

桐昆股份 (601233)

证券研究报告

2017年05月24日

涤纶龙头受益行业景气回升, 加码主业布局全产业链

桐昆股份是国内涤纶长丝龙头。公司拥有聚酯聚合产能约为350万吨, 涤纶长丝产能约为410万吨, 2001-2016年连续16年在国内市场实现产量及销量第一。涤纶长丝景气度回升, 公司盈利能力增强。2016年实现营业收入255.8亿元, 较上年增长17.6%; 归属于公司股东净利润11.3亿元, 增长882.7%。

成本支撑涤纶价格继续回升, 利润向产业链(PX-PTA-涤纶)下游转移。涤纶产业是连接上游石油化工行业和下游纺织业的中间纽带。涤纶生产原料主要包括PTA和乙二醇。原油价格中枢上行有望对PTA价格形成支撑, 然而PTA产能过剩, 行业盈利能力较差, 利润向产业链(PX-PTA-涤纶)下游转移。另一方面, 由于质量原因, 涤纶生产所用乙二醇仍以乙烯法工艺为主。原油煤炭价格上涨, 对乙二醇价格形成支撑, 有望进一步推动涤纶长丝价格上行。16年初至今, 随着油价触底反弹, 涤纶价差逐步改善, 行业盈利能力提升。

供给格局向好, 需求平稳增长。涤纶长丝产能产量逐步提升, 产能利用率不断上涨, 当前行业开工率及库存比去年同期向好。此外行业集中度不断提升, CR4占比由12年25.4%增长至16年30.4%。未来行业龙头继续加码, 小产能持续退出, 行业供给格局不断改善。需求端, 纺织服装业微弱复苏, 非服装类纺织成新增长点, 产业用纺织品十三五期间有望保持快速增长, 复合增速超10%。此外, 受益于人民币贬值和出口退税率不断上调, 我国涤纶长丝出口比例不断提高。

公司打造全产业链企业, 布局差别化纤维。公司筹建嘉兴石化布局PTA, 实现PTA、聚酯、涤纶上下游一体化; 16年参股舟山炼化项目, 切入PX, 打造全产业链企业。另一方面, 不断布局差别化纤维项目, 提升竞争力, 行业龙头的竞争地位不断巩固。

盈利预测和投资建议

我们预计公司2017-2019年EPS为1.26元, 1.61元和1.83元, 现价对应2017年PE10X。桐昆股份主营业务涤纶长丝, 涤纶长丝每涨价100元/吨, 公司EPS增厚0.21元。参考可比上市公司, 给予2017年15倍PE, 对应目标价18.9元, 维持“买入”评级。

风险提示: 原油价格下跌; 下游需求不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,753.68	25,581.57	32,583.28	39,471.74	44,688.57
增长率(%)	(13.31)	17.60	27.37	21.14	13.22
EBITDA(百万元)	1,282.71	2,564.34	2,608.16	3,144.78	3,523.18
净利润(百万元)	115.20	1,132.15	1,557.16	1,987.32	2,252.45
增长率(%)	3.00	882.73	37.54	27.63	13.34
EPS(元/股)	0.09	0.92	1.26	1.61	1.83
市盈率(P/E)	134.74	13.71	9.97	7.81	6.89
市净率(P/B)	2.23	1.41	1.29	1.15	1.03
市销率(P/S)	0.71	0.61	0.48	0.39	0.35
EV/EBITDA	12.89	7.49	6.15	4.53	3.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学纤维
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.60元
目标价格	18.9元
上次目标价	15元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,231.94
流通A股股本(百万股)	963.60
A股总市值(百万元)	15,522.40
流通A股市值(百万元)	12,141.36
每股净资产(元)	9.17
资产负债率(%)	46.18
一年内最高/最低(元)	17.39/10.39

作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040001	
huili@tfzq.com	
吴頔	联系人
wudi@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《桐昆股份-公司点评:全球最大的涤纶长丝生产商, 参股舟山炼油项目开启新篇章》2016-07-22

内容目录

1. 桐昆股份是国内涤纶长丝龙头	4
1.1. 国内涤纶纤维龙头企业，未来产能占比将进一步提升	4
1.2. 涤纶长丝景气度回升，公司盈利能力增强	4
2. 成本支撑涤纶价格继续回升，利润向产业链（PX-PTA-涤纶）下游转移	5
2.1. 涤纶长丝产业链及工艺	5
2.2. PTA 价格中枢有望小幅上行，产业链利润向下游转移	8
2.3. 乙烯法工艺占比大，成本支撑乙二醇价格上行	9
3. 供给格局向好，需求平稳增长	10
3.1. 产能利用率小幅提升，行业集中度不断提高，供给格局良好	10
3.2. 纺织服装业微弱复苏，非服装类纺织成新增长点，出口比例持续提高，需求平稳增长	12
4. 打造全产业链企业，布局差别化纤维	14
4.1. 产业链向上游延伸，打造全产业链企业	14
4.2. 布局差别化纤维项目，公司涤纶长丝弹性大	15
4.3. 盈利预测和投资建议	16
4.3.1. 核心假设	16
4.3.2. 投资建议	16
4.3.3. 估值对比	16

图表目录

图 1：公司股权结构及子公司业务	4
图 2：公司营业收入	5
图 3：归母公司净利润	5
图 4：公司主营业务收入占比	5
图 5：公司毛利构成及毛利率	5
图 6：涤纶产业链示意图	6
图 7：涤纶长丝熔体直纺纺工艺流程	6
图 8：涤纶长丝切片纺工艺流程	7
图 9：油价和涤纶价格正相关	7
图 10：涤纶价差	7
图 11：涤纶成本占比	7
图 12：PTA 产能过剩	8
图 13：PTA 价格与油价正相关	8
图 14：PTA 库存高企	8
图 15：PTA 上市企业毛利率处于低位	8
图 16：涤纶上市企业毛利率触底反弹	9
图 17：2016 年国内乙烯法乙二醇产能占比 71%（万吨）	9

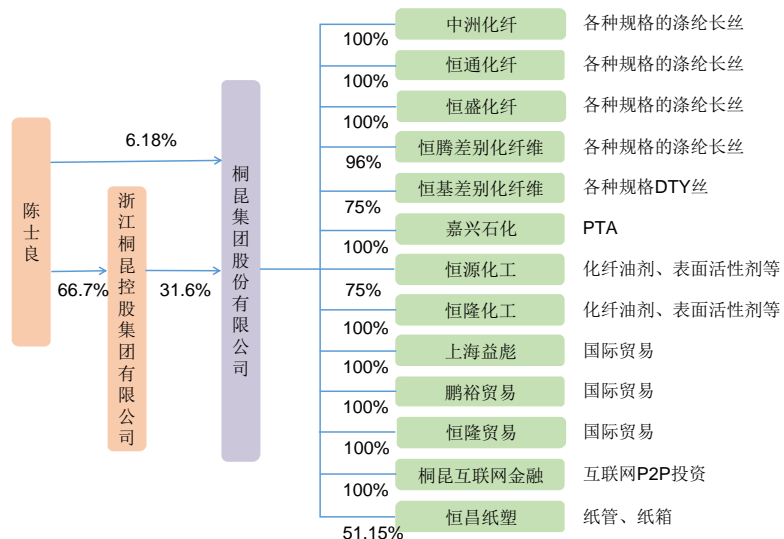
图 18: 目前国内煤制乙二醇成本优势明显.....	9
图 19: 原油和乙烯价格中枢上移.....	10
图 20: 无烟煤价格.....	10
图 21: 涤纶长丝产能利用率逐年提升.....	10
图 22: 涤纶长丝月度开工率.....	10
图 23: 涤纶 POY 库存天数.....	10
图 24: 国内涤纶长丝产能集中在浙江、江苏和福建.....	11
图 25: 涤纶 CR4 占比逐年提升.....	11
图 26: 表观消费量.....	13
图 27: 涤纶下游需求占比.....	13
图 28: 柯桥纺织总景气指数.....	13
图 29: 涤纶长丝产量增速与服装产量增速正相关.....	14
图 30: 纺织服装存货同比接近历史低点.....	14
图 31: 15 年开始家纺类市场景气指数上升趋势明显.....	14
图 32: 出口占比不断提高.....	14
图 33: 桐昆股份未来不断投放新产能.....	16
表 1: 国内 PX 未来新增产能.....	9
表 2: 各厂家涤纶产能.....	11
表 3: 2017 年新增产能统计.....	12
表 4: 2012 年后涤纶长丝退出产能.....	12
表 5: 涤纶出口退税税率不断提高.....	14
表 6: 公司差别化、功能性纤维项目.....	15
表 7: 主要上市公司估值比较.....	16
表 8: 业绩弹性测算.....	17

