靠海外区域自有的原料、消费腹地、投资税收政策等优势获取成本优势以及优质的海外市场，实现资源的更优配置。而公司更重芳烃的项目配置也更符合当地市场需求及自身发展特长，有望获得成长第二曲线。钦州绿色化工基地一期化工新材料项目有望打通“一带一路”重要承接点，与印尼炼化项目形成良好的区位协同优势，且钦州项目更定位于精细化工产品，也有助于炼化大宗品的有效消化。
- **投资建议：公司估值历史较低位，具有一定安全边际。**公司当前估值仅有1倍PB，处于近五年20%分位，具有较强的安全边际。我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为11.76亿元、32.84亿元、42.86亿元，对应EPS分别为0.49元、1.36元、1.78元，当前股价对应PE为29.32倍、10.50倍、8.05倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料和产成品价格剧烈变动；产业链延伸成果不及预期；宏观经济环境变化等。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	59130.95	61993.35	73092.08	92587.29	99200.65
同比增速(%)	29.01%	4.84%	17.90%	26.67%	7.14%
归母净利润(百万元)	7332.20	130.21	1175.99	3284.22	4285.58
同比增速(%)	157.6%	-98.22%	803.15%	179.27%	30.49%
毛利率(%)	11.02%	3.23%	7.35%	8.58%	8.72%
每股盈利(元)	3.04	0.05	0.49	1.36	1.78
ROE(%)	20.46%	0.38%	3.29%	8.49%	10.08%
PE(倍)	4.70	264.80	29.32	10.50	8.05

资料来源：同花顺，东海证券研究所，数据截至 2023/8/25

正文目录

1. 聚酯为基，公司发展稳步推进	5
1.1. 涤纶长丝龙头，全产业链布局步履不停	5
1.2. 公司管理层顺利换新，信心稳定	6
1.3. 盈利短期承压，逆势扩张领跑行业	6
1.4. 研发及资本投入，保障持续发展	8
1.5. 浙石化贡献持续发酵	8
2. 涤纶长丝景气度有望回暖，龙头优势凸显	9
2.1. 终端需求改善，产业有望回暖	9
2.2. 集中度提升明显，龙头企业充分受益	11
3. 护城河：产业链一体化和产品差异化，技术先进性和区位协同性	12
3.1. MEG、PX：打通上游，原料成本优势	12
3.2. PTA：产能扩张，技术装置先进优势	12
3.3. 涤纶长丝：技术领先，产品布局多元化、差异化	14
3.4. 区位协同优势显著	17
3.5. 绿色智能化生产标杆	19
4. 打造东盟炼化+钦州化工“双基地”	20
4.1. 炼化“出海”，开启新征程	20
4.2. 布局钦州绿色化工基地	23
5. 公司估值及盈利预测	24
6. 风险提示	26

图表目录

图 1 桐昆股份上市后发展大事记	5
图 2 桐昆股份产品产业链	5
图 3 桐昆股份股权结构	6
图 4 2018 年—2022 年各板块营收情况（亿元）	7
图 5 2022 年以来单季度归母净利润情况（亿元，%）	7
图 6 2018 年—2022 年各板块毛利率情况	7
图 7 2018 年—2022 年各板块毛利贡献情况（%）	7
图 8 公司主要产品销售量（万吨）	7
图 9 公司主要产品生产量（万吨）	7
图 10 桐昆股份在建工程及固定资产情况（亿元）	8
图 11 桐昆股份研发费用投入情况（亿元）	8
图 12 2019-2022 年浙石化净利润（亿元）	8
图 13 公司净利润与投资收益对比（亿元）	8
图 14 全国化学纤维产量（万吨）及增速（%）	9
图 15 服装鞋帽、针纺织品类零售额(亿元)及增速(%)	9
图 16 纺织企业化纤开机率：江浙地区（%）	9
图 17 涤纶长丝库存天数（天）	9
图 18 聚酯长丝国内表观消费量（万吨）	10
图 19 聚酯长丝产能利用率（%）	10
图 20 印度工业生产指数：服装	10
图 21 印度工业生产指数：纺织品	10
图 22 涤纶长丝出口数量（万吨）	10
图 23 2023 年 H1 涤纶长丝出口分布（万吨）	10
图 24 涤纶长丝产能分布情况（万吨）	11
图 25 2022 年至今涤纶长丝新增产能情况（万吨）	11
图 26 涤纶长丝价格走势（元/吨）	11
图 27 涤纶长丝价差走势（元/吨）	11
图 28 PTA 价格、价差走势（元/吨）	12
图 29 PX 价格、价差走势（元/吨）	12
图 30 公司 PTA 与涤纶长丝产能同步扩张（万吨）	13
图 31 差别化长丝发展阶段	14
图 32 桐昆股份涤纶长丝市占率变化（以产能计算，万吨/年）	17
图 33 公司目前主要基地与各专业市场分布图	18
图 34 江苏如东洋口港实景	18
图 35 桐昆恒阳厂区实景	18
图 36 桐昆股份及其他企业期间费用率（%）	19
图 37 桐昆股份及其他企业销售费用率（%）	19
图 38 公司省级“绿色低碳工厂”	19
图 39 公司恒邦厂区自动化车间	19
图 40 酯化蒸汽余热发电机组	20
图 41 空压机改造	20
图 42 新加坡成品油裂解价差（美元/桶）	21
图 43 东南亚主要国家 PMI 情况	21
图 44 泰昆石化（印尼）有限公司持股结构	21
图 45 印度尼西亚近十年 GDP 情况	23
图 46 2025 年印尼石化需求展望（万吨）	23

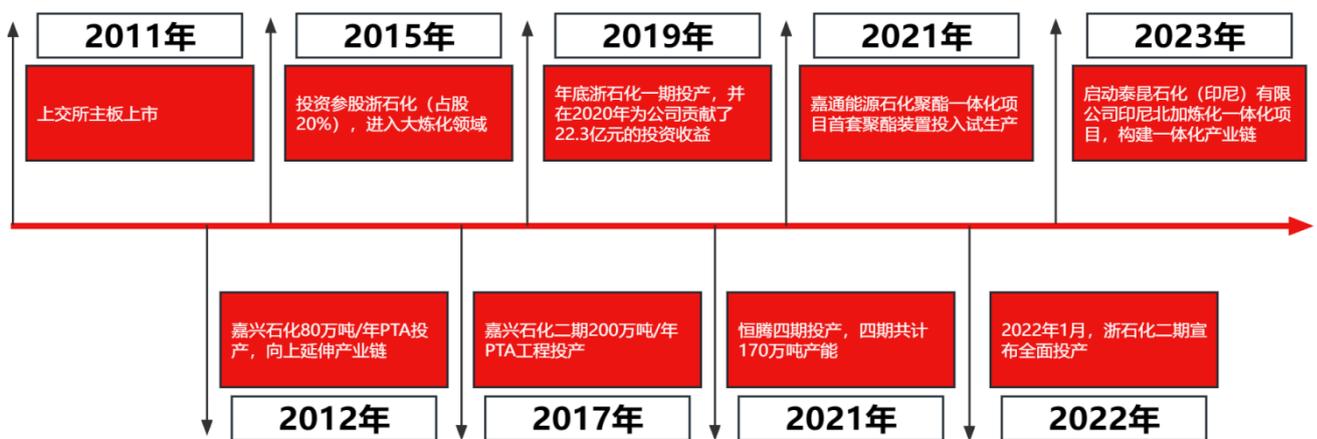
图 47 钦州主要交通枢纽展示	24
图 48 桐昆股份 PB 变化	24
表 1 中昆新材料 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目建设规划	12
表 2 公司 PTA 项目技术更新对比	14
表 3 公司细分产品矩阵	15
表 4 公司近年代表性技术成就	15
表 5 公司重大投资项目	16
表 6 泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目主要产品	22
表 7 印度尼西亚炼厂统计	22
表 8 公司主业营收拆分	25
表 9 盈利预测与估值简表	25
附录：三大报表预测值	27

1. 聚酯为基，公司发展稳步推进

1.1. 涤纶长丝龙头，全产业链布局步履不停

公司是国内涤纶长丝龙头企业。桐昆股份前身是成立于 1981 年的桐乡县化学纤维厂，于 2011 年登陆上交所。历经四十余年的发展，公司发展成为国内涤纶长丝龙头企业，并于 2015 年参股浙石化，进军石油炼化行业。公司现具备 1000 万吨原油加工权益量、1020 万吨 PTA、1000 万吨聚合以及 1050 万吨涤纶长丝年生产加工能力，涤纶长丝产能产量居全球之首（公司官网 2023 年 8 月 24 日数据）。公司产品涵盖 POY、FDY、DTY、ITY、中强丝、复合丝六大系列 1000 多个品种，在服装、家纺等领域广泛应用，堪称“涤纶长丝沃尔玛”。

图1 桐昆股份上市后发展大事记

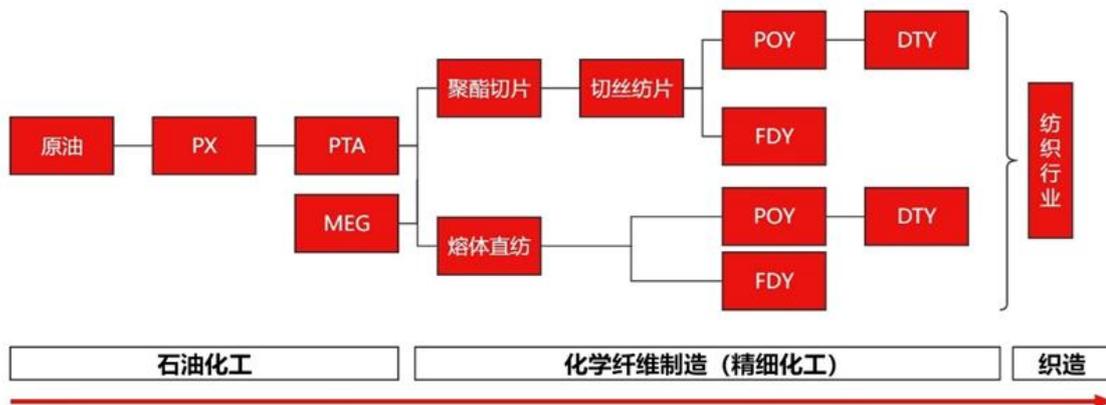


资料来源：公司公告，东海证券研究所

纵向延伸产业链，实现从“一滴油”到“一匹布”的全布局。公司完善一体化建设，PTA 产能大幅跃升，同时继续向上游延伸，参股浙石化、布局印尼大炼化项目，打通“原油—PX—PTA/MEG—聚酯”全产业链条，继续巩固规模化优势。并且在覆盖涤纶长丝产品全系列的基础上，成功进入下游坯布和成品布销售领域。

