

供需改善，涤纶长丝将迎景气周期； 深耕多年，桐昆股份受益油价企稳

桐昆股份（601233.SH） 推荐

核心观点：

- **聚酯产业链结构深刻调整，供给侧改革持续发力，利好涤纶长丝**
在过去的数年间，由于聚酯产业链不同环节产能投放节奏的错位，供需关系发生变化，产业链的整体结构已经发生了深刻变革。2014年下半年国际原油价格大幅调整以来，在内部和外部因素共同作用下，我国聚酯产业链发生全面调整，市场推动下的供给侧结构性改革持续发力，显著增强了包括聚酯在内的中下游环节盈利能力。
- **涤纶长丝需求稳定，产业链景气回升**
我国聚酯供需格局相对健康，产能产量稳定增长，下游纺织服装行业底部企稳并呈复苏迹象，涤纶在各类化纤产品中率先反弹，即将开启新一轮景气周期。特别地，在国际原油价格大幅下跌的背景下，涤纶作为化学纤维主导产品，其价格优势得以充分凸显，利好涤纶长丝制造业和行业龙头桐昆股份。
- **桐昆深耕长丝三十余年，沿产业链积极布局，将受益于油价企稳**
桐昆股份目前拥有超过 300 万吨的涤纶长丝产能和 150 万吨的 PTA 产能，长丝产量占全国总产量 12% 以上，是当之无愧的行业龙头企业。在过去数年的行业低迷和变革时期，桐昆股份不断谋求发展，沿聚酯产业链谋篇布局：(1) 延伸产业链——进军上游、布局炼化；(2) 夯实产业链——优化产品供给、促进结构升级；(3) 拓展产业链——依托龙头优势打造平台，双管齐下试水互联网金融。凡此种种，极大地增强了桐昆的抗风险和盈利能力，2015 年相关数据已显示其主营业务盈利水平的回升迹象。可以预期，随今年国际油价的企稳回升，桐昆股份的利润空间将得到保障，预计明年两年净利润分别为 3.57 亿和 6.14 亿，对应 EPS (PE) 分别为 0.37 元/股 (28 倍)、0.64 元/股 (16 倍)，给予“推荐”评级。

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	22137.87	25094.92	22726.84	27240.53	32026.00
营业收入增长率	20.18%	13.36%	-9.44%	19.86%	17.57%
净利润 (百万元)	71.95	111.85	114.15	356.83	614.48
净利润增长率	-72.05%	55.46%	2.06%	212.59%	72.21%
EPS (元)	0.075	0.116	0.118	0.370	0.638
P/E	139.96	90.03	88.21	28.22	16.39

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

分析师

王 强

☎：(8621) 20252621

✉：wangqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080002

袁孝锋

☎：(8621) 20252676

✉：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

市场数据时间	2016.2.17
A 股收盘价(元)	11.57
A 股一年内最高价(元)	27.68
A 股一年内最低价(元)	9.20
上证指数	2867.34
市净率	1.61
总股本 (亿股)	9.64
流通股本 (亿股)	9.64
总市值 (亿元)	111
流通 A 股市值(亿元)	111

相关研究

- 《长百集团 (600856)：天然气全产业链布局的最佳投资标的》 2015.06
- 《中国石化 (600028)：主业反转，互联网+插上翅膀》 2015.04
- 《石化行业 2015 年春季策略：推荐桐昆恒逸中石化上石化广州发展》 2015.02
- 《司尔特 (002538)：磷肥景气、项目逐步释放，公司经营迎拐点》 2014.11
- 《美都控股 (600175)：进军美国页岩油的弄潮儿》 2014.08

投资概要

驱动因素、关键假设及主要预测：

涤纶长丝需求稳定，产业链景气回升

我国聚酯供需格局相对健康，即将开启新一轮景气周期。特别是在国际原油价格大幅下跌的背景下，涤纶的价格优势充分凸显，利好涤纶长丝制造业和行业龙头桐昆股份。

桐昆股份深耕三十余年，沿产业链积极布局，将受益油价企稳

在过去数年的行业低迷期，作为行业龙头的桐昆股份在变革中不断谋求发展，沿聚酯产业链积极谋篇布局，极大地增强了桐昆的抗风险和盈利能力，2015年相关数据已显示其主营业务盈利水平的回升迹象。可以预期，随今年国际油价的企稳回升，桐昆股份的利润空间将得到保障。

我们与市场不同的观点：

2016年原油的供过于求局面将改善，油价可能前低后高

2016年原油供过于求的局面会改善，但可能主要体现在下半年，油价可能是个前低后高的局面。目前30美元/桶的油价已偏离了除中东以外的大部分石油公司的完全成本，但比主要石油公司20美元/桶以下的现金成本还是要高出不少，低油价对主要产油国的政治动荡风险也在增加。我们认为油价不宜太悲观，跌到现金成本的概率很小，进一步下行空间已不大，今年底有望回到40~50美元/桶的区间。

聚酯产业链结构深刻调整，供给侧改革持续发力，利好涤纶长丝

近年来，我国经济在历经连续多年的快速增长后出现了一些较为突出的矛盾和问题，如工业品价格下降、实体企业盈利下降等，也体现在一个个具体行业的产业发展之中。这些问题很大程度上并不是周期性的，而是结构性的。

在过去的数年间，由于聚酯产业链不同环节产能投放节奏的错位，供需关系发生变化，产业链的整体结构已经发生了深刻变革，市场推动下的供给侧结构性改革持续发力，增强包括聚酯在内的中下游环节盈利能力，从而有利于矫正要素的扭曲配置、扩大有效供给，更好地促进行业持续健康发展。

估值与投资建议：

桐昆股份作为产业链中的龙头企业，拥有超过300万吨的长丝产能和150万吨的PTA产能，与同行业可比公司相比利润弹性最大。预计今明两年净利润分别为3.57亿和6.14亿，对应EPS（PE）分别为0.37元/股（28倍）、0.64元/股（16倍），给予“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

国际原油价格企稳反弹；企业并购和供给侧结构性改革加速进行。

主要风险因素：

油价持续下跌难以企稳，聚酯纤维（涤纶长丝）落后产能淘汰和整合不及预期，产能无序扩张，国内经济增速进一步放缓、全球经济复苏低于预期，汇率波动风险

目 录

一、三十余年聚焦涤纶长丝，行业龙头桐昆当之无愧.....	1
（一）聚酯（PET）三大下游，涤纶长丝占据主导	1
（二）长丝龙头桐昆股份，优势显著当之无愧	2
二、聚酯纤维——下游需求稳定，产业链景气回升.....	8
（一）聚酯产能稳定增长，供需格局相对健康	8
（二）纺织服装底部企稳，涤纶长丝获得支撑	10
（三）原油价格大幅下跌，凸显涤纶价格优势	13
（四）全球棉质服装消费萎缩，中国化纤价格优势显著	16
三、PX-PTA-PET——产业链格局深刻变革，利润向中下游转移	19
（一）PX：国内供不应求、严重依赖进口，亚洲产能扩张、区域过剩初现.....	19
（二）PTA：市场推动过剩产能逐步淘汰，供给侧结构性改革初见成效	23
（三）聚酯产业链格局深刻变化，利好中下游	28
四、桐昆股份——大变革中谋发展，产业链上做文章.....	32
（一）延伸产业链：进军上游，布局炼化	32
（二）夯实产业链：优化产品供给，促进结构升级	32
（三）拓展产业链——依托龙头优势打造平台，双管齐下试水互联网金融.....	34
五、投资建议	35
附录：	37

图目录

图 1 聚酯纤维是当前合成纤维的第一大品种	1
图 2 涤纶纤维特别是涤纶长丝，是聚酯纤维产业链的主导产品	1
图 3 我国化纤产量长期保持快速增长，近年年均增长 10% 以上	2
图 4 涤纶纤维占据我国化纤总产量八成以上	2
图 5 纺织、服装是涤纶长丝的主要应用	2
图 6 桐昆股份的股权结构和成员企业	3
图 7 2008 年以来，桐昆营收、资产规模不断扩大	4
图 8 桐昆所产涤纶长丝的市场份额已提升至 12% 以上	4
图 9 桐昆拥有大量进口先进设备	5
图 10 桐昆品牌	6
图 11 桐昆的负债率在行业内处于较低水平	6
图 12 全球聚酯产能分布	8
图 13 全球聚酯产量分布	8
图 14 我国聚酯产能产量保持稳定增长，供需格局相对健康	9
图 15 国内聚酯供需从供不应求发展到了供略大于求	9
图 16 国内聚酯产能分布（按地区）	9
图 17 化纤产量稳定增长，涤纶长期占据化纤产量八成以上	10
图 18 涤纶纤维产量增速持续快速增长	10
图 19 纺织业出口价值指数缓慢下行	11
图 20 纺服类商品内需增速下滑，进入持续增长“新常态”	11
图 21 江浙织机各类涤纶长丝库存显著下降	11
图 22 纺服产品存货增速大幅下降	11
图 23 纺织服装业亏损企业比例已连续两年下降	12
图 24 纺服行业亏损总额即将实现连续两年的负增长	12
图 25 纺服行业主营业务收入保持持续增长	12
图 26 纺服行业利润总额保持持续增长，毛利率保持基本稳定	12
图 27 柯桥纺织景气指数（涤纶）已走出谷底开始反弹	12
图 28 涤纶、粘胶率先反弹，有望开启新一轮景气周期	12
图 29 柯桥纺织原料类市场景气指数保持稳定	13
图 30 柯桥纺织原料类生产景气指数，涤纶、粘胶率先反弹	13
图 31 2014 年 7 月以来国际原油价格不断下行	13
图 32 原油价格变动带动各类化工原料和产品价格不断下行	13
图 33 2014 年以来涤纶 POY 价差情况	14
图 34 2014 年以来聚酯切片价差情况	14
图 35 2014 年以来涤纶 FDY 价差情况	14
图 36 2014 年以来涤纶 DTY 价差情况	14
图 37 2015 年涤纶纤维制造业利润总额将结束三连降，有望实现 120 亿元以上的利润	14
图 38 上游原料（原油和棉花）价格对化纤产品价格有着直接影响	15

图 39 粘胶价格步入上行周期，涤纶价格优势扩大	16
图 40 再生聚酯价格优势几乎不复存在	16
图 41 以美国为代表的全球棉质服装消费持续萎缩	16
图 42 中国全棉纱占比显著低于亚洲其他主要产纱国	17
图 43 与印度相比，中国化纤产品具有价格优势	17
图 44 印度纺纱原料中，棉花价格最低、粘胶短纤价格最高	18
图 45 中国纺纱原料中，涤纶短纤价格最低	18
图 46 我国 PX 消费量持续快速增长，产量未能同步增长	19
图 47 国内 PX 供不应求，进口依赖度攀升至 50% 以上	19
图 48 2014 年我国 PX 进口量已接近 1000 万吨	20
图 49 我国 PX 进口大部分来自东亚地区	20
图 50 亚洲 PX 产能快速增长，全球占比突破 85%	21
图 51 中、韩、日、印占据亚洲 PX 产能七成强	21
图 52 国际 MX 价差维持在 1500 元/吨水平	21
图 53 国内 PX 价差从 4000 元/吨降至 3000 元/吨	21
图 54 PTA 产能快速扩张，产能严重过剩，开工率震荡下行	23
图 55 PTA 自给率已接近 100%	23
图 56 世界 PTA 产能已接近 9000 万吨	24
图 57 中国 PTA 产能占据全球产能近五成	24
图 58 PTA 价差缩窄，企业盈利困难	26
图 59 2014 年国内 PTA 产能分布（按厂家）	27
图 60 2015 年国内 PTA 产能分布（按厂家）	27
图 61 “限产保价”去库存效果明显	28
图 62 “限产保价”改善价差，有助于生产企业渡过困难时期	28
图 63 产业链末端的江浙织机负荷率处于历史低点，有望随纺织服装行业的企稳回暖	29
图 64 涤纶长丝产能增长显著放缓	31
图 65 涤纶长丝全年产量有望于今年突破 3000 万吨	31
图 66 产业链上下游打通，桐昆未来将成为一家拥有炼油、化工和高端纺丝产品的全产业链龙头企业	32
图 67 桐昆新丝路金服平台的运营模式	34
图 68 行业走出低迷，桐昆股份利润好转	35

表目录

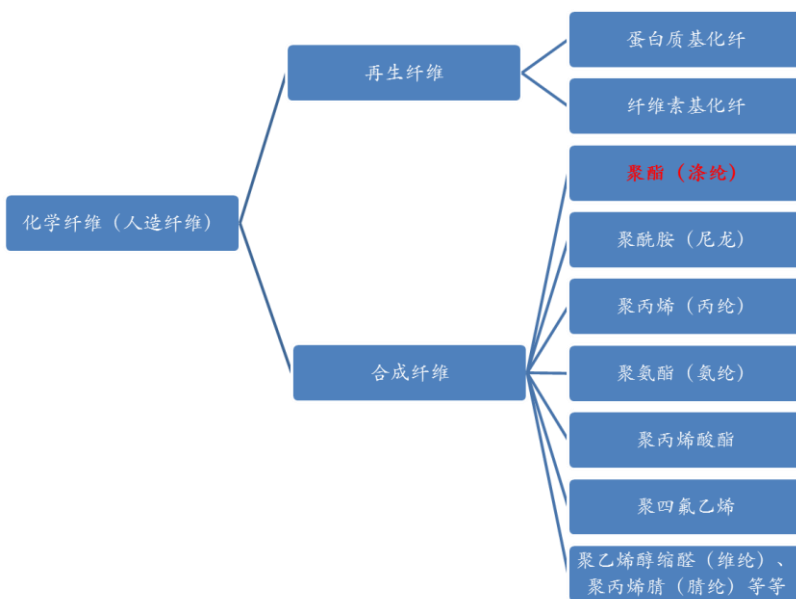
表 1 2014 年国内前六大涤纶长丝生产企业	4
表 2 涤纶长丝 POY、DTY 和 FDY 特性和主要用途	5
表 3 可比企业中，桐昆的负债率与财务费用比例最低、偿债能力指标最高	7
表 4 我国前十大聚酯生产企业	10
表 5 我国现有 PX 产能情况统计	19
表 6 2015 年及以后国内 PX 新增产能情况	22
表 7 国内 PTA 产能情况统计	24
表 8 2015-2016 年国内 PTA（计划）新增产能情况	27
表 9 亚洲地区 PX 产能过剩局面将进一步加剧	29
表 10 2014 年涤纶长丝新增产能情况	30
表 11 2015 年涤纶长丝新增产能情况	30
表 12 2016 年涤纶长丝计划新增产能情况	31
表 13 桐昆 2015 年非公开发行股票募集资金投资项目计划	33
表 14 涤纶长丝吨利润每扩大 50 元，对应 EPS 增厚 0.11 元/股	36
附表 1 利润表（预测）	37
附表 2 资产负债表（预测）	37
附表 3 现金流量表（预测）	38

一、三十余年聚焦涤纶长丝，行业龙头桐昆当之无愧

(一) 聚酯（PET）三大下游，涤纶长丝占据主导

种种合成纤维中，基于聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）的聚酯纤维的生产和消费量最大，是当前合成纤维的第一大品种。