1. 桐昆股份是国内涤纶长丝龙头

1.1. 国内涤纶纤维龙头企业，未来产能占比将进一步提升

国内涤纶纤维龙头企业。桐昆股份是一家以聚酯和涤纶长丝制造为主业的大型股份制上市公司，前身是桐乡县化学纤维厂，经过三十年的发展，已成为国内规模最大的涤纶长丝制造企业，也是技术最先进的涤纶民用长丝制造商之一。公司的主要产品为各类民用涤纶长丝，包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝四大系列一千多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列，有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称。截至 2016 年末，公司拥有聚酯聚合产能约为 350 万吨，涤纶长丝产能约为 410 万吨，2001-2016 年连续 16 年在国内市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率接近 13%，全球占比超过 9%。预计 17 年公司涤纶长丝产能将新增 50 万吨，18 年新增 50 万吨，19 年新增 90 万吨，届时涤纶长丝产能将达 600 万吨，国内占比约 17-18%。

图 1: 公司股权结构及子公司业务

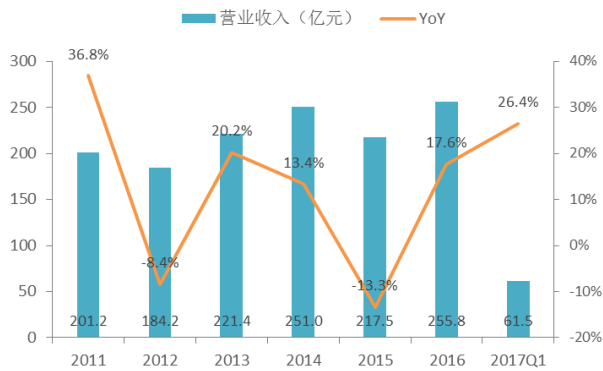


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 涤纶长丝景气度回升，公司盈利能力增强

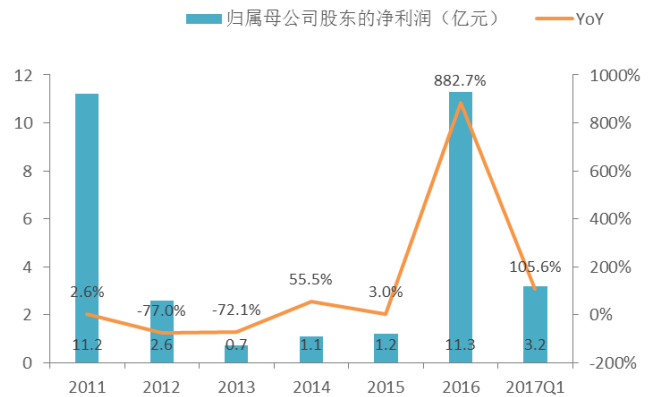
16 年公司盈利大幅提升。2016 年实现营业收入 255.8 亿元，较上年增长 17.6%；归属于公司股东净利润 11.3 亿元，增长 882.7%。相比于 2015 年公司总体效益大幅上升，一方面，涤纶长丝行业持续低迷使行业新增产能投放放缓，同时受 G20 影响部分企业停产，供需改善。另一方面人民币贬值带动出口增加，也拉动了需求的增长。同时，国际油价上涨，对涤纶长丝价格构成成本支撑，也增厚了库存收益。从公司净利润看，自 2012 年起持续保持低位，2016 年快速回升，触底反弹趋势明显。

图 2：公司营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

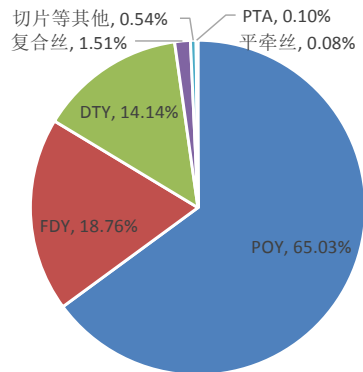
图 3：归母公司净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

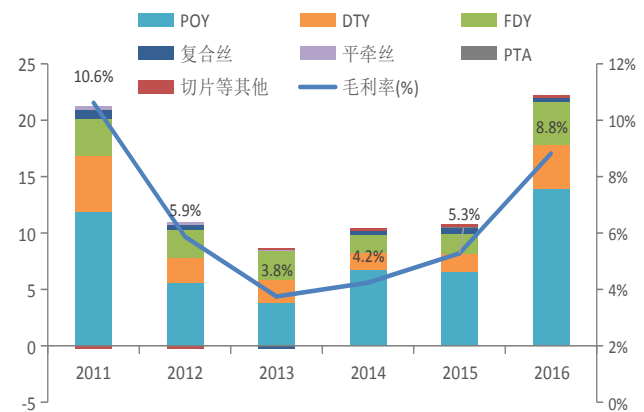
毛利率稳步提升。公司主营业务收入中 99.5%来自涤纶长丝，毛利构成中也主要来自 POY、FDY、DTY 等产品。2016 年公司总销售毛利率 8.82%，较上年增长明显，原因在于各类主营产品毛利率快速增长。2016 年 POY、FDY、DTY 毛利率依次为 9.35%、12.09%、8.75%。预计 17 年涤纶长丝产能增速仍较缓，供需有望继续改善。同时，嘉兴石化二期 PTA 投产，公司上游原料 PTA 可完全自给自足，产业链优势凸显，产品毛利率有望继续升高。

图 4：公司主营业务收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司毛利构成及毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

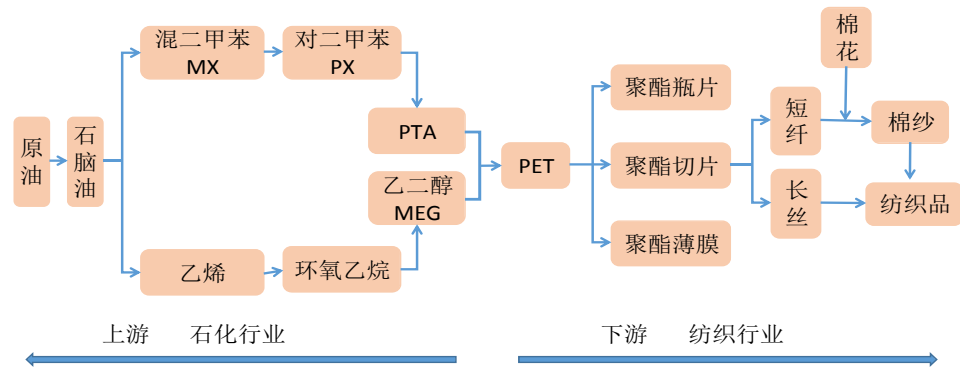
2. 成本支撑涤纶价格继续回升，利润向产业链（PX-PTA-涤纶）下游转移

2.1. 涤纶长丝产业链及工艺

连接上游石油化工行业和下游纺织业的中间纽带。涤纶长丝行业的上游行业为石化行业，PTA、MEG 和 PET 等原材料约占涤纶长丝生产成本的 85%左右。鉴于石油能源的战略地位，上游原材料行业的进入门槛较高，集中度和垄断性很强，涤纶长丝企业向上游议价能力较弱。当前 PTA 仍处于产能过剩状态，但预计 17 年原油价格中枢上行有望对 PTA 价格形成支撑，小幅上行。原油和煤炭价格的上涨也将支撑乙二醇价格。

