

桐昆长矣，于彼朝阳

——桐昆股份（601233）深度报告

2017年12月14日

强烈推荐/首次

桐昆股份 深度报告

报告摘要：

涤纶长丝行业经4年周期底部，已步入上行通道，年均吨利润同比涨超30%。公司同时进军民营炼化，参股浙石化20%。项目一期满产后年净利润中枢有望达100亿元。公司现有长丝业务仍处上行周期，而新介入的炼化业务有望帮助公司实现跳跃式发展。此所谓，“桐昆长矣，于彼朝阳”。

第一，国内涤纶长丝行业的龙头企业。

- ◆ 深耕细作行业30余年，产能全球第一，国内市占率或由13%升至16%；
- ◆ “PTA-聚酯-纺丝-拉弹”全产业链布局，产品差别化率达60%。

第二，主营业务所在的涤纶长丝行业历经周期反转，全面向好。

- ◆ 化纤行业稳步快速发张，增速或常年保持高于GDP；
- ◆ 涤纶长丝产能投放高峰期已过，行业供需格局优化，产品毛利率提升；
- ◆ “PX-PTA-涤纶长丝”链条利润重心下移，利好下游的涤纶长丝；
- ◆ 煤制乙二醇技术进步，涤纶长丝成本或进一步降低。

第三，不断的新项目投入是公司发展的不竭动力。

- ◆ 未来两年累计新建140万吨涤纶长丝产能，增幅达30%；
- ◆ 220万吨PTA项目投产后，自给率将达100%，吸收该环节全部利润。

第四，进军炼化行业，浙石化有望助利润翻番。

- ◆ 大量主要产品进口依存度高达50%，产品盈利能力强；
- ◆ 按今年油价45~65美金/桶测算，净利润区间70~150亿元/年；
- ◆ 炼化一体化，技术优势+规模效应保障成本控制一流；
- ◆ 强强联手，合资成立浙石油保障油品销售。

盈利预测及投资评级。预计公司2017-19年EPS为1.27、1.67和2.81元，对应PE为15、11和7倍。看好公司长期发展，给予公司2018年16倍估值，对应目标价为26.72元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示。原油及主营产品价格大幅波动；公司产能释放不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,754	25,582	30,206	33,329	40,487
增长率(%)	-13.3%	17.6%	18.1%	10.3%	21.5%
净利润(百万元)	120	1,143	1,576	2,073	3,473
增长率(%)	-7.6%	852.7%	37.9%	31.5%	67.5%
净资产收益率(%)	1.7%	10.3%	12.8%	14.9%	21.0%
每股收益(元)	0.12	1.03	1.27	1.67	2.81
PE	155	18	15	11	7
PB	3	2	2	2	1

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师

杨若木

010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480510120014

廖鹏飞

010-66554121 liaopf@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480517090001

刘宇卓

010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480516110002

研究助理

张明烨

010-66554024 zhang_my@dxzq.net.cn

罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn

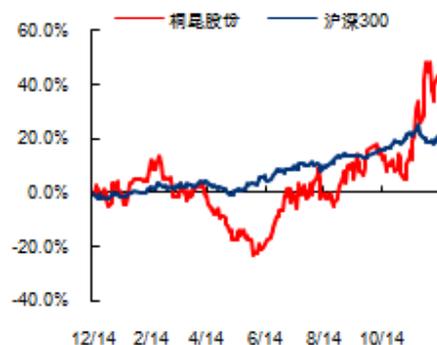
邓先河

010-66554023 dengxh@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	20.92-14.48
总市值(亿元)	275.25
流通市值(亿元)	252.11
总股本/流通A股(万股)	130138/120510
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.34

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目录

1. 深耕细作的涤纶长丝行业龙头	6
1.1 战略明确的行业龙头	6
1.2 深耕细作逾 30 年，涤纶长丝界的“沃尔玛”	7
1.3 公司业务全覆盖“PTA-PET-纺丝-加弹”产业链	8
1.4 差别化产品提高盈利能力	9
1.5 净利润实现快速增长	9
2. 涤纶长丝行业供需格局稳步向好	10
2.1 化纤需求年增速保持 8%	10
2.1.1 二孩政策加速国内纺织服装消费	11
2.1.2 消费升级拉动室内装饰需求	11
2.1.3 汽车消费稳定增长	12
2.1.4 全球经济复苏加速涤纶长丝下游出口	12
2.2 供应端持续向好	13
2.2.1 新建产能放缓，过剩产能逐步消化	13
2.2.2 涤纶长丝行业集中度提高	14
2.3 涤纶长丝价格已进入上升通道	15
3. 产业链利润分配重塑，利好涤纶长丝	16
3.1 涤纶长丝产业链利润集中在 PX	17
3.2 “PX-PTA-聚酯”产业链利润重心下移	18
3.2.1 PX 暴利时代将结束	19
3.2.2 PTA 产能过剩局面将持续	19
3.3 煤制乙二醇发力，上游利润向涤纶长丝转移	21
4. “逆周期扩张”助公司用“小资本”撬动“大收益”	22
4.1 新项目不断提高公司市占率	22
4.2 公司 PTA 将实现自给率 100%	23
5. 浙石化项目有望助公司利润翻一番	24
5.1 稀缺产品盈利能力出众	25
5.2 炼化一体化项目成本控制能力出色	27
5.3 “后发技术优势”+“规模优势”进一步降低成本	28
5.4 巧借东风，强强联手成立浙石油	29
5.5 盈利模型显示，浙石化净利润中枢可达 100 亿元/年	29
5.6 油价缓慢上涨利好浙石化	32
6. 投资建议	32
7. 风险提示	33

表格目录

表 1: 桐昆股份不同涤纶长丝产品产能情况.....	6
表 2: 部分差别化纤维产品介绍.....	9
表 3: 国内涤纶长丝计划投放产能（2018-2020 年）.....	13
表 4: 国内涤纶长丝行业被收购产能.....	15
表 5: 国内未来投放的 PX 产能数量巨大（2018-2020 年）.....	19
表 6: 未来国内仍有 PTA 产能投放（2018-2019 年）.....	20
表 7: 国内未来将新建大量煤制乙二醇装置.....	22
表 8: 桐昆股份新建涤纶长丝项目（2017-2019 年）.....	23
表 9: 国内部分产能小于 100 万吨 PTA 装置.....	23
表 10: 浙石化部分产品及其需求情况.....	25
表 11: “炼化一体化”给浙石化带来的诸多优势.....	27
表 12: 浙石化炼油来源.....	28
表 13: 全球炼厂规模靠前的企业.....	29
表 14: 上海石化和 SW 炼化板块各项费用率比较.....	30
表 15: 浙石化盈利能力预测表 A（高财务费用率）.....	31
表 16: 浙石化盈利能力预测表 B（正常财务费用率）.....	31
表 17: 可比公司估值（截止 2017 年 12 月 12 日收盘）.....	33
表 18: 公司盈利预测表.....	35

插图目录

图 1 规模靠前公司涤纶长丝产能比较.....	6
图 2 POY 毛利率水平比较：桐昆股份 vs 其他上市公司.....	6
图 3 桐昆股份股权结构.....	7
图 4 桐昆股份发展历程（1982-2018 年）.....	7
图 3 纺织纤维行业产品结构.....	8
图 5 涤纶长丝行业上下游产业链.....	8
图 7 桐昆股份营业收入稳步提升（2011-2017 年）.....	9
图 8 桐昆股份净利润暴涨（2011-2017 年）.....	9
图 9 涤纶长丝下游结构.....	10
图 10 涤纶长丝需求.....	10
图 11 国内纺织服装营业收入增速保持在 8%.....	11
图 12 二胎政策提高国内人口自然增长率.....	11
图 13 国内装修装饰总产值增速重回 8%.....	11
图 14 国内商品房销售面积.....	11
图 15 汽车产量保持正增长.....	12
图 16 汽车销量在 GDP 增速上下浮动.....	12

图 17 国内 PET 产能占全球比例	12
图 18 国内纺织服装出口额（2007-2017 年）	12
图 19 涤纶长丝产能投放情况	13
图 20 涤纶长丝规模靠前的企业市场占有率稳步提高（2013-2017 年）	14
图 21 涤纶长丝价格触底后反弹	15
图 22 涤纶长丝毛利率改善	15
图 23 国内涤纶长丝库存触底	16
图 24 聚酯工厂和下游纺织行业开工率提高	16
图 25 PX-PTA-涤纶长丝产能投放比较（折算为涤纶长丝当量，保守估计 50%PTA 用于产涤纶长丝）	16
图 26 国内 PX 需求 vs 进口量（2006-2016 年）	17
图 27 国内近年 PX 产能增速较慢（2007-2017 年）	17
图 28 PTA、涤纶长丝成本结构	18
图 29 原材料价格对涤纶长丝价格影响大	18
图 30 石脑油-PX-PTA-POY 产业链价差	18
图 31 国内 PTA 产能远高于需求	20
图 32 国内 PTA 出口量极少	20
图 33 国内企业 PTA 毛利率维持在底部	20
图 34 国内 PTA 库存触底	20
图 35 乙二醇产能 vs 需求	21
图 36 乙二醇产能进口	21
图 37 国内乙二醇不同工艺占比	21
图 38 煤制乙二醇在油价高于 60 美金/桶时有成本优势	21
图 39 桐昆股份持续不断的投放产能	22
图 40 桐昆国内涤纶长丝产能占有率逐年提高	22
图 41 浙石化股权结构	24
图 42 浙石化地理位置优越	24
图 43 浙江省汽油产量存缺口	25
图 44 浙江省柴油产量存缺口	25
图 45 国内聚乙烯（PE）进口依存度高居不下	26
图 46 国内聚丙烯（PP）进口依存度降低	26
图 47 国内对二甲苯（PX）进口依存度逐年提高	26
图 48 国内聚碳酸酯（PC）进口依存度高	26
图 49 国内乙二醇（MEG）进口依存度常年高于 50%	26
图 50 国内苯乙烯（PS）进口依存度略微下降	26
图 51 炼化一体化产品分布图	27
图 52 伊朗轻质油价格通常低于 Brent 原油	28
图 53 伊朗重质油价格通常低于 Brent 原油	28
图 54 浙石化一期盈利估算（100%开工率，高财务费用，油价 45~65 美元/桶）	30
图 55 浙石化一期项目收入构成(按产品分)	32
图 56 浙石化一期盈利同原油价格同升降	32

图 57 PE-band	33
图 58 PB-band	33

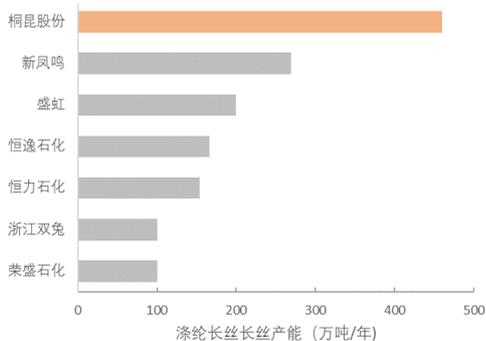
1. 深耕细作的涤纶长丝行业龙头

1.1 战略明确的行业龙头

桐昆股份以聚酯和涤纶长丝制造为主业，现居世界涤纶长丝企业产能和产量之首。涤纶长丝业务占公司营收约 90%。

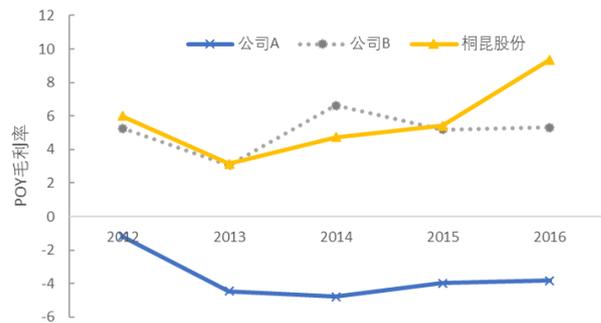
- ◆ 公司涤纶长丝产能约为 460 万吨，系国内产能最大的涤纶长丝制造企业。涤纶长丝的国内市场占有率接近 13%，全球占比超过 9%。
- ◆ 2001-2016 年公司连续 15 年在我国涤纶长丝行业中产量、销量名列第一，具有较大的市场话语权。
- ◆ 公司生产技术在行业领先，掌握多个产品定价权，主要产品毛利率均好于同行。
- ◆ 本轮产能扩建以后，公司将在 2019 年形成 600 万吨涤纶长丝，整体规模将再上一个台阶。