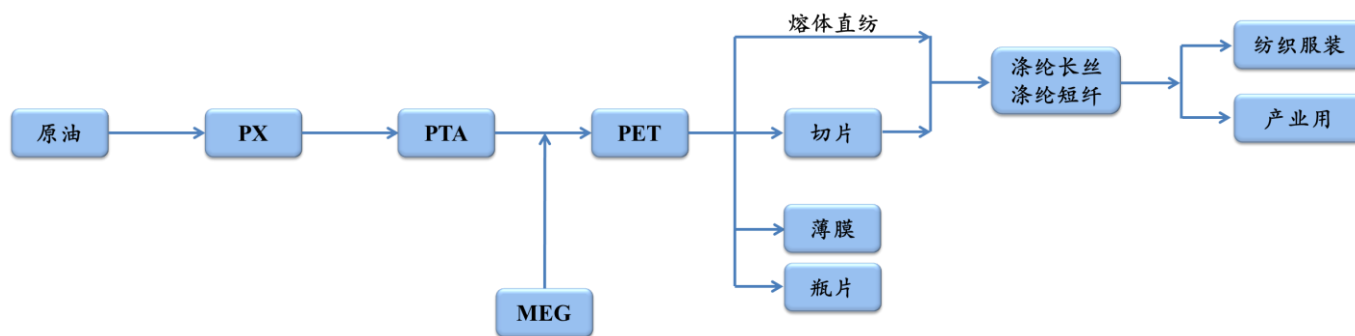
图1 聚酯纤维是当前合成纤维的第一大品种



资料来源：中国银河证券研究部

聚酯纤维具有良好的弹性和蓬松性，可以纯纺织造，可与天然纤维或其他化纤混纺，也可用作絮棉，无论在民用还是工业领域均有着极为广泛的应用。依据纤维丝的长度，涤纶可分为涤纶短纤和涤纶长丝，前者是几厘米至十几厘米的短纤维，而后者是长度为千米以上的丝，可卷绕成团。

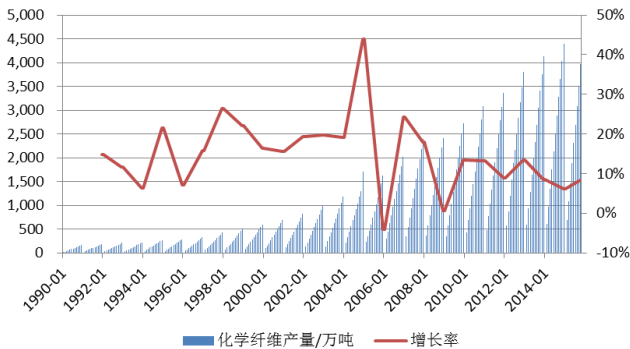
图2 涤纶纤维特别是涤纶长丝，是聚酯纤维产业链的主导产品



资料来源：中国银河证券研究部

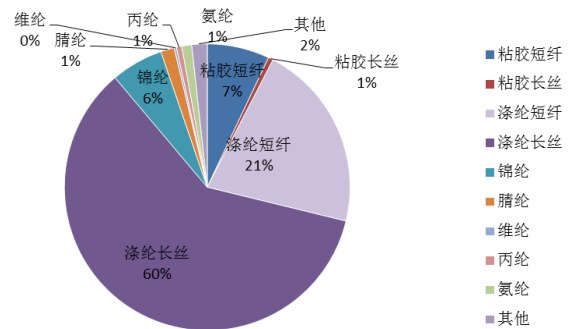
2014年,在全球约8900万吨各类纤维总产量中,合成纤维产量达到5570万吨,占据63%的份额。在中国,包括长丝和短纤在内的涤纶纤维总产量往往占到化纤总产量的80%以上。以2014年为例,国内全年化纤产量为4390万吨,其中涤纶长丝2635万吨、涤纶短纤930万吨,涤纶合计占比达到81%,其中长丝占化纤总产量的60%。第三大化纤产品——粘胶短纤——产量为310万吨(占比7%),仅为涤纶长丝产量的1/9~1/8。

图3 我国化纤产量长期保持快速增长,近年年均增长10%以上



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

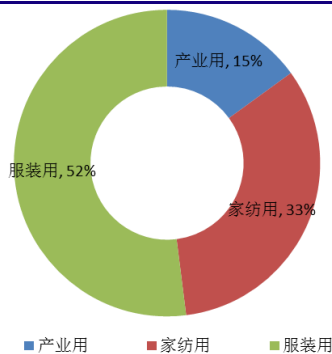
图4 涤纶纤维占据我国化纤总产量八成以上



资料来源: 化纤工业协会, 中国银河证券研究部

涤纶长丝的下游应用主要分为民用和产业用两大类,其中包括纺织、服装等在内的民用涤纶长丝在整个产业链中占据绝对主导地位,桐昆股份的主营业务正是民用涤纶长丝的研发、生产和销售。

图5 纺织、服装是涤纶长丝的主要应用



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究部

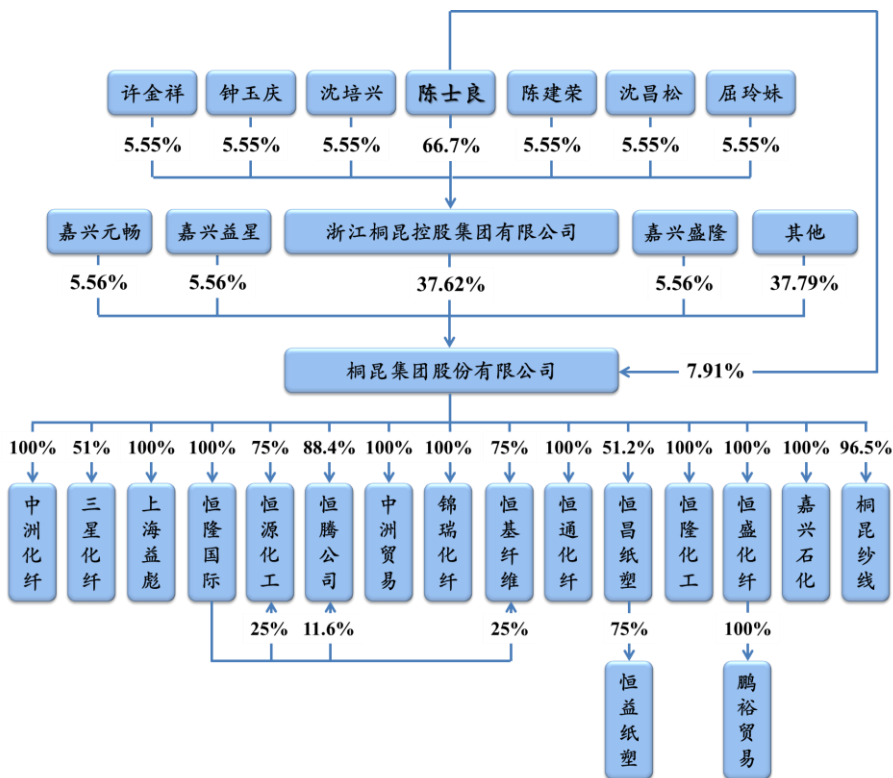
(二) 长丝龙头桐昆股份, 优势显著当之无愧

桐昆股份(桐昆集团股份有限公司)作为一家以PTA、聚酯和涤纶纤维制造为主业的大型股份制上市公司,地处杭嘉湖平原腹地桐乡市,靠近下游纺织工业集中的萧绍地区,是中国乃至全球涤纶长丝制造行业的龙头企业。公司前身是成立于1981年的桐乡县化学纤维厂,三十多年来始终聚焦聚酯、涤纶纤维行业,并且致力于产业链的整合。2011年5月,桐昆股

份（601233）在上海证券交易所上市。

公司的控股股东为浙江桐昆控股集团有限公司，实际控制人陈士良先生直接持有公司 7.91% 的股份，并通过桐昆控股控制公司 37.62% 的股份，合计控制公司 45.53% 的股份。除 2015 年新成立的金融板块全资子公司“桐昆金融”外，公司下辖 6 个直属厂区（金鸡厂区、恒丰厂区、园区厂区、恒达厂区、恒嘉厂区和恒邦厂区）、13 家生产型子公司和 4 家贸易型子公司。

图 6 桐昆股份的股权结构和成员企业



资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

所属生产企业中，按照涤纶长丝的盈利能力和生产规模可以划分为三个梯队：恒基纤维和锦瑞化纤主要生产差别化丝，产能较小但是产品附加值较高；中洲化纤、三星化纤，设立时间较早，主要面向常规丝市场；桐昆股份、恒盛化纤和恒通化纤产能较大，其拥有的设备具有一定的技术梯次，产品结构因而较为丰富，能根据市场需求的变动生产差别化丝和常规丝，总体盈利水平较高。

根据中国化学纤维工业协会统计，自 2001 年期，桐昆股份已连续 14 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，市场份额也逐年攀升，长丝产量占全国总产量比例已由 2008 年的 6.7% 攀升至 2014 年的 12% 以上。同时，桐昆连续 14 年名列中国企业 500 强，2015 年排名第 263 位，是目前嘉兴市唯一一家入围中国 500 强的企业，也涤纶长丝行业当之无愧的龙头企业。

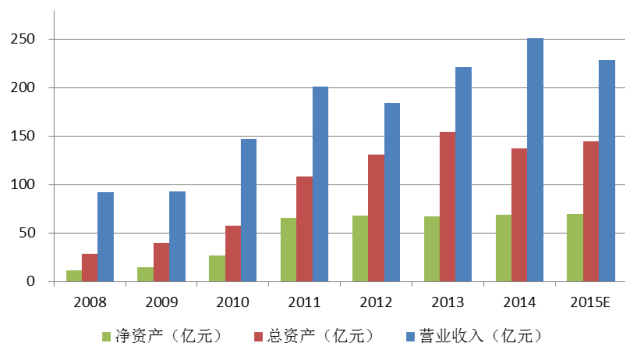
表 1 国内前六大涤纶长丝生产企业

排名	厂商	产能(万吨) (2014年)	产量(万吨) (2014年)	国内总产量 占比
1	桐昆股份	300	308	12.32%
2	新凤鸣	170	167	6.68%
3	恒力集团	160	165	6.60%
4	盛虹集团	190	143	5.72%
5	恒逸石化	110	110	4.40%
6	荣盛石化	90	87	3.48%

资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

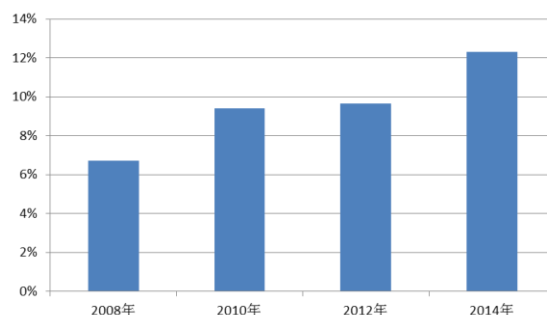
2008 年全球金融危机之后，聚酯行业持续低迷，但桐昆股份成功上市，抓住了公司发展的重要战略机遇，公司营业收入、总资产和净资产快速增长。预计 2015 年将实现 220 亿元以上营业收入、总资产超 140 亿、净资产近 70 亿，08 年以来的复合增长率分别达到 13.9%、26.0% 和 29.8%。

图 7 2008 年以来，桐昆营收、资产规模不断扩大



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 8 桐昆所产涤纶长丝的市场份额已提升至 12% 以上



资料来源：wind，中国银河证券研究部

桐昆股份从三十余年前的一家小型化纤企业起步，始终聚焦化纤主业的做大、做强、做精，打造强有力的核心竞争力，并在此基础上积极延伸并拓展产业链，深耕三十余年，目前业已成为国内化纤行业的领军企业之一，优势显著：

(1) 技术和产品优势

桐昆股份现有两家下属企业为国家高新技术企业，同时公司也为国家新合纤产品开发基地，拥有国家认证实验室和省级企业技术中心。公司拥有获得授权的专利 300 余项，已申请尚未获得授权的专利有近 40 项。优良的装备可为公司的新产品开发、产品差异化比例的提升、技术创新提供强大保障，目前公司 80% 以上的关键生产设备均为德国和日本引进，达到国际一流装备水平。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图9 桐昆拥有大量进口先进设备



资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

公司的涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、复合丝、中强丝等五大系列 300 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。在产品结构和技术装备优势的基础上，公司致力于打造化纤行业“沃尔玛”，充分利用既有的大容量熔体纺设备及灵活可调的切片纺设备，针对市场需求的变动，快速调整生产计划和产品结构以响应市场，从而为下游不同客户提供一站式服务。

表2 涤纶长丝 POY、DTY 和 FDY 特性和主要用途

品种	特性	主要用途
POY	Pre-Oriented Yarn 或 Partially Oriented Yarn, 即涤纶预取向丝, 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	适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝、缝纫线, 用于生产各种仿丝、仿毛类服装面料, 织造沙发面料、窗帘和汽车内部装饰布等, 其织物悬垂性好、手感丰满、细腻
DTY	Draw Textured Yarn, 即涤纶加弹丝, 是以 POY 为原丝、进行拉伸和假捻变形加工制成, 往往具有一定的弹性及收缩性	是针织(纬编、经编)或机织加工的理想原料, 适宜制作服装面料(如西装、衬衫)、床上用品(如被面、床罩、蚊帐)及装饰用品(如窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布)等
FDY	Full Draw Yarn, 即全拉伸丝, 又称涤纶牵引丝, 是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	适用于机织和针织加工, 生产网眼布、涤塔夫、牛津布、雪克、西装里料、鞋用材料, 并可用于生产各种绒类织物、雨披、伞面以及包覆纱等

资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

目前，桐昆股份共拥有超过 300 万吨/年的涤纶长丝和 150 万吨/年的 PTA 产能，长丝年实际出货量超 300 万吨，已形成了“PTA—聚酯—纺丝—加弹”一体化产业链格局，产品覆盖

POY、DTY、FDY 等多个系列三百余个品种。公司的涤纶长丝品牌“GOLDEN COCK”和“桐昆”是中国化纤行业的“中国名牌产品”和“中国驰名商标”，远销海内外。

图 10 桐昆品牌



资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

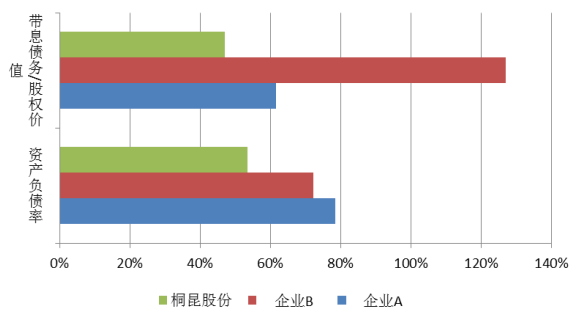
(2) 规模和成本优势

公司系国内产能、产量、销量最大的涤纶长丝制造企业，2001-2014 年公司连续 14 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，也充分利用规模效应降低了企业生产成本。此外，凭借紧邻萧绍地区的地理条件，在项目布局上充分考虑运输条件，极大地降低了物流成本和销售成本，同时增强了客户粘度。

对于生产加工类企业，良好的库存管理同样可以降低生产成本甚至规避库存跌价造成的潜在损失。在这一方面，桐昆股份采取“盘活存量”的策略，始终将原材料和库存商品维持在合理的水平，基本达到产销动态平衡。特别是投资兴建嘉兴石化，解决原料 PTA 的采购问题，运距短、成本低且供应稳定。

财务成本方面，公司一直以来实施稳健经营的发展战略，资产质量优良，负债率在行业中保持较低，确保了公司较低的融资成本，也有利于公司在项目建设和产能扩张时能够募集到项目建设所需资金。较之同行业非上市企业而言，具有显著的优势。

图 11 桐昆的负债率在行业内处于较低水平



资料来源：wind，中国银河证券研究部

表 3 可比企业中，桐昆的负债率与财务费用比例最低、偿债能力指标最高

	资产负债率	带息债务/ 股权价值	财务费用/ 营业收入	净资产收益率	现金比率	速动比率
公司 A	78.40%	61.52%	2.49%	0.86%	0.19%	0.41%
公司 B	72.25%	127.00%	3.17%	0.19%	0.25%	0.47%
桐昆股份	53.35%	46.89%	1.55%	1.45%	0.28%	0.48%