横向布局差别化长丝，产能提速增效。公司在建年产 120 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目、年产 240 万吨新型绿色功能性纤维项目等，差别化竞争，提升企业行业地位和市场竞争力。

图2 桐昆股份产品产业链



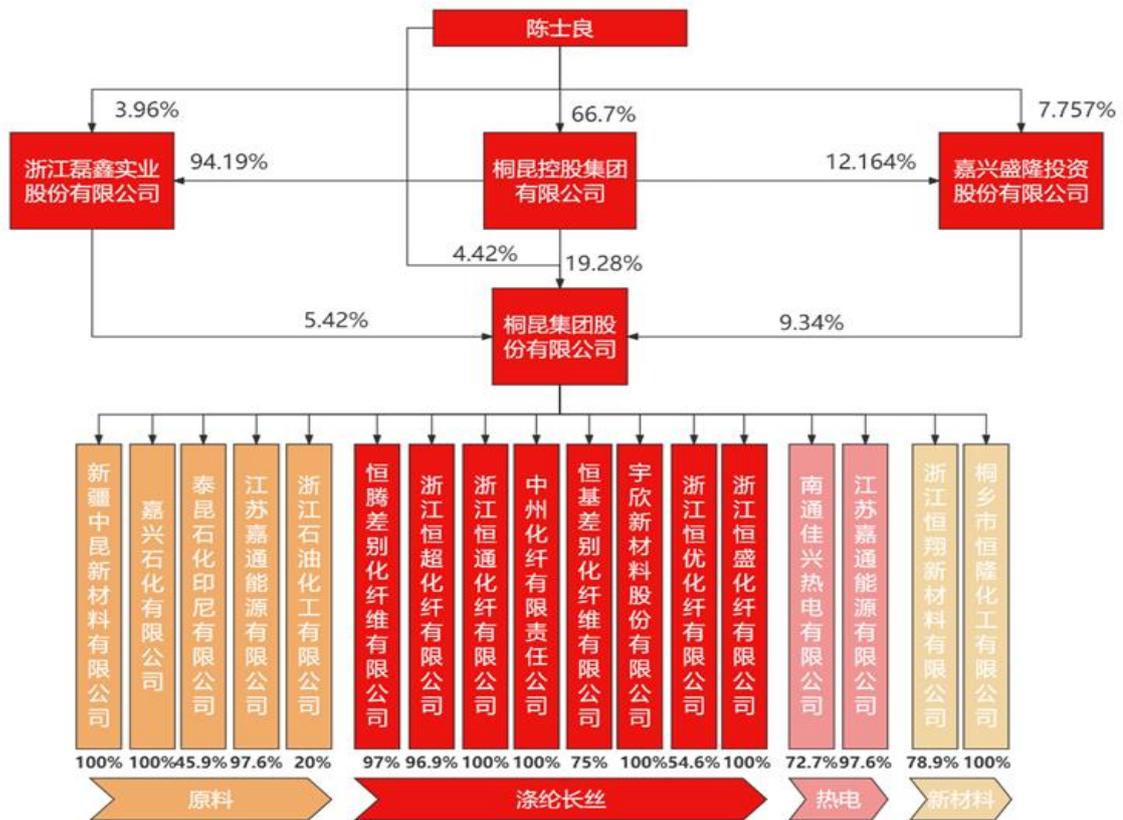
资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.2. 公司管理层顺利换新，信心稳定

完成管理层变更，保持管理稳定性。公司控股股东为浙江桐昆控股集团有限公司，持有 19.28% 的股份；此外嘉兴盛隆投资股份、浙江磊鑫实业股份分别持有 9.34%、5.42% 的股份。公司实际控制人为陈士良先生，直接持有 4.42% 的股份。并持有桐昆控股集团、嘉兴盛隆投资股份、浙江磊鑫实业股份 66.7%、7.76%、3.96% 的股份。2023 年 5 月 31 日，公司公告完成换届选举，董事长由陈士良变更为陈蕾，两人系父女关系，行动具有一致性，预期未来公司战略也将具有连续性，经营状况稳定。公司拥有全资或参股子公司超 50 家，覆盖能源、纺织等多领域，业务范围涵盖产业链上中下游，分布广泛，完善了全产业链布局。

大股东增持，信心恢复明显。受上游成本维持高位和下游需求减少影响，行业整体盈利水平收窄。自 2023 年 6 月 9 日至 8 月 21 日，公司持股 5% 以上的股东磊鑫实业以集中竞价交易方式合计增持公司股份 20,000,017 股，占公司总股本的 0.8295%，累计增持金额为 27,088.09 万元（不含佣金、过户费等交易费用）。浙江磊鑫实业股份有限公司与陈士良先生、桐昆控股集团有限公司、嘉兴盛隆投资股份有限公司构成一致行动关系，为一致行动人。此次增持展现出控股股东对公司长期发展的信心。

图3 桐昆股份股权结构



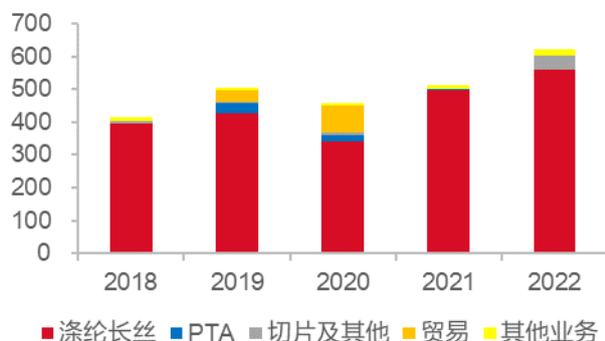
资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.3. 盈利短期承压，逆势扩张领跑行业

公司业绩 2023 年逐季好转。在售价下跌及成本抬升的双重挤压下，长丝毛利下滑，2022 年公司实现营业收入 619.93 亿元，同比增长 4.79%；归母净利润 1.30 亿元，同比下降 98.26%。2023 年涤纶长丝景气回暖，公司单季度盈利环比逐步改善。2023 年 Q1，公司实现归母净利润-4.90 亿元，环比减亏。且据公司业绩预告测算，Q2 单季度公司实现净利润 5.8-6.2 亿元，扭亏为盈。

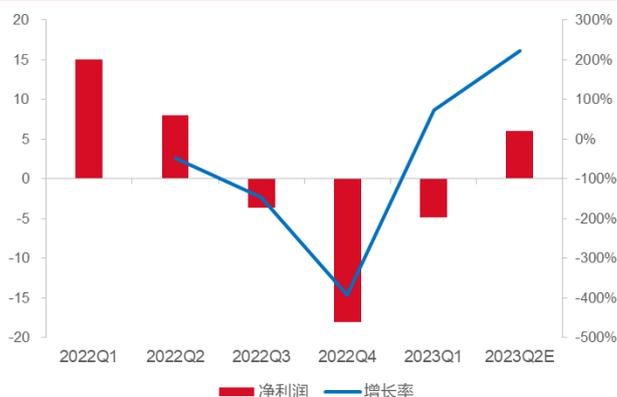
涤纶长丝贡献绝大部分收益。公司主要的经营模式为购买 PX（对二甲苯）生产 PTA（精对苯二甲酸），并将自产和部分外购的 PTA 与 MEG（乙二醇）等作为主要生产原料，生产出各类涤纶长丝产品进行市场销售。该模式下，涤纶长丝为公司贡献了九成以上的收益。

图4 2018年—2022年各板块营收情况（亿元）



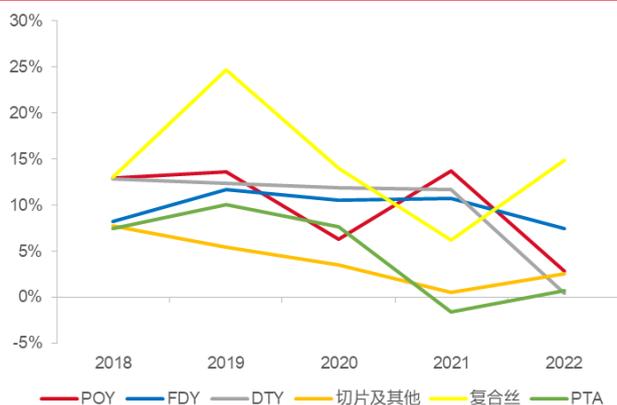
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图5 2022年以来单季度归母净利润情况（亿元，%）



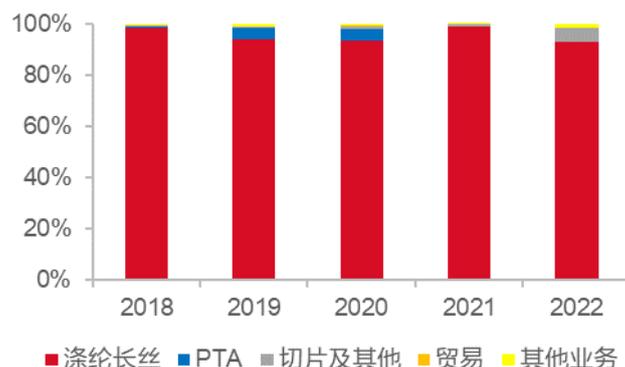
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图6 2018年—2022年各板块毛利率情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

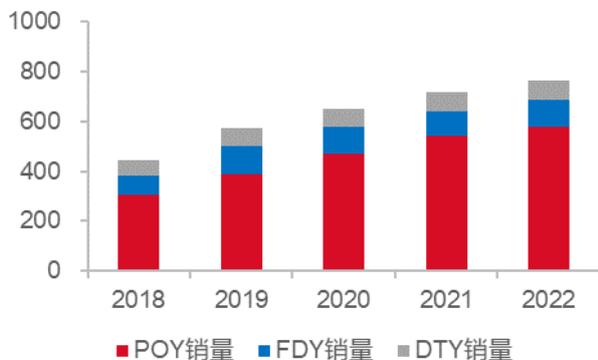
图7 2018年—2022年各板块毛利贡献情况（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

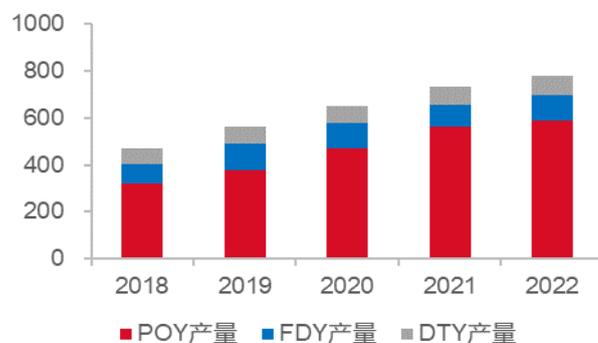
公司产销能力优秀，逆势扩张发展态势可期。公司主要销售产品 POY、FDY、DTY 的产销量同步增长，在全行业总体产量下降的背景下逆势增长，持续领跑行业。