图 1 规模靠前公司涤纶长丝产能比较



资料来源：公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

图 2 POY 毛利率水平比较：桐昆股份 vs 其他上市公司



资料来源：公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

公司战略目标清晰：专注于涤纶长丝行业。未来发展的定位是在持续做大做强聚酯涤纶主业的同时，稳步按需求向上游扩张不同层级的产品和产能，包括扩大上游产业的权益。

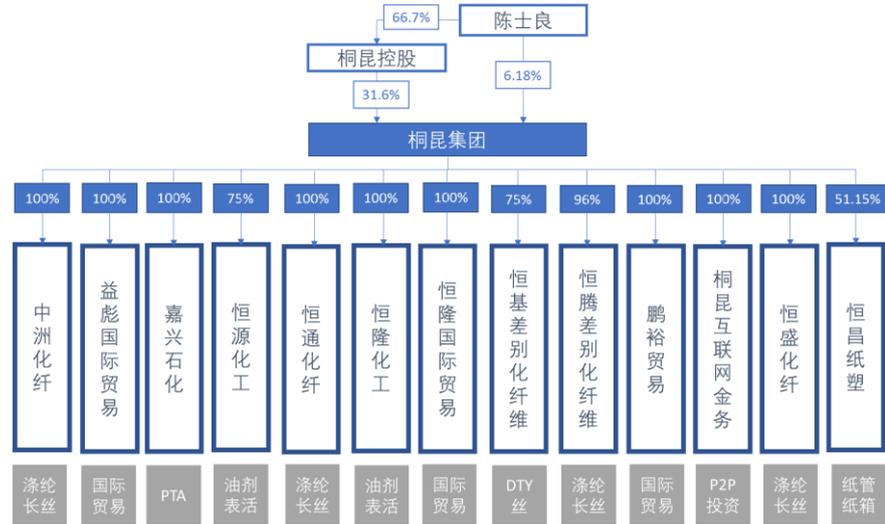
表 1：桐昆股份不同涤纶长丝产品产能情况

装置/产品	产能 (万吨/年)	备注
POY	290	大部分 POY 被进一步深加工为附加值更高的差异化纤维。
FDY	100	其中 30 万吨产能于 2017 年 4 季度新建成投产。
DTY	50	
其他涤纶长丝	20	包括复合丝、平牵丝等。
涤纶长丝合计	460	计划 2018 年新上产能 50 万吨，2019 年新上产能 90 万吨。
PTA	150+220	220 万吨新产能预计今年 12 月投产，PTA 均自用，微量外销。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

浙江桐昆控股集团有限公司为公司的控股股东，陈士良先生为公司的实际控制人，同时持有浙江桐昆控股集团有限公司 66.7%的股份。陈士良先生同时担任嘉兴盛隆投资股份有限公司（持公司股 13.06%）的董事，股东之间存在关联关系，属于《上市公司收购管理办法》规定的一致行动人。

图 3 桐昆股份股权结构

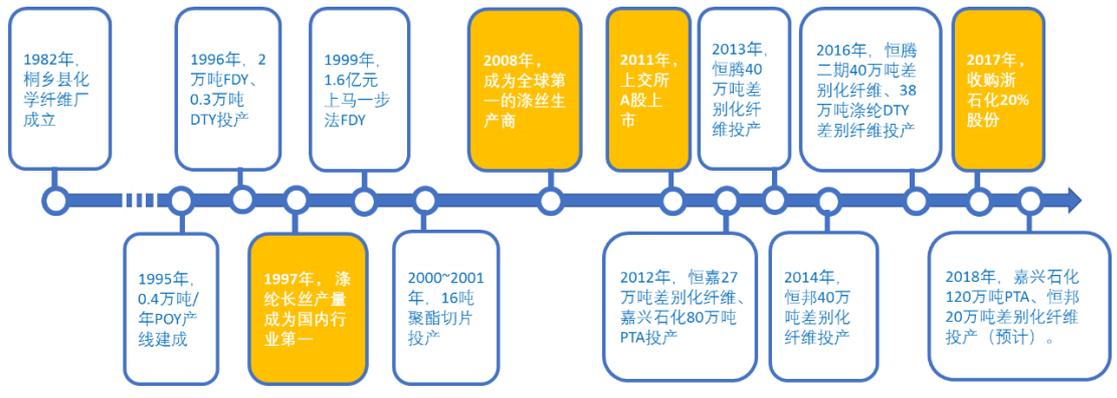


资料来源：公司公告，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

1.2 深耕细作逾 30 年，涤纶长丝界的“沃尔玛”

多年的经营为公司积累了大量稳定优质的客户，保证了桐昆股份对市场趋势把握和产品销售的通畅。公司其前身是成立于 1982 年的桐乡县化学纤维厂。为更好发展主营业务，公司配套成立了贸易、辅助原料等公司。

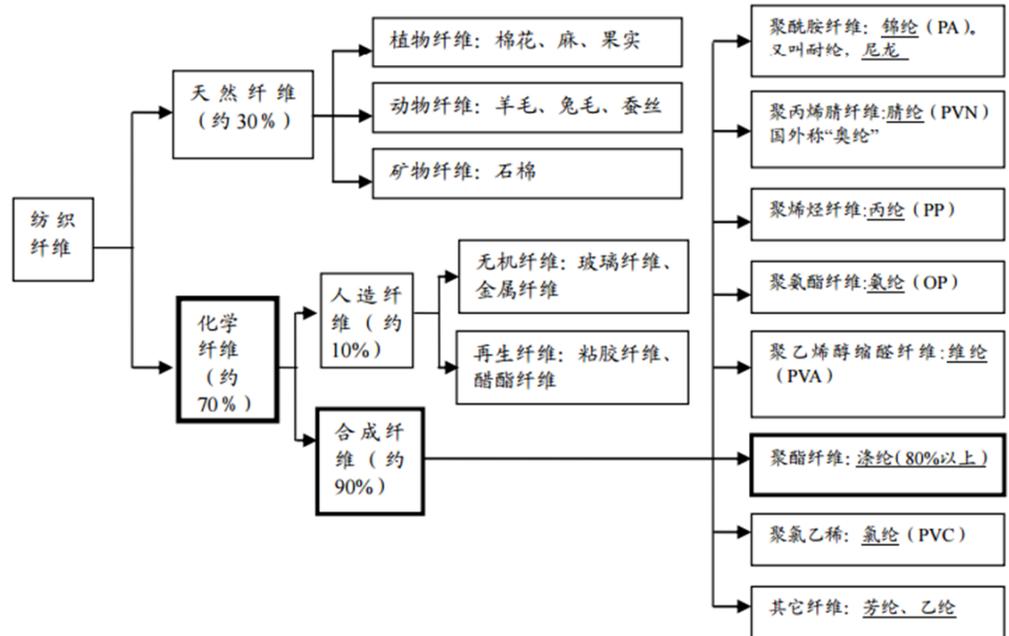
图 4 桐昆股份发展历程（1982-2018 年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司涤纶长丝产品丰富，有“涤纶长丝界沃尔玛”的美誉。涤纶长丝有 POY、DTY、FDY、复合丝和中强丝等五大系列 100 多个品种，聚酯切片有大有光、半消光、阳离子等多个品种。

图 5 纺织纤维行业产品结构

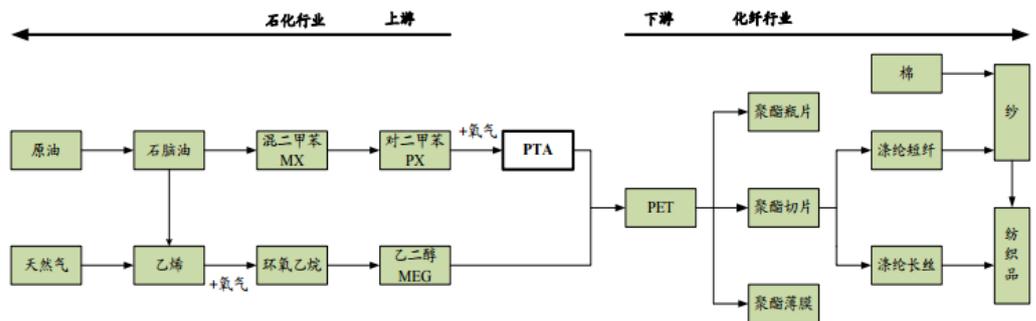


资料来源：公司公告，卓创资讯，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

1.3 公司业务全覆盖“PTA-PET-纺丝-加弹”产业链

公司不断完善产业布局，逐步提高一体化程度。POY 是涤纶长丝的一种，属于初生丝，由精对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（MEG）合成。POY 可经“加弹”工艺制成 DTY。公司目前具备 PTA、聚酯和涤纶长丝“纺丝、加弹”四道流程全部的生产能力。

图 6 涤纶长丝行业上下游产业链



资料来源：Bloomberg，卓创资讯，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

1.4 差别化产品提高盈利能力

目前公司重点布局差别化纤维，追求产品的附加值最大化。依据性能不同，涤纶长丝分为常规丝和差别化丝。因下游为充分竞争的服装、家纺等行业，通过相对透明的加工费获取毛利是常规丝的传统盈利模式，毛利较低。

差别化纤维因其技术门槛高、目标市场竞争程度低，利润往往高于普通的涤纶长丝产品。差别化丝主要指在技术或性能上有很大创新或具有某种特性、与常规丝有差别的新品种。目前公司的差别化纤维占总产量的 60%。公司拥有获得授权的专利 130 项，已申请尚未获得授权的专利有 40 余项。

表 2：部分差别化纤维产品介绍

名称	介绍
细旦及超细纤维	细旦及超细纤维直径小，比表面积很大，与常规织物相比，织物孔隙率高，有很多毛细管，因此，织物芯吸效应明显增加，能起到传递水分子的作用，大大改善织物的手感、透气性。
异形截面纤维	通过改变喷丝板孔形设计等方法可纺制出异形截面纤维。异形截面纤维织成的织物中，纤维之间形成通道而产生毛细现象，具有排湿和导湿的双重作用。此外，不同截面形状纤维对光的反射不同，织成织物后可产生不同的色泽效果。
有色及阳离子纤维	有色纤维采用母液着色，其色牢度高、环保，受到国家政策支持，发展前景良好。阳离子纤维可以降低染料浓度或可以提高染色鲜艳程度，对降低印染成本、废水处理有显著帮助。
全消光、大有光纤维	全消光纤维的光泽接近棉花，并具有一定抗紫外效果，大有光纤维有一种近似真丝的光泽，这两种纤维都是通过二氧化钛加入量进行调节。
各种功能化纤维	通过添加一定组分进行改性，使纤维具有一种或几种特性，如抗菌除臭纤维、抗紫外线纤维、阻燃纤维、抗静电导电纤维、远红外纤维、负氧离子纤维、复合功能纤维等。

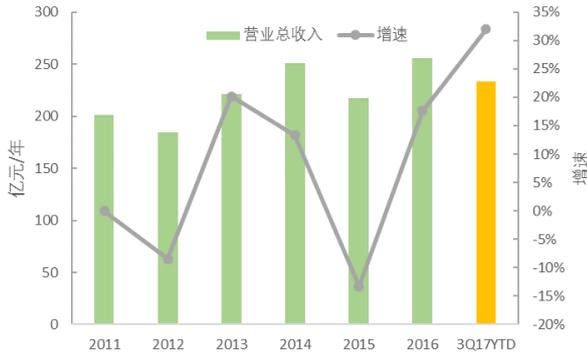
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.5 净利润实现快速增长

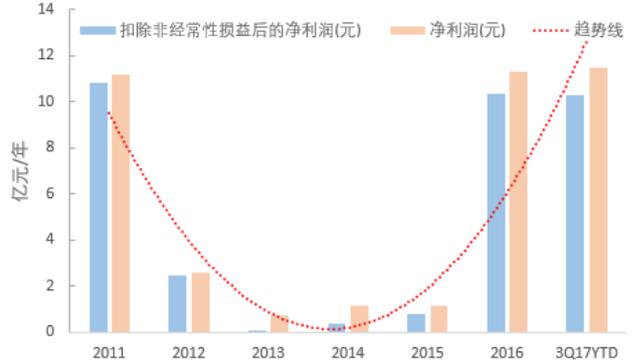
公司 2017 年三季度营业收入同比涨 32%，净利润同比涨 48%。公司主营业务涤纶长丝行业在连续四年不景气后，进入上行周期。公司营业收入和利润水涨船高，2016 年利润同比暴涨 883%。

图 7 桐昆股份营业收入稳步提升（2011-2017 年）

图 8 桐昆股份净利润暴涨（2011-2017 年）



资料来源：公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

2. 涤纶长丝行业供需格局稳步向好

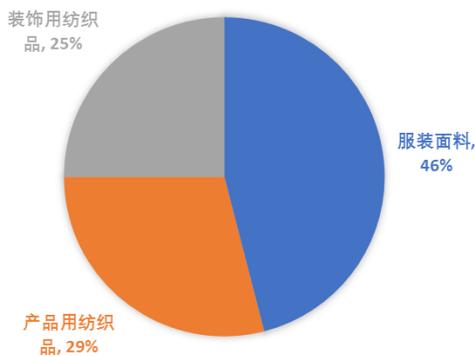
随着涤纶长丝行业从周期底部进入上升通道，我们认为，2017年四季度行业旺季来临时，涤纶长丝有望迎来量价齐升。11月涤纶长丝吨毛利同比继续改善，吨净利达到700元以上，高于去年年均值80%。