资料来源：wind，中国银河证券研究部

（3）管理和人才优势

以陈士良先生为代表的桐昆决策和管理层拥有 30 多年的从业经验，具备对行业发展做出准确及时判断的能力。随着企业不断适应新形势下发展的需要，公司近年来在企业中大力推行“5S”管理、“TPM”管理、“六西格玛管理”、“精益生产”等新型的管理方法，促进了公司各项管理水平的提升。与此同时，公司还拥有一支高度认同桐昆文化的管理团队和员工团队，确保公司战略决策的高效执行，其中技术人员和拥有本科及以上学历者占比分别为 6.5% 和 7.2%。

在企业发展前进过程中，公司还先后被认定为国家大型企业、国家重点高新技术企业，并获得全国“五一”劳动奖状、全国文明单位、全国质量管理先进企业、全国重合同守信用企业、中国工业行业排头兵企业等荣誉称号。

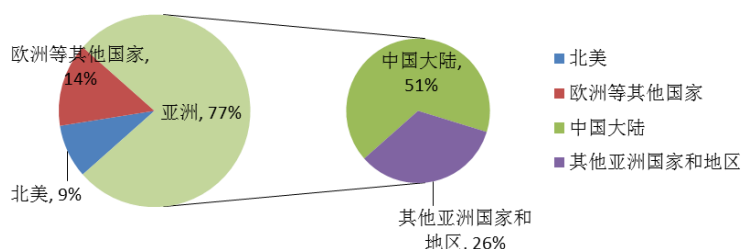
二、聚酯纤维——下游需求稳定，产业链景气回升

(一) 聚酯产能稳定增长，供需格局相对健康

本世纪以来，随衣用涤纶和瓶用、膜用、复合等非纤用聚酯需求的快速增加，世界聚酯工业进入一轮快速发展期，聚酯化纤工业也得以在技术进步和旺盛需求的推动下快速发展。1998年，全球聚酯化纤产量仅为1595万吨，而2015年产量预计将达到5800万吨，年均增长率达13.8%。

与此同时，我国化纤产业发展迅速，聚酯产能产量规模也快速扩大，而同期北美和欧洲的聚酯产业相对平稳，新增产能较少，世界聚酯工业的发展重心开始转向亚洲。相关研究显示，亚洲聚酯产能占全球产能的77%（其中中国51%、其他亚洲国家和地区26%），北美拥有约9%的产能。

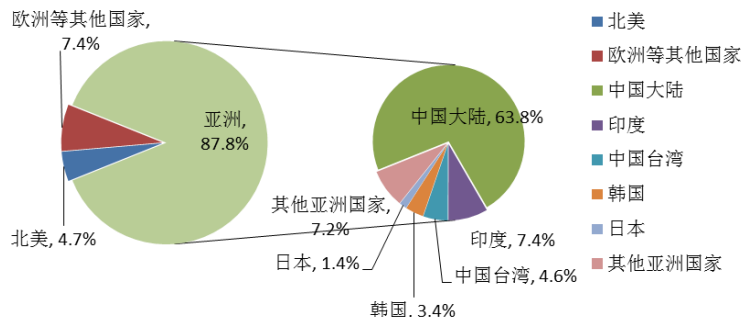
图 12 全球聚酯产能分布



资料来源：cnki，中国银河证券研究部

与之相应，目前全球聚酯纤维的产量也已在很大程度上集中于亚洲，地区产量占全球总产量的88%，传统的聚酯主产地北美现仅占不到5%的份额。在亚洲，中国大陆又以超过3500万吨的年产量占据其中大约73%的份额，印度、中国台湾、韩国、日本和其他国家分别贡献亚洲总产量的8%、5%、4%、12%和8%。

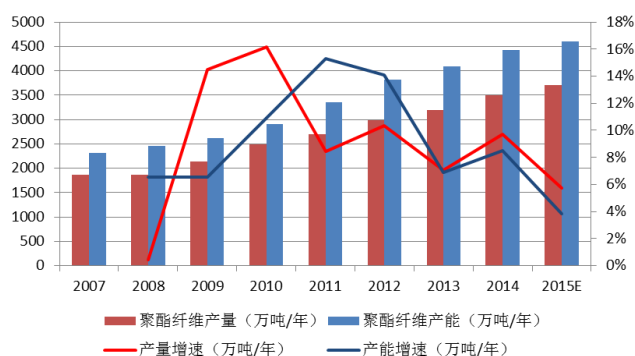
图 13 全球聚酯产量分布



资料来源：cnki，中国银河证券研究部

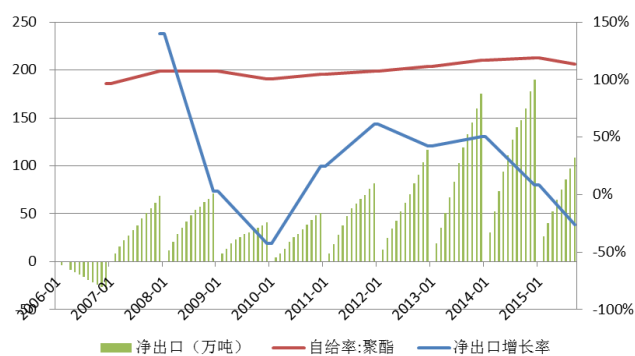
我国聚酯化纤行业在过去十余年中整体保持快速增长。其中，本世纪前五年平均增速达25%，至2005年我国拥有聚酯化纤产能约2000万吨/年。尔后，行业迎来一段相对平稳的发展时期，产能投放告别躁动的井喷式投产，而是遵循行业规律理性扩张。但从2010年开始，聚酯产业又迎来一轮高速增长，产能连续多年保持10%以上的增长率，继2011年跨上3000万吨/年的台阶后，2013年底产能突破4000万吨/年。这期间，我国国内的聚酯供需也从供不应求发展到了供略大于求，并在2007年成为净出口国，目前已连续四年实现超过100万吨的年净出口量。截至2014年末，我国共拥有聚酯纤维产能逾4400万吨/年，年产量3500万吨以上，负荷率目前维持在80%左右的水平。因此，行业的投资热情在2014年已有所消退，原定项目有些推迟、有些取消，全年新增产能约350万吨/年，仅为年初计划的一半。2015年全年新增产能较2014年进一步减少，仅为240万吨左右，且主要来自上年延后的产能释放。从产量看，尽管最近几年增长有所放缓，聚酯生产总量仍保持年均200万吨的稳定增长，预计2015~2016年仍可实现4%~5%的增长，在产能不再大幅扩张的情况下，2016年总产量预计达3900万吨左右，产能的供需格局将得到极大改善。

图14 我国聚酯产能产量保持稳定增长，供需格局相对健康



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

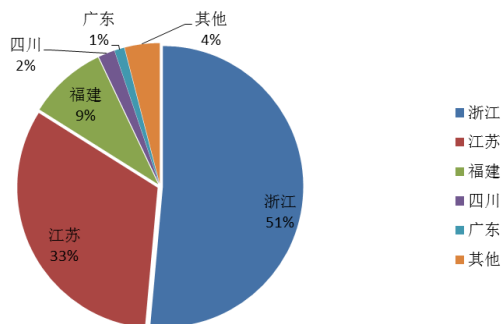
图15 国内聚酯供需从供不应求发展到了供略大于求



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

截至2014年年底，我国共有超过150家聚酯生产企业，主要分布在浙江、江苏、上海、福建、广东等沿海省市，其中浙江占据半壁江山（51%），华东地区（江苏、浙江）占比达84%。

图16 国内聚酯产能分布（按地区）



资料来源: 化纤工业协会, 中国银河证券研究部

近年来，由于行业供需情况和盈利状况发生了一些变化，再加上政策引导下龙头企业上大压小、同时行业内部分效益较差的落后产能淘汰，我国聚酯行业的集中度也有所提高。

表 4 我国前十大聚酯生产企业

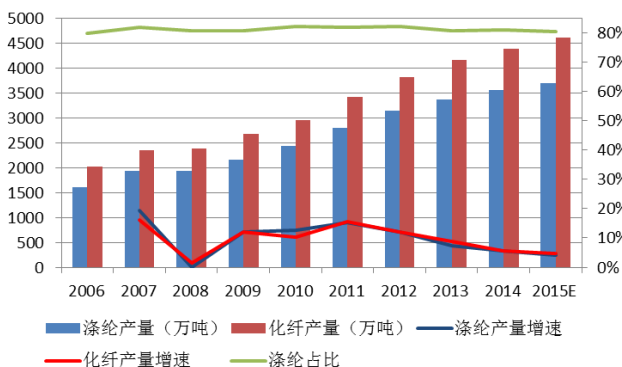
地区	企业	产能 (万吨/年)
浙江桐乡	桐昆集团	300
浙江萧山	恒逸石化	250
江苏江阴	三房巷	220
江苏仪征	仪征化纤	200
江苏吴中	江苏恒力	165
浙江桐乡	新凤鸣	165
江苏吴中	江苏盛虹	140
江苏常州	常州聚酯	100
浙江萧山	荣盛石化	100
浙江绍兴	远东石化	80

资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

(二) 纺织服装底部企稳，涤纶长丝获得支撑

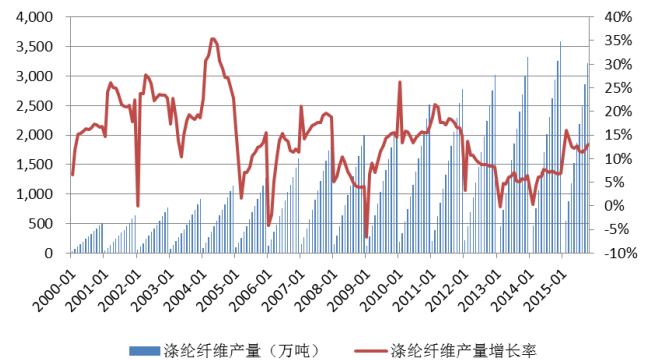
作为化学纤维和聚酯纤维的主导产品，我国涤纶纤维的产量也保持了多年的持续快速增长，近年十年年均增长 10%，与化学纤维的产量增速基本保持一致，其占化纤总产量的比例也长期稳定地保持在 80% 以上。其中，涤纶长丝的增长最为突出，产量从 2006 年的不足 1000 万吨增长到 2014 年的 2620 万吨，年均增长率达 13%。尽管近年来产量增速受多重因素影响有所下滑，但依然保持了 6 ~ 8% 左右的年均增长率，2015 年前 10 月更是回升至 10% 以上。依此估算，2017 年我国涤纶长丝产量即可突破 3000 万吨。

图 17 化纤产量稳定增长，涤纶长期占据化纤产量八成以上



资料来源：化纤工业协会，中国银河证券研究部

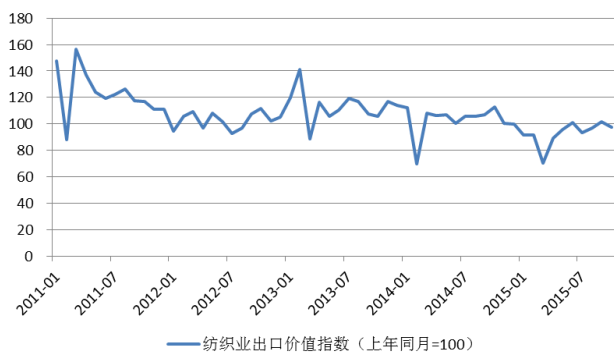
图 18 涤纶纤维产量增速持续快速增长



资料来源：wind，中国银河证券研究部

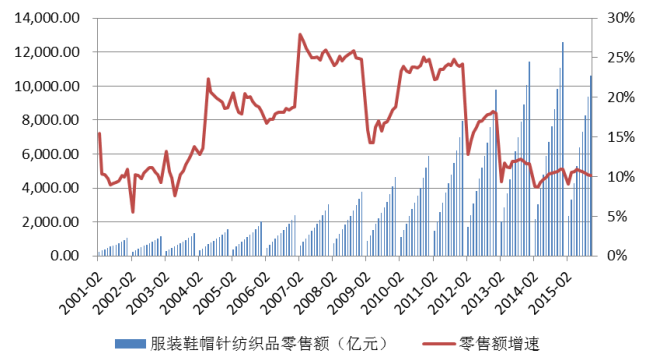
作为聚酯产业链的下游，纺织服装行业在近期的企稳和回升势头，也为涤纶纤维的稳定增长奠定了基础。受国际经济复苏缓慢以及人民币汇率升值（2015年汇改前）等因素影响，近年来我国纺织服装出口增长有所放缓、甚至在一定时期出现负增长，但是内需依然保持相对稳定的增长。我国的服装鞋帽针纺织品零售总额在经过6年高达20%左右的告诉增长后，增速出现了阶梯式下滑，自2013年起进入了年均增长率约10%的“新常态”。尽管内需增长也在逐步放缓，但2015年超过1000亿元的增量和13000亿元的零售总量，再加上人民币升值促进的出口逐步企稳，共同为上游化学纤维生产行业的稳定发展起到强大的支撑作用。

图19 纺织业出口价值指数缓慢下行



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

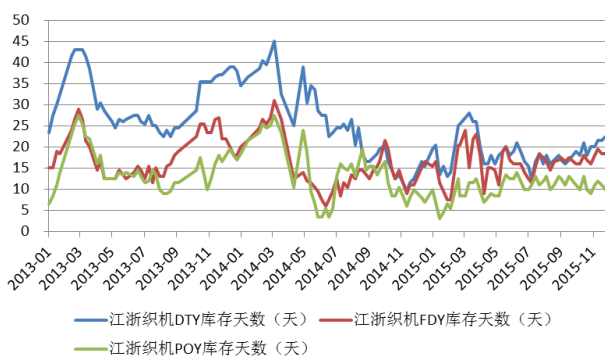
图20 纺服类商品内需增速下滑, 进入持续增长“新常态”



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

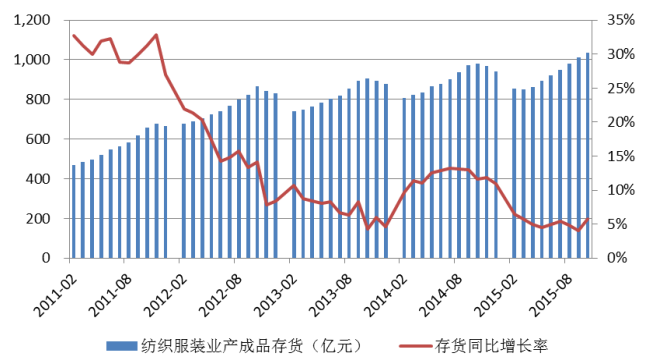
受益于此，2015年以来，江浙织机涤纶长丝库存显著下降，各类长丝产品库存基本低于20天，纺织服装业产成品存货增速也显著放缓，从2011年高于30%的增速降至2015年的5%。

图21 江浙织机各类涤纶长丝库存显著下降



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

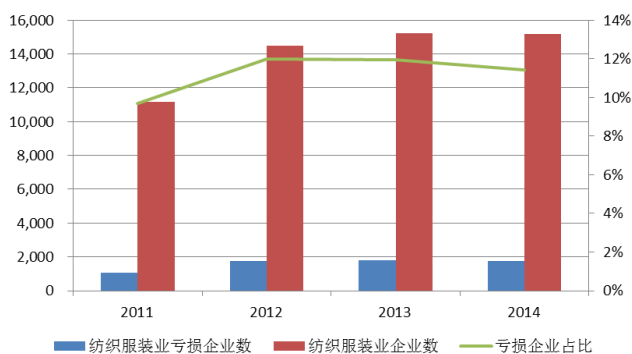
图22 纺服产品存货增速大幅下降



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

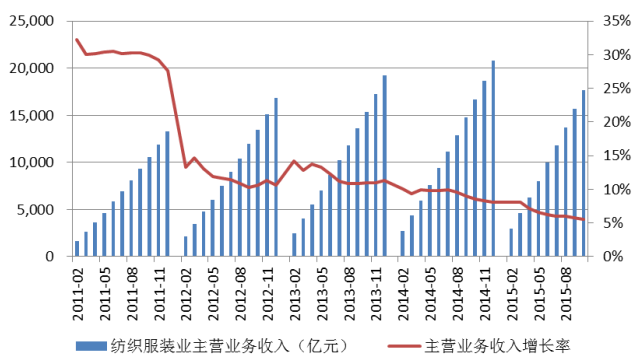
与此同时，纺织服装业亏损企业占比已连续两年下降，亏损总额也即将实现连续两年的负增长，而主营业务收入和利润总额均保持了持续增长。尽管收入和利润增长率放缓至5%左右，但行业总体毛利率基本稳定，长期保持在15%左右。