涤纶长丝下游终端行业为服装和家纺行业。涤纶长丝在面料成本中占 80% - 90%，下游服装和家纺行业对涤纶长丝的价格敏感度也相当高。近年来，服装和家纺行业产业结构的升级推动着涤纶长丝行业朝高新技术纤维及差别化纤维的技术效益型方向发展。目前，纺织品服装的复苏形势决定着民用涤纶长丝行业的发展走势。

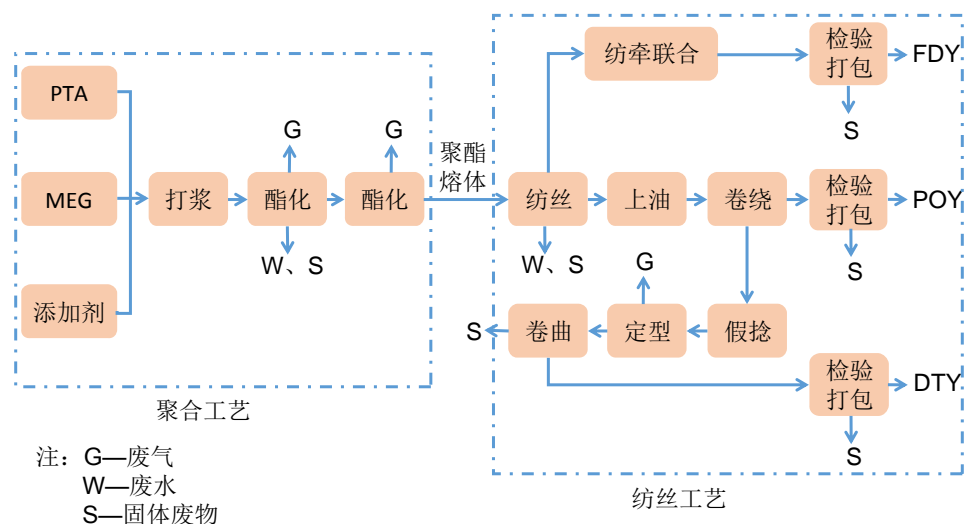
图 6：涤纶产业链示意图



资料来源：中国石油新闻中心，天风证券研究所

涤纶长丝生产工艺包括熔体直纺和切片纺，两种工艺开工率出现分化。熔体纺丝是由聚酯装置运送的聚酯熔体直接纺丝，切片纺是将经干燥处理的聚酯切片，经再熔融得到。切片纺需要切片贮槽和混合设备，还需要干燥和再熔融等设备，能耗较大，但可以生产多品种差别化纤维。熔体直纺以聚合物熔体为原料，不经造粒和再熔融过程即送入纺丝，可减少工序，降低物料及能源损耗。采用切片纺工艺的企业开工率与采用熔体直纺工艺的企业开工率出现分化。自 2000 年以来，由于切片纺工艺能耗较高、生产稳定性不及熔体直纺工艺，熔体直纺工艺逐步取代切片纺工艺。根据中国化学纤维工业协会的统计，2015 年，采用熔体直纺工艺的涤纶长丝生产企业平均开工率为 76.8%，采用切片纺工艺的涤纶长丝生产企业的平均开工率仅为 34.1%，两者开工率差距较 2014 年进一步扩大 1.7%。熔体直纺工艺流程主要分为聚合工艺和纺丝工艺两个部分：

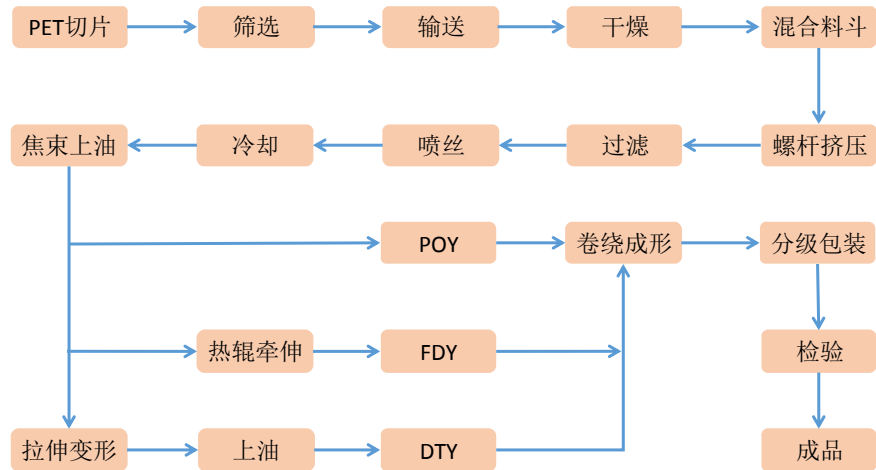
图 7：涤纶长丝熔体直纺工艺流程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

切片纺工艺流程以 PET 为原料，与熔体直纺工艺流程相比，原理基本相同，仅是切片纺减少了聚酯装置，增加了切片的干燥和风送装置。工艺流程图如下：

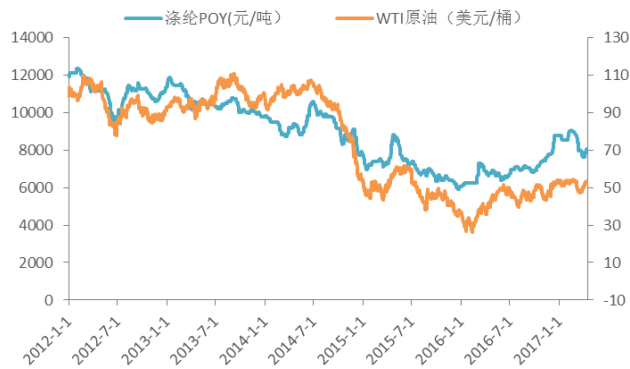
图 8：涤纶长丝切片纺工艺流程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

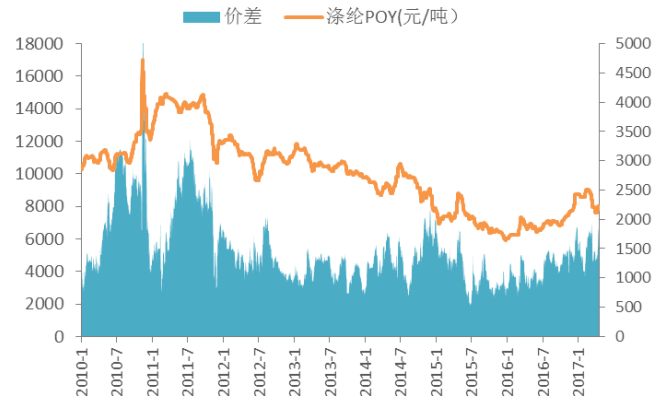
油价和涤纶价格正相关，涤纶价差逐步改善。石油是涤纶长丝的最终原料，因而油价和涤纶价格高度正相关。在涤纶长丝生产过程中，生产一吨涤纶长丝消耗 0.87 吨 PTA，PTA 成本占比约 55%；生产一吨涤纶长丝消耗 0.33 吨 MEG，MEG 成本占比约 27%。随着油价 16 年企稳回升，涤纶行业价差逐步改善。17 年一季度价差均值约为 1470 元/吨，较 16 年同期提高 38.9%，价差明显改善。