2.1 化纤需求年增速保持8%

刚性需求+消费升级+出口回暖，涤纶长丝未来将持续保持8%以上的高增速。受益于各细分领域需求的快速增长，2011到2015年国内涤纶表观消费量年均增速约11.2%，预计未来增速保持高于GDP增速。

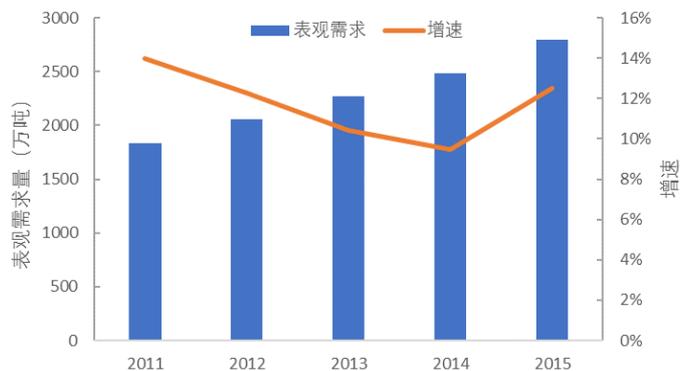
涤纶长丝应用领域广泛，涉及到日常生活的衣食住行。依据用途不同，涤纶长丝分为民用涤纶长丝和工业用涤纶长丝。民用涤纶长丝主要应用于服装、家纺和产业用等领域，就产量而言，民用涤纶长丝远高于工业用涤纶长丝。

图9 涤纶长丝下游结构



资料来源：公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

图10 涤纶长丝需求



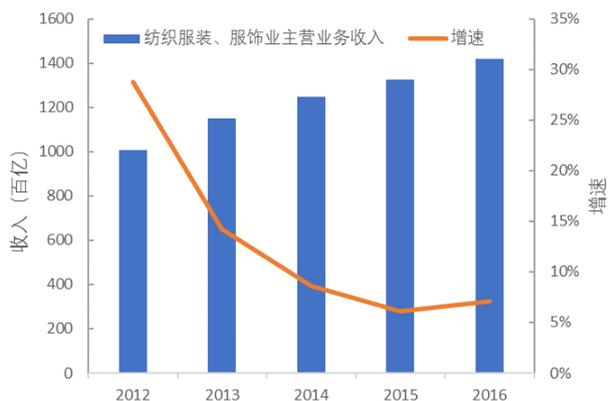
资料来源：Bloomberg，公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

2.1.1 二孩政策加速国内纺织服装消费

人口自然增长是保障，二孩政策是催化剂，国内纺织服装消费增速高于 GDP 增速。涤纶长丝约占纺织服装市场的 50%，随之收益。

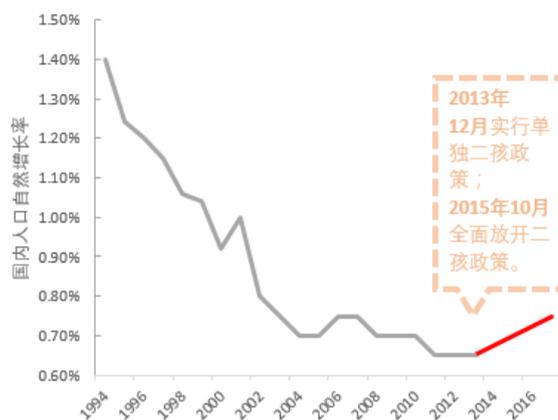
- ◆ 我国人口自然增长率每年约 5%，叠加城镇化率不断提高等诸多因素影响，国内纺织服装业近年来保持持续增长。
- ◆ 二孩政策加速了纺织服装的消费。国家于 2015 年 10 月开始全面实施二孩政策。根据估算，受全面二孩政策影响，每年新增 250 万左右小孩。

图 11 国内纺织服装营业收入增速保持在 8%



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 12 二孩政策提高国内人口自然增长率



资料来源：Bloomberg，国家统计局，东兴证券研究所

2.1.2 消费升级拉动室内装饰需求

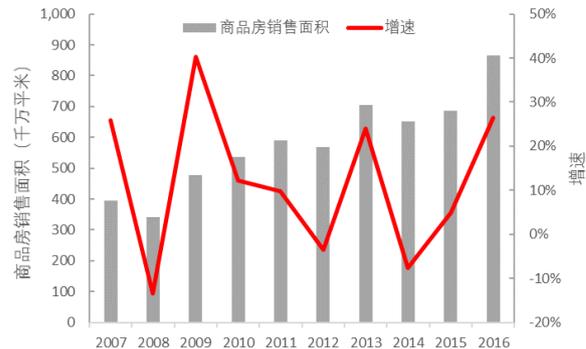
城镇化不断推进，受益于产品置换、乔迁购买和婚庆消费等刚性需求，国内家装领域开支稳步上涨。市场上较为担心房地产市场走弱可能对涤纶长丝在家装领域的需求。考虑到家装领域的消费偏刚需，且随着消费水平的提高，人们对地毯、窗帘、壁纸、桌布等涤纶长丝的消费将稳步提升，我们认为涤纶长丝在装饰领域的需求仍将保持稳定增长。

图 13 国内装修装饰总产值增速重回 8%

图 14 国内商品房销售面积



资料来源：卓创资讯，Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

2.1.3 汽车消费稳定增长

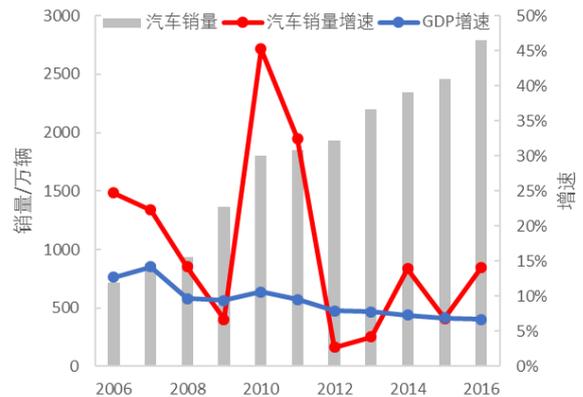
长期来看，汽车产销稳定增长，是涤纶长丝需求的有力支撑。涤纶长丝在汽车上主要用于生产半钢子午胎中的涤纶帘子线、安全气囊、汽车安全带等。宏观经济是影响汽车销量的主要因素，过去汽车销售增速都在 GDP 增速上下浮动（排除 2010 年前后汽车行业的爆发式增长）。我国 GDP 增速进入新常态，带动汽车销售持续稳定增长。

图 15 汽车产量保持正增长



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

图 16 汽车销量在 GDP 增速上下浮动



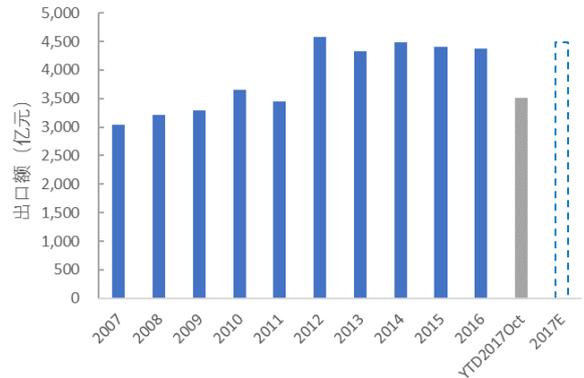
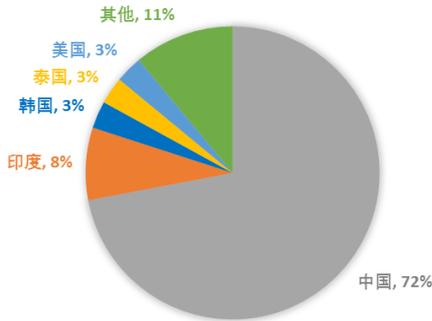
资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

2.1.4 全球经济复苏加速涤纶长丝下游出口

欧美经济复苏，全球经济回暖带动国内纺织品服装类出口。高盛集团和巴克莱预测 2018 年全球经济增长为 4%，这将是自 2011 年以来的最强水平。法兴银行追踪的 45 个经济体中每一个经济体都将实现正增长，这在 2007 年以来尚属首次。我国化纤及其制品凭借较为明显的国际竞争优势，出口还有继续扩大的空间。

图 17 国内 PET 产能占全球比例

图 18 国内纺织服装出口额 (2007-2017 年)



资料来源：ICIS，公司公告，IHS，东兴证券研究所

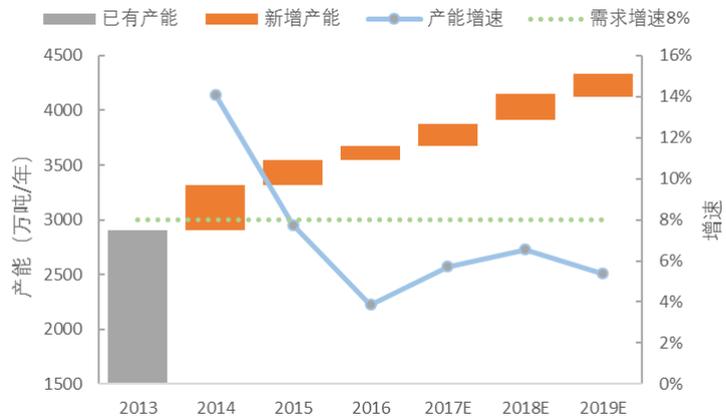
资料来源：Bloomberg，Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

2.2 供应端持续向好

2.2.1 新建产能放缓，过剩产能逐步消化

产能投放高峰期已过。国内涤纶长丝行业 2013-2014 年每年新投放 400 多万吨产能，导致行业产能过剩严重。大规模产能投放后导致行业盈利不佳影响，涤纶长丝产能扩张速度放缓，2015 年开始新增产能大幅减少。

图 19 涤纶长丝产能投放情况



资料来源：公司公告，卓创资讯，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

需求增速快于产能投放，涤纶长丝行业走出周期底部。2015-2017 年年均投放产能 100~200 万吨，低于每年新增的 250~320 万吨的需求总量，前期投入的过剩产能逐步被消化。

表 3：国内涤纶长丝计划投放产能（2018-2020 年）

公司	时间	产能 (万吨/年)	累计投放	地点
桐昆集团	2018	50		浙江
恒逸石化	2018	25		浙江

恒腾三期项目	2018	60	
恒邦三期项目	2018	30	
新凤鸣中石二期项目	2018	30+30	浙江
2018年		225	
盛虹国望	2019	50	浙江
新凤鸣中欣	2019	30	浙江
浙江海利得新材料	2019	20	浙江
江苏华亚化纤	2019	20	江苏
桐昆股份	2019	90	浙江
2019年		210	
萧山荣盛	2020	60	浙江
华祥高纤	2020	60	浙江
浙江双丰化纤	2020	20	浙江
山东华伦化纤	2020	10	山东
2020年		150	

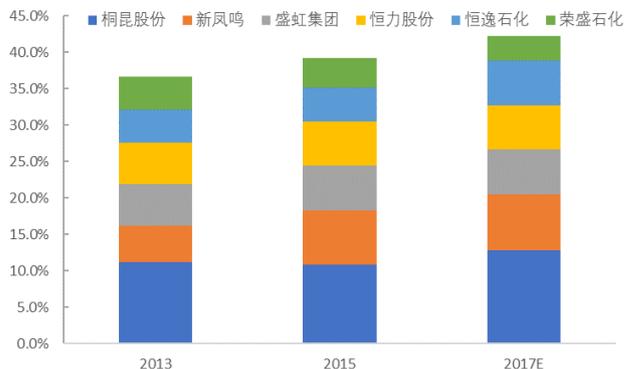
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2.2 涤纶长丝行业集中度提高

2012年开始，整个行业盈利欠佳，涤纶长丝企业的数量将持续减少，龙头企业通过扩建或并购增加产能，产业集中度将逐渐提高。根据中国化学纤维工业协会统计，2015年，中国涤纶工业收入规模在2,000万以上企业的数量为776家，但大多数企业规模较小。行业经过洗牌，行业内两极分化，落后产能被淘汰，强者愈强。

- ◆ 由于资本和技术限制，中小型的纺织化纤企业的研发能力弱，无法享受行业中高附加值产品带来的额外利润。
- ◆ 采购处于弱势地位。因为涤纶长丝的原材料为生产商集中度高的PTA、MEG等，购买价格多随行就市。中小企业由于采购量小，和供应商在议价时较为弱势。
- ◆ 资金使用成本高。中小型企业银行贷款时，通常利率和贷款额度受限，比大型企业成本更高。
- ◆ 环保因素同样淘汰落后的小产能设备。

图 20 涤纶长丝规模靠前的企业市场占有率稳步提高（2013-2017年）



资料来源：公司公告，卓创资讯，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

◆
表 4：国内涤纶长丝行业被收购产能

企业名称	产能	产品	收购方	进度
红剑集团	75	涤纶长丝	恒逸石化	已部分投产
龙腾科技	20	FDY	恒逸石化	技术改造中
明辉化纤	25	POY	荣盛石化	技术改造
海富化纤	10	涤纶长丝	绍兴古纤道	
南方控股	40	FDY/POY	绍兴天圣	
神羊投资集团	18	FDY/DTY	张家港华美	
赐福集团	60	涤纶长丝	荣盛石化	