图8 公司主要产品销售量（万吨）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图9 公司主要产品生产量（万吨）



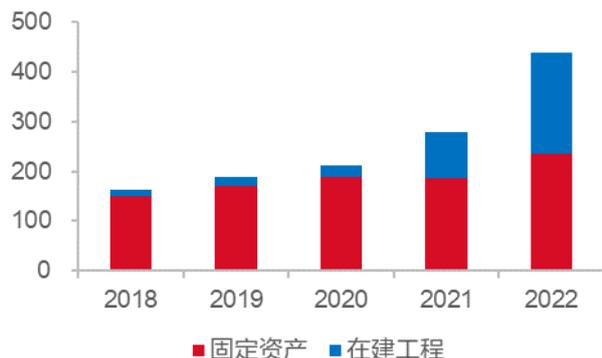
资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.4. 研发及资本投入，保障持续发展

研发投入重视程度高，创新成效显著。公司持续深化产业结构的转型与升级，重视研发能力，研发人员占总人数的 7.4%。公司研发费用投入逐年提升，五年复合年均增长率达 35.7%，高研发重视度使得公司不断推出精益化产品，打造智能化工厂，并在 2022 年牵头制定了一项 ISO 国际标准。

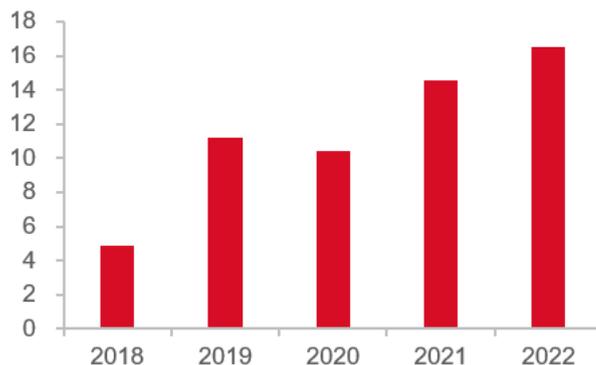
生产规模与投资建设急速扩张，保障长远持续发展。2022 年内，公司在建工程规模扩大超过 1 倍，固定资产增加超 25%，无论是增速还是总量，均明显高于过往水平，在建工程余额更是超过过往 5 年之和，给公司未来的持续发展提供了稳定的保障。

图10 桐昆股份在建工程及固定资产情况（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图11 桐昆股份研发费用投入情况（亿元）

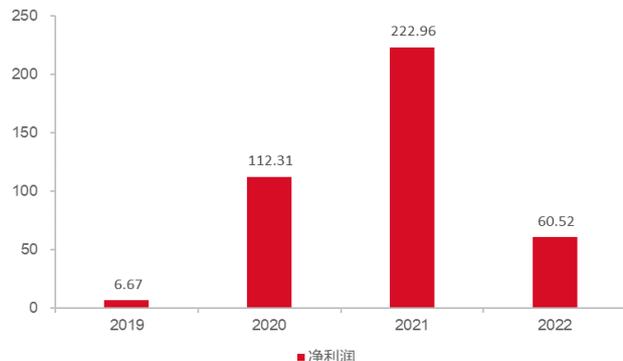


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.5. 浙石化贡献持续发酵

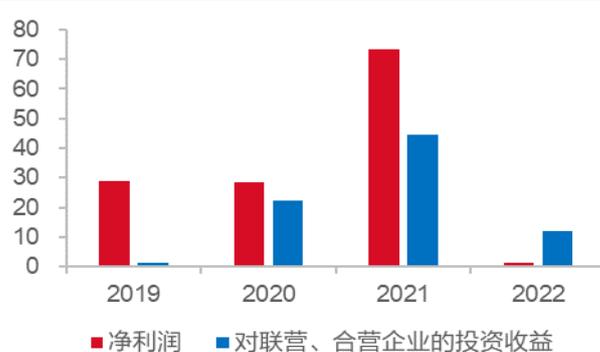
公司持有浙江石油化工有限公司（浙石化）20%股份，浙石化是目前全国单体规模最大的炼化一体化项目，产能达 4000 万吨/年，下游布局 1180 万吨/年芳烃及 280 万吨/年乙烯产能。公司参股浙石化的直接收益包括：**1）强化上游原料来源。**公司向浙石化及昆盛石油（桐昆股份与浙石化控股公司荣盛石化的合营企业，桐昆股份持股 51%）采购 PX、MEG 等原材料，在国内 PX 供需偏紧的状态下保证原料供应数量及价格的稳定性。**2）投资收益持续兑现。**我们认为当前浙石化的加成作用未在公司市值中显著体现。公司报告披露 2020 年—2022 年分别确认浙石化的投资收益 22.3、44.6、12.11 亿元。2023 年第一季度由于原油价格波动，对浙石化收益产生一定影响，但随着下游需求回暖以及浙石化下游 EVA 等新材料的持续布局，将进一步贡献业绩增量。

图12 2019-2022 年浙石化净利润（亿元）



资料来源：公司公告，荣盛石化年报，东海证券研究所

图13 公司净利润与投资收益对比（亿元）



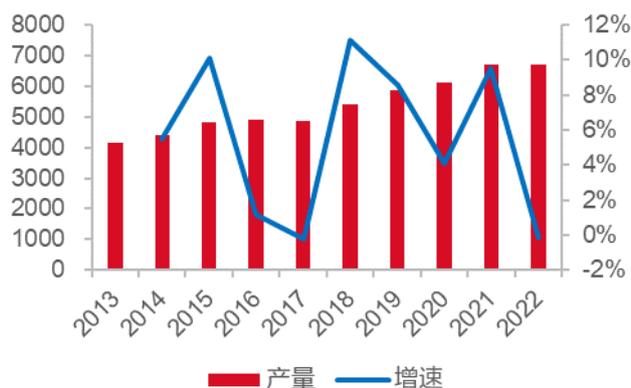
资料来源：公司公告，荣盛石化年报，东海证券研究所

2.涤纶长丝景气度有望回暖，龙头优势凸显

2.1.终端需求改善，产业有望回暖

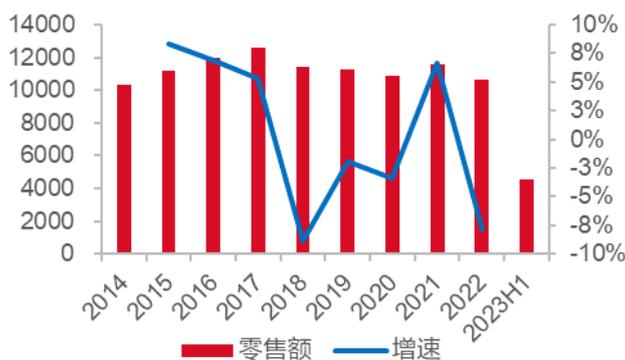
涤纶长丝需求格局极大程度受到纺织制品的需求影响。2022年，化纤产量近四十年来首次出现负增长。根据中国化纤协会统计，2022年受产销压力和疫情扩散影响，旺季表现不如往年，化纤产量为6488万吨，同比微减0.16%。国家统计局数据显示，2022年全国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比减少7.9%。消费刺激效果有限，国内下游市场需求修复受阻，叠加鞋服回收产业发展及服装消费需求转向文化、品牌、时尚消费，下游服装行业面临转型压力，增速下降。

图14 全国化学纤维产量(万吨)及增速(%)



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

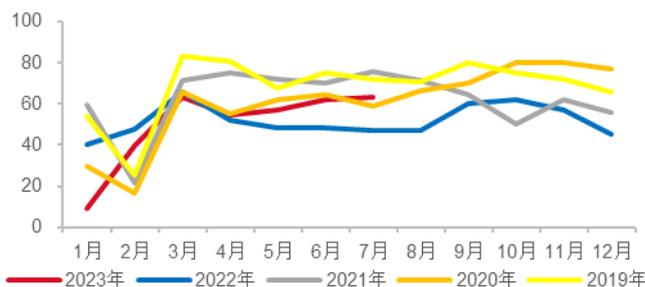
图15 服装鞋帽、针纺织品类零售额(亿元)及增速(%)



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

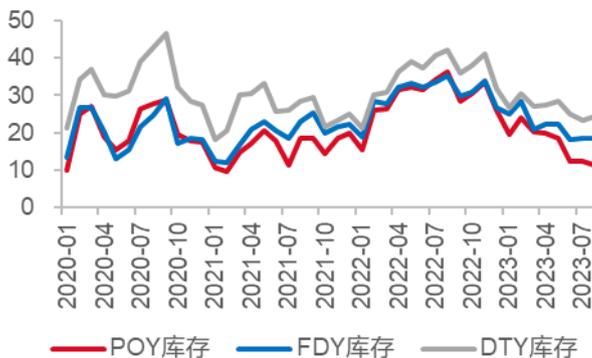
进入2023年，随着疫情的有效管控，刺激居民消费需求，终端需求得到修复。涤纶长丝去库明显，年初至今，库存天数震荡下行，截至7月，POY/DTY/FDY库存天数同比下降21.85/15.03/17.42天。江浙地区化纤纺织企业的开机率逐月攀升，7月份达到63.45%，同比增加16.46pct，较年初提升54.19pct。纺织业传统旺季在8-10月，今年7月开工率已超过去年旺季月份开工水平。

图16 纺织企业化纤开机率：江浙地区(%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图17 涤纶长丝库存天数(天)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

终端回暖趋势有效传导，涤纶长丝内需改善。2023年上半年，长丝市场随着终端需求提振同步上行。2023年6月国内长丝表观消费量为251.2万吨，同比增加27.47%。二季度表观消费量共计725.7万吨，为五年来最高水平。产能利用率同时提升，6月产能利用率为

85.1%，比起年初提高 37.4pct，由于疫前旺季产能利用率可维持在 95%左右，我们预计长丝去库后产能利用率可进一步修复。

图18 聚酯长丝国内表观消费量（万吨）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图19 聚酯长丝产能利用率（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

长丝出口坚挺，维持较高水平。近年来纺织品服装产业逐步向东南亚国家转移，对原料端涤纶丝需求增加。印度作为我国涤纶长丝头部出口国，占出口份额的 10%以上。根据印度工业生产指数显示，印度服装和纺织品行业 2023 年一季度呈现较高景气度，二季度开始回落，不过当前长丝出口额较稳定，未受到终端影响。根据海关数据，我国长丝 2023 年上半年累计出口同比增长 26.54%。