图 9：油价和涤纶价格正相关



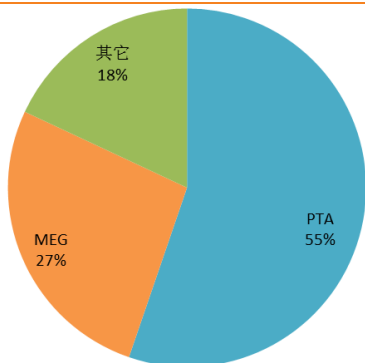
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：涤纶价差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：涤纶成本占比



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

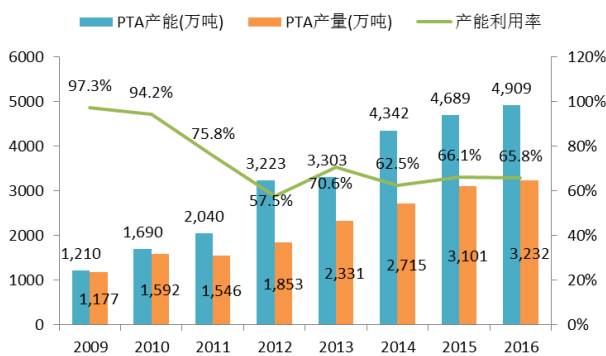
2.2. PTA 价格中枢有望小幅上行，产业链利润向下游转移

原油价格中枢上行有望对 PTA 价格形成支撑。从原油——石脑油——PX——PTA——聚酯——下游产品这个产业链传导因素来看，原油是 PTA 产业链条的源头，按照成本推动因素，原油价格的涨跌会逐步传导至 PTA 价格上，进而形成 PTA 价格与原油价格发生“正向变动关系”。2016 年底，OPEC 八年来首次达成减产协议，14 个 OPEC 的主要产油国一致同意，将日产量减少 120 万桶，设定 OPEC 国家合计日产量上限为 3250 万桶，自 2017 年 1 月 1 日生效。2017 年原油价格中枢有望上行至 55-60 美元/桶，有望对 PTA 价格形成支撑。

PTA 产能过剩。进入新世纪以来，随着国民经济快速发展，中国对于聚酯产品的需求量快速上升，带动国内 PTA 需求量快速增加。PTA 产能从 2000 年的 300 万吨/年增长到 2016 年的超过 5000 万吨/年，复合增速为 19.2%。产能快速增长后，PTA 市场由供不应求转变为产能过剩，市场竞争日趋激烈。近年来，行业产能利用率仅为 66%左右，远低于 2009 年的 97%，PTA 行业产能过剩较为严重。

利润向产业链下游转移。国内 PX 总产能为 1380 万吨/年，装置主要集中在中石油中石化，合计产能为 656 万吨。由于国内 PTA 产能较多，因而 PX 对外依存度高，超过 50%。PX 未来产能投放加速，17-18 年国内预计新增 820 万吨产能；PTA 当前仍处于产能过剩状态；利润有望向产业链下游转移。从历史数据看，PTA 加工费波动区间为 200-800 元/吨。目前 PTA 库存高企，高产能压力下 PTA 加工费再次大幅压缩，目前处于 200-300 元/吨水平。上市公司恒逸石化、荣盛石化 16 年毛利率降低至 4%以下，而同期三家公司涤纶长丝毛利率增长至 7.5%以上。

图 12：PTA 产能过剩



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 13：PTA 价格与油价正相关



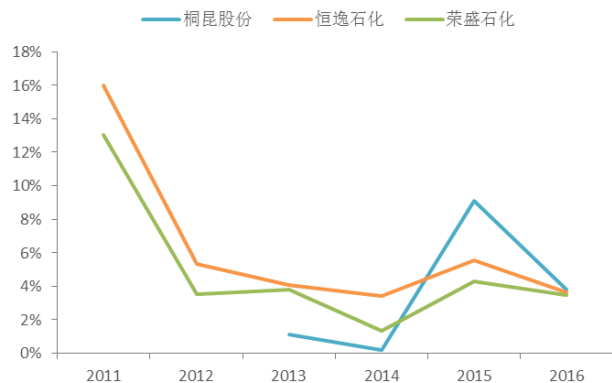
资料来源：中纤网，Wind，天风证券研究所

图 14：PTA 库存高企



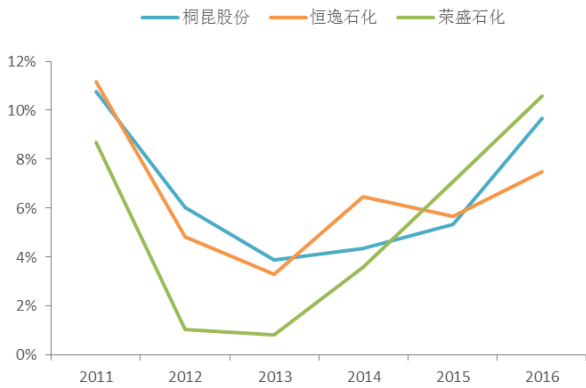
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 15：PTA 上市企业毛利率处于低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16: 涤纶上市企业毛利率触底反弹



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 国内 PX 未来新增产能 (万吨)

企业	时间	产能 (万吨)	备注
中海油惠州石化	2017	80	原计划 16 年投产, 推迟至 17 年
中化泉州	2017	80	
海南炼化	2017	60	
中金石化	2017-2018	200	
浙江石化	2018	400	

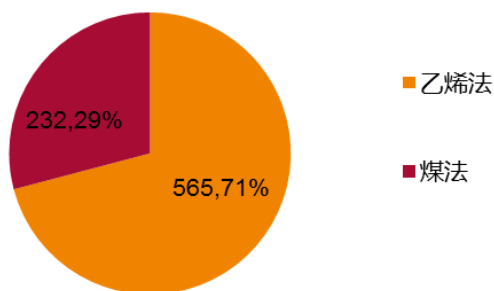
资料来源: 百川资讯, 天风证券研究所

2.3. 乙烯法工艺占比大, 成本支撑乙二醇价格上行

乙烯法工艺当前占比达 71%, 仍为涤纶生产首选。乙二醇制备工艺主要有两种, 乙烯法和煤法, 两者占比分别为 71%和 29%。近年来, 国内多家企业陆续实现技术突破, 煤制乙二醇产品优品率、产线开工率等指标快速提升。目前正在建设并计划于 2019 年前投产的产能, 85%为煤制乙二醇, 预计 2020 年煤制乙二醇产能占比有望超过 50%。根据草根调研, 涤纶企业目前混合使用乙烯法乙二醇和煤制乙二醇。尽管煤法工艺价格较乙烯工艺存在优势, 然而当煤法工艺使用比例超过 15%, 则会影响涤纶长丝质量, 因而添加比例有限。乙烯工艺仍是涤纶长丝生产的首选。

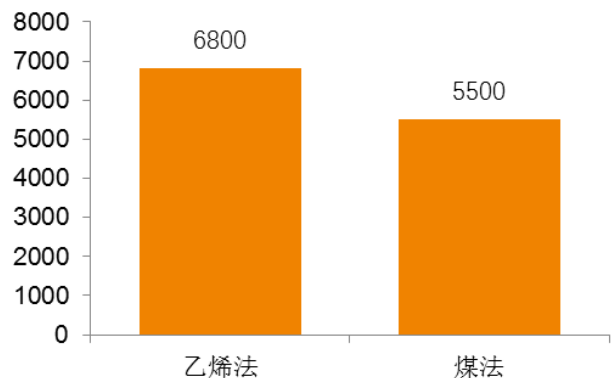
原油煤炭价格上涨, 支撑乙二醇价格, 有望推动涤纶价格上行。原油方面, 价格中枢有望上行至 55-60 美元/桶。煤炭方面, 十三五去产能目标 8 亿吨, 新投产 5 亿吨。16 年行业 39 亿吨产能, 去产能 3 亿吨; 今年进一步去产能 0.5 亿吨。我们判断, 无烟煤价格全年稳中有涨。原油煤炭价格上涨, 对乙二醇价格形成支撑, 有望进一步推动涤纶长丝价格上行。