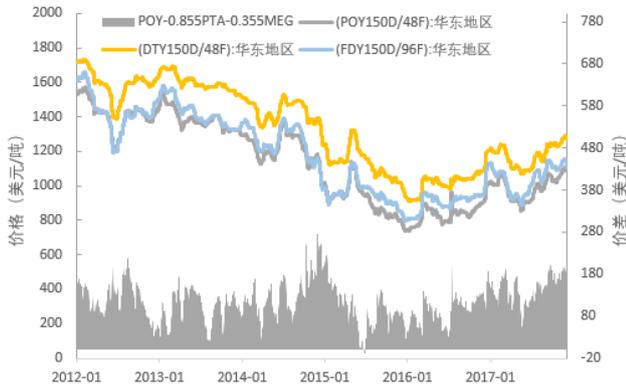
资料来源：公司公告，百川资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

2.3 涤纶长丝价格已进入上升通道

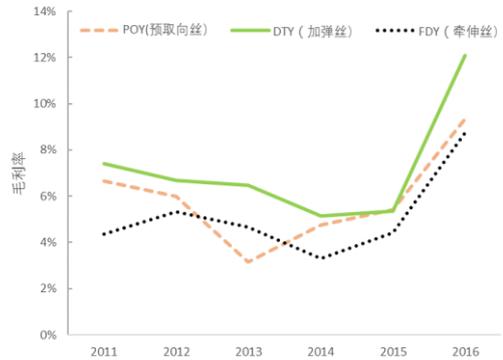
涤纶长丝价格已触底反弹，与原材料价差继续拉宽。涤纶长丝价格从 2017 年初开始持续上涨，华东 POY 价格涨至 9000 元/吨，较年初上涨 20%。同期原材料价格涨幅偏低，毛利率也有较大改善：以 POY 为例，毛利率从约 5% 增加到约 10%。

图 21 涤纶长丝价格触底后反弹

图 22 涤纶长丝毛利率改善



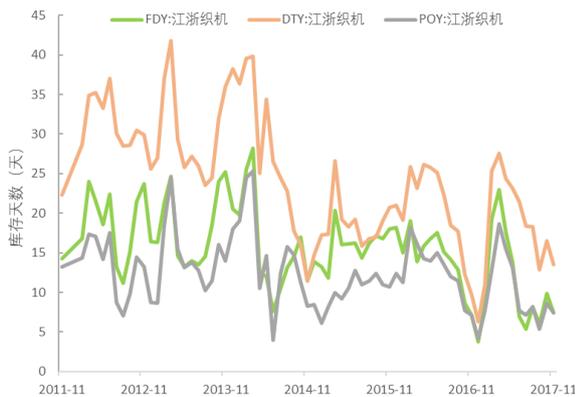
资料来源：百川资讯，Wind，卓创资讯，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

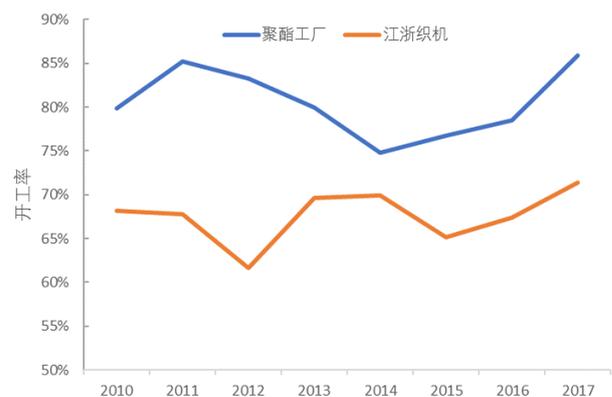
今年国内春节假期靠后，市场需求高峰延后，将有力支撑接下来的涤纶长丝价格和产量。一方面，进入12月，国内涤纶长丝库存仅5天左右。个别厂商库存仅0-3天，明显低于过去几年同期水平；另一方面，下游织机开工率从几年前的60%稳健上升70%，需求向好。

图 23 国内涤纶长丝库存触底



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

图 24 聚酯工厂和下游纺织行业开工率提高



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

3. 产业链利润分配重塑，利好涤纶长丝

随着PX的大量扩产，其下游的PTA企业和涤纶长丝企业将分享PX环节让出的利润。一方面，我国PTA新装置仍不断投产；另一方面，之前停产的PTA装置随时可以复工，我国PTA行业产能仍将长期保持严重过剩。聚酯产业链的利润将向涤纶长丝企业富集。

图 25 PX-PTA-涤纶长丝产能投放比较（折算为涤纶长丝当量，保守估计50%PTA用于产涤纶长丝）

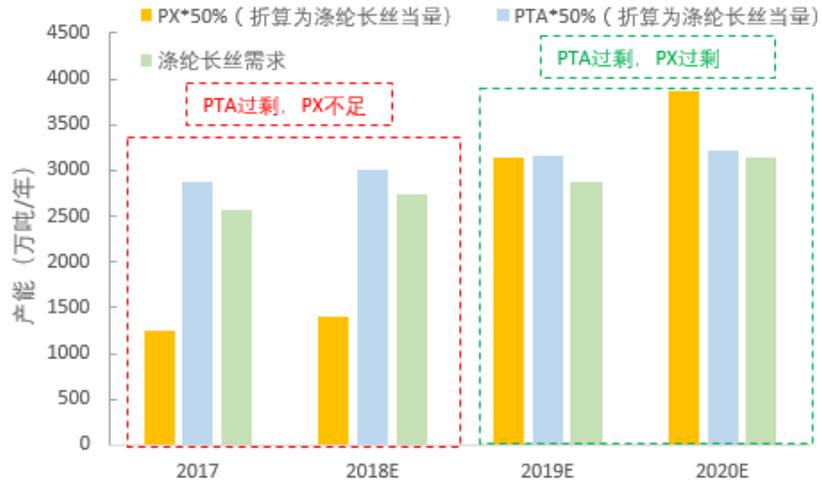
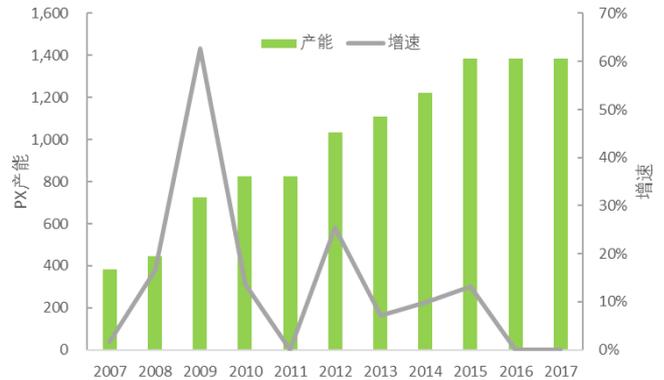


图 26 国内 PX 需求 vs 进口量 (2006-2016 年)



图 27 国内近年 PX 产能增速较慢 (2007-2017 年)



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

上游原料 PX 的价格波动可以迅速传递到 PTA，PTA 的价格波动同样可迅速传导至聚酯涤纶：

- 生产 1 吨的 PTA 约需 0.66 吨的 PX。PX 约占 PTA 成本的 85%。
- 生产 1 吨聚酯需 0.855 吨 PTA 和 0.355 吨乙二醇。在 PET 及聚酯涤纶业务成本构成中，PTA、乙二醇分别约占 62%、22% 的比例。

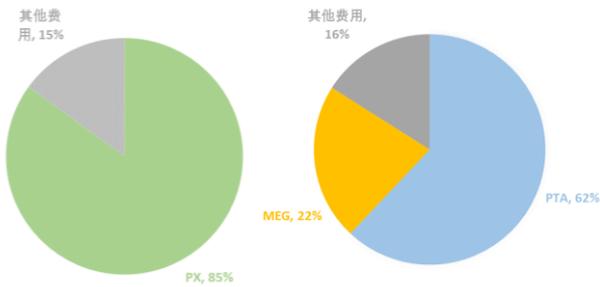
3.1 涤纶长丝产业链利润集中在 PX

“PX-PTA-聚酯-涤纶长丝”产业链因产能投放不均衡、上游市场集中度高，导致产业链利润多集中在上游 PX 企业。上游 PX 行业由于产能增长受阻，长期供不应求，价格保持坚挺，原料在 PTA 生产成本中所占比例不断上升。

- 国内 PX 产能严重不足，进口依存度高达 50%。PX 厂商话语权高，产品利润高；
- 国内 PX 和涤纶长丝产能过剩严重，对下游的议价能力弱，产品利润微薄。

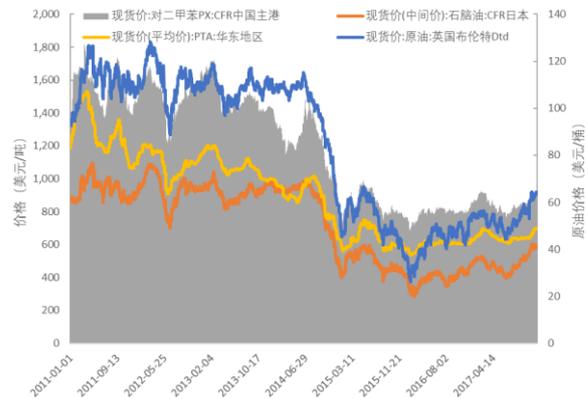
资料来源：Bloomberg，卓创资讯，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

图 28 PTA、涤纶长丝成本结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 29 原材料价格对涤纶长丝价格影响大

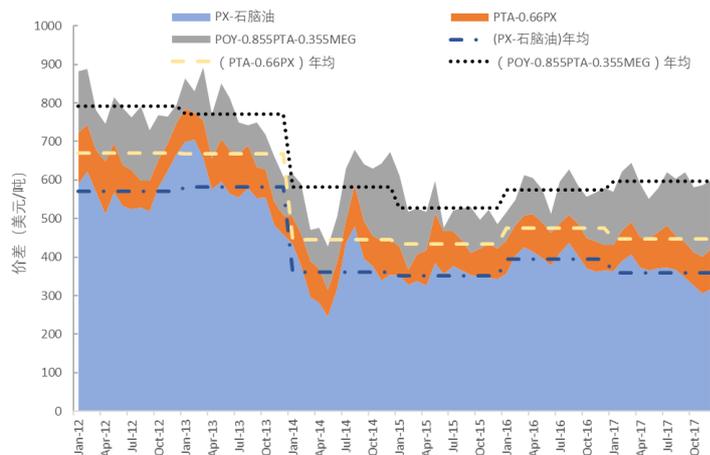


资料来源：ICIS, Wind, 百川资讯, 东兴证券研究所

3.2 “PX-PTA-聚酯”产业链利润重心下移

聚酯产业链的利润将向下游转移，特别是话语权大的涤纶长丝龙头将获得丰厚利润。由于我国 PTA 行业起步早于 PX 行业，行业发展脱节造成 PX 供不应求，PX 企业对下游拥有较强的议价能力。

图 30 石脑油-PX-PTA-POY 产业链价差



资料来源：Bloomberg, 卓创资讯, Wind, 百川资讯, 东兴证券研究所

随着国内逐步加码 PX 产能，PTA 企业采购 PX 产品拥有较多的选择，也同时掌握了议价权。待 PX 企业为了保证开工率，减少库存积压，往往会通过降价手段争取下游客户，从而将一部分利润让渡到下游环节：

- ◆ PTA 产能仍然保持过剩。PTA 企业为了保证开工率，减少库存积压，往往会通过降价手段争取下游客户，从而将一部分利润让渡到下游的涤纶长丝行业。
- ◆ 涤纶长丝龙头企业对产品议价能力高，能把增加的利润留在本环节。

3.2.1 PX 暴利时代将结束

我国 PTA 行业起步早于 PX 行业，行业发展脱节造成 PX 供不应求，PX 企业对下游企业拥有较强的议价能力。这一格局将随着 PX 产能的大量投放而改变。与此同时，下游 PTA 行业由于产能过剩，盈利能力较弱，对 PX 价格的支撑减弱。PX 环节将逐步让出利润给下游。

经过 2018 年-2020 年产能集中投放，国内 PX 产能或增加 200%。目前国内 PX 产能约 1383 万吨/年，2016 年进口 PX 约 1236 万吨。到 2019 年，国内 PX 自给率将达 100%，还可能成为 PX 净出口国。