图 23 纺织服装业亏损企业比例已连续两年下降



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

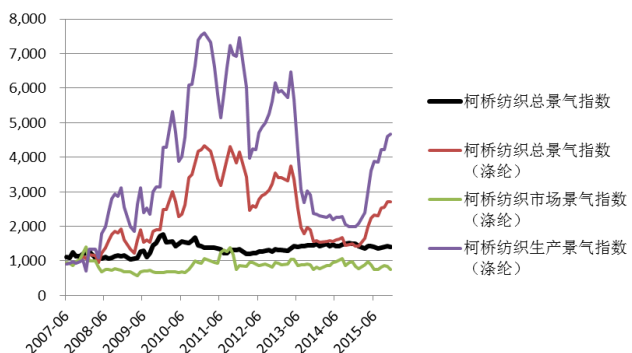
图 25 纺织行业主营业务收入保持持续增长



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

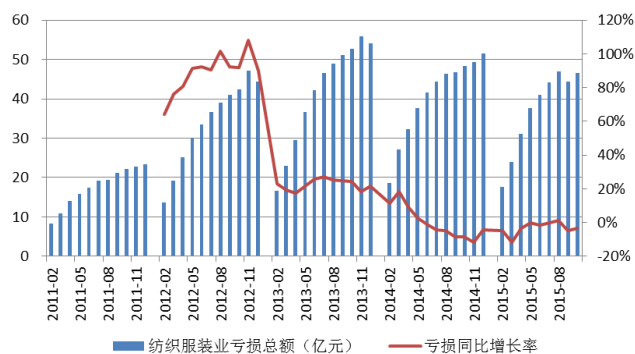
纺织服装行业的企稳甚至回暖迹象,也在柯桥纺织景气指数中得到了印证,该指数同时也为我们揭示了涤纶在这轮化纤行业复苏中起到的“领涨”作用。在这个指数体系中,涤纶市场指数保持长期稳定,生产指数在经历了 2013~2014 两年的低谷后,于 2015 年触底回升。在各种化纤品类中,粘胶和涤纶率先反弹,即将开启新一轮景气周期。

图 27 柯桥纺织景气指数(涤纶)已走出谷底开始反弹



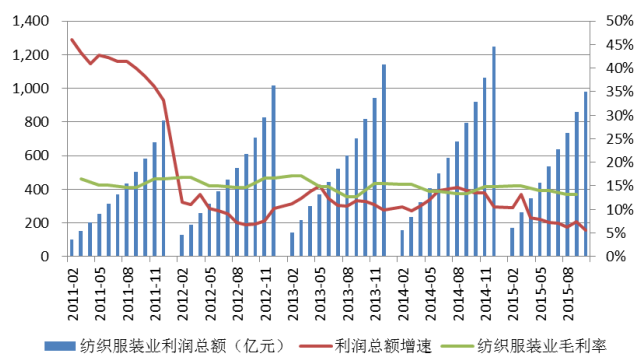
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 24 纺织行业亏损总额即将实现连续两年的负增长



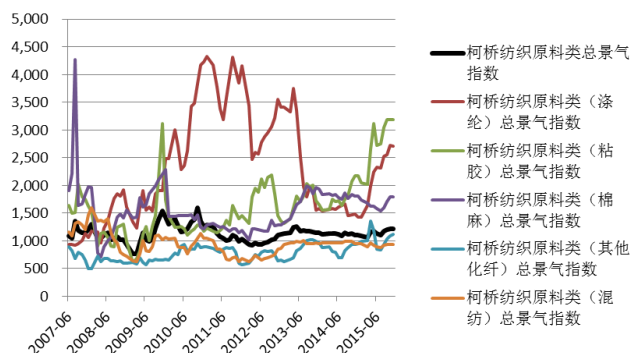
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 26 纺织行业利润总额保持持续增长,毛利率保持基本稳定



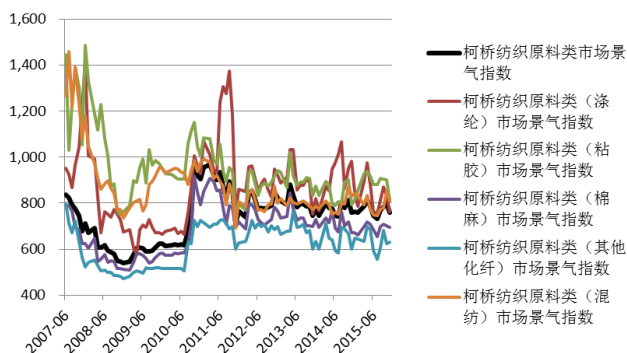
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 28 涤纶、粘胶率先反弹,有望开启新一轮景气周期



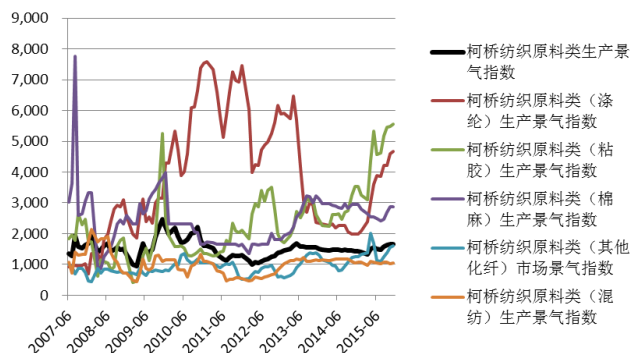
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 29 柯桥纺织原料类市场景气指数保持稳定



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 30 柯桥纺织原料类生产景气指数, 涤纶、粘胶率先反弹

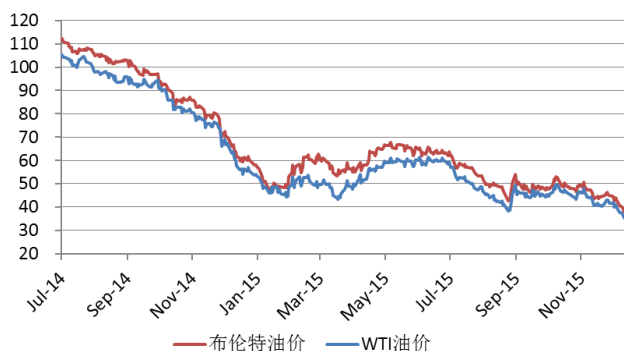


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

(三) 原油价格大幅下跌, 凸显涤纶价格优势

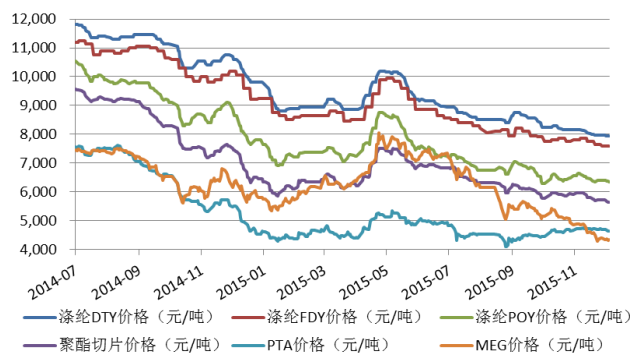
2014年下半年以来, 国际原油价格出现剧烈波动, 从 100 美元/桶以上的高位跌至目前 30 美元/桶左右的水平。原油价格的大幅变动, 带动相关化工原料(如 PX、MEG)和聚酯产品(如涤纶长丝、聚酯切片等)价格不断下行。

图 31 2014 年 7 月以来国际原油价格不断下行



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 32 原油价格变动带动各类化工原料和产品价格不断下行



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

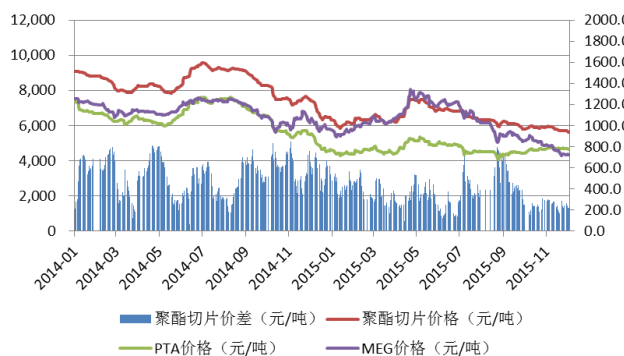
伴随原油价格的下行, 各类涤纶纤维价差也随之走入缓慢下行通道, 但是产品价格降幅和价差收窄的幅度(减少约 40%)远小于原油价格降幅, 甚至在 2014 年下半年至 2015 年初还出现了原油价格下降而价差回升的情况。此外, 原料(PTA、MEG)价格的小幅波动都会带动涤纶纤维价差的相应波动, 反应了涤纶生产企业不但可以通过及时的价格调整消纳成本的上升, 甚至还可以带动盈利情况好转。

我们认为油价不宜太悲观, 一方面今年原油供求格局将会有所改善, 另一方面目前 30 美元/桶的油价已偏离了除中东以外的大部分石油公司的完全成本, 同时考虑到主要产油国随政

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

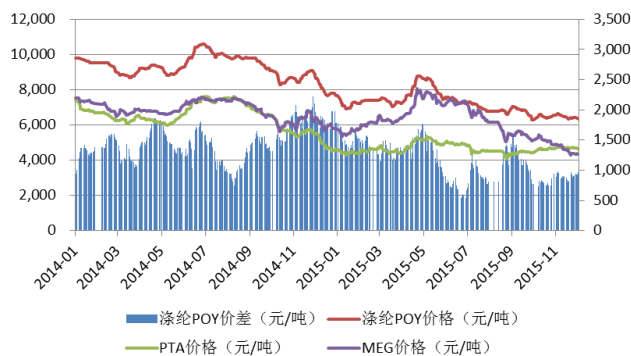
治动荡风险的增加、减产意愿也在积累，原油价格进一步下行空间已不大，今年底有望回到40-50美元/桶的区间。随油价的企稳回升，涤纶生产企业的盈利空间也将得到保障。

图 33 2014 年以来涤纶 POY 价差情况



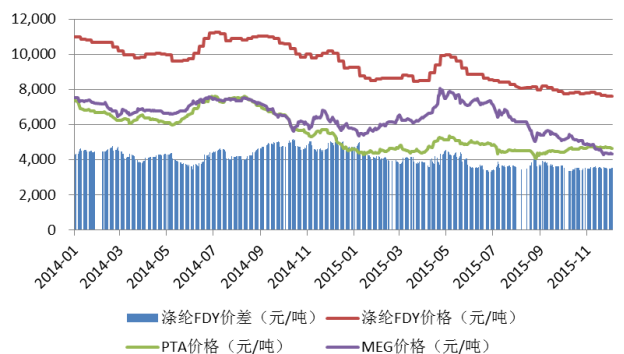
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 34 2014 年以来聚酯切片价差情况



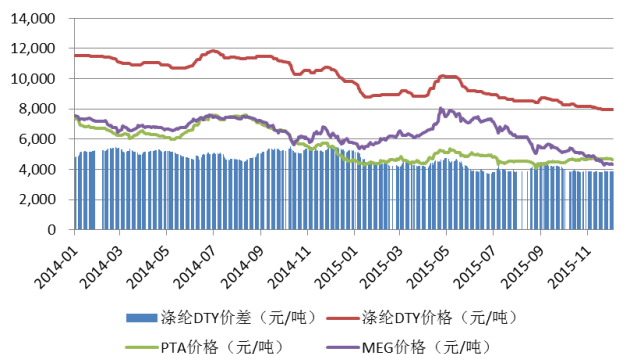
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 35 2014 年以来涤纶 FDY 价差情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

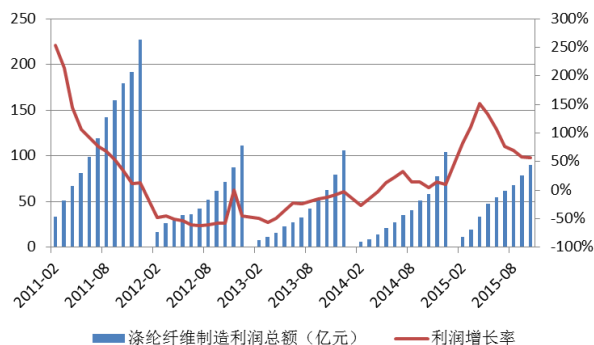
图 36 2014 年以来涤纶 DTY 价差情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

总体来讲，自 2012 年涤纶纤维制造业利润总额从 2011 年的 220 余亿元大幅下滑至 110 亿元左右后，又连续两年下滑，但 2014 年下半年起利润明显改善，重新回到正增长周期，2015 年将结束利润总额的三连降。

图 37 2015 年涤纶纤维制造业利润总额将结束三连降，有望实现 120 亿元以上的利润



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

与此同时，低油价也有利于聚酯纤维产品对再生纤维（纤维素基化纤）产品的替代。参照近年来原油和棉花这两类基本化纤原料的价格情况，可以看出，涤纶纤维的价格同时受原油价格和棉花价格两个因素的影响。涤纶价格的主要趋势与原油价格走势基本一致、波动规律也在一定程度上体现原油价格的波动，但在特定时期棉花价格可能会通过不同化学纤维之间互相作为替代品的价格传导机制影响到其价格。目前，随原油价格的不断震荡下探，涤纶纤维价格也呈缓慢下行态势。与涤纶不同，粘胶作为一类以棉、木、竹浆粕为主要原料的再生纤维，其价格则在更大程度上体现棉价的运行规律。

图 38 上游原料（原油和棉花）价格对化纤产品价格有着直接影响

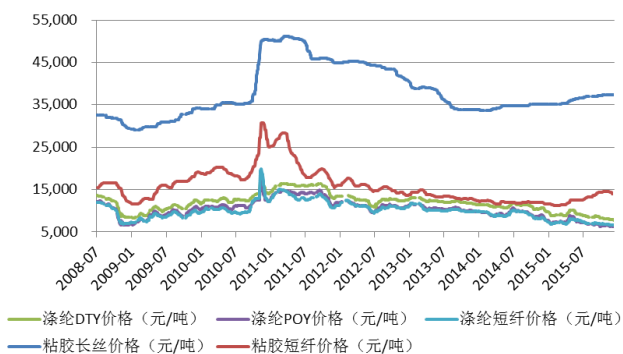


资料来源：wind，中国银河证券研究部

目前，随棉价筑底企稳以及国内外供需格局的持续改善，粘胶价格自 2015 年来呈现回升态势，粘胶短纤和粘胶长丝一年来的价格涨幅分别达到 20% 和 7%，一改四年多来的低迷局面。