图 17: 2016 年国内乙烯法乙二醇产能占比 71% (万吨)



资料来源: 百川资讯, 天风证券研究所

图 18: 目前国内煤制乙二醇成本优势明显



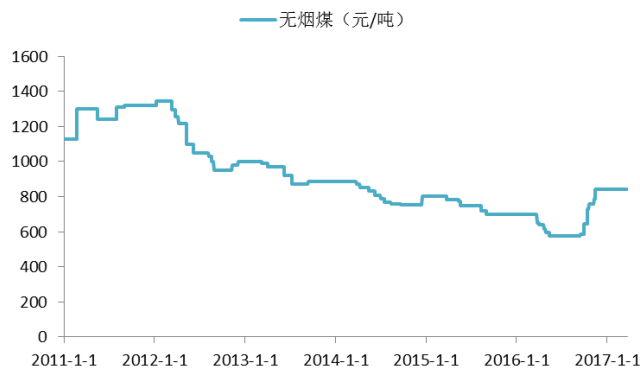
资料来源: 草根调研, 天风证券研究所

图 19: 原油和乙烯价格中枢上移



资料来源: Wind 天风证券研究所

图 20: 无烟煤价格



资料来源: Wind, 天风证券研究所

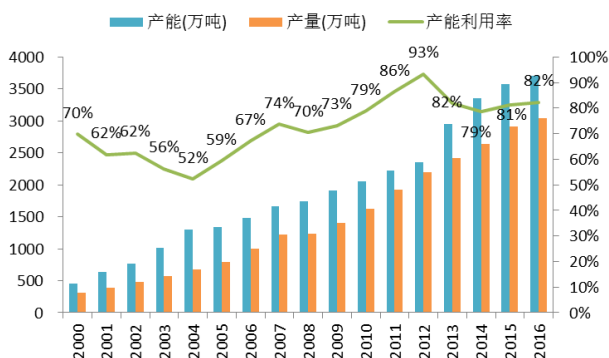
3. 供给格局向好, 需求平稳增长

3.1. 产能利用率小幅提升, 行业集中度不断提高, 供给格局良好

产能产量逐步提升, 产能利用率小幅上涨。涤纶长丝的产能从 2010 年的 2060 万吨增长至 2016 年的 3701 万吨, 复合增长率为 10.2%。产量方面, 2016 年行业产量达到 3048 万吨。行业开工率从 2014 年低点稳步提升, 目前维持在 82%。

涤纶行业具有明显的季节周期性, 开工率及库存比去年同期向好。根据卓创数据, 2013 年以来涤纶行业周期性较为明显, 年初的一二月份及年中的八九月份是明显的行业淡季。今年 2 月份行业开工率为 59.3%, 同比增长了 10.8%。此外, 涤纶 POY 一季度库天天数不超过 20 天, 明显低于 16 年同期水平。

图 21: 涤纶长丝产能利用率逐年提升



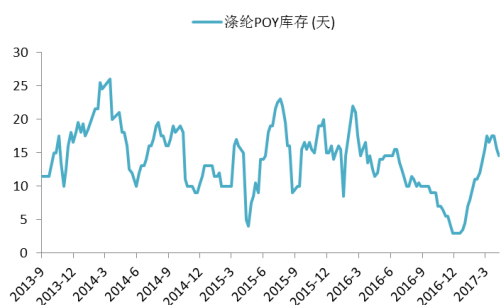
资料来源: 百川资讯, 天风证券研究所

图 22: 涤纶长丝月度开工率



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 23: 涤纶 POY 库存天数



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

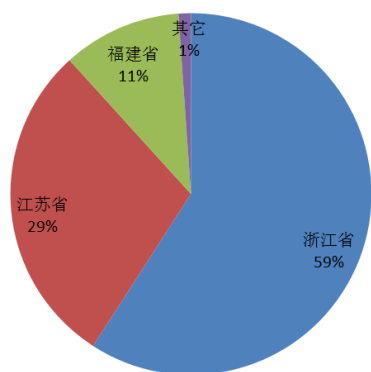
国内涤纶长丝产能集中在浙江、江苏及福建，行业集中度提升明显。浙江、江苏及福建三省产能分别为 2053 万吨，1012 万吨和 369 万吨，占比为 59.1%，29.1%和 10.6%。目前国内的主流工艺是熔体直纺。近年来，行业龙头的产能扩张速度超过行业平均水平，行业集中度已经从 2012 年的 25.4%提升至 2016 年的 30.4%。

表 2：各厂家涤纶产能（万吨）

厂家	产能（万吨）	工艺	所在省份
桐乡桐昆集团	450	熔体直纺	浙江
浙江新凤鸣	275	熔体直纺	浙江
萧山恒逸	165	熔体直纺	浙江
江苏盛虹化纤	165	熔体直纺	江苏
江苏恒力集团	150	熔体直纺	江苏
浙江双兔化纤	100	熔体直纺	浙江
浙江荣盛化纤	100	熔体直纺	浙江
绍兴天圣化纤	90		浙江
福建百宏实业	80	熔体直纺	福建
萧山翔盛化纤	76	熔体直纺	浙江
总产能	3701		
前十占比	45.3%		

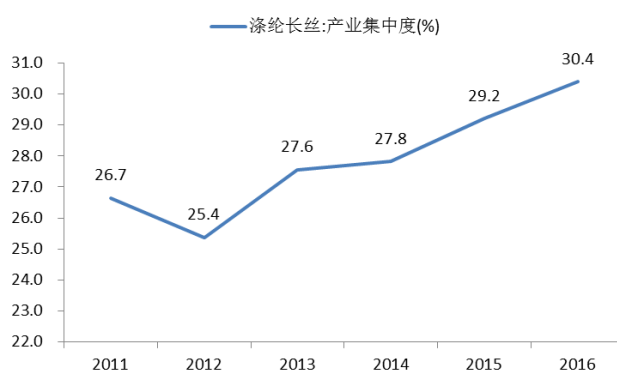
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 24：国内涤纶长丝产能集中在浙江、江苏和福建



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 25：涤纶 CR4 占比逐年提升



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

17 年新增产能 7.9%，行业龙头继续加码，小产能持续退出。根据百川统计数据，17 年行业新增产能达到 293 万吨，增幅为 7.9%。其中行业龙头桐昆、新凤鸣、恒逸、盛虹分别投放 40、60、25、50 万吨新增产能，CR4 占比有望进一步提升至 32.5%。另一方面，小产能在持续退出，12 年至今，行业合计退出产能达 257 万吨。

表 3：2017 年新增产能统计（万吨）

企业名称	产能（万吨）	计划投产时间	产品
福建经纬	20	原计划 2016 年下半年暂定延期至 2017 年	涤纶长丝差别化纤维（POY 和 FDY 各半）
福建山力	20	原计划 2016 年下半年暂定延期至 2017 年	涤纶长丝差别化纤维（POY 和 FDY 各半）
泗阳海欣	25	2017 年	POY+FDY
龙栖湾	25	2017 年三季度	半光长丝
桐昆恒通	20	2017 年 2 季度	POY+FDY
浙江恒逸	25	2017	POY
桐昆恒邦	30	2017 年 3 月投产	涤纶长丝 POY
盛虹国望	50	2017 年三季度投产一半	POY+FDY
张家港欣欣	18	官方表示暂无具体投产时间	有光和半光各一半
新风鸣中石	60	2017 年二季度	POY 为主
合计	293		