表 5：国内未来投放的 PX 产能数量巨大（2018-2020 年）

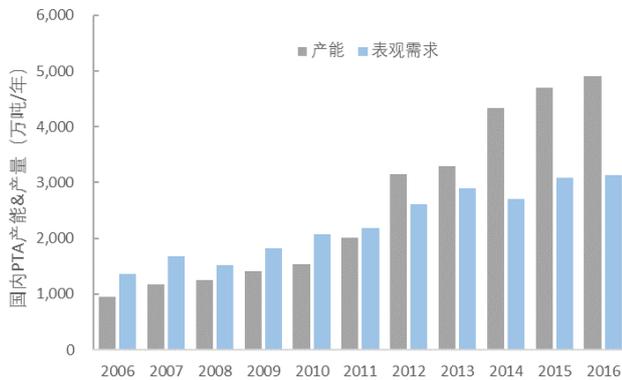
企业名称	产能（万吨/年）	地点	计划投产时间	进度
中海油惠州	100	惠州	3Q2018	在建
中化泉州	80	福建泉州	4Q2018	在建（预计比计划晚一年）
2018 合计	180			
中石化海南	100	海南洋浦	1Q2019	在建
恒力石化	450	辽宁大连	1Q2019	在建
盛虹炼化	280	江苏连云港	1Q2019	在建
浙石化一期	400	浙江舟山	1Q2019	在建
恒逸石化一期	150	文莱	1Q2019	在建
中金石化二期	160	浙江	4Q2019	
中石化塔河炼化	100	新疆阿克苏	4Q2019	处于环境影响评价阶段
新华联合石化一期	200	河北曹妃甸	2019	处于环境影响评价阶段
扬帆能源化工投资	100	广西钦州	2019	通过环评
2019 年合计	1940			
浙石化二期	400	浙江舟山	2020	已通过环境评价
恒逸石化二期	150	文莱	2020	已规划
华电煤业集团	50	陕西榆林	2020	
新华联合石化二期	200	河北曹妃甸	2020	处于环境影响评价阶段
2020 年合计	800			

资料来源：百川资讯，公司公告，卓创资讯，东兴证券研究所

3.2.2 PTA 产能过剩局面将持续

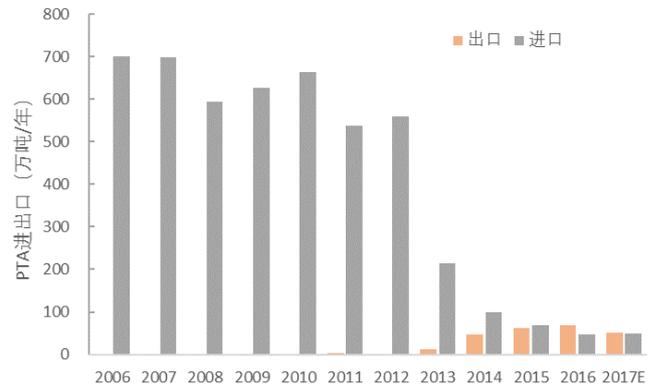
PTA 从 2011 年开始大幅增产，目前国内 PTA 年产能高达 4900 万吨，超出需求约 1800 万吨/年。且国内是全球主要消耗 PTA 的市场，出口市场很小。受此影响，PTA 盈利水平一直很低，2013 年开始大量企业 PTA 毛利率不足 4%。某上市公司 PTA 业务 2015-2016 年分别亏损 9.8 亿和 5.2 亿元。

图 31 国内 PTA 产能远高于需求



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

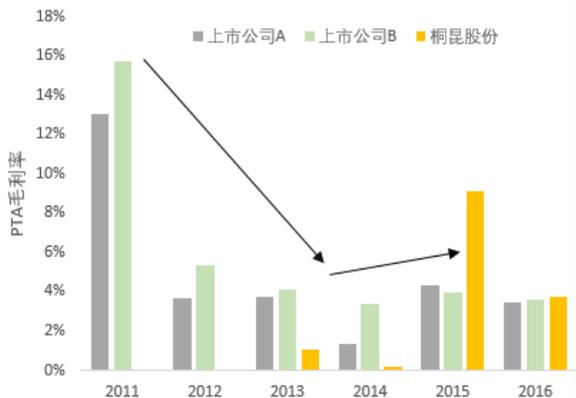
图 32 国内 PTA 出口量极少



资料来源：Wind，百川资讯，IHS，东兴证券研究所

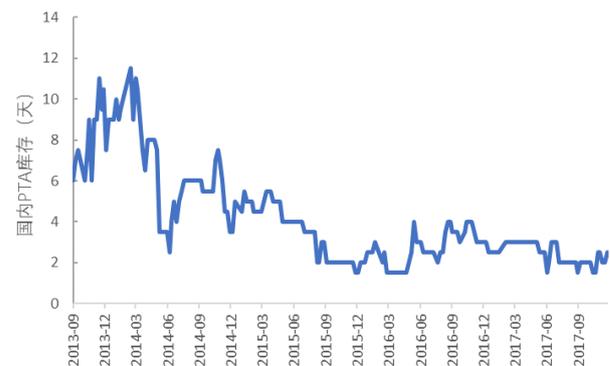
国内 PTA 产能还将维持过剩的状态，分享 PX 让出的利润较少。虽然我国 PTA 行业扣除长期停滞产能后有效产能约 3680 万吨，但新装置仍不断投产，且停产装置随时可以复工复产。PTA 行业的毛利率将继续保持低位。国内 PTA 厂商纷纷压低库存，减少库存带来的资金压力。

图 33 国内企业 PTA 毛利率维持在底部



资料来源：Wind，公司公告，ICIS，东兴证券研究所

图 34 国内 PTA 库存触底



资料来源：Wind，百川资讯，东兴证券研究所

表 6：未来国内仍有 PTA 产能投放（2018-2019 年）

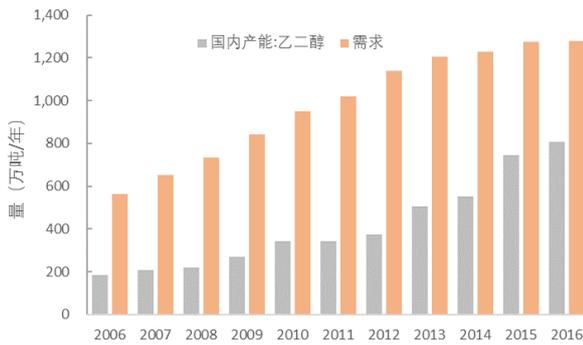
企业名称	产能 (万吨/年)	地点	计划投产时间	进度
桐昆股份	220	浙江	4Q2017	建成试车
四川晟达	100	四川	1Q2018	建成，暂无开车计划
宁夏宝塔	120	宁夏	1Q2018	
蓝山屯河一期	60	新疆	4Q2018	
新风鸣	220	浙江	4Q2019	

资料来源：公司公告，卓创资讯，东兴证券研究所

3.3 煤制乙二醇发力，上游利润向涤纶长丝转移

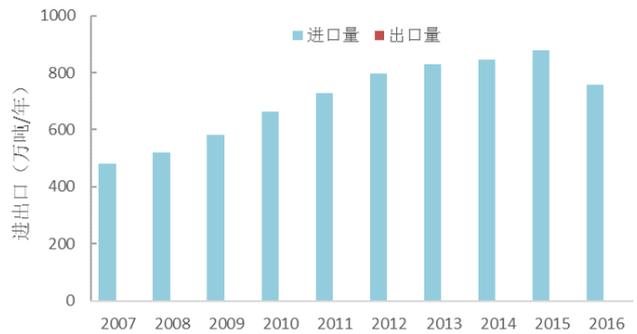
类似PX，国内乙二醇（MEG）对外依存度长期高居不下，国外厂商赚取该环节的大部分利润。中国是世界最大的乙二醇消费国，占世界消费量的30%以上。中国的MEG消费中大约95%用于生产聚酯。

图 35 乙二醇产能 vs 需求



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

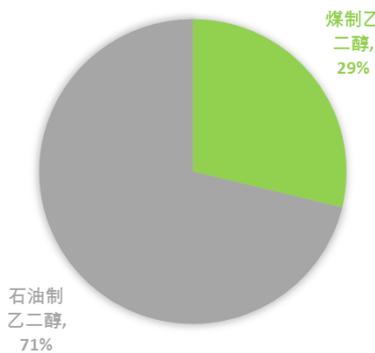
图 36 乙二醇产能进口



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

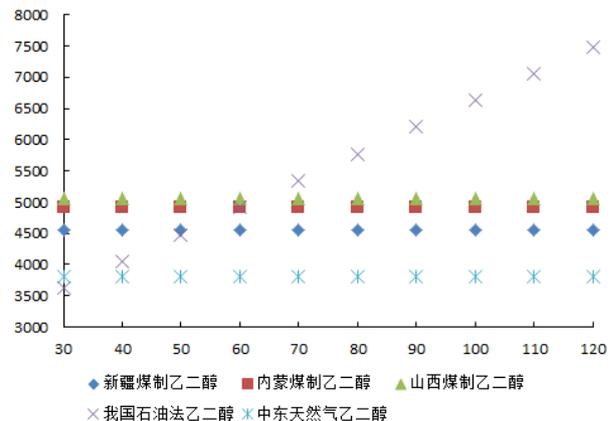
国内煤制乙二醇技术不断完善，未来替代进口乙二醇市场空间大。用于生产聚酯的乙二醇对纯度等指标要求苛刻，目前国内煤制乙二醇品质还不能完全满足要求。近年国内煤制乙二醇技术突破，国内已能生产满足生产聚酯标准的乙二醇。由于煤制乙二醇售价往往低于油头乙二醇，使用煤头乙二醇可降低涤纶长丝的生产成本，更多利润将从产业上游转移到下游。

图 37 国内乙二醇不同工艺占比



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 38 煤制乙二醇在油价高于 60 美金/桶时有成本优势



资料来源：中国知网，东兴证券研究所

表 7：国内未来将新建大量煤制乙二醇装置

企业名称	产能	工艺路线	技术来源	进度
河南永金洛阳煤化	20	煤制乙二醇	丹化科技	预计 17 年第二季度
宁夏宝塔联合化工	20	煤制乙二醇	五环	已签合同
中安联合煤化	60	煤制乙二醇		18 年
内蒙古久泰能源	50	煤制乙二醇	久泰技术	还在论证阶段
内蒙古康乃尔化学	60	煤制乙二醇	高化学技术	计划 17 年第一季度
陕煤化集团彬长	30	煤制乙二醇		在建
中盐安徽红四方	30	煤制乙二醇	高化学技术	18 年上半年
榆林神华能源	40	煤制乙二醇		已立项，环评阶段
新疆美克化工	20	煤制乙二醇		环评阶段
陕西渭河煤化工	30	煤制乙二醇	高化学技术	预计 17 年底建成投产
内蒙古易高煤化科技	24	煤制乙二醇	浦景	17 年 3 月开工，19 年建成
黔西煤化工	30	合成气草酸酯制法		预计 18 年 2 季度建成
河北辛集化工	10	合成气草酸酯制法		18 年
山东东营利津化工	10	合成气制乙二醇		预计 17 年底投产
华鲁恒升	50	合成气草酸酯制法		预计 18 年中投产

资料来源：公司公告，卓创资讯，东兴证券研究所

4. “逆周期扩张”助公司用“小资本”撬动“大收益”

4.1 新项目不断提高公司市占率

公司不断加码涤纶长丝产能，有利于丰富产品结构，提高产品市场占有率。新上项目多为各类功能性、差别化纤维。以恒邦二期年产 30 万吨功能性纤维项目为例，新项目配置熔体直纺长丝装置 16 条，主导产品包括阻燃超细、抗静电超细、吸湿排汗、抗紫外等功能性 POY 产品系列，具有较高的产品附加值。

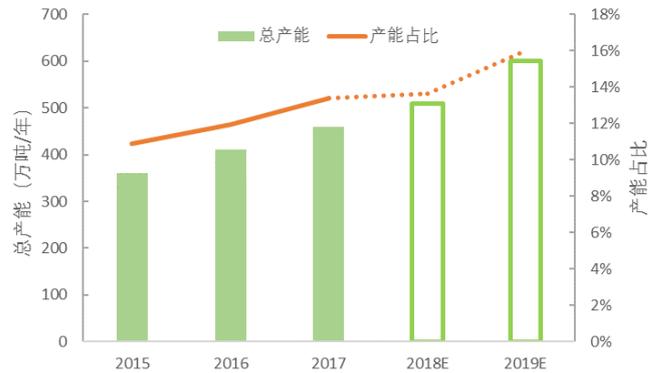
公司秉持“逆周期扩张”思路，追求“小成本”撬动“大收益”。公司趁机在行业低谷期加大项目投资，用较低的成本获得了更大的市场份额。公司产能占比从 11%稳步提升到 16%，行业龙头地位得以巩固。待到行业周期反转时，新建产能正好释放产量，享受量价齐升带来的丰厚利润。

图 39 桐昆股份持续不断的投放产能

图 40 桐昆国内涤纶长丝产能占有率逐年提高



资料来源：公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

表 8：桐昆股份新建涤纶长丝项目（2017-2019 年）

项目名称	产能 (万吨/年)	投产时间	届时总产能
恒邦二期新增	30	2017 二季度	
恒邦二期技改	20	2017 三季度	
2017 年			460 万吨/年
恒邦三期	20	2018	
嘉兴石化	30	2018	
2018 年			510 万吨/年
恒腾三期	60	2019	
嘉兴石化	30	2019	
2019 年			600 万吨/年