印度宣布 BIS 强制认证时间延后，刺激出口前置，后续待观察印度东南亚等地需求情况。印度官方宣布涤纶长丝 FDY、POY 的 BIS 认证时间延后至 2023 年 10 月 5 日，为应对认证通过的不确定性，大部分厂家会选择出口前置。预计短期内长丝出口仍会维持坚挺态势。

图20 印度工业生产指数：服装



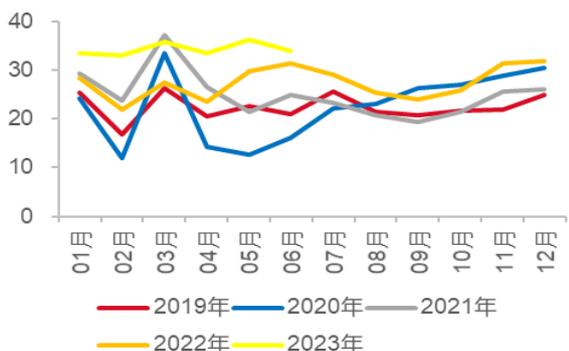
资料来源：wind，东海证券研究所

图21 印度工业生产指数：纺织品



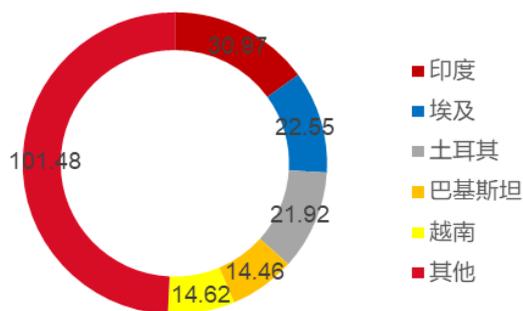
资料来源：wind，东海证券研究所

图22 涤纶长丝出口数量（万吨）



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

图23 2023 年 H1 涤纶长丝出口分布（万吨）

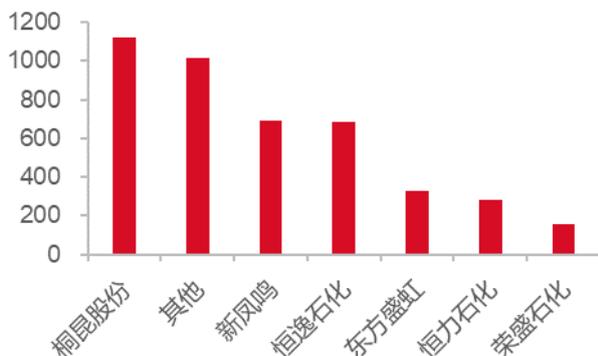


资料来源：隆众石化，东海证券研究所

2.2.集中度提升明显，龙头企业充分受益

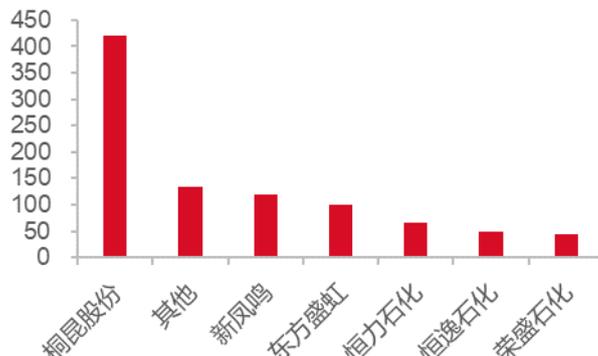
行业集中度提升明显。2022年聚酯涤纶长丝直纺新增产能为294万吨，2022年存量直纺产能行业前6家占比从2021年的68%提升到了74%。行业竞争格局从充分竞争的态势，逐步演变成以行业龙头企业之间的全方位竞争格局为主。

图24 涤纶长丝产能分布情况（万吨）



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

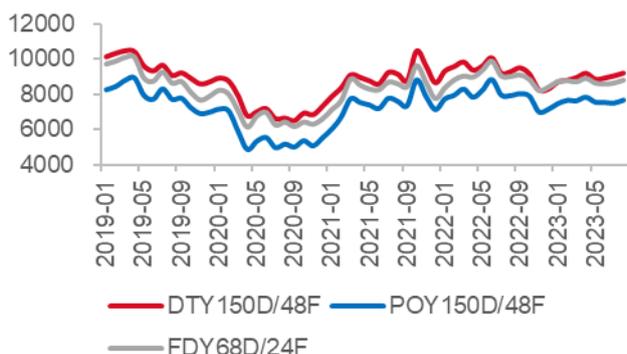
图25 2022年至今涤纶长丝新增产能情况（万吨）



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

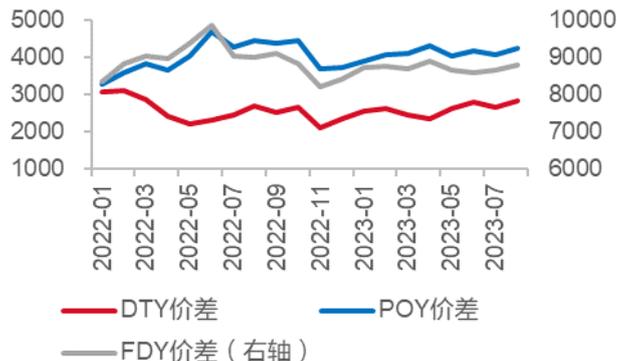
长期来看，长丝价差有望修复。2023年上半年，原油价格先跌后涨，成本面支撑强势。需求端整体表现为旺季不旺，5月作为纺织业传统淡季，需求更加稀缺，长丝价格持续承压下行，价差收窄，6月末长丝在端午节后产销小幅攀高，价格维持稳定。截至7月，长丝价格维持小幅上涨趋势。一方面，原油市场走势上行，且国内受台风影响，PTA装置减产，成本端支撑保持强势，且下半年包含国内传统纺织旺季9月、10月，由于提前备货需求，长丝价格提振往往在8月率先开启，因此看好2023年下半年长丝价差回暖。

图26 涤纶长丝价格走势（元/吨）



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

图27 涤纶长丝价差走势（元/吨）



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

行业利润将向龙头企业集中。涤纶行业作为资金密集型行业，进入行业的资金门槛高，头部企业投入大，龙头优势愈发明显，且行业内头部企业经多年深耕，已积累丰富的生产、科研经验，技术水平领先，先发优势大，马太效应愈发明显，行业竞争态势逐渐从较为分散的垄断竞争过渡到寡头竞争，预期涤纶长丝行业的龙头企业未来利润中枢将会逐渐上移。

3.护城河：产业链一体化和产品差异化，技术先进性和区位协同性

3.1.MEG、PX：打通上游，原料成本优势

MEG 是涤纶长丝和聚酯切片的重要原材料，对公司下游生产成本影响巨大。公司于 2021 年成立全资子公司新疆中昆新材料，新建 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目，采用国际先进的氧化偶联法乙二醇生产工艺，形成年产 120 万吨乙二醇生产能力，项目预计投产时间为 2023 年 10 月。2022 年，公司共外购乙二醇 262 万吨，原料部分自供可显著缓解外购压力。

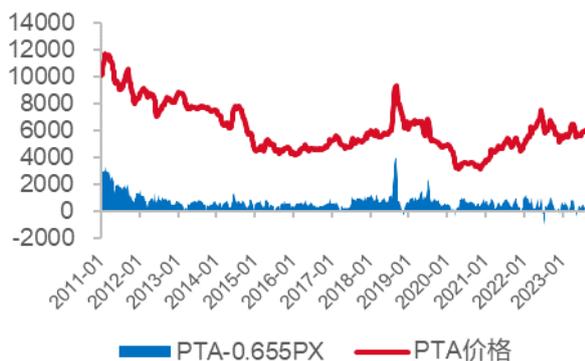
表1 中昆新材料 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目建设规划

产品	年产量 (万吨)	投资额	年营业收入	税后利润
聚酯级乙二醇	20	99.42 亿元	预计 49.656 亿元	预计 6.55 亿元
一级品 DMC	5.4			
95%乙醇	0.82			
轻质二元醇	3			
重质二元醇	0.8			

资料来源：公司公告，东海证券研究所

PX 是生产 PTA 的主要原材料，由于产能有限，始终存在成本高企及供应不稳定的情况。公司参股 20% 的浙石化现有 PX 总产能达 900 万吨/年，且正在布局的泰昆石化建设项目包含 520 万吨/年的 PX 产量，有望保证 PX 的稳定供应，有效降低上游成本波动风险。

图28 PTA 价格、价差走势（元/吨）



资料来源：隆众石化，同花顺东海证券研究所

图29 PX 价格、价差走势（元/吨）

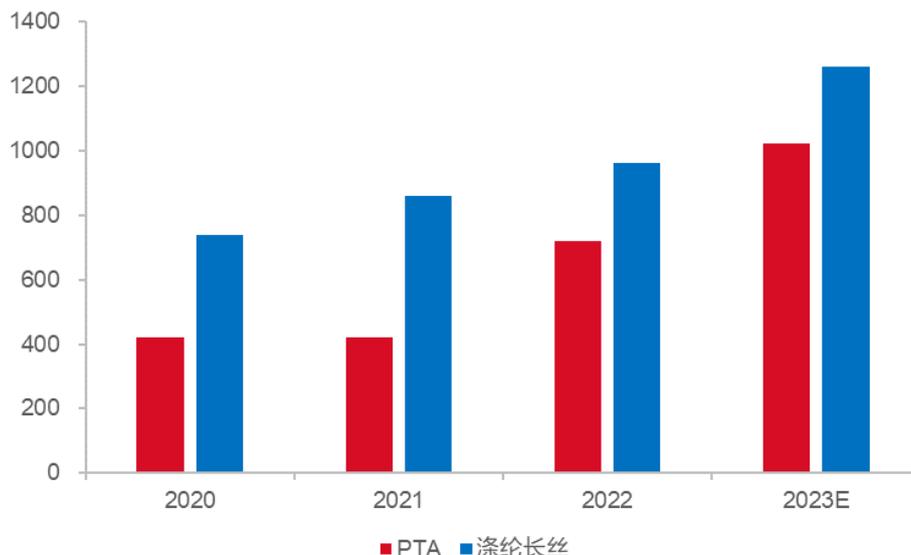


资料来源：隆众石化，东海证券研究所

3.2.PTA：产能扩张，技术装置先进优势

PTA 自有产能扩张，实现外购替代。公司生产的 PTA 基本自用，缺口部分向市场采购。截至 2022 年末，公司拥有 720 万吨 PTA 的年生产能力，2022 年向外采购量为 248 万吨。嘉通 PTA 二期预计 2023 年底全部投产，产能增至 1020 万吨/年，全部产能基本实现自供。

图30 公司 PTA 与涤纶长丝产能同步扩张（万吨）



资料来源：公司公告、东海证券研究所

PTA 装置始终采用前沿技术，把控能耗物耗能力行业内持续领先。嘉兴石化、嘉通能源 PTA 项目均采用引进了国际上先进成熟、稳定可靠的 INVISTA 工艺。以嘉兴石化项目为例，P8 较之前的 P7 技术每生产一吨 PTA 所消耗的 PX 和醋酸分别下降 6kg 和 5kg，发电量由一期项目 25kWh/tPTA 大幅提升至二期项目 110kWh/t-PTA，自产电量除满足一、二期装置自身需求外，还有大量电力富余。

嘉通能源采用 INVISTAP8++ 专利工艺技术，基于 P8 工艺再次优化，主要优点在于：

1) 充分利用余热发电，提升电力自给率。本项目设置 PTA 装置氧化单元尾气能源回收系统，充分利用氧化反应产生尾气和副产蒸汽，通过氧化空压机的膨胀机和蒸汽透平发电，实现生产电净输出(55kwh/tPTA)；聚酯装置副产低压蒸汽，采用 ORC 径流透平膨胀技术，30t/h 低压蒸汽可以发电 2200kW，预计 300 万吨/聚酯装置可以发电 11000kW/h，以“自发自用”原则，本项目聚酯装置电力自给率可以达到 45%。

2) 氧化单元处理优化，降低能耗成本。氧化尾气采用低温催化氧化处理技术，不必添加助燃剂(甲醇)；氧化反应尾气加热系统设计优化，不再使用次高压蒸汽加热，使用催化氧化处理后的尾气加热；氧化单元工艺进一步优化，缩减流程，降低能耗，既节省设备投资，又提高能量回收效率。

3) 采用精制母液 PX 萃取技术，回收水中副产品含量低，直接作为精制溶剂循环使用，使氧化反应器可以以更温和的条件操作；并回收精制母液中 PT 酸套用，降低 PX 消耗。与 P8 的精制母液 PX 萃取流程相比，管路优化，设计更简单，投资更省。

4) CTA 压滤设计优化，压滤机过滤能力更大，并从过滤液中回收 HAC，降低 HAC 消耗；

5) 产品中 PT 酸含量低(100~120ppm)，更优于作为纺丝用聚酯原料，有利于后续聚酯化纤产品向高档差别化纤维发展。

表2 公司 PTA 项目技术更新对比

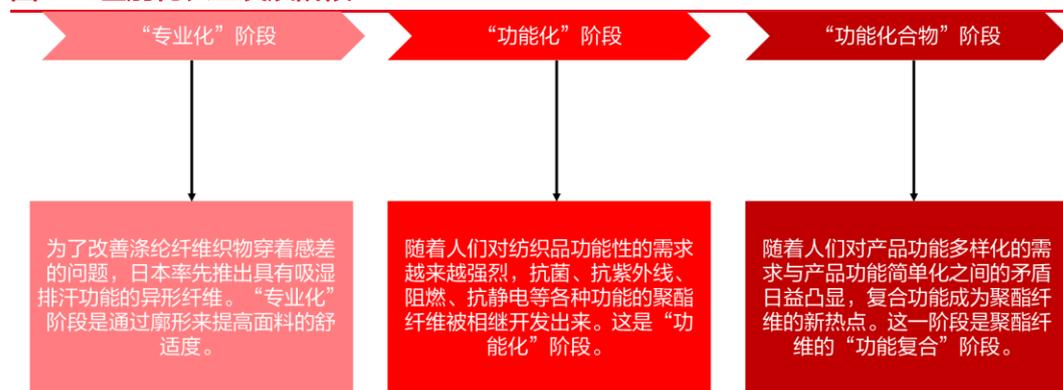
	单位	嘉兴石化一期	嘉兴石化二期	嘉通能源
投产时间	-	2012	2017 年底	预计 2023 年年底
PTA 产能	万吨/年	150	220	500
技术标准	-	INVISTA-P7	INVI TA-P8	INVISTA-P8++
建设投资	亿元	34.94	30.4	180
(吨投资)	万元	0.233	0.138	/(项目包含聚酯等产能,无法独立测算)
原料消耗				
PX 消耗	kg/tPTA	658	652	降低
醋酸消耗	kg tPTA	38	3	降低

资料来源：各项目环评，东海证券研究所

3.3.涤纶长丝：技术领先，产品布局多元化、差异化

产品差异化将成为长丝行业长期发展的主流趋势和核心竞争力。从市场需求的角度，随着生活水平的日益提高，消费者对服装用料在外观、手感、舒适性、功能性等方面提出了更高的要求，这些要求加速了特种长丝在弹性、吸湿快干、抗静电、抗起球、阳离子染色、易染色、光泽、蓬松等。同时，市场工业化、智能化科技纺织品需求的快速发展，推动了阻燃、高强、导电、医用、环保等高品质功能纤维的升级和发展。从生产企业的角度，由于差别化纤维细分市场更小，企业前期的研发投入与下游需求可以更精准的对应，并形成成本支撑。企业对于独有品类的议价能力更强，因此差异化产品也是龙头企业未来发展的核心竞争力。

图31 差别化长丝发展阶段



资料来源：Decon 官网，东海证券研究所

公司享有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”美誉。公司涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、ITY、中强丝和复合丝六大系列 1000 多个品种，规格齐全，产品差别化率连续多年高于行业平均水平。多产品矩阵模式一方面可以让公司在细分市场获取超额利润，另一方面又可以尽可能满足客户对于各类丝品的全部需求，有助于通过以点带面的方式促进公司销售渠道建设。

表3 公司细分产品矩阵

产品类别	细分产品				
POY	POY 半消光	POY 大有光	POY 阳离子	POY 全消光	POY 有色丝
FDY	FDY 半消光	FDY 大有光	FDY 阳离子	FDY 高弹丝	
DTY	DTY 半消光	DTY 大有光	DTY 阳离子	DTY 全消光	DTY 氨纶包覆丝
涤纶布	平纹面料	斜纹面料	缎纹面料	提花面料	防羽面料
新材料	铝板带	箔轧卷带包装	铸轧卷	塑料托盘	
其他产品	PTA	纺丝助剂	乙二醇锑	钛白粉	色母粒

资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司是长丝行业技术“领头羊”，技术领先带动降本增效。公司在差异化、智能化、绿色化方面不断进行突破，巩固行业领先的地位，近年代表性技术成就包括：1) 2014 年由公司牵头主导的超大容量高效柔性差别化聚酯长丝成套工程技术开发项目；2) 多功能差别化聚酯纤维绿色制造与应用技术集成创新项目；3) 功能性聚酯纤维新材料智能制造新模式应用项目。4) 2022 年公司牵头制定的行业标准《涤纶预取向丝动态热应力试验方法》成功完成 ISO 国际标准立项，目前已处于委员会草案（CD）阶段并成功中标 2022 省级标准国际化试点项目。

表4 公司近年代表性技术成就

技术名称	所获荣誉	技术突破	应用效果
超大容量高效柔性差别化聚酯长丝成套工程技术	2014 年度国家科技进步奖二等奖	1) 开发双连续相、双头双排多孔、联体环吹、低张力与应力自动补偿等纺丝技术与 FDY 微油牵伸技术,提升聚酯纺丝的效率与品质。 2) 开发大容量差别化聚酯纤维制备技术,实现亲水深染、高密度扁平、粗旦、中强及混纤等纤维规模化生产。 3) 开发脱过热加热,酯化余热、废水及废气综合回收利用。 4) 大容量物流智能化等节能与物流工程集成技术,实现大容量聚酯纤维的低耗、环保、智能化生产。	一头两尾 40 万吨聚酯直纺装置; 成功开发多孔、粗旦、中强,扁平等差别化涤纶长丝等省级以上新产品 58 个; 2009-2012 年累计节约标煤 48.6 万吨,减少二氧化碳排放 126.4 万吨。
多功能差别化聚酯纤维绿色制造与应用技术集成创新	2019 年度中国纺织工业联合会科技进步一等奖、2020 年度浙江省科技进步一等奖	1) 率先设计开发全球首条“一头三尾”20 万吨/年差别化聚酯纤维熔体直纺装置,满足多功能差异化品种高效、高质、低耗制备,在单套装置上实现 5 个系列 1000 多个规格产品的生产,大幅提高熔体直纺聚酯的绿色定制能力与水平。 2) 创新研发了聚合和纺丝的紧凑一体柔性化技术。实现聚合、纺丝在同一车间高度集成,熔体输送时间降低 30%,黏度降低 0.003dl/g,大大拓展多功能差别化纤维高质量绿色制造的范围。 3) 研发了高抗静电油膜上油及无水牵伸成套技术。攻克无水油膜高速牵伸纺丝的高静电瓶颈,开发免除预网、水分蒸发及油剂飞溅的短程低阻牵伸技术,能耗降低 25%,挥发物降低 90%,大幅提升功能性差别化 FDY 的绿色制造水平。 4) 创建了聚酯纤维全流程绿色管控及产品评价体系。攻克多组分共聚、不同物性材料原位聚合的成分混杂的废水高效回	6000 吨/年功能性母粒、5000 吨/年高抗静电 FDY 油剂、20 万吨/年全流程绿色聚酯纤维示范线; 近三年项目共新增销售收入 29.8 亿元,新增利润 22711 万元;产品能耗比同行业的综合能源 I 级标准低 20%。

		收分离回用技术，开发聚酯一体化综合能效管理与分析技术。	
功能性聚酯纤维新材料智能制造新模式应用	2021 年度中国纺织工业联合会科技进步一等奖	<p>1) 率先开发功能性聚酯纤维数字孪生与交互运行技术。攻克熔体直纺功能性聚酯纤维产品品质波动、研发周期长等难题，缩短熔体管线长度 20%以上，减少热降解，仿真 PET 聚合纺丝加工过程，优化工艺，提高产品开发成功率、效率。</p> <p>2) 开展功能性聚酯纤维智能车间体系构建及关键节点智能融合技术升级。开发大容量聚酯装置国产化 DCS、化纤定制型 TK-MES、APC 及 EMS 等系统，实现功能性聚酯纤维自动化与数字化生产。</p> <p>3) 开发功能性聚酯纤维大数据平台构建与协同制造技术。建立产业链上下游协同工业大数据平台，实现生产装置控制级应用与企业管理的智能互联互通及综合集成。</p>	<p>30万吨/年绿色功能性聚酯纤维智能工厂；</p> <p>运营成本降低 62%，产品研发周期缩短 53%，不良品率降低 44%，劳动生产效率提高 22%，单位产品能耗降低超过 14%，新增效益 27035 万元。</p>

资料来源：公司官网，公司公告，东海证券研究所

后续储备项目充足，持续扩充产品矩阵，差异化特色明显。公司当前在建项目累计资本投入超过 247 亿元，在建产能涵盖 PTA、MEG、聚酯、纺丝及配套电力、仓储等项目，项目建成后将实现 PTA-聚酯-纺丝连续生产，进一步提高公司产业链一体化水平。另外，公司后续产品布局更偏重于差别化、功能性产品，例如沭阳项目投入 240 万吨新型绿色功能性纤维、年加工 90 万吨 DTY 纤维和 25 万吨高端面料坯布；恒超二期年产 60 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目等。

表5 公司重大投资项目

项目名称	产能	项目进展	累计资本投入
桐昆（洋口港）聚酯一体化项目	年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝项目	1#-5#聚酯车间开机生产；6#聚酯车间安装基本完成；7#、8#聚酯车间土建及安装正在进行，预计 2023 年底全部投产。配套热电联产扩建项目预计 2023 年 Q2 全部投用。	170.83 亿元
桐昆（沭阳）年产 240 万吨长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目	年产 240 万吨新型绿色功能性纤维、年加工 90 万吨 DTY 纤维和 25 万吨高端面料坯布	CP1 聚酯装置于 2023 年 Q1 试生产；CP2、CP3 土建已完成，聚纺车间正在安装中，CP2 聚酯装置预计 Q2 投产，CP3 聚酯装置预计 Q3 投产；CP4 聚纺车间土建施工已完成。加弹一、二车间土建已经完成，目前加弹机开机 60 台。织造一车间已经投产。	41.85 亿元
新疆中昆新材料 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目	年产 120 万吨乙二醇	预计投产时间 2023 年 10 月。	3.36 亿元
恒超二期年产 60 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目	年产 60 万吨差别化纤维	目前已试生产，预计 2023 年底全部开完。	16.03 亿元
新疆宇欣新材料有限公司阿拉尔桐昆智能纺织产业园项目	年产 100 万吨聚酯纤维，15 万吨加弹，10000 台织机及配套印染项目	一期 30 万吨聚酯装置已经于 2023 年 Q1 试生产，后续根据下游市场进行后续建设。	15.48 亿元
安徽佑顺年产 120 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目	年产 120 万吨轻量舒感功能性差别化纤维、回收乙	2022 年 3 月 7 日开工建设	57.65 亿元（预计投资

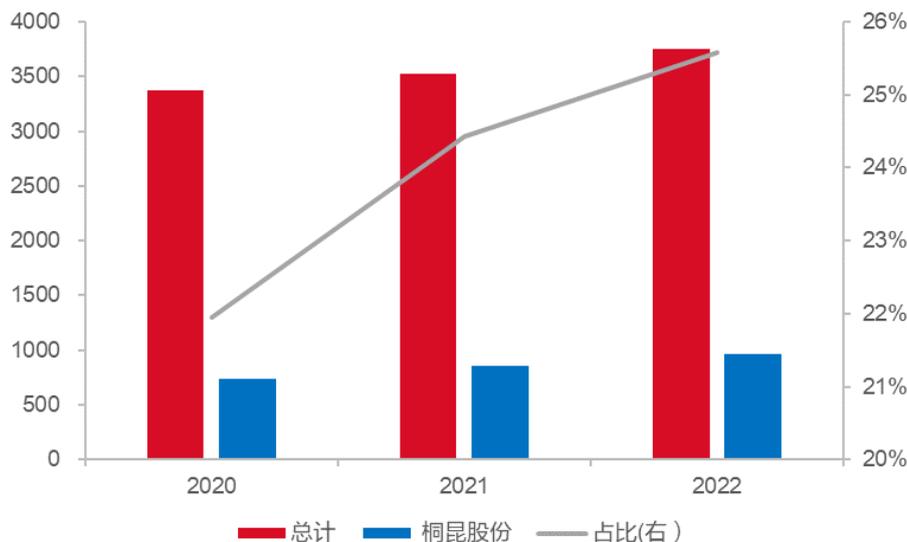
醛 3168 吨

总额)

资料来源：公司公告，东海证券研究所

受益于公司产品的多元化、差异化，公司品牌客户粘性高，市占率逐年提升，龙头地位稳固。据公司年报公告，2001-2022 年公司连续 22 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，具有较大的市场话语权。我们认为随着长丝行业产能集中度进一步提高，公司有望继续凭借规模优势和技术优势，在产品的差异化竞争中占据有利地位，市占率将继续提升。

图32 桐昆股份涤纶长丝市占率变化（以产能计算，万吨/年）



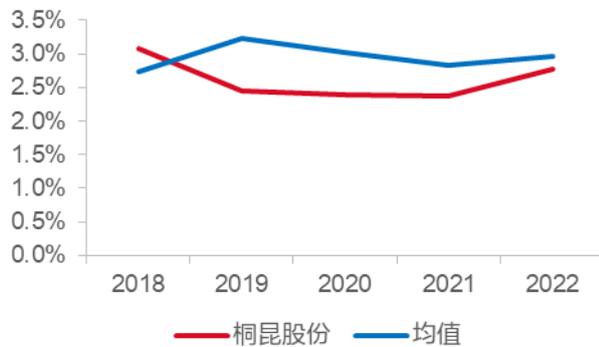
资料来源：公司公告，隆众石化，东海证券研究所

3.4. 区位协同优势显著

公司主要基地分布集中，靠近消费市场，协同效应明显。涤纶长丝行业生产基地要求高，除靠近上下游外，还需要足够的公用工程设施配套。公司主要的桐乡总部基地、洲泉基地、嘉兴港区基地、湖州恒腾基地、江苏恒阳基地、嘉通能源基地均位于长三角地带，地区经济发达，公用工程设施配套完善，且都紧邻轻纺原料及化纤市场，这些地区的涤纶长丝消费量占到国内总量的 80%。公司优越的地理环境带来了更低的生产、物流成本，增强了公司的市场影响力及客户粘性。

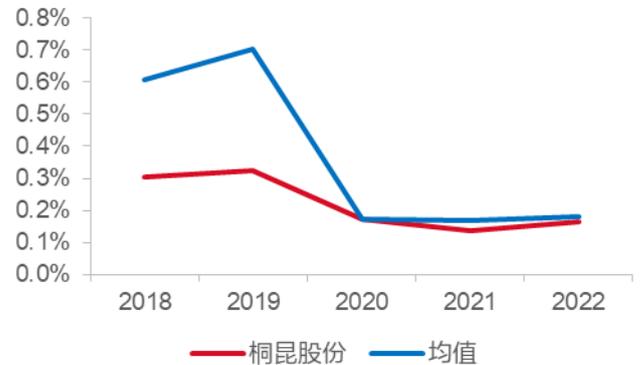
区位优势带来较低的费用率。我们比较了公司与长丝市占率前六的其他公司¹的期间费用占比，可以看出公司在发展扩张的同时实现了有效的费用管控。2022 年的期间费用率为 2.78%，较 2018 年降低 0.3 个百分点。三项期间费用中，销售费用控制能力突出。我们认为，这主要得益于公司的区位优势。公司厂区位于长三角地带，主要基地分布集中，靠近消费市场，且产业布局靠近下游市场，客户粘性强，都对销售费用的控制起到了积极作用。

图36 桐昆股份及其他企业期间费用率（%）



资料来源：各公司公告，东海证券研究所

图37 桐昆股份及其他企业销售费用率（%）



资料来源：各公司公告，东海证券研究所

3.5.绿色智能化生产标杆

公司以绿色为发展底色，成为全省首家“无废集团”建设试点。2022年4月，工业和信息化部、发改委两部委联合发布《关于化纤工业高质量发展的指导意见》，强调我国化纤工业企业应推进绿色低碳转型，促进节能低碳发展，绿色化发展已成未来我国化纤企业发展的必由之路。桐昆集团恒超、恒腾两家公司2022年获得省级“绿色低碳工厂”等称号，并将绿色理念贯穿于产品全生命周期，集成创新应用绿色催化剂制备与连续聚合、聚酯产业链废料废水废气高效回收分离及多通道回用技术等绿色低碳技术，推动涤纶长丝上下游产业链的绿色制造，推进无废集团建设。

图38 公司省级“绿色低碳工厂”



资料来源：公司官网，同花顺东海证券研究所

图39 公司恒邦厂区自动化车间



资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司作为聚酯涤纶行业能效“领跑者”，综合利用多种先进工艺和设备，以及数字化管理模式，打造了具有行业领先的成本优势：

¹ 长丝市占率前六公司包括：桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹、荣盛石化。

（一）提高煤炭利用效率，建设光伏发电系统。大型循环流化床锅炉替代燃煤链条炉，锅炉燃烧效率由 85%提升至 90%以上，年节约 1.5 万吨标准煤。建设智慧热电云系统，通过煤炭燃烧控制、负荷调控等，提升蒸汽供应稳定性，提高供热转换效率，年节约 5000 吨标准煤。恒阳化纤有限公司屋顶分布式光伏项目总容量 124MW，预计年均发电量达 1.29 亿千瓦时，每年可提供清洁电能 2315 万千瓦时，平均每年可节约标煤 3.97 万吨。

（二）采用熔体直纺一步法等先进工艺技术装备。采用熔体直纺一步法工艺，实现 PTA—熔体（PET）—长丝（POY、FDY）一步生产。采用中纺院大型化柔性聚酯装置、国产大容量纺丝机，并在长丝生产关键设备卷绕头上选用德国巴马格、日本 TMT 等先进设备。配置智能巡检机器人、智能落筒机器人、智能输送及自动包装流水线、立体仓库等智能化设备，建成无人工厂、黑灯车间，有效降低劳动力成本。积极研发生产仿羊绒聚酯纤维等高附加值产品，以及特黑丝、可降解纤维等节能低碳产品。

（三）建设余热发电机组，实现能源梯级利用。建成 6 套有机朗肯循环余热发电机组，单套设备实际发电功率 230 千瓦左右，每年发电量近 600 万 kWh。积极推行酯化蒸汽余热发电技术，在公司下属 8 家企业完成 50 余套装置安装和投运工作，实现年发电量 5627 万 kWh，相当于节省 1.60 万吨标煤，减少 3.96 万吨二氧化碳排放。

图40 酯化蒸汽余热发电机组



资料来源：中国工业和信息化部官网，同花顺东海证券研究所

图41 空压机改造



资料来源：中国工业和信息化部官网，东海证券研究所

（四）实施空压机节能技术改造。将原有活塞式空压机更换为阿特拉斯离心式空压机，并根据用气现状，调整空压机额定压力和产气量，减少空压机电耗及压缩空气浪费。将加弹机上原有异步电机更换成永磁同步电机，并配备变频器，单台加弹机电耗下降超过 5%。

（五）建设能源数字化管理平台。具有能耗数据跟踪、重点用能设备建模、主要用能指标分析、用能异常预警和反馈等功能，实现能耗数据的全方位展示、实时跟踪分析、预警反馈等。

4.打造东盟炼化+钦州化工“双基地”

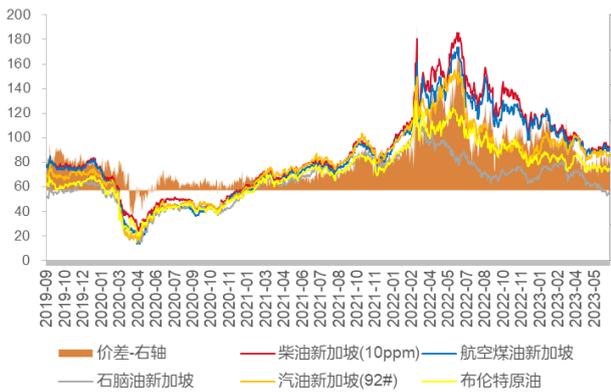
4.1.炼化“出海”，开启新征程

国际巨头能源转型带来一定供给缺口。2020 年以来，五大国际石油公司都制订了到 2050 年实现“净零”目标。其中美国石油巨头将重点放在碳捕捉、碳封存的相关技术开发，和利用技术进步带来的生物质能的充分利用。而欧洲等国际石油巨头，将重点转移在可再生能源、清洁电力等方向。尽管海外巨头纷纷调整投资方向，但石化产品需求拐头仍需时间，因此造成了某些区域的供需错配。成品油供给缺口在东南亚、澳洲这些需求较旺盛地区表现

突出，如东南亚本身就存在约 1.07 亿吨成品油缺口（2020 年数据），俄乌冲突也间接使得中东地区成品油供应紧张，并且中国作为亚太地区主要成品油供应国，成品油出口配额也有所缩减。

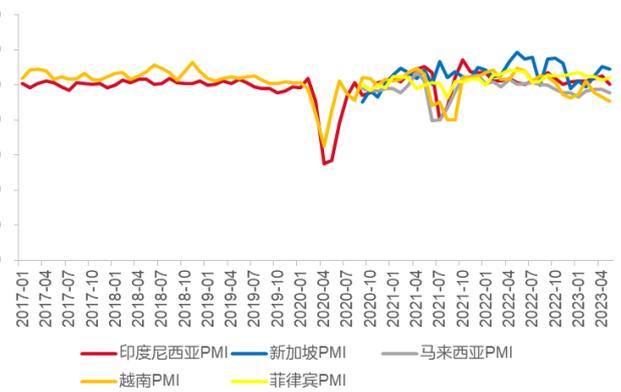
东南亚等需求较好区域存在投资机遇。东南亚各国制造业 PMI 在疫情后较快回暖，目前除越南和马来西亚外其他国家均处于荣枯线以上，经济整体富有活力，对石化产品的需求有望持续增长。此外，中国-东盟自贸协定以及 RECP 的签订生效为中国与东盟的长期经贸合作奠定了坚持的基础，也为我国石化企业在亚太地区发展创造了更为优惠、便利的条件。

图42 新加坡成品油裂解价差（美元/桶）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

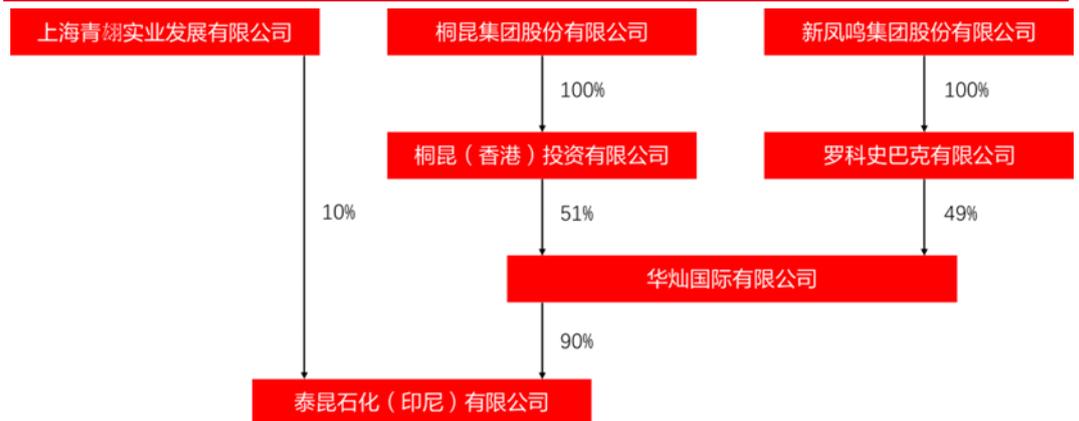
图43 东南亚主要国家 PMI 情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

投资 86 亿美元，建设国际化炼化项目。公司于 2023 年 6 月 26 日发布公告，参股泰昆石化（印尼）有限公司比例超 45%，布局海外项目，项目建设内容包括炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施。项目规模为 1,600 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）产能 520 万吨/年，乙烯 80 万吨/年。项目建成后，预计年均营业收入 1,043,821 万美元，年均税后利润 132,762 万美元，税后财务内部收益率 16.68%，税后投资回收期 9 年（含建设期 4 年）。

图44 泰昆石化（印尼）有限公司持股结构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

国内市场方面，项目可进一步加强公司上游原料的自给能力，提高公司抵御周期性波动影响的能力。预计到“十四五”末，泰昆的两大股东桐昆股份与新凤鸣两集团将拥有超 2,000 万吨 PTA、2500 万吨涤纶长丝年生产能力，对上游大宗原料对二甲苯（PX）的年需求量达 1300 万吨。长期以来，国内 PX 供给一直不足，进口依存度高，近年来醋酸价格也波动较大，这些都制约了纺织产业的发展。该项目对二甲苯（PX）产能规模达 520 万吨/年，运回

国内后供给桐昆和新凤鸣两集团在浙江、江苏的生产基地使用，加快发展下游 PTA 聚酯纺丝产业，增强发展竞争力。

表6 泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目主要产品

产品	规划实产产量（万吨）	产品市场
成品油	430	印尼国内市场
硫磺	45	
PX	485	中国国内市场
醋酸	52	
苯	170	
丙烷	70	
正丁烷	72	
FDPE	50	中国、印尼及东盟市场
EVA（光伏级）	37	
聚丙烯	24	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

国际市场方面，项目满足印尼市场的迫切需求，产能消化有所保障。体现在以下两点：

1) 印度尼西亚成品油需求空间广阔。印度尼西亚人口居世界第四位，是东南亚最大的经济体，近十年 GDP 的 CAGR 约 3.4%。印尼国内成品油严重依赖进口，印尼国油公司（Pertamina）的六座石化炼油厂均建设于 2000 年以前，现有炼油产能 6000 万吨/年，炼油装置产能、规模、技术装备水平与印尼国民经济发展水平严重不匹配，印尼国油公司反馈国内产能只能满足 60%国内成品油需求量，每年的汽柴油进口量在 1300 万吨左右。因此公司印尼炼化项目的成品油产能及先进生产技术具有极大的需求空间。

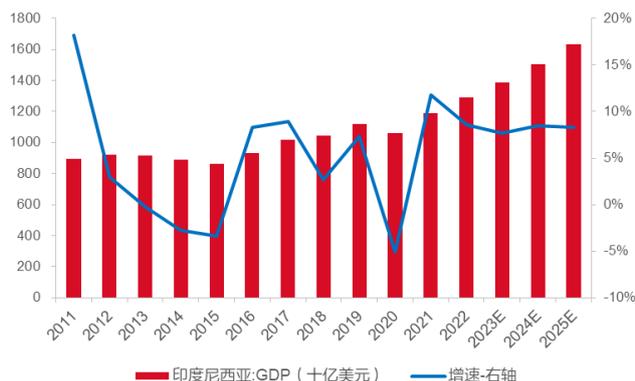
表7 印度尼西亚炼厂统计

国家	炼油厂	公司集团	炼油产能（千桶/天）
印度尼西亚	Balikpapan	Pertamina	260
	Balongan	Pertamina	125
	Kasim	Pertamina	10
	Cilacap	Pertamina	348
	Dumai	Pertamina	170
	Plaju	Pertamina	118
	Tuban	TPPI	100

资料来源：各公司官网、网络公开信息整理，东海证券研究所

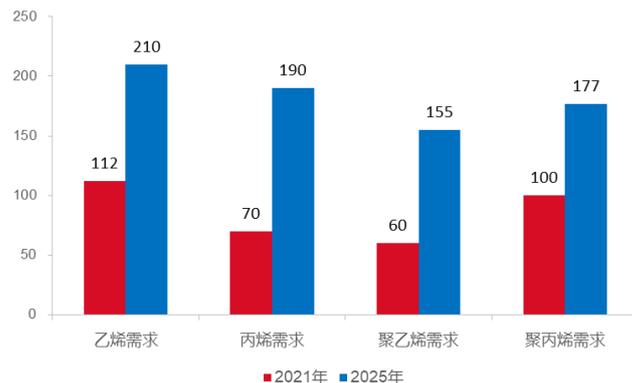
2) 印尼石化产业发展相对落后，约 70%的石化产品依赖进口。印尼工业部预计，未来印尼对乙烯、丙烯等主要石化原料的需求将快速增长，到 2025 年，乙烯需求将由当前的 112 万吨增加至 210 万吨，丙烯由 70 万吨增加至 190 万吨，聚乙烯由 60 万吨增加至 155 万吨，聚丙烯由 100 万吨增加至 177 万吨。泰昆石化项目包含聚乙烯、聚丙烯等多种石化产品，届时靠近印尼消费腹地，享有较好销售优势。

图45 印度尼西亚近十年 GDP 情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 2025 年印尼石化需求展望（万吨）