资料来源：百川资讯，天风证券研究所

表 4：2012 年后涤纶长丝退出产能（万吨）

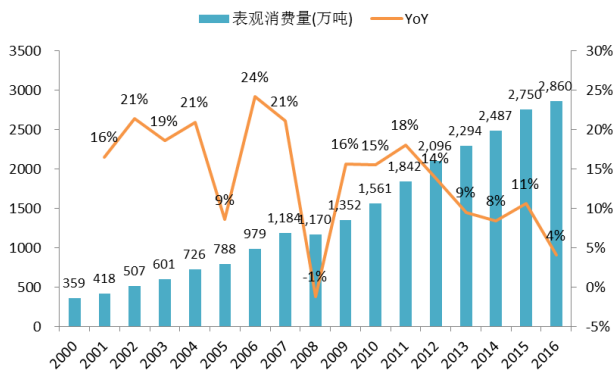
公司	产品	产能（万吨）	破产/停车年份	地区
浙化联	涤纶长丝	30	2012 年二季度	浙江绍兴
三鑫	涤纶长丝	10	2012 年底	江苏宜兴
建杰聚合物	涤纶长丝	10	2013 年 7-8 月	浙江杭州
龙达	涤纶长丝	18	2014 年 2 月	浙江萧山
神羊	涤纶长丝	20	2014 年 1 月	江苏无锡
赐福	涤纶长丝	40	2014 年 8-9 月	浙江绍兴
华鑫（老聚合）	涤纶长丝	20	2014 年 9 月	浙江宁波
龙腾	涤纶长丝	20	2015 年 8 月	浙江嘉兴
红剑	涤纶长丝	24	2015 年 8 月	浙江萧山
明辉	涤纶长丝	25	2015 年 11 月	江苏太仓
绍兴亿丰	涤纶长丝	40	2016 年 6 月	江苏绍兴

资料来源：百川资讯，天风证券研究所

3.2. 纺织服装业微弱复苏，非服装类纺织成新增长点，出口比例持续提高，需求平稳增长

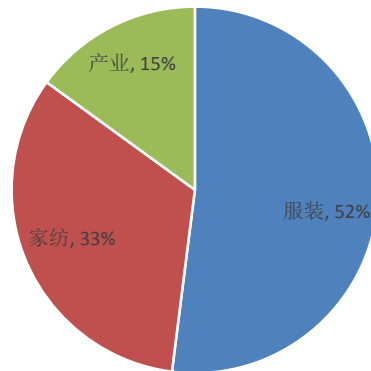
涤纶是化纤中产量占比最大的品种，其下游包括服装用纺织品、家纺用纺织品和产业用纺织品三大领域，其中服装用占比 52%，家纺用占比 33%，工业用丝比例相对较小。过去五年，涤纶表观消费量由 2011 年的 1842 万吨增至 2016 年的 2860 万吨，复合增长率 9.2%。涤纶长丝消费量的增长与下游纺织业的需求有密切关系。近年来由于国内纺织服装行业处于调整期，涤纶增速相比于 2011 年之前放缓。从 16 年底开始，纺织业开始处于上升趋势。从柯桥纺织景气指数可以看出，16 年下半年后纺织业景气度回升明显，至 16 年底，纺织景气情况已处于 2011 年以来的高点。

图 26：表观消费量



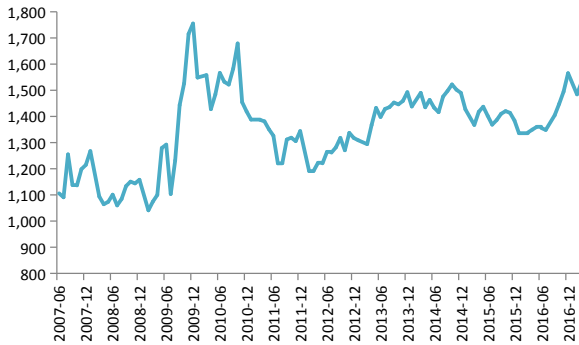
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 27：涤纶下游需求占比



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 28：柯桥纺织景气指数



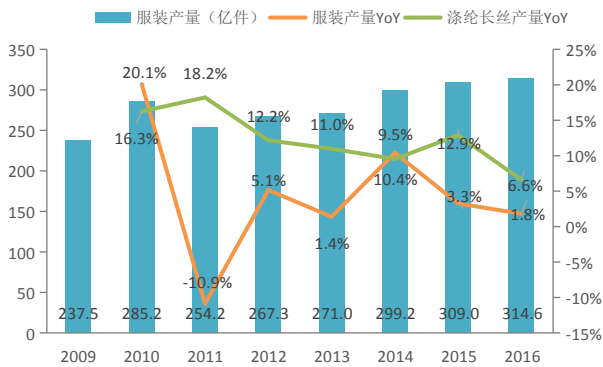
资料来源：wind，天风证券研究所

服装业微弱复苏，带动涤纶需求回升。服装也在涤纶下游需求占比中达 52%，从涤纶产量和服装产量增速来看，两者具有较大的相关性。根据国家统计局数据，16 年底纺织业产成品存货同比处于历史低点，17 年初开始有微弱回升。我们认为下游服装行业处在微弱复苏中，补库存将会进一步带动涤纶需求向好。

非服装类纺织逐步成为纺织业新增长点。服装行业自 2011 年出现 10% 的负增长以来经历了一段调整期间，但涤纶产量增长率仍维持在 10% 左右。服装是涤纶下游的主力消费行业，这就意味着，涤纶在非服装用纺织品领域的需求正在高速增长，有力填补了服装业短期下滑引起的需求缺口。受益于更新需求、乔迁购买和婚庆消费，我国家纺业正进入快速成长阶段，15 年开始家纺市场景气指数上升明显。随着我国汽车、农业、卫生、交通、航空、建材、生物医药等相关产业的发展，产业用纺织品正成为我国纺织业新的经济增长点。据中国产业用纺织品行业协会预测，十三五期间，产业用纺织品产量到 2020 年有望实现 2202 万吨，较 2013 年产量实现翻番，复合增速超 10%。

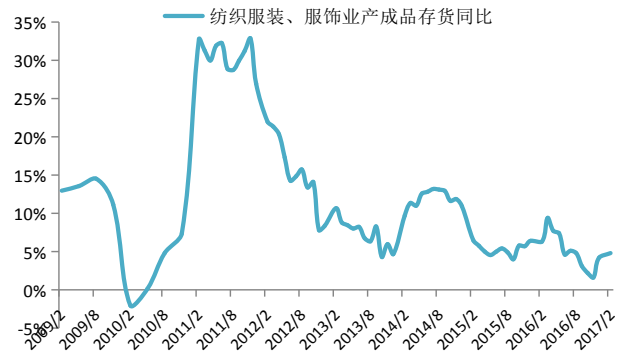
出口比例不断提高，带动需求增长。一方面受人民币贬值影响，另一方面出口退税率不断上调，有利于我国涤纶长丝生产企业不断降低出口成本，提高产品差别化、功能化率，增强国际竞争力。涤纶出口快速增加，也拉动了需求的增长。16 年涤纶累计出口约 200 万吨，同比增长 17%，其中 5 月份出口数量就突破 20 万吨，创历史新高。随着出口需求的增加，涤纶长丝出口占比明显提升，从 15 年的 7.4% 提升至 16 年的 8.5%，为涤纶长丝需求增长增加了新的动力。