资料来源：百川资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

4.2 公司 PTA 将实现自给率 100%

新建 PTA 产能 220 万吨，公司将完全吸收 PTA 环节的利润。公司现有 PTA 产能 150 万吨/年，年外购 PTA 约 130 万吨。“逆周期扩张”思路助公司在 PTA 行业低谷期新建产能。待新产能 2017 年 12 月投产，总产能将达 370 万吨/年。

在 PTA 产能过剩大背景下，PTA 市场价格由具有成本优势的企业决定。桐昆股份 PTA 产能技术后发优势强、上下游产业关联性强、规模优势明显，具有绝对的竞争力。国内诸多 PTA 设备陈旧，规模偏小，低于 100 万吨产能的装置产能超 1000 万吨，处于被市场淘汰的边缘。

表 9：国内部分产能小于 100 万吨 PTA 装置

企业名称	产能 (万吨/年)	工艺路线	投产年份
上海石化	28	三井	1984
扬子石化	60	阿莫科	1984

乌鲁木齐石化	8.2	杜邦	1995
仪征化纤	35	阿莫科	1995
天津石化	30	三井	2000
洛阳石化	32.5	阿莫科	2000
珠海 BP 一期	45	阿莫科	2003
仪征化纤二期	53	英威达	2003
浙江逸盛一期	65	英威达	2005
扬子石化二期	45	英威达	2006
浙江远东石化一期	60	伊斯特曼	2005
上海亚东石化	60	英威达	2006
台化宁波	80		2006
辽阳石化新 PTA	60	英威达	2007
宁波三菱	60	三菱	2007

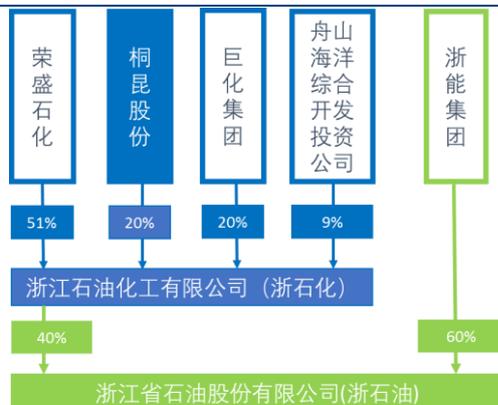
资料来源：百川资讯，公司公告，卓创资讯，东兴证券研究所

5. 浙石化项目有望助公司利润翻一番

为确保 PX 供应，提高一体化程度，分享炼化利润，桐昆股份入股浙石化 20%，进军炼化领域。浙石化项目总投资 17,308,485 万元，分两期建设。浙石化地处的舟山群岛是国内第三大港口，距公司的 PTA 生产中心嘉兴石化之心距离约 100 公里，物流优势明显。

基于一系列假设（见 5.5），我们建立了计算浙江石化净利润的数据模型。在油价 40~60 美元/桶的环境下，浙石化一期的年净利润区间为 78 亿/年到 150 亿/年。在财务费用高的保守情景下，过去一年浙石化的年均净利润为 108 亿元/年，可为桐昆股份带来 20 亿元/年的投资收益，实现利润翻番。对标炼油能力 1400 万吨的上海石化，2016 年净利润约 60 亿元。

图 41 浙石化股权结构



资料来源：公司公告，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

图 42 浙石化地理位置优越



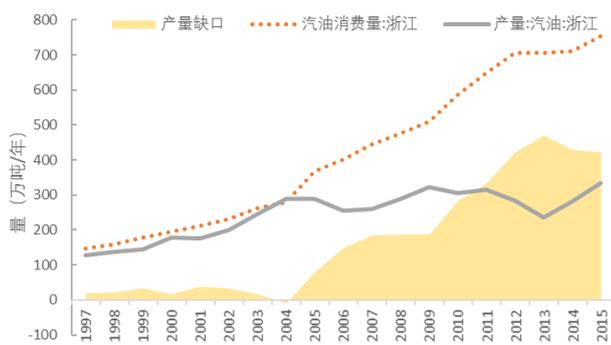
资料来源：公司公告，百度地图，东兴证券研究所

5.1 稀缺产品盈利能力出众

浙石化包含 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯，主要产品多达二十几种，主要包括油品和基础化学品。这些产品在销售上均有各自的优势：

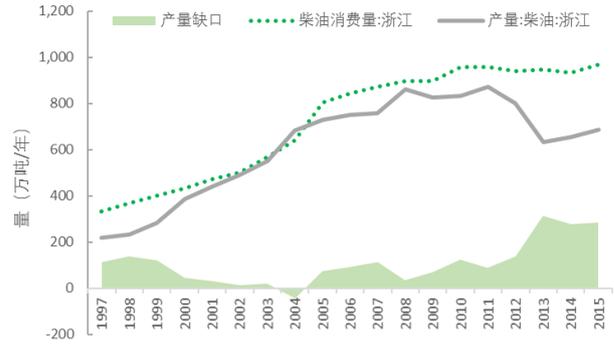
- ◆ **浙江省的汽油和柴油长期存在产量缺口**，2015 年本省汽油产量缺口约 400 万吨，柴油缺口约 200 万吨。考虑到这部分油品需从外省运输，浙石化的油品在当地销售物流成本低，成本优势明显。

图 43 浙江省汽油产量存缺口



资料来源：公司公告，Wind，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

图 44 浙江省柴油产量存缺口



资料来源：公司公告，Wind，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

- ◆ **聚乙烯、对二甲苯、聚碳酸酯等主要产品国产化率仍不高，严重依赖进口，利润可观。**由于技术壁垒、资金壁垒或原材料壁垒等原因，这些产品领域难有新竞争对手进入，未来盈利能力保持高位较为确定。

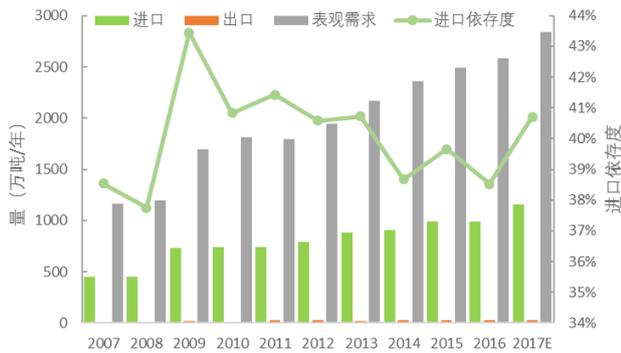
表 10：浙石化部分产品及其需求情况

产品	浙石化产能 (1 期)	浙石化产能 (2 期)	进口依存度 (2011-2016 年)	下游应用
对二甲苯 (PX)	401.2	398.77	52%	主要用于生产 PTA，进一步制成各类聚酯产品，用于纺织服装、包装等领域
各类乙二醇 (MEG)	86.92	77.3	69%	主要用于生产各类聚酯产品，用于纺织服装、包装等领域
各类聚乙烯 (PE)	48.8	48.3	40%	全球用量最大的塑料，用于生产各类包装袋、农膜、塑料容器等
各类聚丙烯 (PP)	89.42	90	20%	全球用量第二大的塑料，用于生产各类冲压件、拉丝、改性塑料等
聚碳酸酯 (PC)	26	26	78%	是一种综合性能优良的热塑性工程塑料，用于家电、板材、汽车等领域
苯乙烯 (PS)	120	60	43%	用于生产各科保温材料，广泛用于电器、家装、建筑行业
丙烯腈	27.04	-	15%	用于生产 ABS 等塑料制品，主要的应用终端包括家电外壳等

丁二烯	22.34	23.18	10%	用于生产顺丁橡胶、丁苯橡胶等橡胶制品，轮胎行业是主要的终端
国 6 汽油	378.85	378.42	-	-
国 6 柴油	172.81	155	-	-

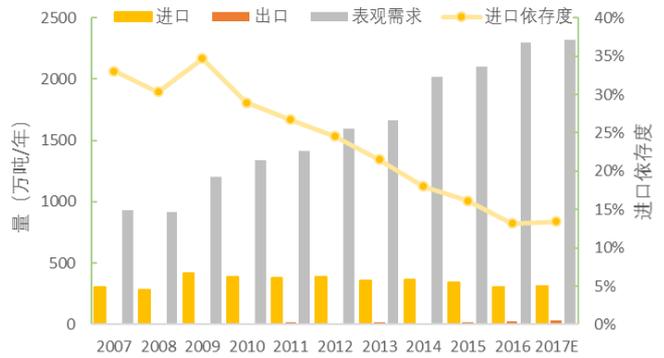
资料来源：Wind，卓创资讯，百川资讯，ICIS，公司公告，东兴证券研究所

图 45 国内聚乙烯（PE）进口依存度高居不下



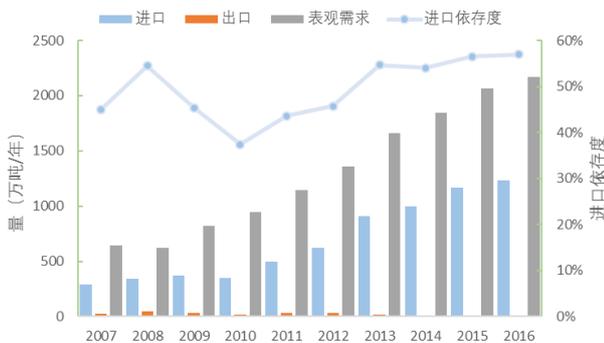
资料来源：卓创资讯，Wind，东兴证券研究所

图 46 国内聚丙烯（PP）进口依存度降低



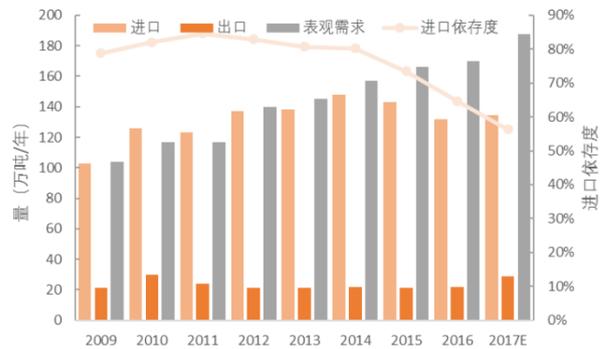
资料来源：卓创资讯，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

图 47 国内对二甲苯（PX）进口依存度逐年提高



资料来源：Wind，中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

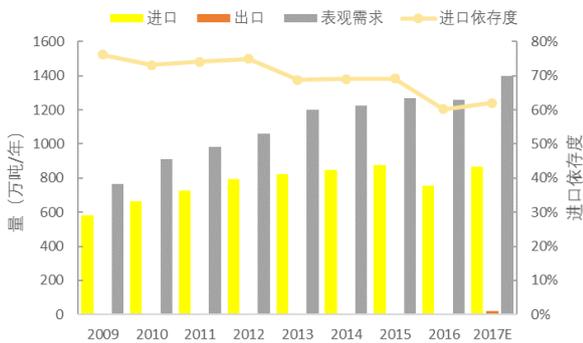
图 48 国内聚碳酸酯（PC）进口依存度高



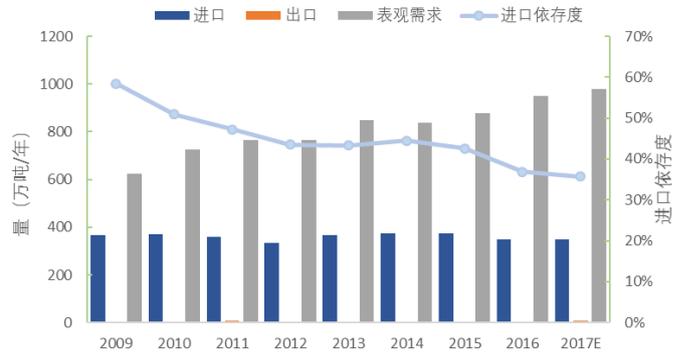
资料来源：卓创资讯，公司公告，Wind，东兴证券研究所

图 49 国内乙二醇（MEG）进口依存度常年高于 50%

图 50 国内苯乙烯（PS）进口依存度略微下降



资料来源：卓创资讯，Wind，东兴证券研究所

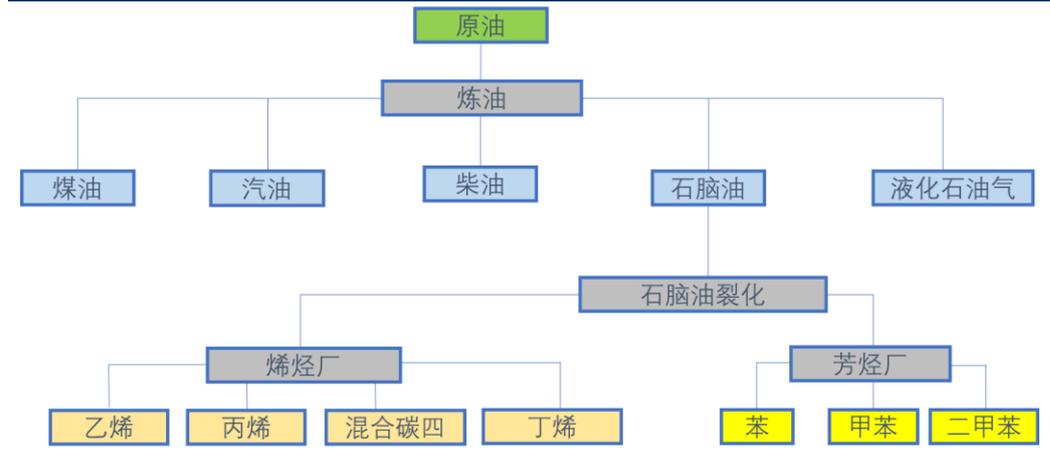


资料来源：公司公告，卓创资讯，东兴证券研究所

5.2 炼化一体化项目成本控制能力出色

炼化一体化，是指炼油和石脑油裂解生产化学品相结合的一体化生产模式。上游炼化到下游产品生产、销售整合为一体，实现了工厂流程和总体布局的整体化与最优化。据和讯网报道，**炼油与乙烯一体化企业的利润率可高于单纯生产油品的炼油厂 50%**。

图 51 炼化一体化产品分布图



资料来源：Bloomberg，卓创资讯，东兴证券研究所

炼化一体化往往在能源利用、原材料成本控制、管理费用等方面具有优势。浙石化采用了新一代炼化一体化，将通过先进炼油装置与石脑油裂解制乙烯、乙烷裂解制乙烯等装置优化组合，进一步提高效率，降低成本，提高安全性，从而增强竞争力。

表 11：“炼化一体化”给浙石化带来的诸多优势

炼化一体化优势	原理	举例
能源优势	炼油厂特别适合热电联产。	炼油厂生产过程中产生大量蒸汽，蒸汽不必扔掉，可用于发电和后续的其他化工工艺。据报道，外购电力的成本总是远远高于燃料成本，通常是燃料成本的 4~5 倍。
原材料成本优势	减少了生产中的采购环节，无中间商	以生产聚丙烯为例，浙石化所生产聚丙烯所需丙烷无需外

	赚取差价。	购。
生产灵活优势	由于一体化炼厂产品门类多，企业可在不同产品间进行产能切换，通过转产利润高的产品提高企业盈利水平。	聚乙烯（PE）和乙二醇（MEG）的原材料都是乙烯，如果市场上聚乙烯的利润率好于乙二醇，企业可多产聚乙烯，少产乙二醇。
物流优势	下游产品的原料可通过管道或等形式直接在工厂内部进行运输，可有效降低物流成本。	以浙石化为例，年产 400 万吨 PX 所需的石脑油直接从上游的石油裂解装置获得。若所需的 500 万吨的石脑油需从中东外购，按每吨运费 150 元/吨计，一年仅生产 PX 便可节约运费约 7.5 亿人民币。
人员优势	各类产品集中生产，可有效降低所需人员。	如负责仓储运输、SHE（安全、健康、环保）等职能的员工可同时兼顾不同产品线，累计员工数少于非一体化工厂。

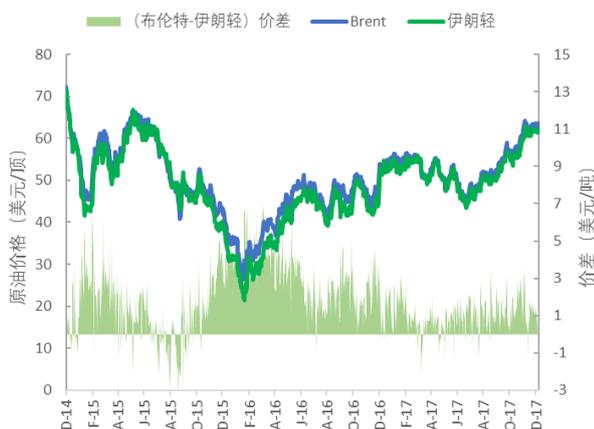
资料来源：Wind，卓创资讯，百川资讯，ICIS，公司公告，东兴证券研究所

5.3 “后发技术优势” + “规模优势” 进一步降低成本

浙石化采用目前炼化领域的先进技术，在成本控制等方面领先同行，具有后发优势。国内大量炼化设施投产时间较早，设备和技术较落后。

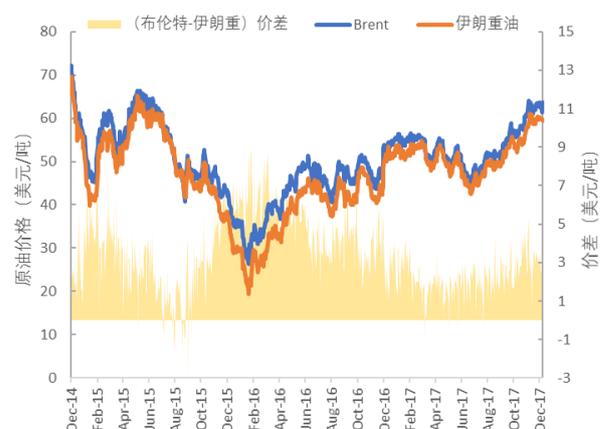
以炼厂所需的石油为例，浙石化主要使用含硫量高的重油伊朗重油、沙特阿拉伯中质油等，这类原油对炼化设备的要求更高，技术落后的炼厂无法使用，因此售价较同期的 Brent 原油低 2~5 美金/桶。与只能使用 Brent 原油的同行比较，浙石化可降低原料成本 200,000 万元/年上下。

图 52 伊朗轻质油价格通常低于 Brent 原油



资料来源：Bloomberg，IHS，东兴证券研究所

图 53 伊朗重质油价格通常低于 Brent 原油



资料来源：Bloomberg，IHS，东兴证券研究所

表 12：浙石化炼油来源

原料来源	项目一期 (万吨/年)	项目二期 (万吨/年)	原料来源	较 Brent 原油价格优势 (2016-2017 年)
------	----------------	----------------	------	---------------------------------

沙特中质原油	500	500	外购	低 2.3 美金
伊朗轻质原油	500	500	外购	低 2.1 美元/桶
伊朗重油	700	700	外购	低 3.5 美金
巴西 Frade	300	300	外购	--

资料来源：公司公告，Bloomberg，东兴证券研究所

因为固定成本高等原因，炼化工厂的规模效应显著。全球大型石化基地炼油规模普遍在 4000 万吨级以上。浙石化在和国内产能仅几十吨或几百吨的同行竞争时，具有明显成本优势。

炼油产业壁垒不断提升，浙石化在国内难有新对手。2017 年 4 月，国家发改委《关于有关原油加工企业申报使用进口原油问题的通知》指出，5 月 5 日起停止接收有关原油加工企业使用进口原油的申报材料；未经批准一律不得再新建、改扩建炼油装置。

表 13：全球炼厂规模靠前的企业

企业名称	炼油能力 (bbl./day)	地点	备注
贾姆纳加尔联合炼油厂	1,240,000	Gujarat, 印度	约合 7000 万吨/年
SK Innovation	1,120,000	釜山, 韩国	约合 5600 万吨/年
帕拉瓜炼油厂	940,000	Falcon, 委内瑞拉	约合 4800 万吨/年
GS Caltex	730,000	Yeosu, 韩国	约合 3600 万吨/年
S-OIL Onsan	669,000	釜山, 韩国	约合 3300 万吨/年
埃克森美孚裕廊岛炼厂	605,000	裕廊岛, 新加坡	约合 3000 万吨/年

资料来源：公司公告，ICIS，IHS，东兴证券研究所

5.4 巧借东风，强强联手成立浙石油

浙石化和浙能集团于 2017 年 9 月 29 日合资成立了浙江省石油股份有限公司（浙石油），强强联手，实现了优势互补（见图 41）。浙能集团目前是全国省属企业装机容量最大、资产规模最大、能源产业门类最全的省级能源企，其销售渠道将很好的解决浙石化油品的销售问题。

据国家石油和化工网报道，浙能集团计划在五年内，投资 600 亿元人民币，构建 1000 万吨的原油储备设施、1500 万方能力的成品油储存中转设施、1000 公里的油品运输管道、100 万吨能力的燃油加注设施以及 700 座分布式综合供能站。

5.5 盈利模型显示，浙石化净利润中枢可达 100 亿元/年

为了更好的预测浙石化未来的运营状况，我们根据原油和各类炼化产品的历史数据，搭建了估算浙石化盈利模型。盈利模型的部分假设如下：

- ◆ 原材料成本：原油采购价格较 Brent 原油低 2 美金/桶，运费为 20 美金/吨。
- ◆ 化工产品的销售价格主要选择华东地区的市场成交价格。
- ◆ 考虑到原油从中东（伊朗）运到华东（舟山）的船期约 20 天，再加上装卸原油、报关等流程，假设原油价格和产品价格见存在一个月（31 天）的时滞。
- ◆ 除蒸汽增值税税率按 13% 计取外，其余产品、原料、公用工程的增值税税率按 17% 计取。
- ◆ 按照财政部和国家税务总局的要求，消费税率如下：汽油为 2110 元/吨，柴油为 1411 元/吨，燃料油为 1218 元/吨。
- ◆ 税金项中的城市维护建设税按增值税的 7% 计算，教育附加按增值税的 5% 计算。
- ◆ 所得税按利润总额的 25% 计取。
- ◆ 开工率按三种情形分别计算：80%、90%、100%。
- ◆ 折旧费：一期项目总投资 901.6 亿。抛开项目中的土地购置费（假设占总投资 30%）等，同时考虑到部分折旧费已在管理费用中体现，项目折旧按总投资的 50% 计提，折旧期限为 15 年，残值为 3%。
- ◆ 销售费用率参考上海石化过去五年的均值，保守估计按销售收入的 1% 计取。
- ◆ 管理费用率参考上海石化过去五年的均值，保守估计按销售收入的 3% 计取。
- ◆ 财务费用按两种情形分析：（1）高财务费用率，及按贷款 600 亿元，每年利率为 4.9% 计取；（2）低财务费用率，及按照上海石化过去 5 年的平均财务费用率均值，保守估计按销售收入 0.2% 计取。

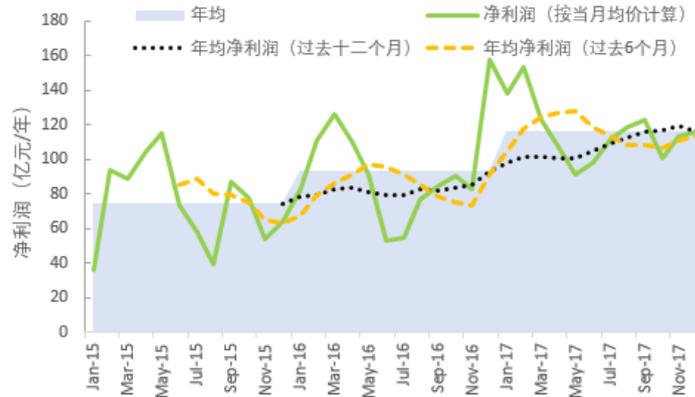
表 14：上海石化和 SW 炼化板块各项费用率比较

财报年	上海石化 销售费用率	上海石化 管理费用率	上海石化 财务费用率	SW 石油加工 销售费用率	SW 石油加工 管理费用率	SW 石油加工 财务费用率
2012	0.76%	2.57%	0.30%	1.41%	2.38%	0.39%
2013	0.69%	2.36%	-0.16%	1.50%	2.57%	0.25%
2014	0.60%	2.61%	0.38%	1.58%	2.51%	0.39%
2015	0.86%	3.30%	0.31%	2.23%	3.57%	0.52%
2016	0.88%	3.44%	-0.07%	2.46%	3.84%	0.41%
5 年均值	0.76%	2.86%	0.15%	1.84%	2.97%	0.39%

资料来源：Wind，ICIS，公司公告，东兴证券研究所

◆
 基于过去 12 个月（20161130-20171201）的历史数据，油价在 45~65 美元/桶附近波动，均价为 53.4 美元/桶。我们测算出浙石化一期的年净利润区间为 70~150 亿元/年。在财务费用高的保守情景下，过去一年浙石化的年均净利润为 118 亿元/年；在财务费用正常（类比上海石化）的情景下，年均净利润为 138 亿元/年。

图 54 浙石化一期盈利估算（100%开工率，高财务费用，油价 45~65 美元/桶）



资料来源：Bloomberg，公司公告，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

在上述分析的基础上，我们对浙石化一期开工率分别在 80%、90%、100% 的情形下进行了研究。

- ◆ 在项目开始初期，因需偿还大量银行贷款利息（占收入 3.7%），且开工率较低（假设 80%），是项目盈利挑战最大的阶段。浙石化的净利润仍然可能达到 86 亿元/年。
- ◆ 当项目逐步提高开工率至 100%，但财务费用率仍然较高（占收入 3%），此时的净利润可达 119 亿元/年。
- ◆ 当项目进入稳定运行阶段后期，财务费用逐渐降低（占收入 0.2%），且开工率可稳定在 100%，此时的净利润可达 140 亿元/年。