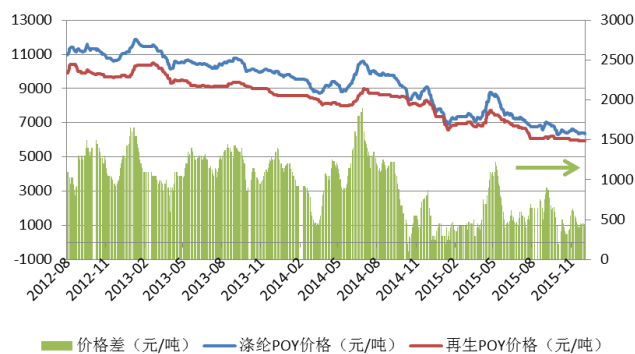
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 39 粘胶价格步入上行周期，涤纶价格优势扩大



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 40 再生聚酯价格优势几乎不复存在



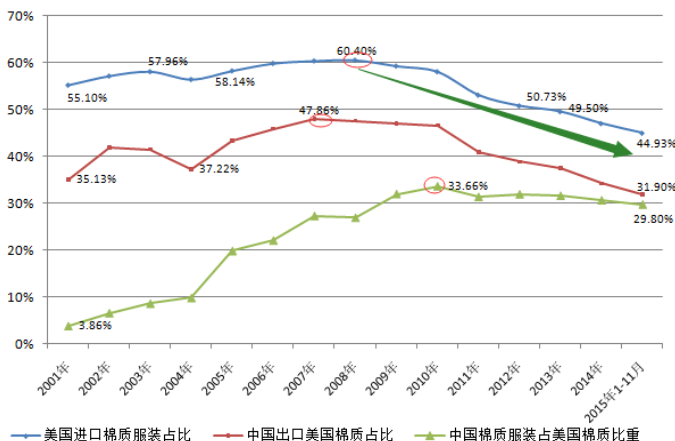
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

因此，综合来看，在目前的低油价环境下，涤纶纤维价格仍呈下行态势，而粘胶纤维已进入上行周期，涤纶的价格优势明显并将进一步扩大，在下游纺织生产中的应用也有望得到扩大。与此同时，再生聚酯纤维作为一种回收利用聚酯废料进行再生产的“变废为宝”产品，其发展在我国得到多项政策措施的鼓励支持，我国也在 2013 年成为世界上最大的再生聚酯纤维生产国。然而，近一年半以的低油价通过价格传导，使得无论是原生涤纶纤维还是再生涤纶纤维的价格均一路走低，两者之间的价格差也大幅收窄，从 1500 元/吨以上降至近期的 400 元/吨左右。再生聚酯纤维的价格优势几乎不复存在，市场份额面临原生纤维的挑战。

(四) 全球棉质服装消费萎缩，中国化纤价格优势显著

目前，全球市场上棉质服装的消费已呈现出持续萎缩态势。自 2009 年起，美国从全球进口服装中棉质服装所占比例开始下滑，由 2008 年高峰时的 60.40% 连续七年下降、一路降至 2015 年（1-11 月）的 44.93%，显示出以美国市场为代表的全球棉质服装消费的萎缩态势。

图 41 以美国为代表的全球棉质服装消费持续萎缩

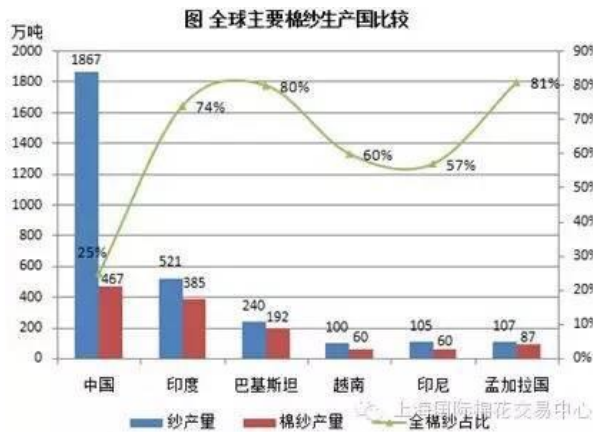


资料来源: 上海国际棉花交易中心, 中国银河证券研究部

数据显示，化纤的增长支撑了纤维总消费量的增长，其中作为棉纤维替代品的非棉纤维获得了更大的市场份额。在美国进口棉质服装中，来自中国的棉质服装占比从 2010 年的 33.66% 逐渐降低至 2015 年（1-11 月）的 29.80%，而同期来自东南亚的棉质服装进口量则呈现出快速增长的态势，棉质服装订单呈现明显的地区转移趋势。在棉质服装出口份额总量下降的同时，中国出口美国服装的材质结构也在发生改变。自 2007 年起，中国出口美国的服装中，棉质占比也已经连续 8 年持续下滑，其比例从 2007 年峰值时的 47.86% 已降至 2015 年（1-11 月）的 31.90%。

这一系列数据暗示着中国化纤较棉纤维在市场上具有更高的竞争力，而这也从中国与其他亚洲国家的相关产品产量和价格数据中得到了印证。2014 年，中国棉纺行业纱产量 1867 万吨，其中 75% 为纯化纤维纱和混纺纱，全棉纱仅有 467 万吨、占比仅为 25%。而与之形成鲜明对比的是，亚洲其他主要产纱国全棉纱占比均高于 50%，呈现出以全棉纱为纺纱主体、与中国迥异的产品结构。例如，印度棉纺行业全棉纱占比达到 74%，巴基斯坦、孟加拉国更是高达 80% 以上。究其原因，上游原料成本的巨大差异是造成中国纺织原料消费呈现“化纤强棉花弱”、而印度等亚洲国家呈现“化纤弱棉花强”格局的重要因素。2015 年中印两国主要棉纺原料价格的统计数据显示，中国在棉花价格上较之印度有着明显的劣势，而在化纤原料上则呈现出一定的价格优势：2015 年中国棉花年度均价为 96.77 美分/磅，高出印度的 62.93 美分/磅近 53 个百分点；而中国涤纶短纤年度均价为 52.18 美分/磅，低于印度的 66.91 美分/磅；中国粘胶短纤年度均价为 93.78 美分/磅，同样低于印度的 112.35 美分/磅。

图 42 中国全棉纱占比显著低于亚洲其他主要产纱国



资料来源：上海国际棉花交易中心，中国银河证券研究部

图 43 与印度相比，中国化纤产品具有价格优势



资料来源：上海国际棉花交易中心，中国银河证券研究部

对比棉花、涤纶短纤和粘胶短纤等三类主要棉纺原料价格，印度国内棉花价格最低、涤纶短纤次之、而粘胶短纤价格最高。与中国市场涤纶短纤大幅低于棉花的情况不同，印度涤纶短纤价格甚至在较长的时间内保持略高于棉花的价格水平。反观中国，棉花价格长期高于涤纶短纤和粘胶短纤，仅 2015 年下半年短暂出现粘胶短纤价格高于棉花的现象，但目前随着粘胶短纤价格的快速回落，棉花与粘胶短纤价格已经逐渐趋同。

图 44 印度纺纱原料中，棉花价格最低、粘胶短纤价格最高



资料来源：上海国际棉花交易中心，中国银河证券研究部

图 45 中国纺纱原料中，涤纶短纤价格最低



资料来源：上海国际棉花交易中心，中国银河证券研究部

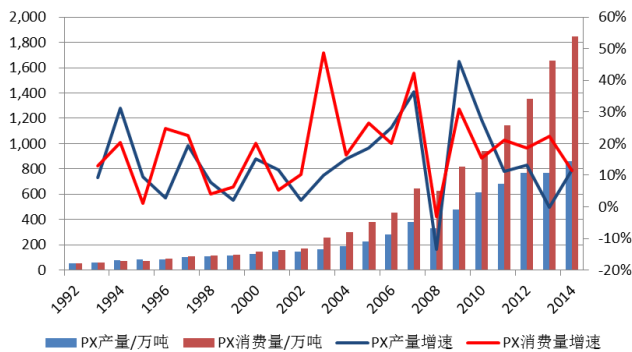
鉴于中国化纤产品的显著价格优势，可以预期，以涤纶为代表的中国化纤消费在未来将凭借其价格优势，在全球棉质服装消费萎缩、化纤替代的大趋势中有望进一步扩大市场。

三、PX-PTA-PET——产业链格局深刻变革，利润向中下游转移

(一) PX：国内供不应求、严重依赖进口，亚洲产能扩张、区域过剩初现

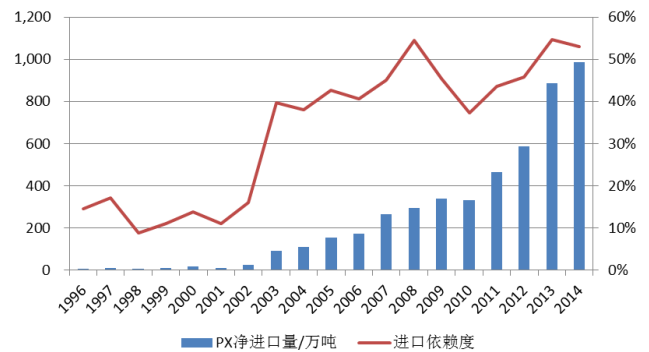
数据显示，我国的PX消费量多年来保持快速增长，1994年表观消费量为72万吨，而2014年表观消费量已飙升至1847万吨，为20年前的25倍有余。特别是近10年来，年均增长率更是高达20%。

图46 我国PX消费量持续快速增长，产量未能同步增长



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图47 国内PX供不应求，进口依赖度攀升至50%以上



资料来源：wind，中国银河证券研究部

然而，PX消费需求的快速增长并未伴随着产能和产量的同步增长。上世纪九十年代中期以来（除2008、2009年），我国的PX产量增速长期低于消费量增速。过去20年间，我国PX消费量平均增速为17.6%，同期产能增速仅为14.8%，而产量增速更是低至12.8%，低于需求增速近5个百分点，开工率也呈总体下滑态势。因此，1995年前我国尚可实现PX的自给自足，自1996年起成为净进口国，至2014年PX净进口接近1000万吨（表观消费1800余万吨，产量仅为860万吨），进口依赖度高达50%以上。国内现有的主要PX产能合计超1370万吨，预计2015年国内年产量不足1000万吨。

表5 我国现有PX产能情况统计

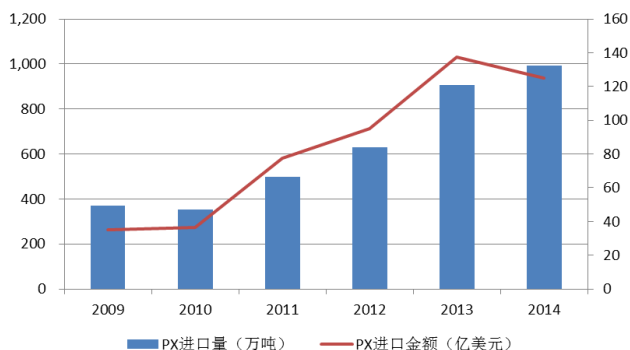
厂家	地区	产能（万吨/年）
上海石化	上海	85
扬子石化	江苏	85
中海油惠州炼化	广东	84
大连福佳大化	辽宁	140
辽阳石化	辽宁	70
青岛丽东化学	山东	100

腾龙芳烃	福建	160
福建联合化工	福建	77
镇海炼化	浙江	60
金陵石化	江苏	60
天津石化	天津	38
洛阳石化	河南	22.5
乌鲁木齐石化	新疆	100
齐鲁石化	山东	10
彭州石化	四川	60
海南炼化	海南	60
宁波中金石化	浙江	160
合计		1371.5

资料来源：中纤网，中国银河证券研究部

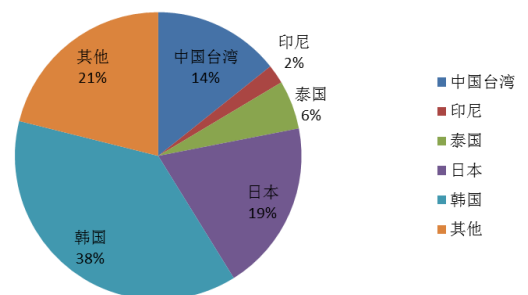
受人民群众环保、安全意识和主人翁精神的不断加强，伴随着对项目的误解和信息不对称，自2007年厦门市民首开抵制PX项目之先河后，国内陆续在大连（2011年）、宁波（2012年）、昆明（2013年）、彭州（2014年）、茂名（2014年）等地发生类似“邻避运动”事件，在一定程度上影响了PX项目的落地，国内的PX产能缺口也持续扩大，需从中国台湾、印尼、泰国、日本和韩国等周边国家（地区）大量进口。2014年我国PX进口总量接近1000万吨，总金额达125亿美元，其中韩国、日本和中国台湾为供应量前三的国家（地区），进口量分别为375、191和142万吨。

图 48 2014 年我国 PX 进口量已接近 1000 万吨



资料来源：wind，中国银河证券研究部

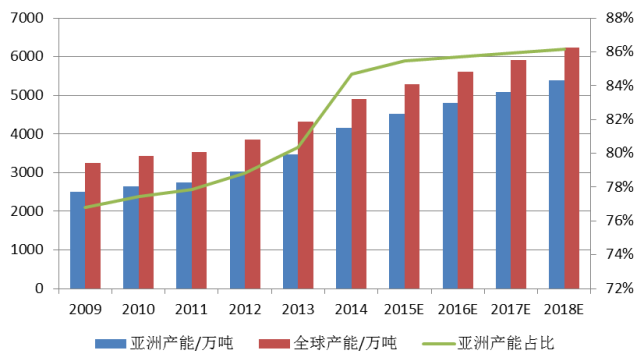
图 49 我国 PX 进口大部分来自东亚地区



资料来源：wind，中国银河证券研究部

面对中国庞大的市场需求和巨大的产能缺口，无论是邻近的日韩还是拥有丰富石油资源的中东国家，亚洲各国都纷纷将PX作为重要石化项目大力推进以争抢中国市场。

图 50 亚洲 PX 产能快速增长，全球占比突破 85%

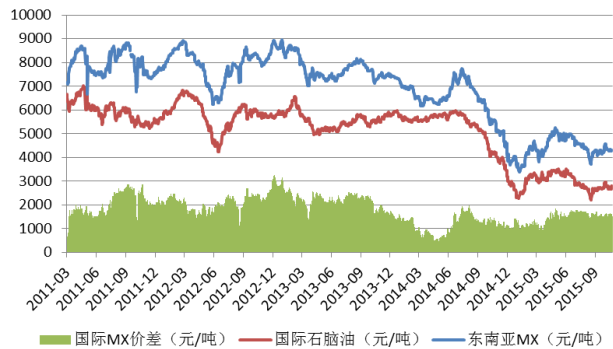


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

相关研究显示，目前亚洲地区 PX 总产能超过 4100 万吨，全球占比也达 85% 以上。仅 2014 年一年，亚洲地区就有总产能超过 600 万吨的 PX 项目投产，而中国项目的产能仅占其中不到 10% 的份额。目前，本地区区仍有相当规模的 PX 项目在建或计划新建、扩建，按目前各个项目规划，至 2018 年亚洲地区新增产能将达 1000 万吨，总产能有望突破 5200 万吨，供给能力将大大超过本地区需求。

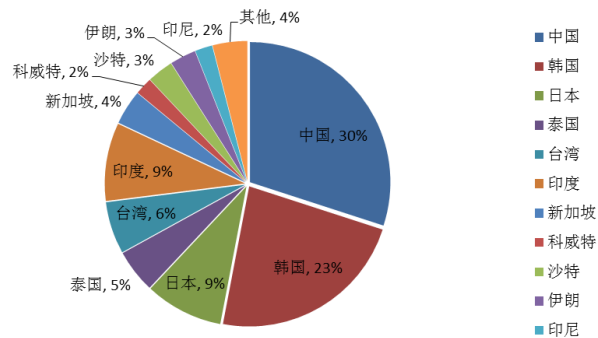
近两年 PX 的超额供给，也在 PX 的价差和利润中（为方便计算与说明，价格数据均换算为人民币）有所反映。在 2011 ~ 2014 年间，东南亚混二甲苯（MX）与石脑油（新加坡）价差维持在 2000 元/吨左右震荡，最高时甚至可达 3000 元。然而在 2014 年初，一方面由于新增产能及供给持续扩张的预期，另一方面由于下游（PTA 及聚酯）亏损导致的 PX 消费端开工率下降，造成 PX 供给超出需求，PX 价格下行从而导致价差一度降至 700 元以下。此后 MX-石脑油价差有所反弹，但遭遇原油价格大幅跳水，因此目前价差较此前有大幅降低，仅维持在 1500 元/吨左右。