图 29：涤纶长丝产量增速与服装产量增速正相关



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：纺织服装存货同比接近历史低点



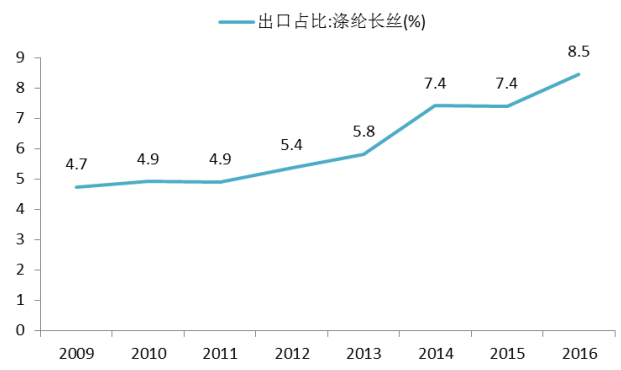
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 31：15 年开始家纺类市场景气指数上升趋势明显



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：出口占比不断提高



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

表 5：涤纶出口退税税率不断提高

时间	税率	相关文件
2008.11.1	14%	《关于提高部分商品出口退税率的通知》(财税[2008]138 号)
2009.2.1	15%	《关于提高纺织品服装出口退税率的通知》(财税[2009]14 号)
2009.4.1	16%	《关于提高轻纺电子信息等商品出口退税率的通知》(财税[2009]43 号)
2015.1.1	17%	《关于提高部分商品出口退税率的通知》(财税[2014]150 号)

资料来源：百川资讯，天风证券研究所

4. 打造全产业链企业，布局差别化纤维

4.1. 产业链向上游延伸，打造全产业链企业

公司筹建嘉兴石化布局 PTA，实现 PTA、聚酯、涤纶上下游一体化。2010 年公司独资筹建嘉兴石化，并实施嘉兴石化年产 80 万吨 PTA 项目，实现部分上游原材料 PTA 自产，形成上通 PTA，下达长丝生产的产业体系。一方面增强了企业的整体综合实力，另一方面，PTA 由嘉兴石化供给，运距短、成本低且供应稳定，与其他外购 PTA 的涤纶长丝企业相比，公司拥有更强的成本优势。公司建设 PTA 装置，实现 PTA 自给，有利于保证公司稳定的原材料供应。同时公司聚酯生产能力完全可以消化 PTA 项目的产能，不存在产能消化的问题和产品销售的问题，从而降低了项目的经营风险。目前嘉兴石化一期年产 120 万吨 PTA 项目已投产，二期 120 万吨 PTA 将于 2017 年三季度建成投产，届时公司 PTA 可以完全自给自足。

参股舟山炼化项目，打造全产业链企业。2016 年公司投资参股 20%的舟山 4000 万吨炼化

一体化项目，目前已开工，预计一期 2000 万吨将于 2018 年底投产。该项目主要产品包括汽柴油和芳烃 PX 等，其中一期 2000 万吨炼油能生产 450 万吨 PX，将进一步降低公司原材料的对外依存度。公司借助此项目将产业链进一步向上游拓展，打造炼油→芳烃(PX)→PTA→PET→涤纶长丝产业链，有望进一步降低生产成本，提高竞争力。

此外，公司积极试点互联网金融，借助于公司坚实的化纤产业基础、密集的国内外客户网络，庞大的客户群体及较强的行业影响力等优势，促进企业进行产业升级，拓展企业的盈利空间。

4.2. 布局差别化纤维项目，公司涤纶长丝弹性大

布局差别化纤维项目，提升竞争力。2008 年起公司实施以“年产 40 万吨 POY 及 FDY 差别化纤维项目”为首的若干技改项目，扩大了差别化纤维产能，提高公司产品的毛利率。2010 年，差别化、功能性纤维占主营收入的比例已达 52.17%。此后公司继续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，扩大公司产品的生产规模，降低产品生产成本，提高公司的整体盈利能力，行业龙头的竞争地位不断巩固。

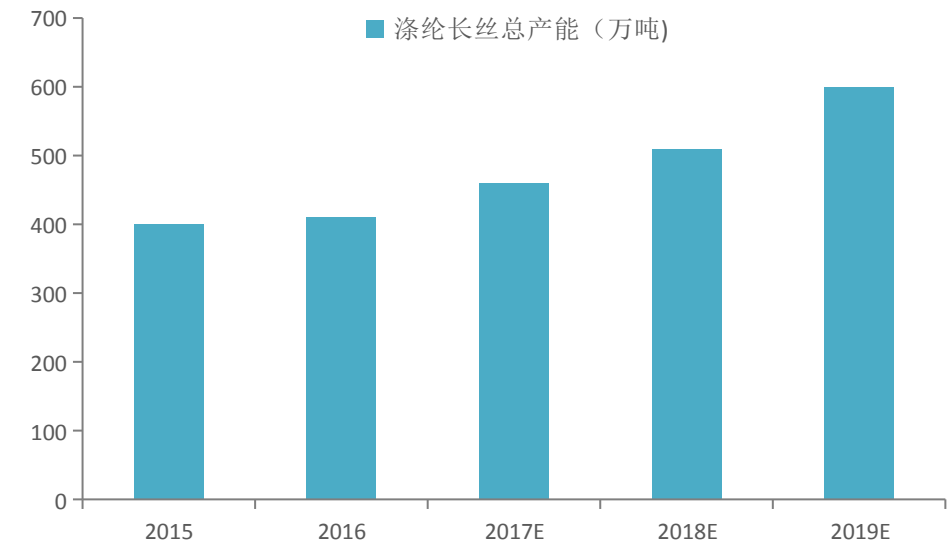
表 6：公司差别化、功能性纤维项目

项目名称	产能(万吨)	总投资(亿元)	启动时间	完工时间
年产 40 万吨 POY 及 FDY 差别化纤维项目	40	8.26	2008.4	2009.6
年产 30 万吨差别化纤维项目	30	14.96	2009.12	2012.10
年产 27 万吨差别化纤维项目(恒通三期)	27	14.98	2011.6	2013.6
年产 40 万吨直纺长丝项目(恒腾一期)	40	17.1	2011	2013
年产 40 万吨超仿棉差别化纤维项目(恒通四期)	40	18.6	2012.9	2014.9
年产 40 万吨差别化纤维项目(恒腾二期)	40	17.7	2014.11	2016.4
年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目(恒瑞厂区)	38	13.3	2014.4	陆续投产
年产 30 万吨功能性纤维项目(恒邦二期)	30	9.92	2016.3	2017
年产 30 万吨差别化纤维项目(嘉兴石化)	30	9.95	2017.2	2018
年产 20 万吨高功能全差别化纤维项目(恒邦三期)	20	9.0	2017.2	2018
年产 30 万吨差别化 POY 项目(嘉兴石化)	30	9.88	2017.3	2019
年产 60 万吨功能性差别化纤维项目(恒腾三期)	60	25.2	2017.3	2019

资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

行业景气度持续回暖，公司业绩弹性大。公司作为涤纶长丝龙头企业，现有涤纶长丝产能约为 410 万吨，国内市场占有率接近 13%，全球占比超过 9%。公司自上市以后不断布局差别化纤维项目，17 年就启动四个差别化纤维项目。预计 17 年公司涤纶长丝产能将新增 50 万吨，18 年新增 50 万吨，19 年新增 90 万吨，届时涤纶长丝产能将达 600 万吨，国内占比约 17-18%。随着下游纺织业景气度回升，以及出口的增长带动需求增长，涤纶需求端开始回暖。自 11 年涤纶长丝行业低迷以来，产能投放放缓，供需格局优化。涤纶价格自 16 年开始回升，价差也扩大至 1800 元/吨。受益于行业景气度回升，公司盈利能力也将不断增强。涤纶长丝价格每上涨 100 元/吨，归母净利润增厚约 2.6 亿元，每股盈利增厚约 0.21 元，业绩弹性大。

图 33: 桐昆股份未来不断投放新产能



资料来源: 草根调研, 天风证券研究所

4.3. 盈利预测和投资建议

4.3.1. 核心假设

产能产量。公司 16 年产能 410 万吨, 根据调研, 17-19 年公司产能分别为 460、510、600 万吨。公司作为涤纶长丝行业龙头, 近年来保持满产状态。我们预计未来三年产量分别为 400、460、520 万吨。

涤纶长丝价格。原料方面, 16 年原油价格企稳回升, 布伦特原油全年均价约为 45 美元/桶。我们判断, 在 OPEC 减产的背景下, 17 年原油价格中枢有望上行至 55-60 美元。涤纶长丝的原料 PTA 和 MEG 将在成本端推动下价格上行。此外, 我们判断, 今年涤纶长丝行业产能及需求稳步增长, 开工率较 16 年提高。我们认为公司主营产品涤纶长丝均价有望较 16 年提高 13% 达到 8500 元/吨。

4.3.2. 投资建议

维持买入评级。基于核心假设, 我们测算公司 2017-2019 年 EPS 为 1.26 元, 1.61 元和 1.83 元, 现价对应 2017 年 PE10X。桐昆股份主营业务涤纶长丝, 涤纶长丝每涨价 100 元/吨, 公司 EPS 增厚 0.21 元。参考可比上市公司, 给予 2017 年 15 倍 PE, 对应目标价 18.9 元, 维持“买入”评级。

4.3.3. 估值对比

表 7: 主要上市公司估值比较

代码	公司名称	股价	EPS					PE				PB ^{LF}
			2017/5/23	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
601233	桐昆股份	12.60	0.92	1.26	1.61	1.83	13.70	10.00	7.83	6.89	1.37	
000703	恒逸石化	13.40	0.61	0.82	0.98	1.25	21.97	16.38	13.64	10.68	2.02	
002493	荣盛石化	9.40	0.76	0.67	0.80	0.95	12.37	13.97	11.82	9.90	2.76	
600346	恒力股份	6.75	0.45	0.41	0.48	0.94	15.00	16.32	14.04	7.21	3.33	

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (恒逸石化、荣盛石化、恒力股份 EPS 采用 Wind 一致预期)

表 8：业绩弹性测算

	桐昆股份	恒逸石化	荣盛石化	恒力股份
产能（万吨，16 年）	410	165	100	160
增值税税率	17%	17%	17%	17%
涤纶长丝吨价格上涨 100 元税前利润增厚	85.47	85.47	85.47	85.47
所得税率	25%	25%	15%	25%
涤纶长丝吨价格上涨 100 元税后利润增厚	64.1	64.1	72.65	64.1
归母净利润增厚（亿元）	2.63	1.06	0.73	1.03
股本（亿股）	12.32	16.2	25.44	28.26
EPS 增厚	0.21	0.07	0.03	0.04

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,417.94	1,700.43	2,606.66	3,157.74	4,008.29	营业收入	21,753.68	25,581.57	32,583.28	39,471.74	44,688.57
应收账款	264.27	691.09	576.04	520.40	720.95	营业成本	20,605.03	23,326.40	29,497.51	35,689.89	40,412.89
预付账款	144.80	233.89	257.73	337.10	336.45	营业税金及附加	13.09	62.09	26.07	31.58	35.75
存货	2,097.23	2,088.23	2,828.02	3,120.29	3,615.19	营业费用	74.15	91.18	114.04	138.15	156.41
其他	1,328.59	2,754.03	2,929.88	2,947.27	3,045.81	管理费用	667.63	591.79	814.58	986.79	1,117.21
流动资产合计	5,252.83	7,467.67	9,198.34	10,082.79	11,726.70	财务费用	297.23	181.19	180.00	180.00	180.00
长期股权投资	9.61	38.39	38.39	38.39	38.39	资产减值损失	3.18	25.63	15.00	15.00	15.00
固定资产	8,074.73	8,910.72	9,468.54	9,819.13	10,033.38	公允价值变动收益	5.49	(6.17)	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,213.71	1,930.42	1,518.25	1,270.95	1,122.57	投资净收益	(46.23)	57.64	11.02	11.02	11.02
无形资产	490.58	538.41	511.68	484.95	458.22	其他	81.48	(102.95)	(22.04)	(22.04)	(22.04)
其他	63.76	114.91	73.25	86.43	91.53	营业利润	52.63	1,354.77	1,947.09	2,441.34	2,782.32
非流动资产合计	9,852.40	11,532.85	11,610.11	11,699.85	11,744.09	营业外收入	170.76	85.64	135.29	130.56	117.17
资产总计	15,105.23	19,000.51	20,808.45	21,782.64	23,470.79	营业外支出	72.39	36.08	57.31	55.26	49.55
短期借款	3,796.66	1,856.14	1,699.92	388.63	0.00	利润总额	151.00	1,404.33	2,025.07	2,516.65	2,849.94
应付账款	1,545.12	1,644.15	2,544.07	2,541.95	3,226.12	所得税	31.06	261.65	364.51	453.00	512.99
其他	1,356.32	3,001.90	3,013.06	3,832.81	3,563.70	净利润	119.94	1,142.68	1,660.56	2,063.65	2,336.95
流动负债合计	6,698.10	6,502.19	7,257.05	6,763.39	6,789.82	少数股东损益	4.73	10.54	103.40	76.33	84.50
长期借款	90.00	140.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	115.20	1,132.15	1,557.16	1,987.32	2,252.45
应付债券	1,295.18	1,297.45	1,295.22	1,295.95	1,296.20	每股收益(元)	0.09	0.92	1.26	1.61	1.83
其他	41.39	42.47	42.42	42.09	42.33						
非流动负债合计	1,426.56	1,479.91	1,337.64	1,338.04	1,338.53						
负债合计	8,124.66	7,982.10	8,594.69	8,101.43	8,128.35	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	35.18	43.44	146.84	223.17	307.67	成长能力					
股本	963.60	1,231.94	1,231.94	1,231.94	1,231.94	营业收入	-13.31%	17.60%	27.37%	21.14%	13.22%
资本公积	2,827.28	5,518.84	5,518.84	5,518.84	5,518.84	营业利润	-47.68%	2474.05%	43.72%	25.38%	13.97%
留存收益	5,982.85	9,744.97	10,834.98	12,226.11	13,802.82	归属于母公司净利润	3.00%	882.73%	37.54%	27.63%	13.34%
其他	(2,828.35)	(5,520.78)	(5,518.84)	(5,518.84)	(5,518.84)	获利能力					
股东权益合计	6,980.56	11,018.41	12,213.76	13,681.21	15,342.43	毛利率	5.28%	8.82%	9.47%	9.58%	9.57%
负债和股东权益总计	15,105.23	19,000.51	20,808.45	21,782.64	23,470.79	净利率	0.53%	4.43%	4.78%	5.03%	5.04%
						ROE	1.66%	10.32%	12.90%	14.77%	14.98%
						ROIC	2.64%	11.57%	13.96%	17.10%	19.95%
						偿债能力					
						资产负债率	53.79%	42.01%	41.30%	37.19%	34.63%
						净负债率	28.92%	12.74%	24.46%	21.56%	20.88%
						流动比率	0.78	1.15	1.27	1.49	1.73
						速动比率	0.47	0.83	0.88	1.03	1.19
						营运能力					
						应收账款周转率	88.39	53.55	51.43	72.00	72.00
						存货周转率	11.14	12.22	13.26	13.27	13.27
						总资产周转率	1.51	1.50	1.64	1.85	1.98
						每股指标(元)					
						每股收益	0.09	0.92	1.26	1.61	1.83
						每股经营现金流	1.27	2.47	1.93	2.62	2.19
						每股净资产	5.64	8.91	9.80	10.92	12.20
						估值比率					
						市盈率	134.74	13.71	9.97	7.81	6.89
						市净率	2.23	1.41	1.29	1.15	1.03
						EV/EBITDA	12.89	7.49	6.15	4.53	3.71
						EV/EBIT	47.24	12.51	7.54	5.43	4.41

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com