表 15：浙石化盈利能力预测表 A（高财务费用率）

科目 (单位：万元/年)	开工率为 80%	占收入比 重	开工率为 90%	占收入比 重	开工率为 100%	占收入比 重
收入	7,969,047		8,965,178		9,961,308	
原材料成本	4,523,611	56.8%	5,089,063	56.8%	5,654,514	56.8%
公用工程与动力	516,736	6.5%	581,328	6.5%	645,921	6.5%
税金及附加	871,273	10.9%	980,182	10.9%	1,089,091	10.9%
折旧	291,504	3.7%	291,504	3.3%	291,504	2.9%
销售费用	79,690	1.0%	89,652	1.0%	99,613	1.0%
管理费用	239,071	3.0%	268,955	3.0%	298,839	3.0%
财务费用（高）	294,000	3.7%	294,000	3.3%	294,000	3.0%
利润总额 A	1,153,160	14.5%	1,370,493	15.3%	1,587,826	15.9%
净利润 A	864,870	10.9%	1,027,870	11.5%	1,190,869	12.0%

资料来源：Bloomberg，公司公告，Wind，百川资讯，东兴证券研究所

表 16：浙石化盈利能力预测表 B（正常财务费用率）

科目	开工率为	占收入比	开工率为	占收入比重	开工率为	占收入比重
----	------	------	------	-------	------	-------

(单位: 万元/年)	80%	重	90%	100%
收入	7,969,047		8,965,178	9,961,308
原材料成本	4,523,611	56.8%	5,089,063	5,654,514
公用工程与动力	516,736	6.5%	581,328	645,921
税金及附加	871,273	10.9%	980,182	1,089,091
折旧	291,504	3.7%	291,504	291,504
销售费用	79,690	1.0%	89,652	99,613
管理费用	239,071	3.0%	268,955	298,839
财务费用(正常)	15,938	0.2%	17,930	19,923
利润总额 B	1,431,222	18.0%	1,646,562	1,861,903
净利润 B	1,073,416	13.5%	1,234,922	1,396,427

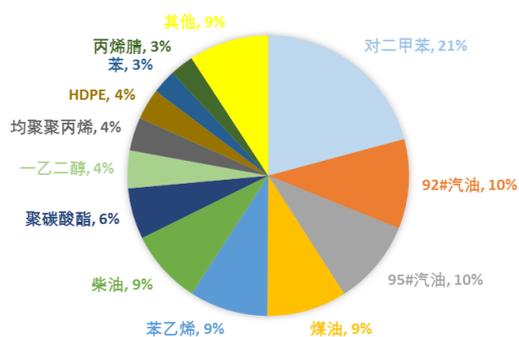
资料来源: Bloomberg, 公司公告, Wind, 百川资讯, 东兴证券研究所

5.6 油价缓慢上涨利好浙石化

油价缓慢上涨时，对浙石化盈利最有利。基于历史数据，我们测算了油价对浙石化盈利的影响。综合来看，由于浙石化的炼化一体化布局和规模效应优势，其盈利水平有较高的抗油价波动能力。

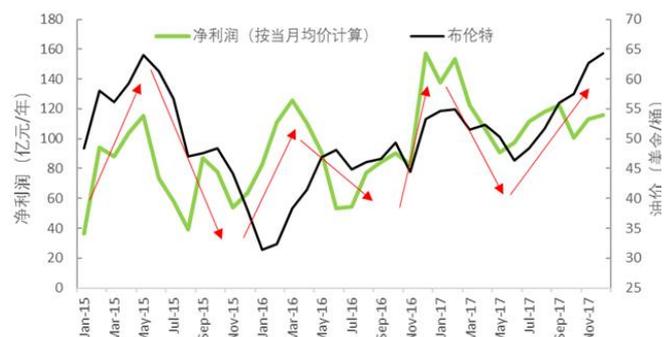
- ◆ 净利润基本上和油价同步增加或下跌。
- ◆ 油价从 45 美金/桶缓慢涨至 65 美金/桶时，浙石化的盈利水平最好。
- ◆ 油价不是越低越好。油价过低可能造成炼化产品价格过低，侵蚀利润。
- ◆ 油价超过 110 美金/桶时，浙石化项目很大概率会出现亏损。
- ◆ 当油价快速上涨时，由于价格和成本传导相对滞后，上涨过程中盈利能力会降低。

图 55 浙石化一期项目收入构成(按产品分)



资料来源: 公司公告, IHS, 东兴证券研究所

图 56 浙石化一期盈利同原油价格同升降



资料来源: Bloomberg, IHS, 东兴证券研究所

6. 投资建议

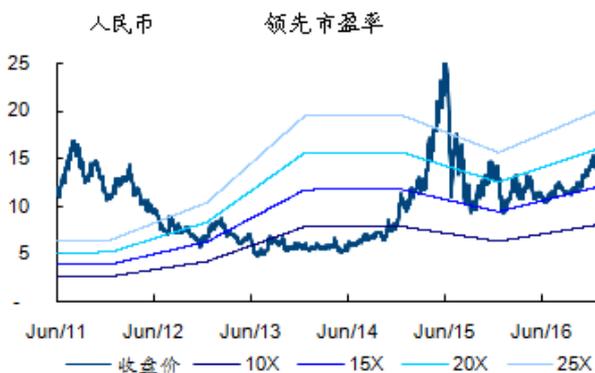
考虑公司涤纶长丝产销逐步释放，浙石化项目按计划开车投产，PX、乙二醇等采购增加，PTA 外采逐渐减少。在上述假设下，我们测算公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 302.0 亿元、333.3 亿元和 404.9 亿元，增速分别为 18.1%、10.3%和 21.5%；2017 年-2019 年毛利分别为 15.8 亿元、20.7 亿元和 34.7 亿元，毛利率分别为 8.82%、9.56%和 10.50%。

涤纶长丝每上涨 100 元，公司 EPS 增加 0.02 元。考虑到公司的主营业务涤纶长丝行业迎来行业上升周期，同事进军民营炼化，看好公司未来 2-5 年的发展，我们预测公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.27 元、1.67 元、2.81 元，对应 PE 分别为 15X、11X、7X。看好公司未来 2-5 年的发展，给予公司 2018 年 16 倍估值，对应目标价为 26.72 元，给予**强烈推荐**评级。

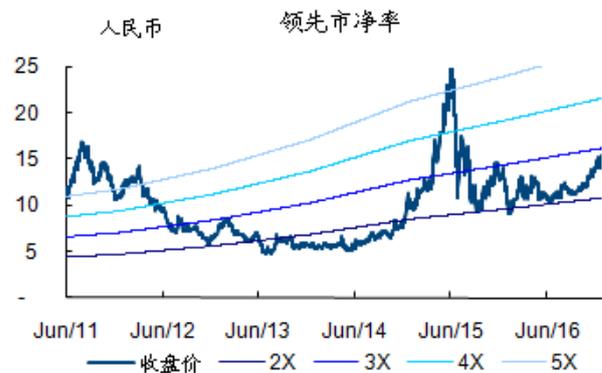
表 17：可比公司估值（截止 2017 年 12 月 12 日收盘）

代码	公司	最新收盘价	EPS(WIND 一致预期)			PE(WIND 一致预期)			PE(TTM)	PB(LF)
			17E	18E	19E	17E	18E	19E		
000703.SZ	恒逸石化	17.20	1.01	1.21	1.60	17.04	14.24	10.76	16.89	2.28
002427.SZ	尤夫股份	30.44	0.82	1.45	1.61	36.95	21.04	18.94	45.21	5.03
002493.SZ	荣盛石化	13.23	0.57	0.68	0.98	23.05	19.52	13.53	22.46	3.65
600346.SH	恒力股份	11.77	0.45	0.56	1.14	25.51	20.97	10.34	20.60	5.09
603225.SH	新凤鸣	33.70	2.01	2.42	2.82	16.75	13.91	11.94	15.26	3.38
平均			0.96	1.26	1.63	23.86	17.94	13.10	24.08	3.89
601233.SH	桐昆股份	20.92	1.19	1.47	1.80	17.57	14.26	11.63	15.83	2.13

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 57 PE-band


资料来源：公司公告，IHS，东兴证券研究所

图 58 PB-band


资料来源：Bloomberg，IHS，东兴证券研究所

7. 风险提示

公司项目进度不及预期，上游新建产能不及预期，行业去产能进度不及预期，公司开工率不及预期，原材料价格大幅度波动。

表 18：公司盈利预测表

资产负债	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5253	7468	8757	9927	11395	营业收入	21754	25582	30206	33329	40487				
货币资金	1418	1700	2008	2599	2691	营业成本	20605	23326	27320	29831	36104				
应收账款	170	622	735	730	798	营业税金及附加	13	62	73	81	98				
其他应收款	94	69	81	90	109	营业费用	74	91	108	113	130				
预付款项	145	234	328	430	554	管理费用	668	592	699	771	937				
存货	2097	2088	2446	2671	3232	财务费用	297	181	151	92	11				
其他流动资产	1157	2460	2830	3080	3652	资产减值损失	3.18	25.63	25.63	25.63	25.63				
非流动资产合	9852	11533	12597	13455	17155	公允价值变动收	5.49	-6.17	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	10	38	38	38	38	投资净收益	-46.23	57.64	57.64	82.30	1037.04				
固定资产	8075	8911	10609	11716	14523	营业利润	53	1355	1888	2498	4218				
无形资产	491	538	525	482	444	营业外收入	170.76	85.64	85.64	85.64	85.64				
其他非流动资	36	80	80	80	80	营业外支出	72.39	36.08	36.08	36.08	36.08				
资产总计	15105	19001	21354	23382	28550	利润总额	151	1404	1937	2548	4268				
流动负债合计	6698	6502	7580	7945	10361	所得税	31	262	361	475	795				
短期借款	3797	1856	3690	0	1059	净利润	120	1143	1576	2073	3473				
应付账款	1502	1575	1638	5721	6924	少数股东损益	5	11	11	11	11				
预收款项	84	162	244	244	244	归属母公司净利	115	1132	1566	2062	3462				
一年内到期的	121	0	0	0	0	EBITDA	1750	3077	3015	3742	5539				
非流动负债合	1427	1480	1528	1578	1628	EPS (元)	0.12	1.03	1.27	1.67	2.81				
长期借款	90	140	190	240	290	主要财务比率									
应付债券	1295	1297	1297	1297	1297		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
负债合计	8125	7982	9108	9522	11989	成长能力									
少数股东权益	35	43	54	65	75	营业收入增长	-13.31%	17.60%	18.08%	10.34%	21.47%				
实收资本(或	964	1232	1232	1232	1232	营业利润增长	-47.68%	2474.05%	39.34%	32.33%	68.87%				
资本公积	2827	5519	5519	5519	5519	归属于母公司净	38.30%	31.72%	38.30%	31.72%	67.88%				
未分配利润	2847	3791	4407	5218	6579	获利能力									
归属母公司股	6945	10975	12194	13797	16488	毛利率(%)	4.24%	5.28%	8.82%	9.56%	10.50%				
负债和所有者	15105	19001	21354	23382	28550	净利率(%)	0.55%	4.47%	5.22%	6.22%	8.58%				
现金流量						总资产净利润	7.79%	0.76%	5.96%	7.33%	8.82%				
						ROE(%)	1.66%	10.32%	12.84%	14.95%	21.00%				
经营活动现金	1565	3041	1027	6736	3764	偿债能力									
净利润	120	1143	1576	2073	3473	资产负债率(%)	54%	42%	43%	41%	42%				
折旧摊销	1400.01	1541.24	0.00	1099.02	1261.78	流动比率									
财务费用	297	181	151	92	11	速动比率									
应收账款减少	0	0	-112	5	-68	营运能力									
预收帐款增加	0	0	83	0	0	总资产周转率	1.51	1.50	1.50	1.49	1.56				
投资活动现金	-1701	-4209	-2008	-1953	-3999	应收账款周转率	116	65	45	46	53				
公允价值变动	5	-6	0	0	0	应付账款周转率	12.63	16.63	18.80	9.06	6.40				
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)									
投资收益	-46	58	58	82	1037	每股收益(最新摊	0.12	1.03	1.27	1.67	2.81				
筹资活动现金	209	1959	1288	-4192	327	每股净现金流(最	0.08	0.64	0.25	0.48	0.07				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	7.21	8.91	9.90	11.20	13.38				
长期借款增加	0	0	50	50	50	估值比率									
普通股增加	0	268	0	0	0	P/E	154.83	18.04	14.62	11.10	6.61				
资本公积增加	32	2692	0	0	0	P/B	2.58	2.09	1.88	1.66	1.39				
现金净增加额	73	791	307	591	92	EV/EBITDA	12.45	7.96	8.64	5.83	4.12				

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015年就职于民生证券，2016年加入东兴证券研究所。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA持证人。2013年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016年8月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，2015年10月起从事基础化工行业分析，2017年6月加入东兴证券研究所。

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3年化工实业经验，2017年7月加入东兴证券研究所。

邓先河

北京大学材料化学学士，美国佛罗里达大学化学工程硕士，2015-2017年就职于埃克森美孚（ExxonMobil），2017年8月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。