图 52 国际 MX 价差维持在 1500 元/吨水平



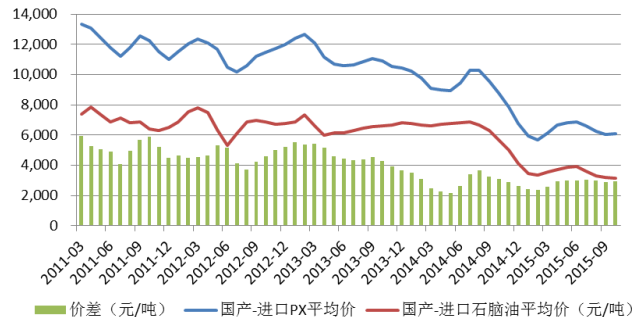
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 51 中、韩、日、印占据亚洲 PX 产能七成强



资料来源: 金银岛, 中国银河证券研究部

图 53 国内 PX 价差从 4000 元/吨降至 3000 元/吨



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

同样的情况也反应在国内PX的价差上。2014年前，PX-石脑油价差（石脑油价格采用90%国产和10%进口价格的加权平均）维持在4000元/吨以上，最高时可达接近6000元/吨。考虑到大约2000元/吨的非原料成本，PX的毛利润可达2000~4000元/吨，利润不可谓不丰厚。然而，在2014年经历年初和年末两次PX价格下跌后，其价格的成本性支撑已破坏，目前价差大约维持在3000元/吨左右，并有因PX供需恶化进一步下行的可能。

尽管目前PX产能过剩局面已初现，并且已显著降低了生产利润，但是受国内供应缺口大、炼油产能持续增加及避免与中东北美低成本乙烯竞争等因素的影响，芳烃装置将是未来中国石化工业主要投资方向之一。目前，已有若干项目在建或规划建设，这些项目如果顺利实施，将主要集中于在2015~2020年间投产，预计释放至少400万吨/年PX产能，例如2015年就有宁波中金石化的160万吨/年项目投产。

表6 2015年及以后国内PX新增产能情况

公司	产能(万吨)	进度
宁波中金石化	160	2015年8月底已投产
海南炼化	80	已通过环评，尚未开工
河北玖瑞化工	80	环评中，尚未开工
九江石化	60	已通过环评，建设中
宁波宝塔石化	80	2015年2月签订协议，宝塔石化-美国UOP公司PX技术合作
恒力石化	待定	国务院《关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》重点布局的产业项目——整体炼化项目2000万吨
虹港石化	待定	炼化项目待建——整体炼化项目1000万吨

资料来源：中纤网，中国银河证券研究部

目前，亚洲地区PX的定价机制主要有ACP即亚洲合同价（Asia Contract Price）、新加坡普氏（PLATTS）现货价和易贸（ICIS）现货价三个体系。其中，亚洲合同价是PX主要供应商与主要买家在上月月末确定的下月PX合约价格，在整个PX贸易体系中具有标杆性质。

而在国内，主要供应商中石油和中石化会在参考ACP的基础上、综合考虑市场现货行情和供需情况，于月末公布下一月挂牌价，并在月末时综合ACP价格以及当月石脑油价格、MX价格、下游产品价格等多方面因素，公布当月的合同结算价。国内的其他中小供应商则跟随中石油和中石化的价格，仅根据客户和采购情况略有折扣差异。从价格形成机制看，相对于进口PX，国内的PX价格体系显得更为合理，也更符合下游PTA用户的利益。一方面国内的定价方式是当月确定当月价格，而ACP则是上一月提前确定下月价格，对于下游用户的生产经营来讲存在一定价格风险；另一方面，下游用户在国内PX价格形成中的话语权相对更重，而ACP的闭门磋商机制也难以充分反映市场情况。

未来数年间，中国以外的其他亚洲国家新增产能的逐步释放，将进一步缓解我国国内PX的供应缺口、同时加剧亚洲范围内PX供过于求的现状。在这样的内外部条件下，未来我国PX用户即PTA生产企业在亚洲PX市场定价问题上的话语权有望进一步加大，PX价格可能进一步向下调整，产业链的利润分配也有望进一步趋向合理。事实上，由于PX生产企业的议价能力由于供需关系逆转而显著下降，ACP谈判对PX定价的影响力也已不再，近两年亚洲

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

PX 的 ACP 谈判多次破裂，2014 年达成两次、2015 年全年也仅达成三次，2016 年的首次谈判也于日前宣告未果。

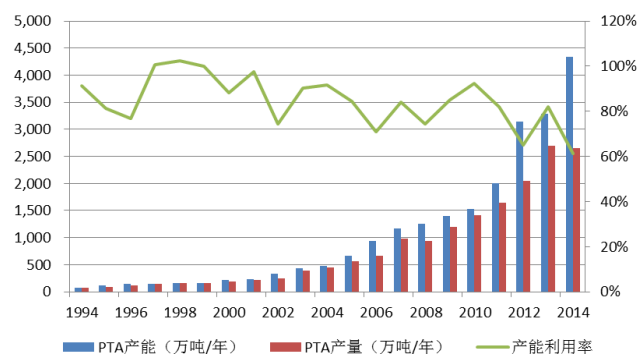
(二) PTA：市场推动过剩产能逐步淘汰，供给侧结构性改革初见成效

纵观近 20 年来我国 PTA（精对苯二甲酸）产能与产量的变化，不难发现，我国的 PTA 产业已经经历了一个从“高产能利用率、供不应求”的产能紧缺状态、到“低产能利用率、供过于求”的产能过剩局面的转变，而当前则正处于又一次新的变革与转折之节点。

上世纪九十年代中期至本世纪初（1994~2004），我国 PTA 生产开工率持续高位运行（年均 90%），二者在这十年间的年均增长率均为 19.9%，产量增长受制于产能。期间 PTA 始终供不应求，净进口量逐年扩大，自给率则从 75%一路下滑、最低低至 36%（2002 年）。随后，PTA 产业进入一轮产能的快速扩张时期，PTA 供应紧张的局面得以缓解，年净进口量在 2006 年达到 700 万吨的峰值后开始回落，自给率也逐步回升。

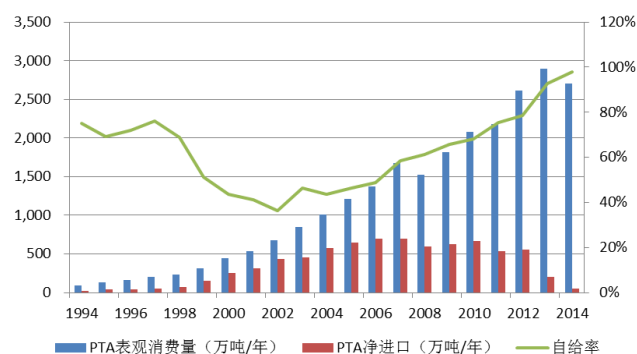
2011 年起，受棉花价格上涨刺激，聚酯需求增加、PTA 价格上涨，PTA 产业在 2011 年又开始了新一轮更为激进的产能扩张。2011~2014 年间，PTA 逐年增加的产能分别为 476 万吨、1140 万吨、147 万吨和 1042 万吨，四年间累计新增产能已接近 2010 年年末既有产能的两倍。受这两轮产能急剧扩张影响，国内 PTA 供需关系发生了变化，特别是在 2012 年一千余万吨的产能增加后，PTA 产能远超同年 PTA 表观消费量，标志着产能过剩局面的形成。近十年（2004~2014），PTA 产能年均增长 24.5%，高出产量增长率（19.7%）近 5 个百分点，开工率也呈震荡下滑态势，2014 年甚至低至 61%。在如此低开工率的情况下，PTA 自给率高达 98%，完全可实现自给自足。

图 54 PTA 产能快速扩张，产能严重过剩，开工率震荡下行



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 55 PTA 自给率已接近 100%

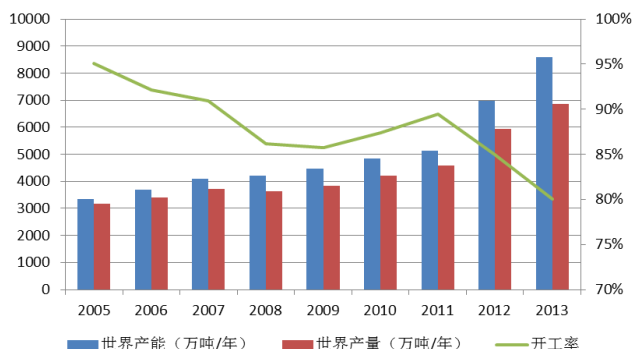


资料来源：wind，中国银河证券研究部

事实上，PTA 产能过剩的局面不仅仅是在中国出现。2014 年，全球 PTA 产能已接近 9000 万吨/年，过去十年平均产能增速超过 7%，高于同期产量增速，开工率也持续下滑至 80%。鉴于近年来 PTA 产能的增加主要集中于亚洲特别是中国，中国占据的产能份额也从 2005 年的 20%一路飙升至 2014 年末的 49%。截至 2016 年年初，国内 PTA 总产能接近 4900 万吨。

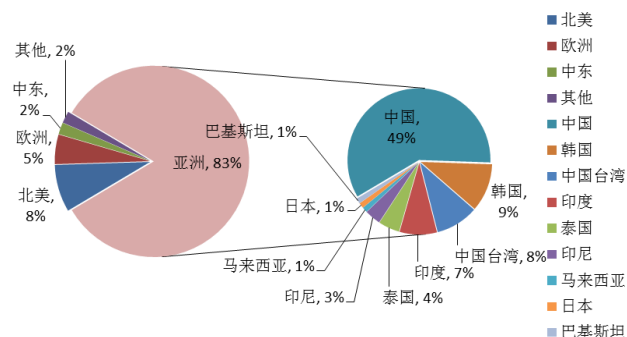
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 56 世界 PTA 产能已接近 9000 万吨



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 57 中国 PTA 产能占据全球产能近五成



资料来源: cnki, 中国银河证券研究部

表 7 国内 PTA 产能情况统计

厂家	地区	产能 (万吨/年)
逸盛宁波	一期	65
	二期	65
	三期	200
	四期	220
逸盛大连	一期	150
	二期	70
	三期	375
逸盛海南	一期	210
恒力石化	一期	220
	二期	220
	三期	220
翔鹭石化	一期	165
	二期	150
	二期	150
	二期	150
远东石化	一期	60
	一期	60
	一期	60
	二期	140
珠海 BP	一期	60

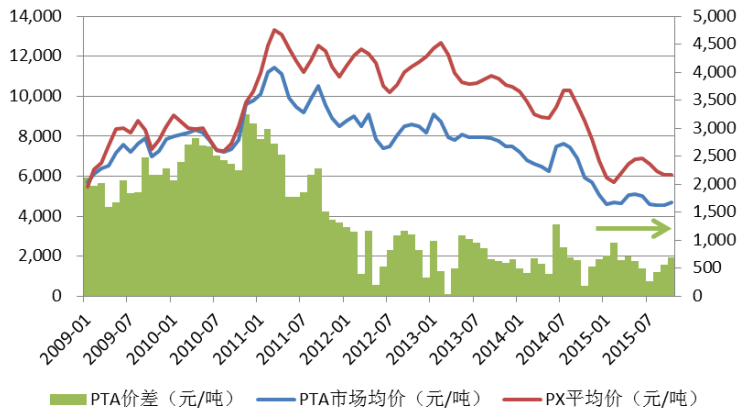
	二期		110
	三期		125
三房巷	一期	江苏	120
	二期		120
桐昆石化	一期	浙江	150
虹港石化	一期	江苏	150
宁波台化	一期	浙江	120
亚东石化	一期	上海	70
宁波三菱	一期	浙江	60
蓬威石化	一期	重庆	90
江阴汉邦	一期	江苏	60
	二期		220
佳龙石化	一期	福建	60
扬子石化	一期	江苏	35
	二期		35
	三期		60
仪征化纤	一期	江苏	33
	二期		66
上海石化	一期	上海	40
天津石化	一期	天津	32
洛阳石化	一期	河南	32.5
辽阳石化	一期	辽宁	27
	二期		53
乌鲁木齐石化	一期	新疆	9
合计			4887.5

资料来源：中纤网，中国银河证券研究部

过去几年中，2010~2011年是PTA行业盈利情况最好的年份。受当年棉花牛市的刺激，PTA价格出现一轮上涨行情，价差从2009年下半年~2010上半年的约2000元/吨不断攀升，最高达3000元/吨甚至4000元/吨以上。然而到2012年，随PX（对二甲苯）价格大幅上涨，PTA价差回落至1000元/吨附近，利润大打折扣。在之后的近四年中，特别是2014年下半年国际原油价格大幅跳水后，PTA价差基本保持在500元/吨左右波动，有时甚至价差为负、价格出现倒挂。对于相当一部分企业来讲，PTA生产的原料外成本大约为700元/吨，有些甚至高达1000

元/吨。因此，长期低于盈亏平衡线的 PTA 价差，给国内的 PTA 厂商带来了很大的困难。

图 58 PTA 价差缩窄，企业盈利困难



资料来源：wind，中国银河证券研究部

与此同时，大举投资造成的 PTA 产能过剩局面开始形成。在这样的环境下，PTA 行业发生一次“去产能、去库存”的供给侧改革和结构调整在所难免。对于装置较新、产能规模大、成本控制好的龙头企业，其非原料成本可以控制在 500 元/吨左右，而效率低下的老旧装置等亏损产能则面临淘汰的命运。

2015 年 3 月，远东石化——一家拥有 320 万吨/年产能、曾经的亚洲最大 PTA 生产企业，就因亏损被迫停产，并在 7 月宣布进入破产程序。4 月，翔鹭石化（漳州）PX 装置发生爆炸事故，受此影响，其 450 万吨/年的 PTA 装置停产至今，陷入困境，早前停车检修的海沧 165 万吨/年的装置至今也未能复工。仅此两家，就有 935 万吨/年的产能退出，约占全国总产能的 1/5。此外，还有包括蓬威石化、辽阳石化、扬子石化等长期停产（停产半年以上）的 355 万吨/年产能。历经这样一次行业性洗牌，目前国内的有效产能实际仅为 3600 万吨/年左右。据了解，翔鹭海沧的 PTA 装置可能永久退出，而漳州 450 万吨/年的产能尚未完成后续接收等处置，2016 年年内恐难以复产。

另一方面，2015~2016 年的新增产能较之前几年已大幅下降。2015 年原计划有 665 万吨/年的产能投放，但实际仅有珠海 BP 和恒力石化共计 345 万吨/年的产能投产，四川晟达和江阴汉邦共计 320 万吨/年的项目延期，其中汉邦项目日前刚刚投入试车，而晟达项目预计将于 2016 年一季度试车。除此之外近两年将没有其他 PTA 产能投产，因此，预计至 2016 年年末，国内 PTA 的有效产能有望控制在 4000 万吨以内。尽管新增产能增速已显著放缓，但新增的装置单体规模较大、技术较为先进，例如 2015 年新投产的珠海 BP 三期项目，单线设计产能 125 万吨/年，是全球最大的单系列 PTA 装置。这有利于帮助企业控制甚至降低成本、提升企业盈利能力，因此将在未来 PTA 供给的竞争中应具有一定优势。