资料来源：国家煤化工网，东海证券研究所

4.2. 布局钦州绿色化工基地

公司布局钦州绿色化工基地一期化工新材料项目，打通“一带一路”重要承接点。广西钦州市是北部湾经济区南（宁）北（海）钦（州）防（城港）的中心位置，贴近中国滇黔川渝湘赣以及外围东南亚等非饱和市场，石化产业发展前景和综合建设运营成本优势明显。

- 1) 钦州市位于华南、西南与东盟经济圈的结合部，区位独特，拥有西部地区最近最便捷的出海口，与东盟国家借海相拥、凭海合作，发展面向东盟的临港绿色石化产业具有得天独厚的区位优势；
- 2) 钦州作为西部陆海新通道唯一陆海节点，2017 年以来已有重庆、成都、昆明、宜宾、泸州、贵阳、自贡、兰州等省市的海铁联运班列在此汇集，5 条陆海新通道海铁联运班列常态化运营，内外联动的通道优势和集聚态势不断增强；
- 3) 钦州港被国家及自治区定位为北部湾集装箱干线港和千万标箱集装箱大港，已建成生产性泊位 82 个，其中万吨级以上泊位 35 个，特别是拥有北部湾唯一的 30 万吨级原油码头和一批化工品码头，大进大出的港口优势对产业高质量发展具有重要意义；
- 4) 钦州是国家鼓励和支持发展石化产业的重要区域，2019 年 8 月国务院批复设立广西自贸试验区，明确支持钦州港片区发展面向东盟的临港绿色石化产业。除了享受西部大开发、北部湾开放开发等政策红利外，园区企业还享受自贸试验区等支持政策，多重叠加的政策优势带来发展活力。

我们认为钦州新材料项目可与印尼炼化项目形成良好的区位协同优势，且钦州项目更定位于精细化工产品，也有助于炼化大宗品的下游有效消化。据项目第一次环评公示披露，该项目主要建设 300 万吨/年 PTA 装置、60 万吨/年 PDH 装置、40 万吨/年 PP 装置、20 万吨/年(折 100%)双氧水装置、30 万吨/年 HPPO 装置、15 万吨/年顺酐装置、3 万吨/年 MIBK 装置、15 万吨/年聚醚多元醇装置等，总投资 209.7 亿元。预计项目达产后年产值将达到 200 亿元。

图47 钦州主要交通枢纽展示



资料来源：中国石油和化学工业联合会，东海证券研究所

5.公司估值及盈利预测

我们认为公司目前具备较强安全边际，看好公司长期投资价值。公司当前估值仅有 1 倍 PB，处于近五年 20%分位，具有较强的安全边际；龙头优势下、周期向上时，亦有望获得较高的修复空间。此外，公司布局印尼北加炼化一体化项目有望开启第二成长曲线，投资价值凸显。

图48 桐昆股份 PB 变化



资料来源：同花顺，东海证券研究所

我们基于以下核心假设对桐昆股份进行盈利预测：

- 1) 化纤板块, 长丝新增产能 Q1 已累计投产 150 万吨, 预计 2023 年全年新增产能或达 300 万吨, 总规模有望增至 1260 万吨。
- 2) PTA 板块, 嘉通能源第二套 PTA 预计 2023 年内投产, 投产后产能可达 1020 万吨。理论上公司生产的 PTA 基本自用, 缺口部分向市场采购, 我们根据往年销售数据, 估计未来三年 PTA 销售量为 64/71/78 万吨。
- 3) 投资收益方面, 浙石化分红持续贡献收益, 公司报告披露 2020 年—2022 年分别收到投资收益 22.3、44.6、12.11 亿元。2023 年由于原油价格波动, 对浙石化收益产生一定影响, 但依照荣盛石化公布的二季度业绩来看, 浙石化业绩环比有所修复。随着下游需求回暖以及浙石化新材料项目的持续落地, 将进一步贡献业绩增量。

表8 公司主业营收拆分

单位: 百万元, %		2022	2023E	2024E	2025E
化纤	销售收入	60,280.38	71,072.49	90,029.14	96,459.79
	成本	58,306.89	65,739.67	82,135.32	87,863.27
	销售收入增长率	4.07%	17.90%	26.67%	7.14%
	毛利率	3.27%	7.50%	8.77%	8.91%
其他业务	销售收入	1,712.61	2,019.23	2,557.80	2,740.50
	成本	1,680.90	1,981.83	2,510.43	2,689.75
	销售收入增长率	55.39%	17.90%	26.67%	7.14%
	毛利率	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
石化	销售收入	0.36	0.36	0.36	0.36
	成本	0.35	0.34	0.33	0.33
	销售收入增长率	-99.66%	-	-	-
	毛利率	0.71%	4.97%	6.55%	8.14%

资料来源: 同花顺, 公司公告, 东海证券研究所

预计公司 2023-2025 实现营业收入分别为 730.92 亿元、925.87 亿元、992.01 亿元, 同比增速分别为 17.90%、26.67%、7.14%; 实现归母净利润分别为 11.76 亿元、32.84 亿元、42.86 亿元, 同比增速分别为 423.67%、280.58%、37.66%; EPS 分别为 0.49 元、1.36 元、1.78 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表9 盈利预测与估值简表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	61993.35	73092.08	92587.29	99200.65
增长率(%)	4.84%	17.90%	26.67%	7.14%
归属母公司股东净利润	130.21	1175.99	3284.22	4285.58
增长率(%)	-98.22%	803.15%	179.27%	30.49%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.49	1.36	1.78
销售毛利率	3.23%	7.35%	8.58%	8.72%
销售净利率	0.22%	1.64%	3.61%	4.40%
净资产收益率(ROE)	0.38%	3.29%	8.49%	10.08%
市盈率(P/E)	264.80	29.32	10.50	8.05
市净率(P/B)	0.99	0.96	0.89	0.81

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

注: 数据截至 2023 年 8 月 25 日

6.风险提示

- 1) 原材料和产品价格剧烈波动，影响公司盈利能力；
- 2) 产业链延伸成果不及预期，影响公司跨越周期的能力，增加经营风险；
- 3) 预期外的宏观经济环境变动，偏离公司判断，经营政策无法及时调整。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11669.97	10963.81	13888.09	14880.10
应收票据及账款	1404.93	1112.48	1409.20	1509.86
预付账款	380.34	554.14	701.94	752.08
其他应收款	48.05	61.18	77.49	83.03
存货	7385.65	6576.93	8220.56	8794.25
其他流动资产	1573.29	1283.86	1495.63	1567.46
流动资产总计	22462.24	20552.40	25792.92	27586.78
长期股权投资	18502.12	19191.64	21201.39	24510.58
固定资产	23430.83	27797.33	35216.28	45374.33
在建工程	20482.58	32393.22	40296.70	44200.18
无形资产	2293.98	2108.00	2047.01	2096.03
长期待摊费用	0.48	0.24	0.00	0.00
其他非流动资产	2967.80	3070.05	3128.09	3234.77
非流动资产合计	67677.79	84560.48	101889.47	119415.89
资产总计	90140.03	105112.88	127682.39	147002.68
短期借款	19506.81	32285.25	44824.86	56505.72
应付票据及账款	12498.85	11808.24	14759.21	15789.22
其他流动负债	7071.66	6071.06	7605.01	8137.81
流动负债合计	39077.33	50164.55	67189.08	80432.76
长期借款	15334.98	18147.48	20695.50	22861.38
其他非流动负债	721.31	721.31	721.31	721.31
非流动负债合计	16056.29	18868.79	21416.82	23582.69
负债合计	55133.62	69033.34	88605.90	104015.45
股本	2411.12	2411.12	2411.12	2411.12
资本公积	13732.24	13732.24	13732.24	13732.24
留存收益	18554.66	19607.18	22546.56	26382.15
归属母公司权益	34698.02	35750.54	38689.91	42525.51
少数股东权益	308.38	329.00	386.58	461.72
股东权益合计	35006.41	36079.54	39076.50	42987.23
负债和股东权益合计	90140.03	105112.88	127682.39	147002.68

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	136.42	498.35	1455.34	1304.76
折旧与摊销	2723.16	4021.13	4995.05	6297.07
财务费用	426.72	1404.95	2002.66	2567.39
其他经营现金流	-117.91	782.29	2102.51	3401.95
经营性现金净流量	1072.59	5542.30	10727.15	11035.58
投资性现金净流量	-16291.88	-20310.97	-20542.99	-20872.93
筹资性现金净流量	12824.98	14062.51	12740.13	10829.36
现金流量净额	-2389.98	-706.16	2924.28	992.00

资料来源：同花顺，东海证券研究所

注：提取时间截至 2023/8/25

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	61993.35	73092.08	92587.29	99200.65
营业成本	59988.14	67721.84	84646.09	90553.35
税金及附加	152.09	168.40	213.32	228.55
销售费用	100.93	114.78	145.40	155.78
管理费用	1192.92	1244.61	1576.57	1689.19
研发费用	1654.66	1805.64	2287.25	2450.62
财务费用	426.72	1404.95	2002.66	2567.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	1,231.94	676.88	1,997.10	3,296.54
公允价值变动损益	29.99	-	-	-
营业利润	-362.52	1312.05	3695.60	4827.73
其他非经营损益	-	-	-	-
利润总额	-325.39	771.40	2933.91	4038.79
所得税	-325.39	1329.57	3713.11	4845.24
净利润	-461.80	132.96	371.31	484.52
少数股东损益	136.42	1196.61	3341.80	4360.72
归属母公司股东净利润	130.21	1175.99	3284.22	4285.58
EBITDA	2824.50	6755.65	10710.83	13709.69
NOPLAT	8.54	2451.10	5134.23	6661.40
EPS(元)	0.05	0.49	1.36	1.78

主要财务比率

单位：%	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营收增长率	4.84%	17.90%	26.67%	7.14%
EBIT 增长率	-98.78%	2598.38%	109.02%	29.69%
EBITDA 增长率	-73.60%	139.18%	58.55%	28.00%
净利润增长率	-98.22%	803.15%	179.27%	30.49%
盈利能力				
毛利率	3.23%	7.35%	8.58%	8.72%
净利率	0.22%	1.64%	3.61%	4.40%
ROE	0.38%	1.80%	3.99%	4.87%
ROA	0.14%	3.29%	8.49%	10.08%
ROIC	0.02%	1.12%	2.57%	2.92%
估值倍数				
P/E	264.80	29.32	10.50	8.05
P/S	0.56	0.47	0.37	0.35
P/B	0.99	0.96	0.89	0.81
股息率	0.00%	0.36%	1.00%	1.31%
EV/EBIT	662.21	30.98	17.47	15.35
EV/EBITDA	23.76	12.54	9.32	8.30
EV/NOPLAT	7862.44	34.57	19.45	17.08

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089