我们相信，这样由市场推动的供给侧结构性改革可以有效提高供给质量，矫正要素配置扭曲，扩大有效供给，从而提高供给结构对需求变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率，有利于行业的持续健康发展。

表 8 2015-2016 年国内 PTA (计划) 新增产能情况

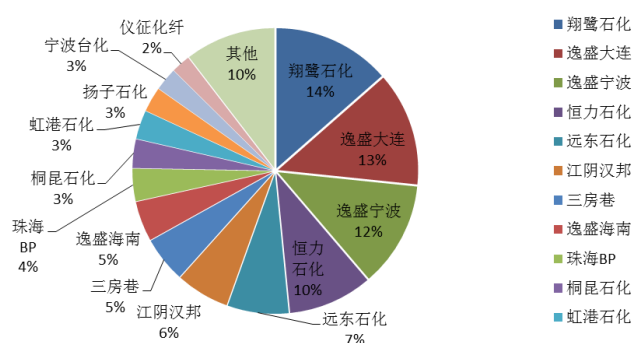
厂家	产能 (万吨/年)	备注
珠海 BP	125	2015 年投产
恒力石化	220	2015 年投产
四川晟达	100	计划 2015 年 5-6 月份左右投产, 后延期, 预计 2016 年 1 季度投产
江阴汉邦	220	计划 11-12 月左右投产, 后延期, 2016 年 1 月投产
合计	665	

资料来源: 中纤网, 中国银河证券研究部

事实上, 不只是在中国, 亚洲范围内的产能调整也在进行中, 据不完全统计, 目前有超过 500 万吨的产能停产达半年以上。

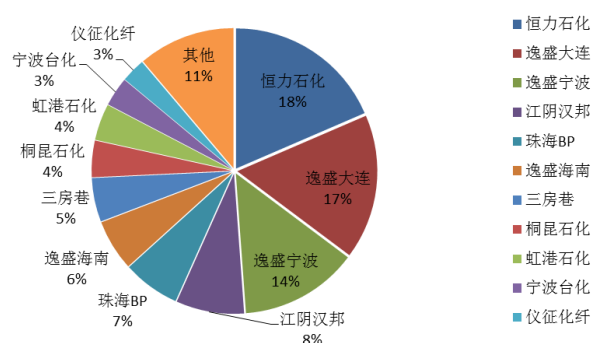
翔鹭石化和远东石化作为拥有数百万吨级产能的 PTA 生产商, 他们在 2015 年的停产对行业格局的冲击不容忽视。此前, 产能排名全国前五的厂商 (产能份额) 分别为翔鹭石化 (14%)、逸盛大连 (13%)、逸盛宁波 (12%)、恒力石化 (10%) 和远东石化 (7%), 行业集中度 CR5 = 55%。经过近来的产能调整 (翔鹭、远东等退出和恒力、珠海 BP、汉邦等新增产能), 产能排名前五的厂商 (份额) 已演变为恒力石化 (18%)、逸盛大连 (17%)、逸盛宁波 (14%)、江阴汉邦 (8%) 和珠海 BP (7%), 行业集中度出现了显著提升, CR5 = 63%。总而言之, PTA 行业的结构调整显著提高了行业集中度, 寡头 (逸盛与恒力) 格局初现。

图 59 2014 年国内 PTA 产能分布 (按厂家)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 60 2015 年国内 PTA 产能分布 (按厂家)



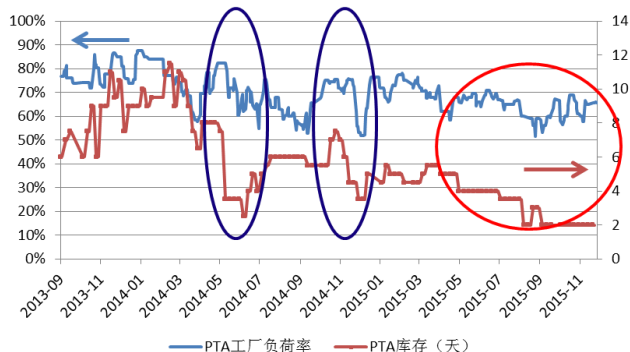
资料来源: 中国银河证券研究部

产业集中度的提高, 则意味着龙头企业对产业链控制能力和议价能力的增强。2014 年, 在整体产能严重过剩并长期亏损的情况下, PTA 行业在当年先后发生了两次联合“限产保价”, 期间主要生产厂商有意降低了开工率, 全年的行业开工率基本保持在 80% 以内。从 PTA 的价差统计可以看出, 2014 年 5 月和 11 月的两次“限产保价”均有效地改善了行业盈利水平, 提

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

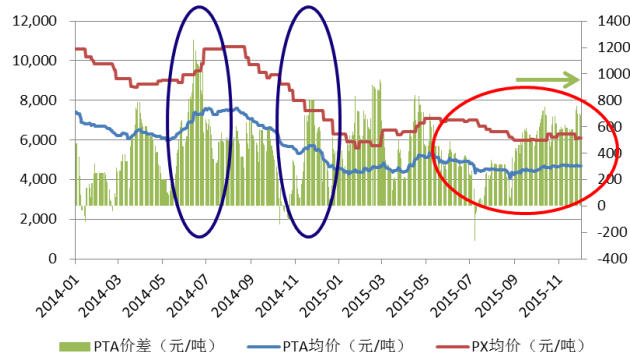
振了PTA生产厂商的利润。2015年，PTA生产商开工率继续下滑，长期低于70%，年度平均开工率也从2013年的76%、2014年的70%降至今年的66%。开工率下降的同时，受原油价格持续下行、存货存在潜在损失的情况下，生产企业开始了新一轮去库存的进程。据统计，国内PTA平均库存量从2014年上半年的10天左右下降至2015上半年的4天，下半年更是降至2天，库存水平创近年新低。

图 61 “限产保价”去库存效果明显



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 62 “限产保价”改善价差, 有助于生产企业渡过困难时期



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

随未来 PTA 消费量的稳定以及产能淘汰的进行，后期除非出现原油暴跌等特殊情况，预计短期内各产品价格的平衡走势很难被打破，国内 PTA 供需趋向紧平衡的局面将得到进一步确认。

(三) 聚酯产业链格局深刻变化，利好中下游

近年来，我国经济在历经连续多年的快速增长后出现了一些较为突出的矛盾和问题，宏观上主要表现为“四降一升”（即经济增速下降、工业品价格下降、实体企业盈利下降、财政收入增幅下降、经济风险发生概率上升），而微观上则体现在一个个具体行业的产业发展之中。这些问题很大程度上并不是周期性的，而是结构性的。

总体来讲，考虑到过去数年间亚洲地区 PX 的高强度产能投放以及 PTA 产能的结构性整合，2015 年末亚洲地区 PX 的供需关系已发生变化。据统计，2013 年亚洲 PX 产能 3500 万吨、产量共计约 2900 万吨，同期 PTA 产能约 6000 万吨，以中国当年平均开工率 75% 计，需消费 2950 万吨 PX，PX 在亚洲范围内供需基本处于平衡或略有供不应求。而到 2014 年，亚洲地区 PX 产能增长至 4150 万吨、产量约 3300 万吨；同期 PTA 产能增至 6500 万吨，以 70%~75% 开工率计（中国当年平均开工率为 70%）需消费原料 PX2980~3190 万吨，PX 产能过剩局面初现。2015 年，预计亚洲地区仍有 400~500 万吨 PX 产能投放，同期 PTA 产能也将大幅增加至 7000~7500 万吨，但开工率持续下降；根据预测，年内亚洲区域 PX 产量可达 3640 万吨，而以 65%~70% 开工率计算（中国当年平均开工率为 66%），对应的 PX 消费量仅为 3200~3450 万吨，PX 的供过于求进一步扩大、产能过剩局面将进一步加剧。

表 9 亚洲地区 PX 产能过剩局面将进一步加剧

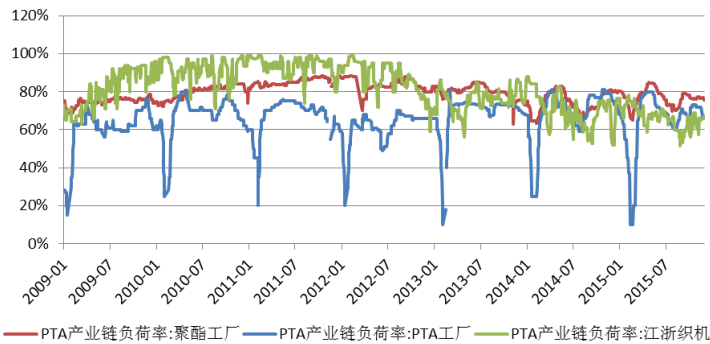
	PX			PTA			对应 PX 需求 (万吨/年)
	PX 产能 (万吨/年)	PX 产量 (万吨/年)	开工率	PTA 产能 (万吨/年)	PTA 产量 (万吨/年)	开工率	
2013	3500	2800	0.8	6000	4500	0.75	2947.5
2014	4150	3320	0.8	6500	4550 ~ 4875	0.7~0.75	2980 ~ 3190
2015E	4550	3640	0.8	7500	4875 ~ 5250	0.65~0.7	3200 ~ 3450

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

对于整个 PX-PTA-PET 产业链, 如果我们以 PTA 的实际产量为核算标准, 估算 PX 和 PET 的产能相对其需求的倍数, 那么可以看出: (1) 在 2010 ~ 2011 年间, PX 和 PET 产能超出需求 20% 以上, 均为产能过剩状态, 产业链中 PTA 环节盈利能力较强; (2) 随即由于逐利, 在 2011 ~ 2013 年间形成 PTA 产能的大量投放, 此时 PX 和 PET 产能与 PTA 基本匹配甚至有所不足, PTA 盈利能力下降, PX、PET 盈利有所改善; (3) 由于 PX 作为上游产品掌握了议价权、利润丰厚, 因此 2014 年后大量 PX 产能释放, PX 重现产能过剩, 而与此同时, PET 产能温和扩张, 与 PTA 产能基本保持匹配状态, 伴随着国内产业结构的不断优化, 产业链利润再次向中下游转移。

此外, 产业链末端的江浙织机负荷率目前处于历史低点, 随着纺织服装行业的企稳回暖, 将进一步带动目前已经走出谷底的 PTA 和 PET 负荷率, 从而形成全面复苏的格局。

图 63 产业链末端的江浙织机负荷率处于历史低点, 有望随纺织服装行业的企稳回暖



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

总体来看, 依赖于庞大的产能和消费需求, 我国的聚酯产业链在全球聚酯产业中占据着举足轻重的地位, 同时也在很大程度上受到国际上游原料 (即 PX 和原油) 供应的影响。在过去的数年间, 由于产业链不同环节产能投放节奏的错位, 供需关系发生变化, 特别是去年下半年国际原油价格大幅调整以来, 在内部和外部因素共同作用下, 我国国内的聚酯产业链发生了深刻调整, 盈利能力相对较强的 PTA 和 PET 环节有望迎来全面复苏。

表 10 2014 年涤纶长丝新增产能情况

厂商	投产时间	POY/DTY	FDY	合计
绍兴远东	2014 年 3 月		10	10
新凤鸣	2014 年 3 月	25		25
福建经纬	2014 年初	20		20
辽宁龙溪湾	2014 年 4 月		20	20
常熟恒意	2014 年 4 月		8	8
桐昆恒邦	2014 年 4 月	35	5	40
盛虹国望	2014 年 4 月	25		25
三房巷	2014 年 5 月	20	5	25
宁波华鑫	2014 年 9 月	50		50
萧山红剑	2014 年 10 月	20	20	40
张家港欣欣	2014 年 Q3-Q4		20	20
江苏立新	2014 年	15	15	30
东南网架	2014 年	10	10	20
合计		220	113	333

资料来源：中国银河证券研究部

表 11 2015 年涤纶长丝新增产能情况

厂商	投产时间	POY/DTY	FDY	合计
盛虹国望	2015 年 3 月	25		25
东南网架	2015 年 3 月	35	5	40
华祥高纤	2015 年 3 月	40		25
新凤鸣湖州	2015 年 3 月	25		25
双兔化纤	2015 年 3 月	12.5	12.5	25
新凤鸣湖州	2015 年 6 月	30		30
双兔化纤	2015 年 7 月	12.5	12.5	25
三房巷	2015 年 10 月		20	20
合计		180	50	230

资料来源：中国银河证券研究部

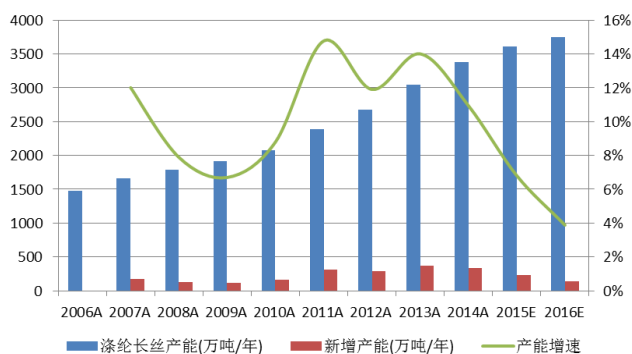
数据显示，涤纶长丝的产能扩张速度已经明显放缓，继 2014 年全年新增逾 330 万吨产能后，2015 年实际新增产能仅为 230 万吨左右（结构大致为：180 万吨 POY/DTY+50 万吨 FDY），而 2016 年全年新增产能将进一步下降至 140 万吨左右（结构大致为：138 万吨 POY/DTY+65 万吨 FDY），产能增速将从 2010 ~ 2014 年的 10% 以上降至 5% 以下。同时，在下游需求的支撑下，涤纶长丝全年产量有望于今年突破 3000 万吨。

表 12 2016 年涤纶长丝计划新增产能情况

厂商	预计投产日期	POY/DTY	FDY	合计
桐昆恒腾	2016 年 Q1	40	10	50
新凤鸣	2016 年 Q2-Q3	25	5	30
吴江立新	2016 年	10		10
福建经纬	2016 年	10	10	20
盛虹国望	2016 年底	30		30
合计		115	25	140

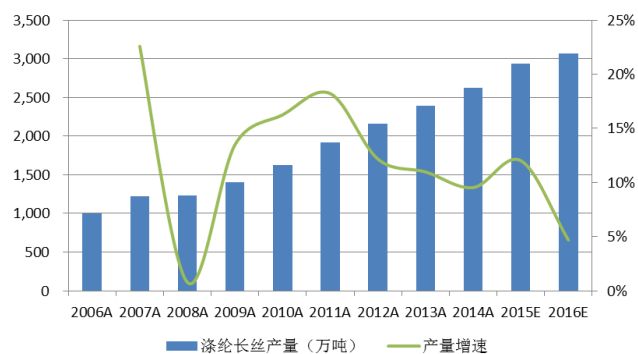
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 64 涤纶长丝产能增长显著放缓



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 65 涤纶长丝全年产量有望于今年突破 3000 万吨



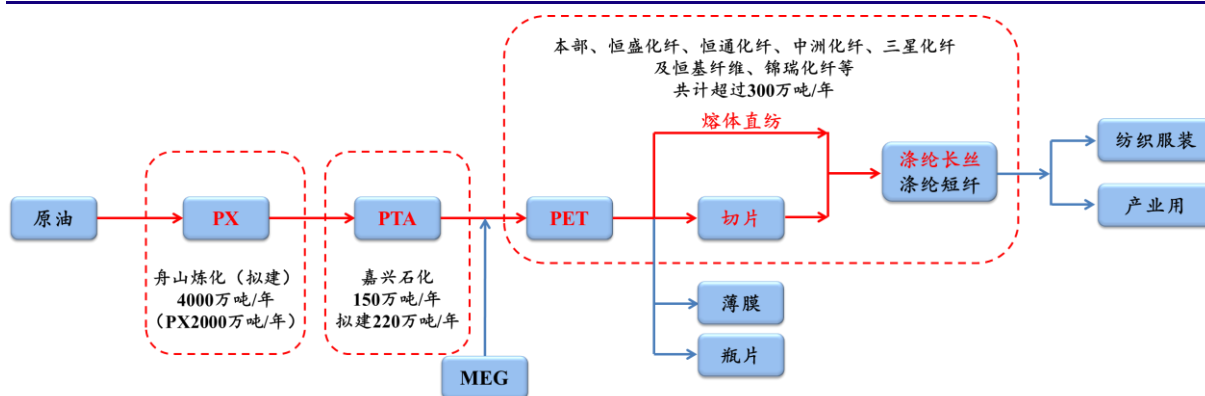
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

四、桐昆股份——大变革中谋发展，产业链上做文章

(一) 延伸产业链：进军上游，布局炼化

桐昆深耕涤纶产业三十余年，在上市后通过募集资金加大了沿涤纶产业链布局的力度，谋篇布局，投资兴建嘉兴石化，从而拥有了 150 万吨/年的 PTA 产能。桐昆的这一项目，一方面增强了公司的整体综合实力，另一方面也大大提高了主要原材料 PTA 自给率，同时由于运距短、成本低且供应稳定，进一步拉大了桐昆较之其他外购 PTA 企业的成本优势。未来，桐昆还将投资产能达 220 万吨/年的二期项目，凭借更低的财务费用和后发优势，PTA 的原料外成本可以低至 450 元/吨，达到 PTA 行业的先进水平。

图 66 产业链上下游打通，桐昆未来将成为一家拥有炼油、化工和高端纺丝产品的全产业链龙头企业



资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

除此之外，桐昆股份还将参与投资由荣盛石化控股的舟山炼化项目，参股比例达 20%。该项目一期计划于 2018 年投产，将拥有 1500 万吨/年的炼化能力，年产 PX 可达 750 万吨，相信届时的国际油价也将恢复到正常的均衡水平。合计 4000 万吨/年炼化能力的两期工程全部完工后，桐昆将拥有 800-1000 万吨的权益产能。在当前大环境下，项目投资成本较低，可节约超过 100 亿元的总投资，未来的财务费用和折旧也将较低，考虑到项目的规模优势和区位优势，这一大型炼化项目未来的盈利空间是十分乐观的。至于炼化产品成品油的销售问题，也有望在本轮国家油气改革中得到彻底解决。目前，成品油销售环节改革已经破题，由社会资本和中国石化共同参与组建的销售公司已经成立，未来有望打破垄断，实现炼厂-销售的双向选择。

届时，聚酯产业链上下游打通，桐昆将成为一家拥有炼油、化工和高端纺丝产品的全产业链龙头企业。

(二) 夯实产业链：优化产品供给，促进结构升级

桐昆的经营发展战略包括通过实施大容量熔体直纺、差别化纤维等项目，采用先进技术提升传统化纤工艺，丰富差别化、功能化涤纶长丝的品种结构，扩大公司产品生产规模，降

低产品生产成本，提高公司整体盈利能力，从而稳固公司全球最大涤纶长丝制造商的地位。

过去几年间，国家和地方也先后出台多项关于化纤产业的发展规划，阐释了优化产业结构的重要意义，并鼓励功能性、差别化纤维的快速发展，以满足纺织服装、家用、产业用等领域的多样化需求。国家《化纤工业“十二五”发展规划》更是明确提出，化纤差别化率要提高到 60% 以上。

因此，桐昆在向产业链向上游延伸的同时，也在产品供给端谋划，不断引进先进生产设备、投资于高附加值的差别化纤维生产，从而促进产品结构升级、迈向中高端、扩大有效供给，这也是供给侧结构性改革在微观企业实践中的具体投射。自公司上市以来，已陆续实施多项差别化纤维项目，累计扩展产能超过 200 万吨。日前，桐昆股份的一项非公开发行股票计划获得证监会批准。根据预案披露，公司将以不低于 11.18 元/股的价格发行不超过 26833.63 万股股票，计划募集资金 30 亿元人民币，其中 21 亿元拟投资于两项差别化纤维项目。

表 13 桐昆 2015 年非公开发行股票募集资金投资项目计划

项目名称	产能 (万吨/年)	投资额/募集资金 投资额 (亿元)
年产 40 万吨差别化纤维项目 (恒腾二期)	40	17.7/13.0
75D/72F 超薄超细旦记忆专用 FDY 丝	4.93	
100D/144F 晶莹亚光透气抗紫外 FDY 丝	6.57	
75D/24F 细柔绒抗静电 POY 丝	4.34	
100D/72F 荧光飘柔绒抗静电 POY 丝	7.73	
150D/144F 亚光棉柔绒 POY 丝	8.70	
200D/288F 珊瑚绒专用 POY 丝	7.73	
年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	38	13.3/8.0
111.11dtex 超细旦差别化 DTY 丝	9.82	
166.65dtex 超细旦差别化 DTY 丝	14.58	
222.22dtex 超细旦差别化 DTY 丝	13.60	

资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

当前我国化纤行业竞争较为激烈，土地、生态环境制约加剧，节能减排形势严峻，同时下游需求正朝多样化、高品质化方向发展。通过募集资金实施这些项目，有利于桐昆股份抓住市场需求调整机遇，优化公司产品结构，从而保持行业领先地位、提升市场竞争力。

(三) 拓展产业链——依托龙头优势打造平台，双管齐下试水互联网金融

涤纶长丝行业规模巨大，但下游厂商高度分散，传统上销售以现款现货为主。此类客户支付能力参差不齐，结算耗时成本高，导致财务复杂、支付效率低下，同时还存在资金使用效率低、人工操作风险高、跨行交易繁琐且成本增大的问题。因此，具有利用互联网进一步发展电子商务、拓展并完善产业链、提高资金和运营效率的巨大空间。因此，凭借行业内积累的大量客户资源，桐昆再度进行业务的战略拓展，试水“互联网+”，打造互联网金融创新和服务平台。

一方面，桐昆与工商银行合作合作开发的桐昆供应链电子商务平台——“工银聚”——已于2014年8月22日正式上线。“工银聚”电子商务平台以网站的形式为企业提供服务，帮助企业搭建电子化采销和结算融资系统，可提供的三大功能：(1)核心企业对上游和下游的管理，(2)搜索商品、下单订购，(3)支付结算、供应链融资。这三大功能可以有效解决企业所面临的采购、销售和财务效率低下问题，从而帮助企业赶上电子商务发展的列车。

另一方面，桐昆股份于2015年4月出资设立桐乡桐昆互联网金融服务有限公司（以下简称“桐昆金融”），注册资本5000万元，主要经营互联网金融信息服务。经过内测及公测，桐昆金融旗下的互联网金融平台——“新丝路金服”已于2015年9月20日正式上线试运营，并对外销售产品。作为桐昆股份旗下的互联网金融服务平台，新丝路金服将致力于为小微商户和企业提供便捷、低成本的融资服务，为大众提供安全、高收益的理财产品。

图 67 桐昆新丝路金服平台的运营模式



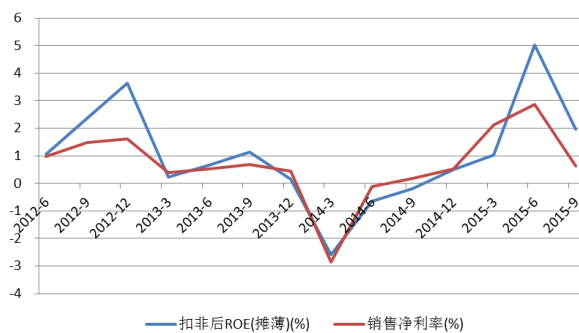
资料来源：企业资料，中国银河证券研究部

有理由相信，桐昆金融依靠母公司坚实的化纤产业基础、密集的国内外客户网络、庞大的客户群体以及较强的行业影响力等优势，可以有效促进公司充分利用自身优势进行产业升级，实现产业转型和多元化，从而进一步提升公司的盈利能力。

五、投资建议

涤纶纤维行业在经历 4 年的深度调整后，产能得到一定程度化解和集中，全行业目前已经走出低迷。从桐昆股份净利润和增速情况可以看出，公司在 2014 年行业不景气的大环境下，一度亏损。在 2015 年油价不断下滑、压缩企业利润空间，特别是人民币贬值造成巨额汇兑损失的情况下，公司依然实现了近三年来最好的业绩，2015 年三季报显示，公司扣非归母净利润达 1.37 亿元，同比扭亏为盈。相应地，公司销售净利率和扣非后的净资产收益率均呈现扭亏为盈、触底反弹的趋势。

图 68 行业走出低迷，桐昆股份利润好转



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

尽管 2015 年三季度后公司利润率由于原油价格下跌和汇率因素有所下滑，但未来油价下跌空间已十分有限。近期，国际原油价格波动较大，WTI 一度从 34 美元每桶跌至 26 美元/桶，尔后受阿联酋能源部长称 OPEC 成员国或准备好合作减产的因素大幅反弹至 29 美元/桶，Brent 也在一度跌破 30 美元/桶后反弹至 33.2 美元/桶。从国际能源署最新的评估来看，2016 年上半年如果 OPEC 继续维持当前产量政策的话，供过于求的形势还是比较明显的，估计上半年有 1.5 百万桶/天的库存积累，一季度可能还会更多一点，对原油价格形成实质性的压力。

原油价格是否能够企稳回升，关键还是看 OPEC 是否能够达成减产协议。上周五阿联酋能源部长称 OPEC 成员国或准备好合作减产，应该算是比较明显的利好。因为跟之前显著区别的是，沙特、阿联酋和科威特是海湾地区的核心三国。这个表态的重量级跟之前的国家表态是显著区别的。我们梳理了之前 OPEC 国家和其他产油大国减产的情况：1 月 19 日，阿曼石油部长随后表示将减产 5-10%。1 月 27 日，俄众多石油公司就油价形势召开会议，讨论了与 OPEC 协同行动的可能性。2 月初，OPEC 成员国尼日利亚、委内瑞拉相继呼吁 OPEC 共同行动，以支持油价。伊拉克石油部长表示，伊拉克正准备接受 OPEC 和非 OPEC 成员削减原油产量决定。

另外我们也注意到，地缘政治的不稳定因素在增加。沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国承诺重新启动针对伊斯兰国的打击行动，并将派遣特别行动部队进入叙利亚，以协助当地作战部队。沙特此举的目的，是为将美国拖入对伊斯兰国，以及支持叙利亚总统阿萨德政权的俄罗斯和伊朗更为直接的对抗中去。此外，美元升值趋势的有所转变，对原油价格也是有利的。

总的来看，原油价格当前处于底部区域，2016 年原油供过于求的局面会改善，油价可能前低后高，下半年有望回到 40~50 美元区间，相信公司的盈利情况将继续改善。桐昆股份作为产业链中的龙头企业，拥有 150 万吨/年 PTA 产能和 300 万吨/年的涤纶长丝产能，同行业的可比上市公司主要为恒逸石化和荣盛石化，其中恒逸拥有 615 万吨/年的 PTA 权益产能和 110 万吨/年的涤纶长丝产能，荣盛拥有 595 万吨/年的 PTA 权益产能和 90 万吨/年的涤纶长丝产能，后两者的产业结构较之桐昆更重于 PTA 的生产环节。据此，可测算同行业可比公司的盈利弹性，涤纶长丝利润每扩大 50 元/吨，可扩大桐昆股份利润逾 1 亿元，EPS 增厚 0.11 元/股。

表 14 涤纶长丝吨利润每扩大 50 元，对应 EPS 增厚 0.11 元/股

	涤纶长丝权益产能(万吨)	增厚业绩(亿元)	股本(亿股)	增厚 EPS(元/股)
桐昆股份	300	1.07	9.64	0.11
恒逸石化	110	0.39	13.06	0.03
荣盛石化	90	0.32	22.24	0.01

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

我们预计公司 2015-2017 年净利润分别为 1.15 亿、3.57 亿和 6.14 亿，分别同比增长 2.06%、212.59%和 72.21%，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.12 元、0.37 元和 0.64 元，今明两年对应分别为 28 倍和 16 倍 PE，给予“推荐”评级。

风险提示：油价持续下跌难以企稳，聚酯纤维（涤纶长丝）落后产能淘汰和整合不及预期，产能无序扩张，国内经济增速进一步放缓、全球经济复苏低于预期，汇率波动风险

附录：
附表 1 利润表（预测）

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	18420.57	22137.87	25094.92	22726.84	27240.53	32026.00
减：营业成本	17339.30	21308.34	24031.93	21655.20	25734.91	30065.58
营业税金及附加	17.46	14.05	16.63	15.06	18.05	21.22
营业费用	52.77	46.25	61.39	55.59	66.63	78.34
管理费用	535.93	598.24	615.59	557.50	668.23	785.62
财务费用	139.64	139.44	290.74	266.90	200.69	124.64
资产减值损失	-3.48	12.27	3.83	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	2.85	7.90	21.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.11	-3.47	4.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	347.92	23.71	100.61	176.59	552.01	950.60
加：其他非经营损益	10.58	108.67	86.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	358.49	132.38	186.62	176.59	552.01	950.60
减：所得税	60.35	33.45	56.84	44.15	138.00	237.65
净利润	298.14	98.93	129.77	132.45	414.01	712.95
减：少数股东损益	40.74	26.98	17.92	18.29	57.18	98.47
归属母公司股东净利润	257.40	71.95	111.85	114.15	356.83	614.48

资料来源：wind，中国银河证券研究部

附表 2 资产负债表（预测）

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	723.27	664.28	412.45	227.27	272.41	320.26
应收和预付款项	1938.39	2891.98	1000.92	3371.02	1862.59	4284.74
存货	1798.46	2015.93	1807.26	1817.51	2490.15	2542.40
其他流动资产	565.31	766.83	950.97	950.97	950.97	950.97
长期股权投资	0.00	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60
投资性房地产	5.19	5.06	3.21	2.85	2.50	2.15
固定资产和在建工程	7509.30	8436.46	8872.20	8558.50	9266.96	8735.41
无形资产和开发支出	475.19	490.00	490.72	434.36	378.00	321.64

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

其他非流动资产	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	13015.11	15280.64	13547.33	15372.09	15233.18	17167.18
短期借款	3233.90	4179.21	2827.74	4433.39	274.79	1608.20
应付和预收款项	2477.75	2577.04	2417.54	2562.71	3351.27	3553.82
长期借款	158.57	1395.82	1411.70	1411.70	1411.70	1411.70
其他负债	36.36	70.17	10.00	10.00	10.00	10.00
负债合计	5906.58	8222.24	6666.98	8417.80	5047.76	6583.72
股本	963.60	963.60	963.60	963.60	3963.60	3963.60
资本公积	2797.89	2770.28	2795.32	2795.32	2795.32	2795.32
留存收益	3008.55	2982.98	3071.66	3127.31	3301.26	3600.83
归属母公司股东权益	6770.05	6716.86	6830.57	6886.22	10060.18	10359.75
少数股东权益	338.48	341.55	52.23	70.52	127.70	226.17
股东权益合计	7108.52	7058.40	6882.81	6956.75	10187.88	10585.92
负债和股东权益合计	13015.11	15280.64	13549.78	15374.55	15235.64	17169.64

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

附表3 现金流量表(预测)

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	195.89	154.92	3640.88	-515.87	3653.97	187.33
投资性现金净流量	-2428.05	-2227.16	-1957.54	-949.56	-2066.67	-1033.33
筹资性现金净流量	1180.70	1998.80	-1888.50	1280.25	-1542.17	893.85
现金流量净额	-1051.07	-72.52	-210.81	-185.18	45.14	47.85

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、王强，石化和化工行业证券分析师。2 人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn