



601233.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 11.35

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	44.8	9.5	30.1	(17.7)
相对上证指数	19.2	(2.9)	10.0	(12.4)

发行股数(百万)	1,822
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	24,731
3个月日均交易额(人民币 百万)	428
净负债比率(%) (2019E)	41
主要股东(%)	
浙江桐昆控股集团有限公司	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年3月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学纤维

余嫛嫛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

*鞠龙为本报告重要贡献者

桐昆股份

涤纶长丝龙头, 参股浙石化构建一体产业链

公司是国内涤纶长丝龙头, 产品系列达千种之多, 能够满足市场需求。在巩固涤纶长丝行业地位基础上, 公司积极参股浙江石化项目, 打通PX-PTA-聚酯-纺丝产业链。公司主营产品涤纶长丝竞争格局不断优化, 参股浙石化项目带来确定性成长, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **公司是涤纶长丝龙头企业。**根据公司年报, 公司拥有约570万吨/年涤纶长丝产能, 并配套400万吨/年PTA产能, 涤纶长丝连续十多年来在国内市场实现产量及销量第一, 国内市占率超过16%, 国际市占率达11%。伴随行业景气度明显回升, 价格上行, 2018年公司归母净利润达21.20亿元, 同比上升20.42%。
- **竞争格局改善, 涤纶长丝龙头盈利有望维持高位。**根据中纤网数据, 2018年国内涤纶长丝表观消费量为3,078.17万吨, 同比大幅增长11.67%。受益下游纺织服装行业复苏, 以及服装面料原料的长丝占比提升, 涤纶长丝需求呈现稳健增长。供给端, 2018年我国涤纶长丝产能为3,862万吨/年, 同比增长7.52%, 未来新增产能集中在几家大企业, 并且伴随落后产能关停并转, 行业集中度提升, 龙头企业盈利能力将维持高位。
- **PTA供需维持平衡, 盈利能力修复。**PTA自2014年经历4年的低迷期, 产能扩张明显放缓。根据中纤网统计, 2018年PTA名义产能为5,132万吨/年, 产能利用率提升至78.96%。考虑到下游聚酯产能恢复, PTA需求将持续向好。公司PTA基本实现自给, 有效降低价格波动风险。
- **公司涤纶长丝产能持续扩张, 构建一体产业链。**公司启动涤纶长丝扩产计划, 嘉兴石化、恒瑞三期、恒邦三期、恒腾三期项目已投产, 预计2019上半年总产能将达600万吨。此外, 公司参股浙江石化股权, 进军炼化上游。浙石化在建两期合计4,000万吨/年炼油与800万吨/年PX项目, 届时公司PX原料实现部分自给, 加速构建完整产业链。

评级面临的主要风险

- 1、环保风险; 2、项目延期风险; 3、宏观经济下行风险。

估值

- 预计2019-2021年每股收益分别为1.36元、1.61元、1.94元, 对应PE分别为10.2倍、8.6倍、7.1倍。首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	32,814	41,601	47,382	51,338	56,228
变动(%)	28	27	14	8	10
净利润(人民币 百万)	1,734	2,120	2,478	2,940	3,535
全面摊薄每股收益(人民币)	0.966	1.164	1.360	1.614	1.940
变动(%)	55.5	20.4	16.9	18.7	20.2
全面摊薄市盈率(倍)	14.3	11.9	10.2	8.6	7.1
价格/每股现金流量(倍)	11.5	10.4	4.2	6.2	4.5
每股现金流量(人民币)	1.20	1.33	3.31	2.24	3.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	6.0	5.6	5.2	4.5
每股股息(人民币)	0.100	0.120	0.272	0.323	0.388
股息率(%)	0.7	0.9	2.0	2.3	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



目录

公司概况：涤纶长丝龙头，全产业链布局	6
涤纶长丝企业中的沃尔玛.....	6
注重差异化发展，完善产业链布局	6
股权结构：公司为自然人控股	7
公司财务分析：涤纶长丝盈利向好，业绩大幅增长.....	8
涤纶长丝行业：竞争格局稳步向好，龙头盈利能力强	10
需求端：涤纶长丝需求有望持续增长.....	10
供给端：产能增速放缓，行业集中度提升	18
价差维持在较高水平，公司持续受益.....	21
PTA 供需改善，景气回升.....	22
下游有力支撑，需求稳定增长	22
PTA 过剩产能出清，供需格局改善.....	23
成本价格走势强劲，PTA 价差有望进一步扩大	25
PX 产能集中投放，产业链利润重新分配.....	26
需求端：受益于下游 PTA 需求扩张	26
供给端：民营大炼化加速扩张	26
产业链利润将重构，利润向下游转移.....	28
参股浙石化，继续拓展上游产业链.....	29
盈利预测与投资评级.....	30
主要假设	30
投资建议	30
风险提示.....	31



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司产业链图.....	6
图表 2.公司主要产品及产能.....	6
图表 3.公司发展历程.....	7
图表 4.公司 2018 年财报披露重要在建工程.....	7
图表 5.公司股权结构.....	8
图表 6.公司营业收入情况.....	8
图表 7.公司归母净利润情况.....	8
图表 8.2017 年公司主营业务收入构成.....	9
图表 9.涤纶长丝和 PTA 毛利率大幅上升.....	9
图表 10.公司期间费用率.....	9
图表 11.公司净资产收益率和资产负债率走势.....	9
图表 12.公司主要的涤纶长丝产品.....	10
图表 13.涤纶长丝终端需求.....	10
图表 14.涤纶长丝表观消费量持续增长.....	10
图表 15.纺织服装、服饰业历年主营收入.....	11
图表 16.纺织服装、服饰业历年利润总额.....	11
图表 17.全国百家大型零售企业（服装类）零售额同比.....	11
图表 18.服装鞋帽、针、纺织品零售额.....	11
图表 19.城镇居民人均可支配收入持续提升.....	12
图表 20.人口基数不断扩大.....	12
图表 21.各年龄段人口占比.....	12
图表 22.我国家纺市场规模扩大.....	13
图表 23.家纺类景气指数上升.....	13
图表 24.我国城市化率不断提升.....	13
图表 25.房地产销售面积.....	13
图表 26.我国产业用纺织品加工量不断提升.....	14
图表 27.我国子午线外胎历年产量.....	14
图表 28.子午线外胎产量占比逐步提升.....	14
图表 29.涤纶长丝出口量不断增加.....	15
图表 30.2017 年中国化纤出口美国占比 8.98%.....	15



图表 31.出口美国的化纤以涤纶短纤为主.....	15
图表 32.我国对美纺织服装出口占比平稳.....	16
图表 33.我国和其他国家对美纺织服装出口比较.....	16
图表 34.我国纺织品出口额下降.....	17
图表 35.越南纺织品出口持续增长.....	17
图表 36.越南棉花进口额持续增加.....	17
图表 37.越南织物进口总额增加.....	17
图表 38.历年越南从中国涤纶长丝进口量.....	18
图表 39.历年越南从中国涤纶短纤进口量.....	18
图表 40.国内历年涤纶长丝产能、产量和产能利用率.....	18
图表 41.浙江涤纶长丝产能占比达 52.50%.....	19
图表 42.桐昆股份涤纶长丝产能居第一.....	19
图表 43.近年来涤纶长丝行业并购情况.....	19
图表 44.预计 2019 年涤纶长丝新增产能.....	20
图表 45.国内涤纶长丝产能集中度提升.....	20
图表 46.涤纶长丝开工率情况.....	21
图表 47.库存水平下降.....	21
图表 48.涤纶 FDY 与原料 (PTA 和乙二醇) 价差.....	21
图表 49.PTA 下游需求占比.....	22
图表 50.PTA 表观需求量持续增长.....	22
图表 51.历年我国进口 PET 废碎料和下脚料量.....	22
图表 52.全球 PTA 产能.....	23
图表 53.我国 PTA 产能占比大.....	23
图表 54.PTA 行业发展历程.....	23
图表 55.PTA 历年产量.....	24
图表 56.PTA 装置负荷提升.....	24
图表 57.PTA 停产产能情况.....	24
图表 58.我国 2018-2020 年 PTA 新增产能.....	24
图表 59.PTA 与 PX 价差.....	25
图表 60.涤纶长丝与 PX 价差.....	25
图表 61.历年全球 PX 消费量.....	26
图表 62.历年我国 PX 消费量.....	26
图表 63.PX 全球产能情况.....	26
图表 64.PX 全球产能分布.....	26
图表 65.历年 PX 和 PTA 进口量.....	27



图表 66.PX 进口主要来自韩国	27
图表 67.国内 PX 产能利用率提升.....	27
图表 68.中石化 PX 产能占比最大.....	27
图表 69.国内主要 PX 在建项目基本情况	27
图表 70.PX 与石脑油价差.....	28
图表 71.产业链各产品价格差与油价走势	28
图表 72.浙石化股权图.....	29
图表 73.PX-PTA-涤纶长丝产业链.....	29
图表 74.销售收入结构预测	30

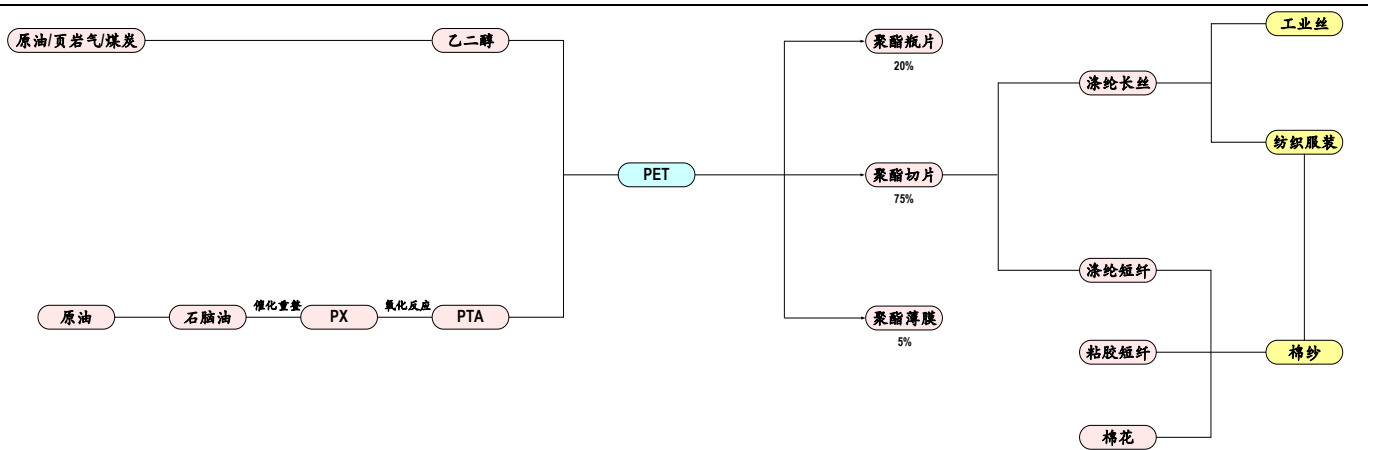
公司概况：涤纶长丝龙头，全产业链布局

公司位于浙江桐乡，地处浙江北部杭嘉湖平原，属以上海为中心的长江三角洲经济区，地理位置优越。公司前身为1982年的桐乡县化学纤维厂，1995年整体改组为浙江桐昆化纤集团有限公司，并在此基础上组建了浙江桐昆化纤集团有限责任公司，并于2011年5月在上海证券交易所上市。公司主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售，以及PTA（精对苯二甲酸）的生产。

涤纶长丝企业中的沃尔玛

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，在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称，主要用于服装面料、家纺产品的制造，以及小部分产业用（如缆绳、汽车用篷布、箱包布等）。根据2018年财报，公司涤纶长丝产能为570万吨/年，连续十多年来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超过16%，全球市场占比超过11%。此外，嘉兴石化二期年产200万吨/年PTA项目于2017年年底建成投产，PTA合计产能400万吨/年，基本实现自给。2017年上半年，公司通过收购桐昆控股持有的浙石化20%的股权，进入炼化一体化领域，使公司的产业链延伸更进一步。

图表1.公司产业链图



资料来源：公司官网，中银国际证券

图表2.公司主要产品及产能

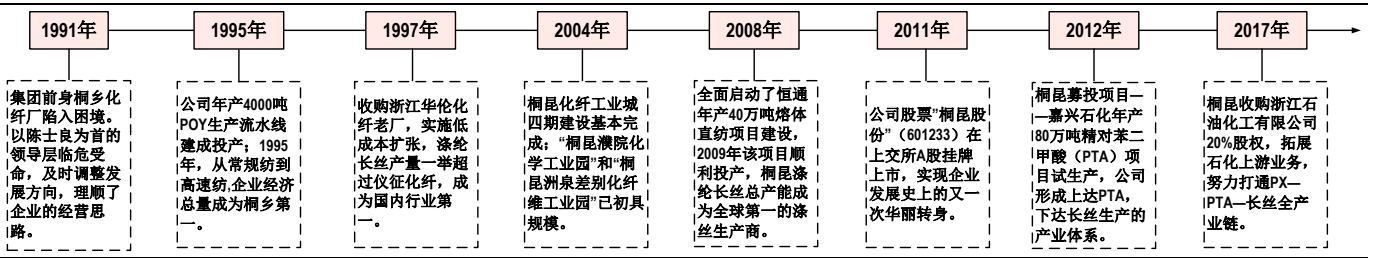
产品名称	产能 (万吨/年)	备注
涤纶长丝	570	2019年新增90万吨
PTA	400	嘉兴石化二期年产200万吨/年PTA项目于2017年年底投产
聚酯	520	主要用于纺丝和加工成瓶片

资料来源：公司公告，中银国际证券

注重差异化发展，完善产业链布局

步步为营，做大做强。自1995年开始，公司积极扩张产能，并通过收购等方式扩大企业规模。1997年收购浙江华伦化纤老厂，涤纶长丝产量一举成为国内第一，从而奠定了龙头地位。2004年“桐昆濮院化学工业园”和“桐昆洲泉差别化纤维工业园”已初具规模，企业步入发展快车道。2009年恒通年产40万吨熔体直纺项目投产，涤纶长丝总产能居全球第一。目前，公司嘉兴PTA项目运行正常，不仅提高了公司PTA自给率，同时极大降低了加工成本，巩固了公司竞争优势。

图表3.公司发展历程



资料来源：公司官网，中银国际证券

技术为先，注重差异化发展。公司不断加强涤纶基础技术工艺研究，优化生产工艺流程，加强与下游产业协同开发，推进涤纶丝高品质、低成本产业化生产及批量化应用，实现聚酯高效柔性化与功能化，丰富涤纶功能化、差别化产品，差别化纤维占总产量的60%。2019年2月，公司与江苏如东洋口港经济开发区管委会签订《桐昆集团（洋口港）石化聚酯一体化项目投资合作协议》，投资160亿形成年产2*250万吨/年PTA、90万吨/年FDY、150万吨/年POY的生产能力。同时恒腾四期年产30万吨/年绿色纤维项目和恒超化纤50万吨/年智能化超仿真纤维项目开始启动。

图表4.公司2018年财报披露重要在建工程

项目名称	预算金额（亿元）	工程进度（%）
年产38万吨DTY差别化纤维项目	12.70	69.3
年产30万吨功能性纤维项目	9.10	100
年产20万吨高功能全差别化纤维项目	8.56	100
年产30万吨绿色智能化纤维项目	9.40	35.58
嘉兴石化年产200万吨PTA项目	28.00	100
嘉兴石化年产30万吨差别化纤维项目	9.65	98
恒腾差别化年产60万吨功能性差别化纤维项目	20.20	95
恒腾差别化年产30万吨绿色纤维项目	9.55	16.47
恒优化纤年产30万吨差别化POY项目	9.48	32.91

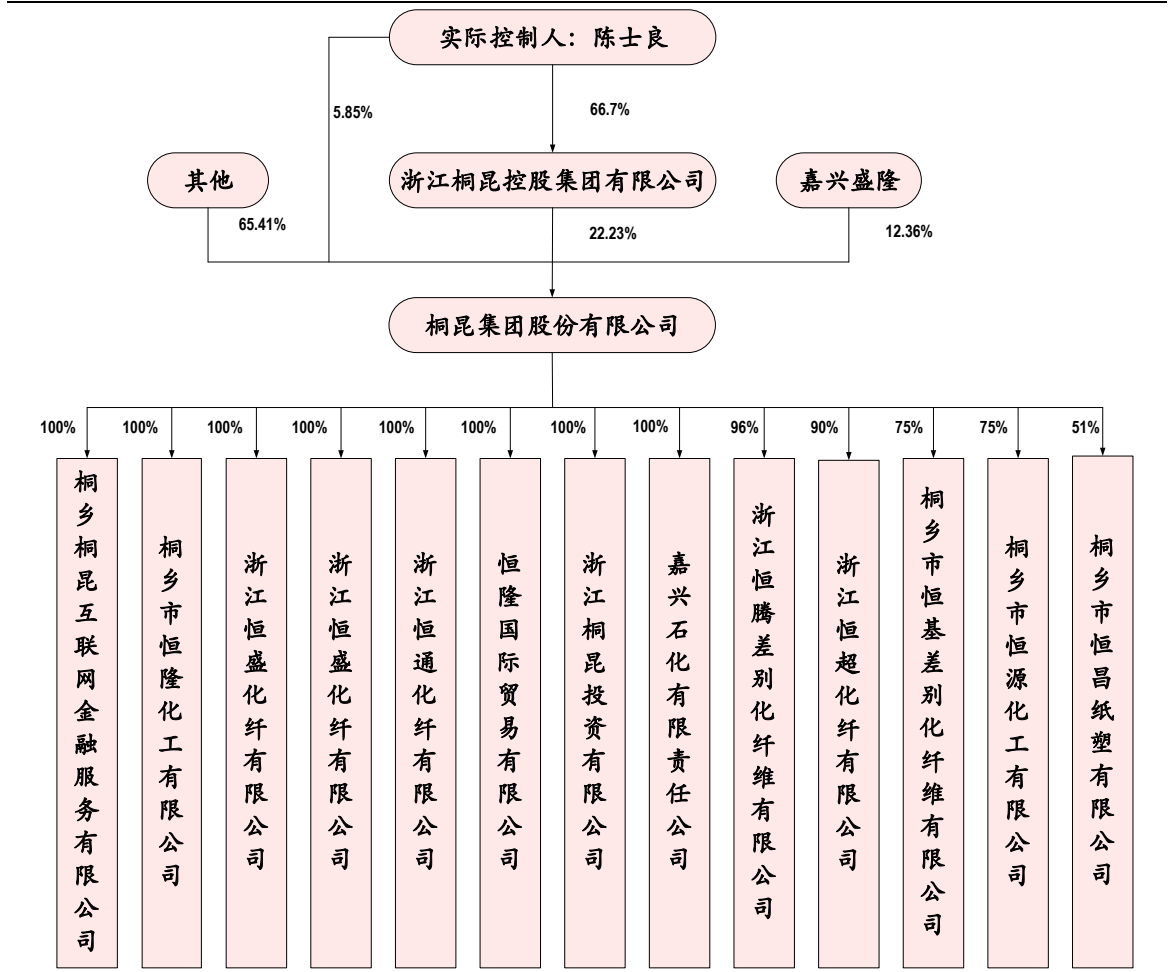
资料来源：公司公告，中银国际证券

股权结构：公司为自然人控股

陈士良先生为公司的实际控制人。陈士良先生一直担任公司董事长及控股股东浙江桐昆控股集团有限公司的董事长职务。根据公司披露的数据，陈士良先生直接持有桐昆集团股份5.85%，通过控股浙江桐昆控股集团有限公司间接持有桐昆集团股份22.23%。

根据2018年财务报告，公司拥有嘉兴石化有限公司、中洲化纤有限责任公司、恒通化纤有限公司、恒盛化纤有限公司、恒腾差别化化纤纤维有限公司、恒基差别化化纤有限公司等直接或者间接控股公司，其中嘉兴石化有限公司主要生产PTA，其余各厂主要生产各种规格的涤纶长丝。

图表5.公司股权结构

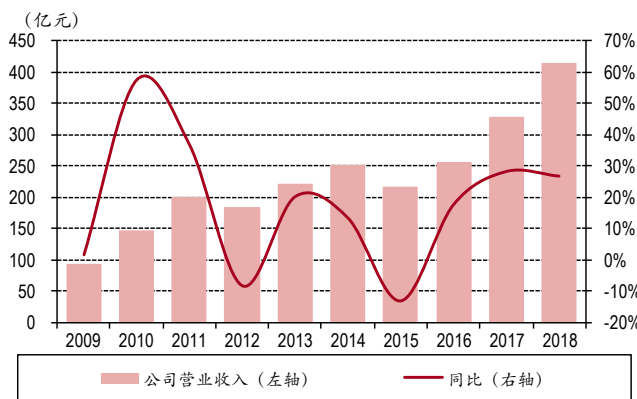


资料来源：公司公告，中银国际证券

公司财务分析：涤纶长丝盈利向好，业绩大幅增长

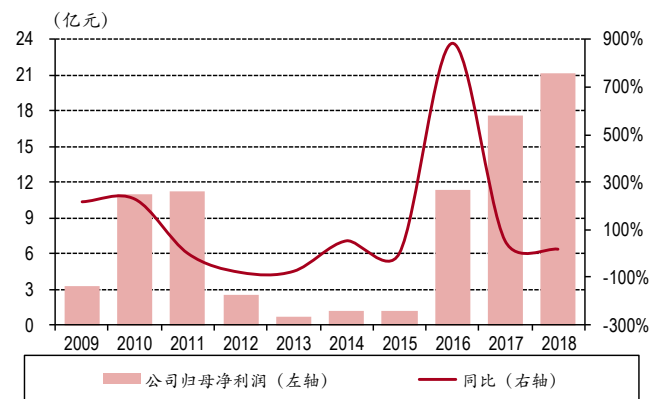
行业景气向好，业绩显著增长。在供给侧结构性改革推动下，2017年涤纶长丝行业景气企稳回升，长丝行业在龙头企业带动下，新增产能释放有序，并通过龙头企业的加快淘汰落后和兼并重组，使得行业集中度进一步提高；行业整体开工率进一步提升，产品价格为原料成本支撑下震荡上行，行业效益大幅增长。受益行业景气上行及公司产能快速扩张，2017年公司营业收入为328.14亿元，同比增长28.27%；归母净利润为17.61亿元，同比大幅上涨55.52%。2018年公司营业收入为416.01亿元，同比增长26.78%；归母净利润为21.20亿元，同比增长20.42%。

图表6.公司营业收入情况



资料来源：万得，中银国际证券

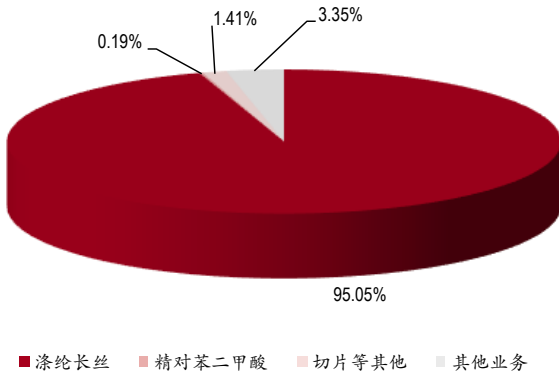
图表7.公司归母净利润情况



资料来源：万得，中银国际证券

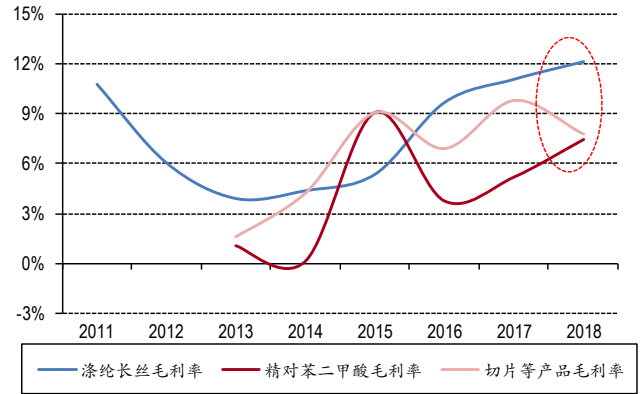
公司主要收入来源于涤纶长丝，毛利率大幅提升。2018 年公司主营业务为涤纶长丝，占比达到 95.05%，三大涤纶品种分别为涤纶预取向丝 POY、涤纶牵伸丝 FDY 和涤纶加弹丝 DTY，占比分别为 61.56%，16.72%，15.63%。随着行业景气回升，涤纶长丝价格上行，2017 年涤纶长丝毛利率为 11.05%，同比上涨 1.39 个百分点；2018 年涤纶长丝毛利率达到 12.11%。

图表8.2017 年公司主营业务收入构成



资料来源：万得，中银国际证券

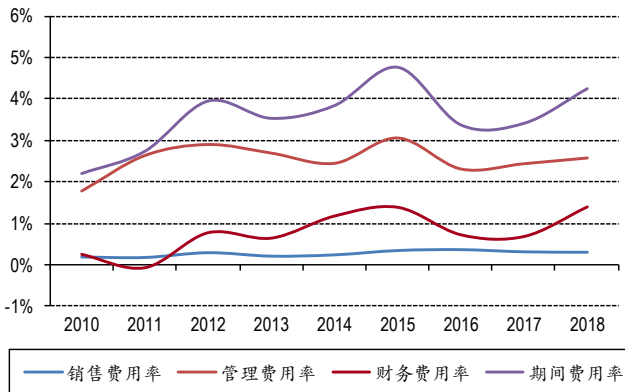
图表9.涤纶长丝和 PTA 毛利率大幅上升



资料来源：万得，中银国际证券

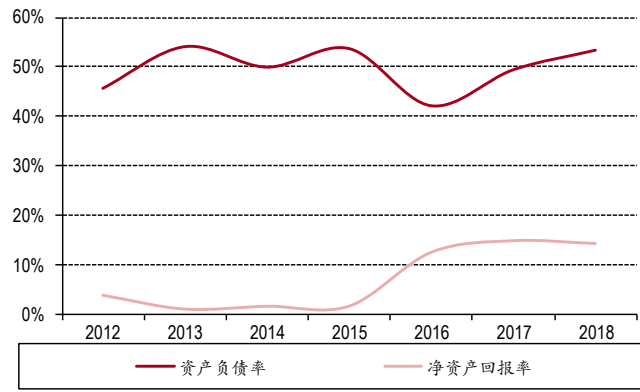
公司营运能力增强，ROE 上升。公司 2018 年期间费用率为 4.26%，同比上升 0.84 个百分点，源于管理费用和研发费用的提升。从盈利水平看，2017 年 ROE 达到 14.97%，同比提升 2.36 个百分点；2018 年的 ROE 为 14.40%，继续保持较高水平。

图表10.公司期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

图表11.公司净资产收益率和资产负债率走势



资料来源：万得，中银国际证券

涤纶长丝行业：竞争格局稳步向好，龙头盈利能力强

涤纶长丝是重要的合成纤维。涤纶长丝是以精对苯二甲酸(PTA)或对苯二甲酸二甲酯和乙二醇(MEG)为原料，经缩聚反应而制得的成纤高聚物—聚对苯二甲酸乙二醇酯(PET)，然后纺丝和后处理制成的纤维。以不同工艺区分，产品包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY 等，终端主要用于服装、家纺、箱包布、广告灯箱布、土工布、运输带、汽车纤维及轮胎子午线等。

图表12.公司主要的涤纶长丝产品

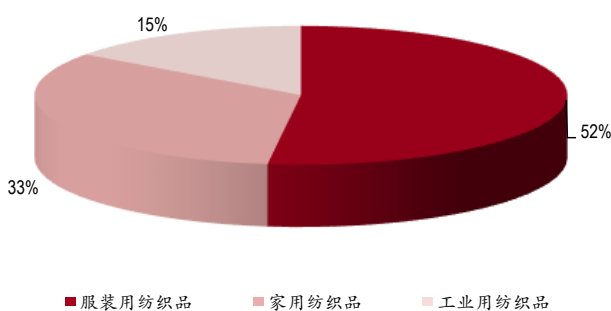
产品名称	简介	产品特性	主要用途
POY	涤纶预取向丝，是经高速纺丝获得的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的涤纶长丝	具有强度高、丝筒成形好、产品均匀性好的特点	主要用于后加工生产，例如生产 DTY，也用于生产各种仿丝、仿毛类服装面料，织造沙发面料、窗帘和汽车内部装饰布等
DTY	利用 POY 做原丝，进行拉伸和假捻变形加工制成的化纤长丝	具有弹性及收缩性。DTY 制作面料具有抗风压、水压、防风透气功能，吸水性更好	主要用于制作低弹性的面料。适宜制作服装面料(如西装、衬衫)、床上用品(如被面、床罩、蚊帐)等
DY	全拉伸丝，是采用纺丝拉伸工艺进一步制得的合成纤维长丝，纤维已经充分拉伸，可以直接用于纺织加工	面料手感顺滑柔软、强度高、染色均匀	主要用于制作高端服装。适用生产雪克、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：公司招股说明书，中银国际证券

需求端：涤纶长丝需求有望持续增长

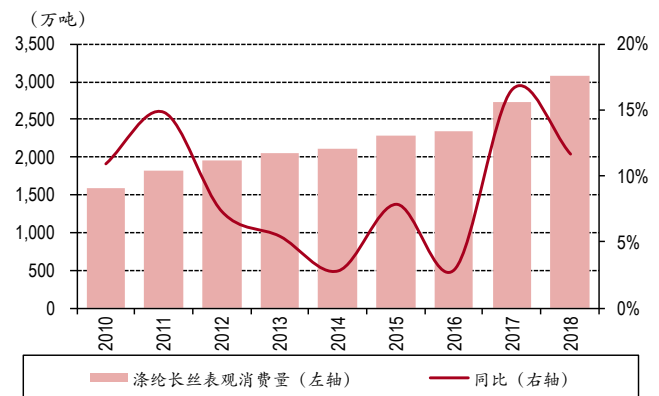
涤纶长丝主要用途纺织服装，需求持续增长。涤纶长丝应用领域广泛，涉及到日常生活的衣食住行。下游需求主要有服装用面料、家用纺织品、工业用纺织品等，占比分别为 52%、33%、15%。我国涤纶长丝表观消费量从 2010 年 1,585.01 万吨增至 2018 年的 3,078.17 万吨，年复合增长率为 8.65%。根据中纤网预测，未来 3 年涤纶长丝需求增长率预计在 7%-8%，行业景气有望持续。下面主要就纺织服装、家用纺织品、工业用纺织品领域等三方面的需求情况作分析。

图表13.涤纶长丝终端需求



资料来源：中纤网，中银国际证券

图表14.涤纶长丝表观消费量持续增长

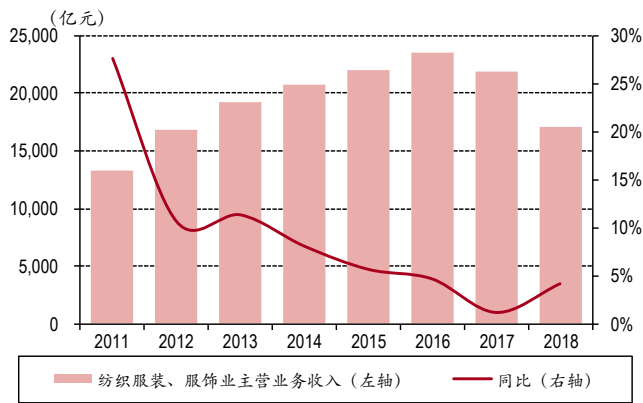


资料来源：中纤网，中银国际证券

纺织服装领域复苏

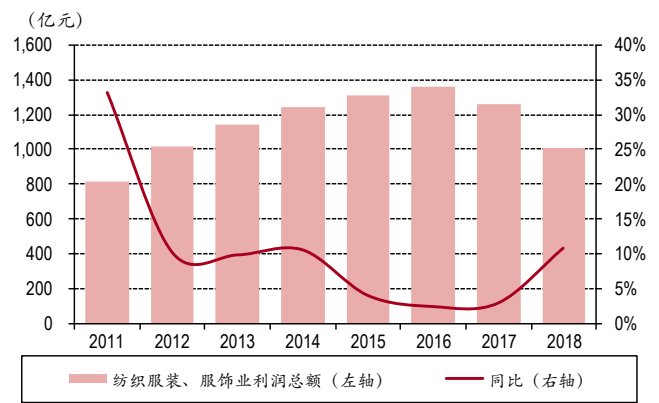
从行业总体收入和利润来看，纺织服装行业景气复苏。自 2016 年开始，纺织服装、服饰业景气下滑，营业收入及利润总额增速不断下滑。2018 年纺织服装、服饰业主营业务收入为 17,106.60 亿元，同比增长 4.10%；利润总额 1,006.80 亿元，同比增长 10.80%，增速同比提升 7.9 个百分点，行业整体趋势向好。

图表15.纺织服装、服饰业历年主营收入



资料来源：国家统计局，中银国际证券

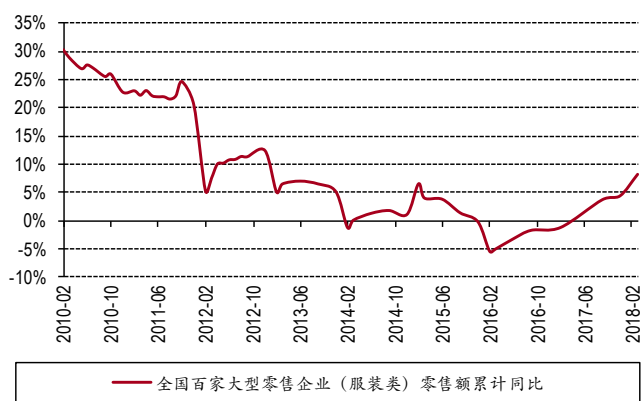
图表16.纺织服装、服饰业历年利润总额



资料来源：国家统计局，中银国际证券

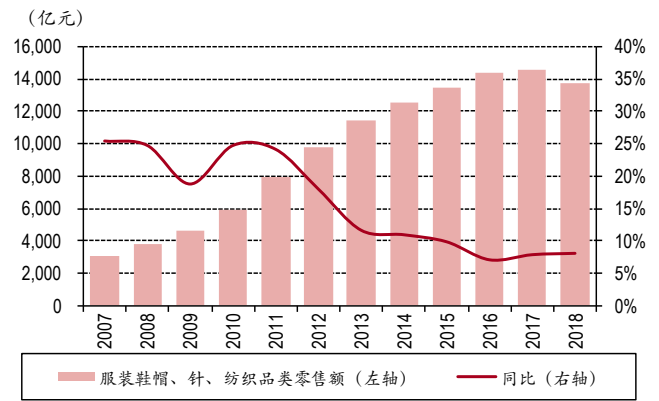
从终端零售表现来看，服装类消费增速2016年开始复苏，2018年增速持续走高。全国百家大型零售企业服装类销售额从2016年一季度触底，开始反弹，表现出复苏态势。进入2018年后，增速明显提升，较去年明显改善。2018年全国服装鞋帽、针、纺织品零售额为13,706.55亿元，同比增长8.01%。

图表17.全国百家大型零售企业（服装类）零售额同比



资料来源：国家统计局，中银国际证券

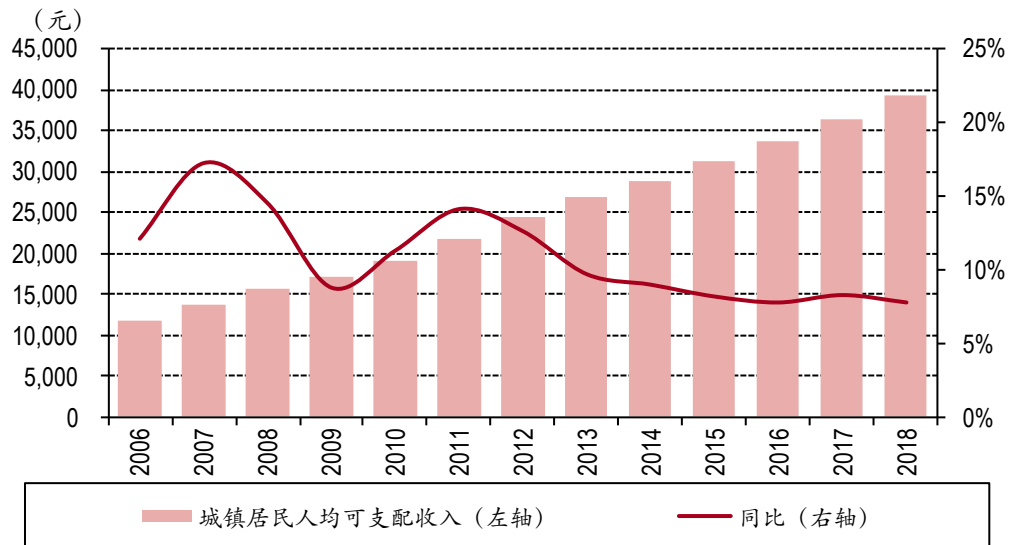
图表18.服装鞋帽、针、纺织品零售额



资料来源：国家统计局，中银国际证券

我国城镇居民人均可支配收入持续提升。2017年我国城镇居民人均年收入为36,396.19元，同比增长8.30%；2018年城镇居民人均年收入为39,251.00元，同比增长7.80%。可支配收入的增长有助于纺织服装行业行业的稳步复苏。

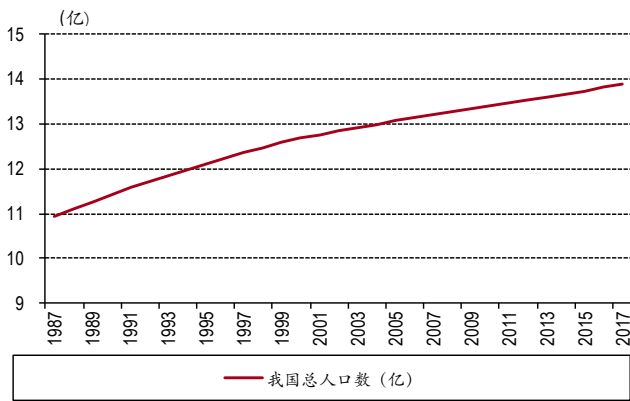
图表19.城镇居民人均可支配收入持续提升



资料来源：万得，中银国际证券

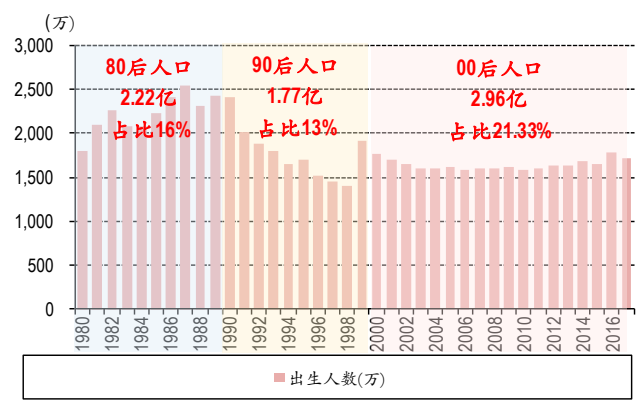
人口基数的不断扩大，80后人口成为消费主流，纺织服装行业长期受益。2017年我国人口数为13.90亿人，达到历史新高。根据当年出生人口数统计分析，以80后、90后和00后为代表的新生代人群占比超过总人口的一半，逐步发展成为消费主力。

图表20.人口基数不断扩大



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表21.各年龄段人口占比

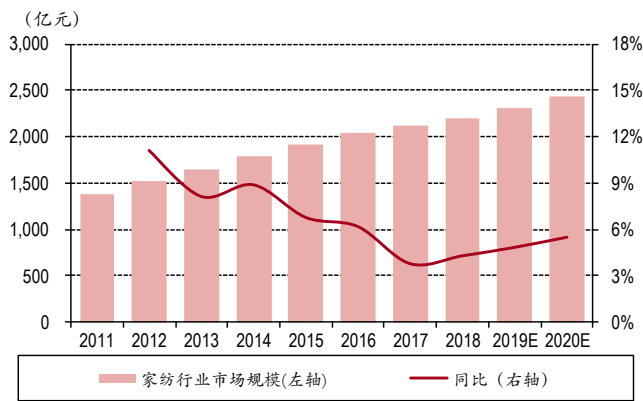


资料来源：国家统计局，中银国际证券

家用纺织品景气指数上行

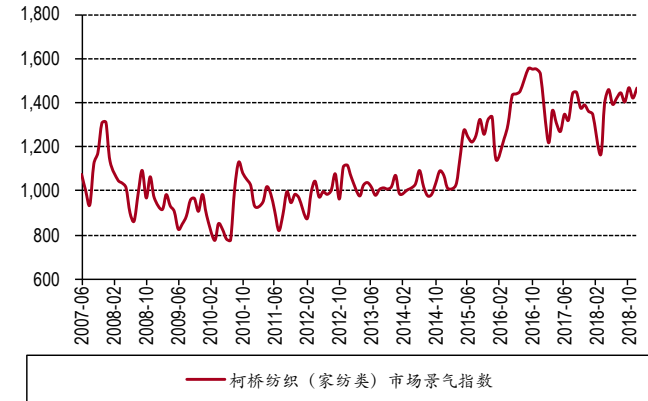
家用纺织品中室内装饰织物类产品对于涤纶长丝的消费较多。涤纶长丝主要用于生产床上用品、各类窗纱面料、蚊帐布、沙发布、浴帘布、遮光布、毯子、坐垫等。根据中商情报研究院数据，2018年我国家纺行业市场规模为2,203.69亿元，同比上涨4.29%。

图表22.我国家纺市场规模扩大



资料来源：中商研究院，中银国际证券

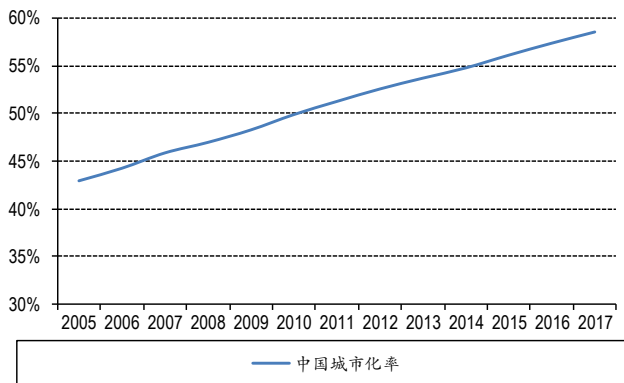
图表23.家纺类景气指数上升



资料来源：万得，中银国际证券

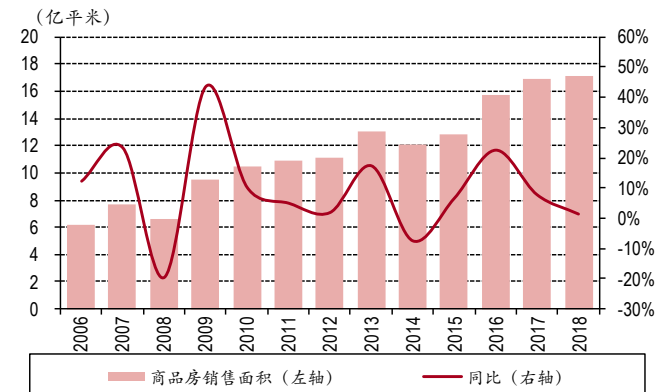
城镇化进程持续推进，房地产销售面积的增长，扩大家纺市场规模。伴随我国城镇化的推进，房地产销售面积持续增长。2017年我国房地产销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%。城镇人口的不断增加，随之而来的居住环境的改变，促进居住装饰环境的升级需求，进而支撑家纺市场规模扩大。

图表24.我国城市化率不断提升



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表25.房地产销售面积

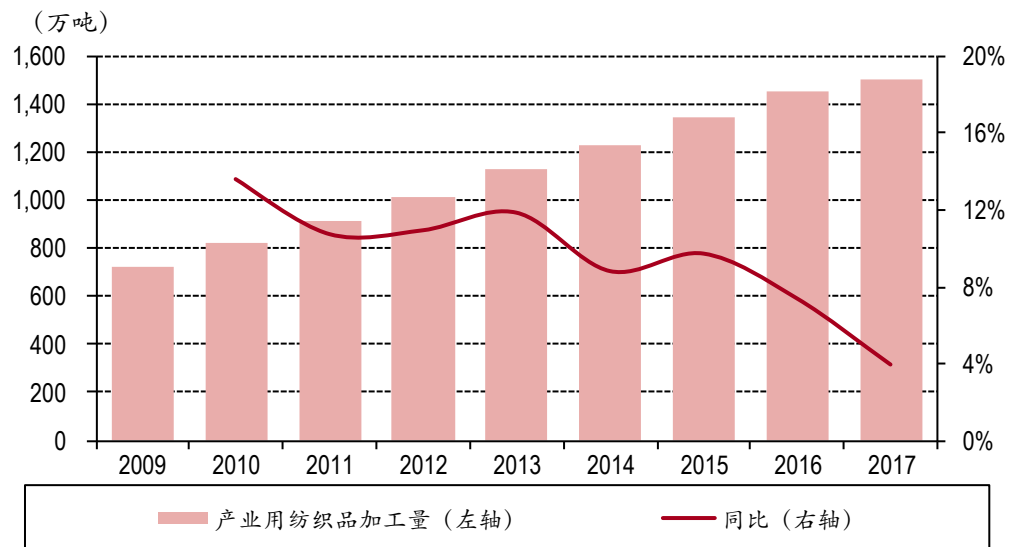


资料来源：万得，中银国际证券

工业用纺织品需求依旧向好

工业用纺织品通常指经专门设计的、具有工程结构特点和特定应用领域的纺织品，广泛应用于工业、农牧渔业、土木工程、建筑、交通运输等领域。根据中国产业信息网数据，发达国家的产业用纺织品在其纤维加工总量中的比重一般占到30%以上，而近年来我国民用涤纶长丝快速发展，目前产业用纺织品仅占15%左右，提升空间较大。2017年我国产业用纺织品加工量为1,508.3万吨，同比增长4.00%。根据国家统计局数据，2017年我国产业用纺织品行业规模以上企业的主营业务收入为2,897.5亿元，同比增长5.19%。

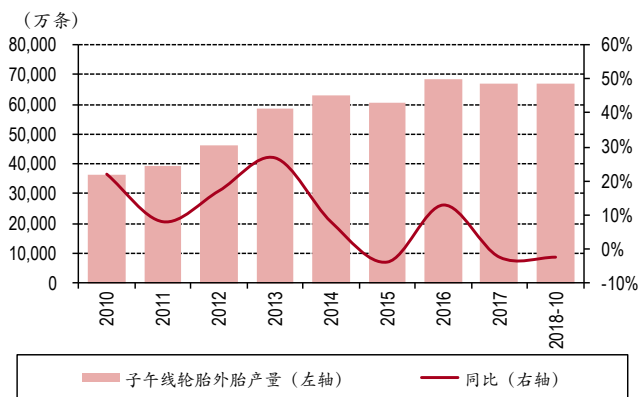
图表26.我国产业用纺织品加工量不断提升



资料来源：中国产业用纺织品行业协会，中银国际证券

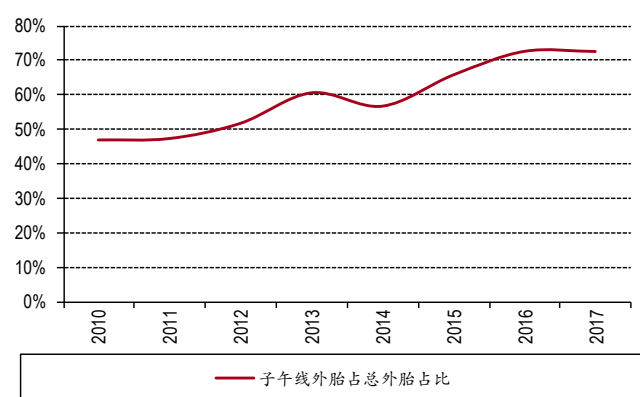
子午轮胎产量提升，带动涤纶工业丝需求增长。随着我国汽车工业的高速增长及交通道路状况的不断改善，轮胎工业得到快速发展。我国橡胶轮胎外胎产量从2008年的5.46亿条增至2017年的9.26亿条，复合增长率为6.05%。2017年子午线外胎产量为6.71亿条，同比小幅下滑2.25%，占总橡胶外胎量的72.45%。2010年10月工信部印发的《轮胎产业政策》明确提出，乘用车胎子午化率达100%，轻型载重车胎子午化率达85%，载重车胎子午化率达90%。政策鼓励汽车企业装配新型轮胎产品，提高国产大型客车和载重车装配轮胎的子午化率，预计未来子午化率继续提升。半钢子午胎采用涤纶帘子布作为骨架材料，涤纶帘子布主要采用高模低收缩丝制成，强度不及全钢子午胎，但是舒适度更高。

图表27.我国子午线外胎历年产量



资料来源：万得，中银国际证券

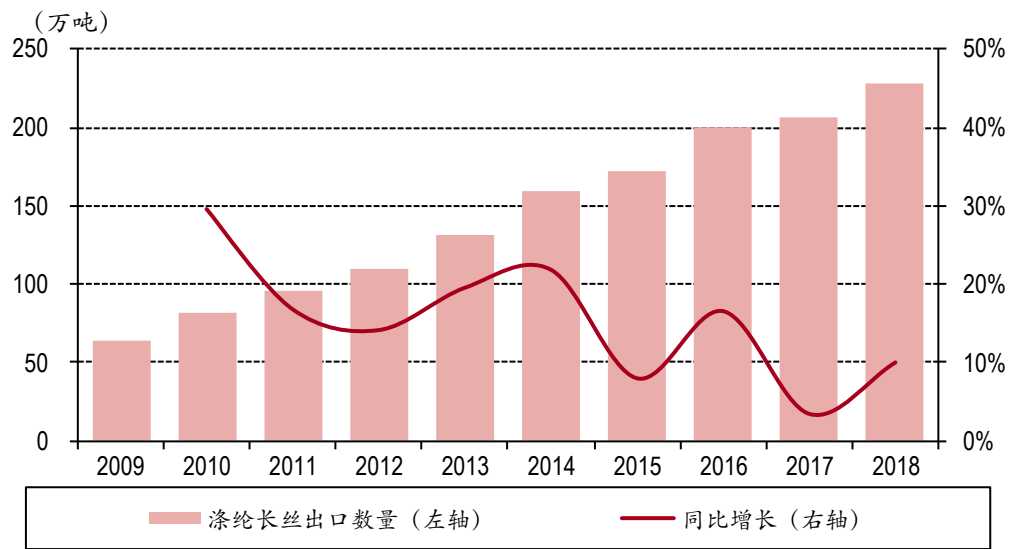
图表28.子午线外胎产量占比逐步提升



资料来源：万得，中银国际证券

涤纶长丝出口持续增长。受益海外经济复苏，涤纶长丝的出口量呈上升趋势。2017年涤纶长丝出口量达到206.9万吨，同比增长3.34%。2018年涤纶长丝出口量为227.43万吨，同比增长9.92%。

图表29.涤纶长丝出口量不断增加

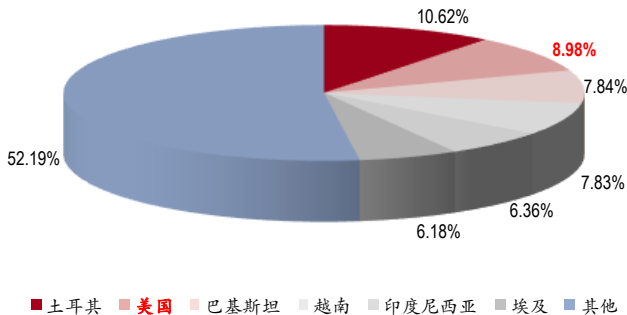


资料来源：中纤网，中银国际证券

中美贸易战对纺织服装出口的影响

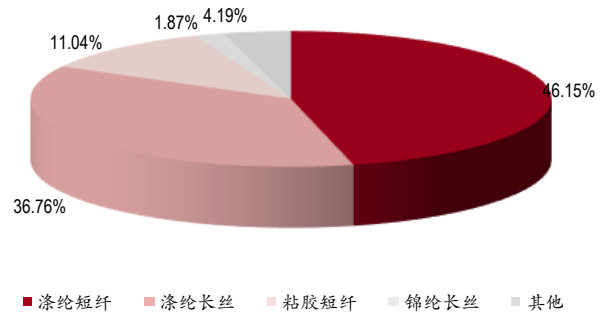
美国是中国化纤出口第二大市场。据中国化纤工业协会数据，2017年我国出口美国化纤总量为36.32万吨，占总出口量的8.98%，按照出口品类来看，涤纶短纤出量为16.76万吨，占比46.15%；涤纶长丝出口量为13.35万吨，占比为36.76%。

图表30.2017年中国化纤出口美国占比8.98%



资料来源：中国化纤工业协会，中银国际证券

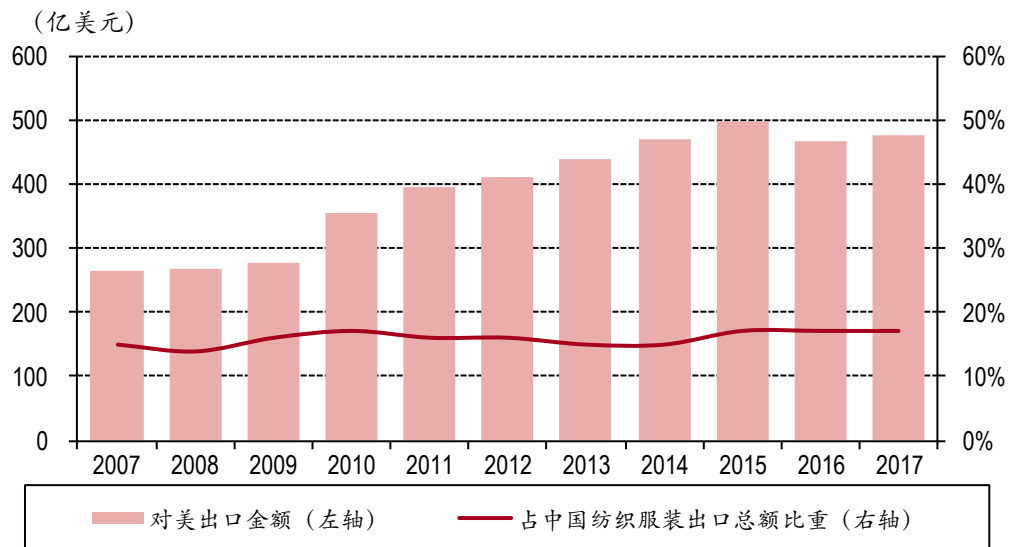
图表31.出口美国的化纤以涤纶短纤为主



资料来源：中国化纤工业协会，中银国际证券

纺织品服装是中国对美国出口贸易中的重要组成部分。美国是我国纺织服装出口最大的市场，2017年占纺织服装总出口额的17%。2018年9月17日美国商务部发布的2,000亿正式贸易加税清单中，涉及全部种类的纺织纱线、织物、产业用制成品等，产品合计超过40亿美元，但对美出口额较大针织服装和家用纺织制成品等商品未列入清单。

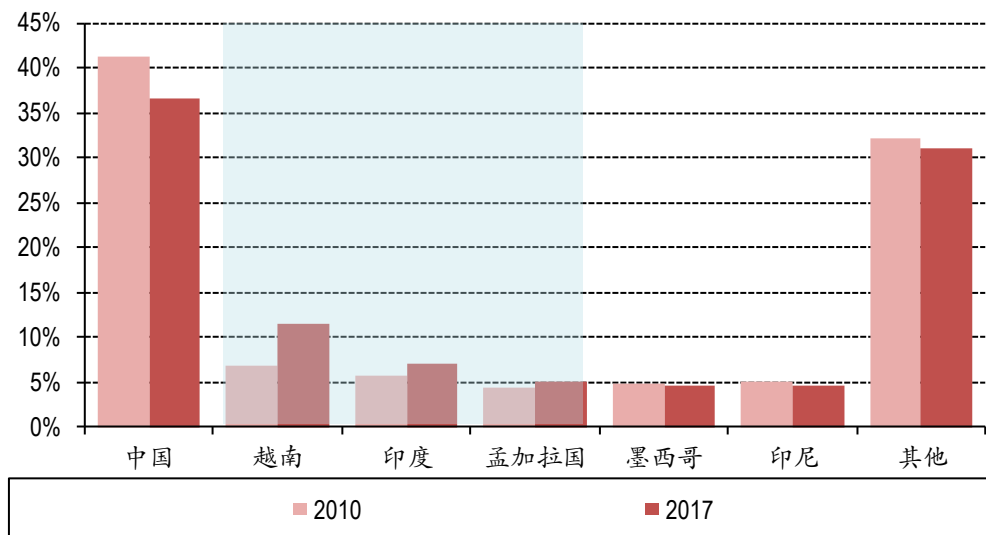
图表32.我国对美纺织服装出口占比平稳



资料来源：中国化纤工业协会，中银国际证券

我国对美出口纺织服装份额下降，越南和印度增长较快。我国纺织服装基础雄厚，产业链配套完善。根据中国纺织品进出口商会数据，自1994年起已连续24年保持全球纺服出口第一，远远大于其他的国家，短期无可替代。同时，越南等东南亚国家在纺织服装产业的发展较快，对我国全球市场份额有一定的挤压。以2010年和2017年服装主要进口来源国数据分析，2017年我国占比为36.55%，较2010年下降4.69个百分点，而越南和印度等国份额上升。

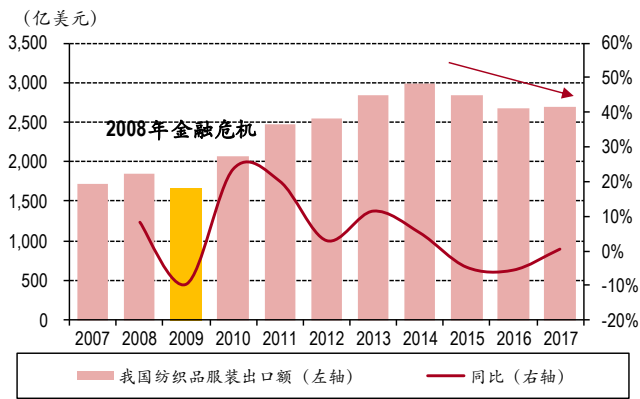
图表33.我国和其他国家对美纺织服装出口比较



资料来源：中国化纤工业协会，中银国际证券

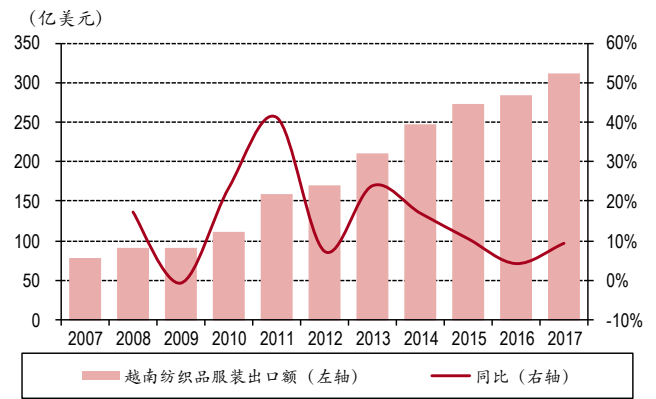
我国纺织服装出口呈现下降趋势，越南出口规模持续扩大。我国自2001年加入世界贸易组织后，纺织品出口规模迅速扩大，成为全球第一大纺织品出口国。2009年受到全球金融危机的影响，出口量呈现负增长。根据海关总署数据，2015年我国纺织品出口额为2,839.00亿美元，同比下滑4.89%。2016年出口额继续下滑5.74%，直到2017年实现小幅增长。这主要是国内生产成本不断提升，我国纺织业出口优势下滑，并且部分产能向东南亚等国转移所致。与之对比的是，2017年越南纺织品出口总额为312.00亿美元，同比增长9.47%，其中47.20%的纺织品出口至美国。

图表34.我国纺织品出口额下降



资料来源：海关总署，中银国际证券

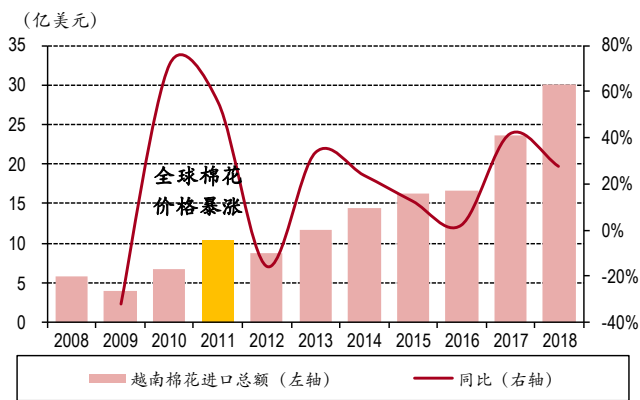
图表35.越南纺织品出口持续增长



资料来源：越南纺织工业协会，中银国际证券

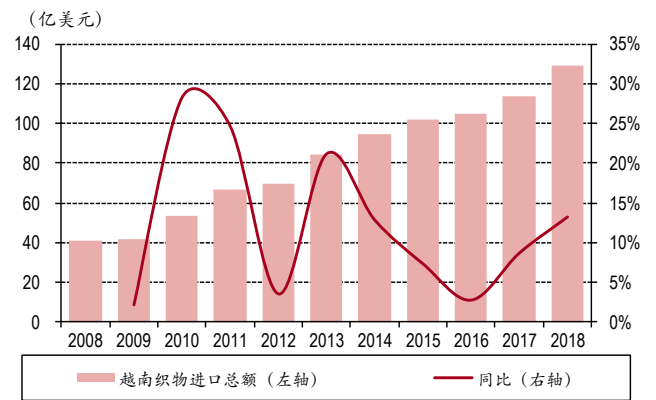
越南纺织原材料依赖进口，对我国纺织服装出口地位短期影响不大。我国纺织行业生产链优势地位明显，从原材生产、纺织、印染、成衣制造等环节，已经形成较强的纺织产业集群，市场占有率远超越南等国。而越南缺少完善的纺织产业链，大量原材料严重依赖进口，出口成本较高。因此，判断我国纺织服装短期出口优势地位不会明显降低。根据越南统计局数据，伴随纺织服装出口的增加，越南对原材料需求持续增长，2018年棉花进口总额为30.11亿美元，同比大幅增长27.64%；织物进口总额为129.14亿美元，同比增长13.28%。

图表36.越南棉花进口额持续增加



资料来源：越南统计局，中银国际证券

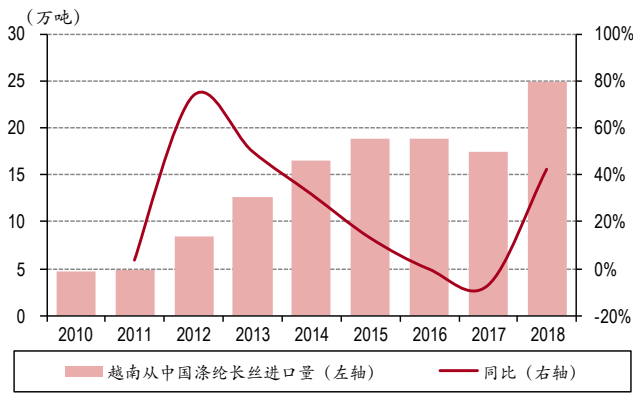
图表37.越南织物进口总额增加



资料来源：越南统计局，中银国际证券

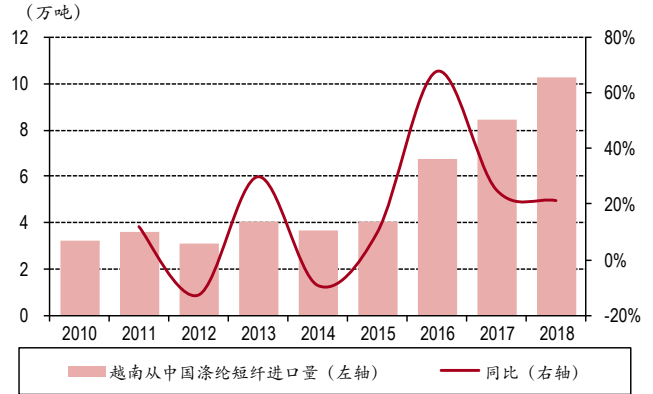
我国是越南纺织原料和机械设备主要进口来源国。越南企业的原材料大部分从中国、日本和韩国进口。根据中纤网统计，2018年越南从我国进口涤纶长丝和涤纶短纤量分别为24.94万吨、10.27万吨，分别增长42.43%和21.25%，源于纺织服装产能向越南转移，出口景气回升。

图表38.历年越南从中国涤纶长丝进口量



资料来源：卓创资讯，中纤网，中银国际证券

图表39.历年越南从中国涤纶短纤进口量



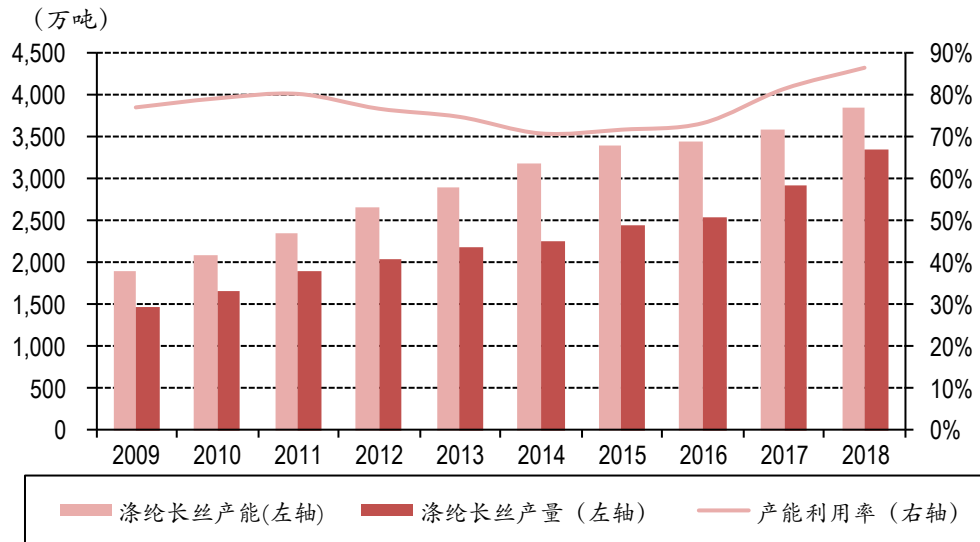
资料来源：卓创资讯，中纤网，中银国际证券

总体来看，我国纺织品出口量和规模远高于越南等国，具备较完善的原材料—纱线—印染—成衣—出口的产业链，优势地位仍然非常明显。而越南等国纺织服装原材料和设备依赖进口，产品附加值较低，竞争力较弱。短期内，国际纺织服装出口的格局不会发生较大变化。

供给端：产能增速放缓，行业集中度提升

行业过剩产能已逐步出清，产能利用率提升。随着人们消费品种的多样化，涤纶行业进入高成长期。特别是2011-2012年我国涤纶长丝产能增速超过10%，产能爆发式增长导致行业供给严重过剩，企业盈利能力变弱，整个行业进入长期的调整期。据中纤网数据，涤纶长丝产能从2010年的2,078.5万吨/年增至2018年的3,862万吨/年，年复合增长率为8.05%。

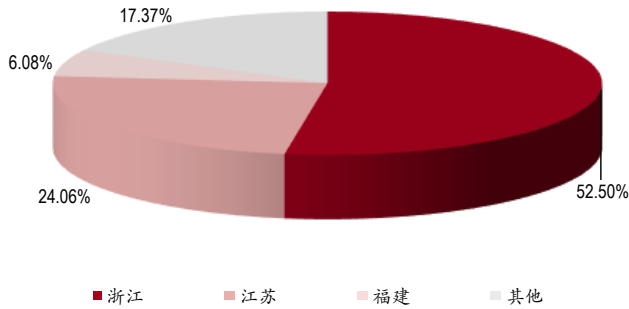
图表40.国内历年涤纶长丝产能、产量和产能利用率



资料来源：中纤网，中银国际证券

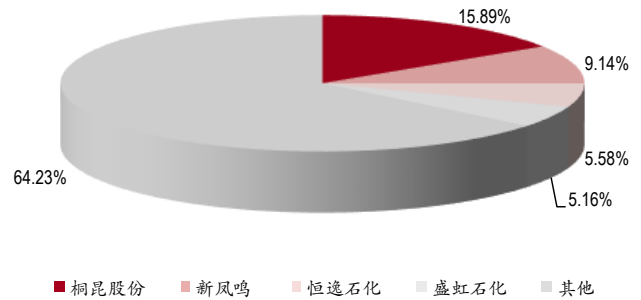
浙江省产能占比最大。根据中纤网统计，我国涤纶长丝有效产能为3,465万吨/年，其中浙江省产能占比达到52.50%。企业占比来看，公司涤纶长丝总产能达到570万吨/年，占比达到15.05%；新凤鸣产能为328万吨/年，占比为9.14%。集中度的提升有利于改善行业竞争格局，从而提升行业盈利中枢。

图表41.浙江涤纶长丝产能占比达 52.50%



资料来源：中纤网，中银国际证券

图表42.桐昆股份涤纶长丝产能居第一



资料来源：中纤网，中银国际证券

龙头企业积极并购，部分企业关停，加速集中度提升。由于规模和技术限制，中小型的纺织化纤企业的研发能力弱，产品附加值较低。此外，在原材料采购中，议价能力弱，资金使用成本高。龙头企业依靠资金优势展开对同行企业的并购。2015年以来，涤纶长丝企业间兼并重组多达11次，涉及涤纶长丝产能293万吨/年。

图表43.近年来涤纶长丝行业并购情况

企业名称	产能	收购方	年份
湖州华特斯	20	浙江宝信化纤	2015年
绍兴赐富	60	荣盛石化	2016年
萧山建杰	10	/	2016年
无锡神羊	18	张家港华美	2017年
嘉兴龙腾	20	恒逸集团	2017年
萧山红箭	50	恒逸集团	2017年
南方集团	40	绍兴天圣	2017年
绍兴海富	10	绍兴古纤道	2017年
广东春晖	10	弘和投资	2017年
太仓明辉	25	恒逸集团	2017年
上海恒逸	30	恒逸集团	2017年

资料来源：百川资讯，中纤网，中银国际证券

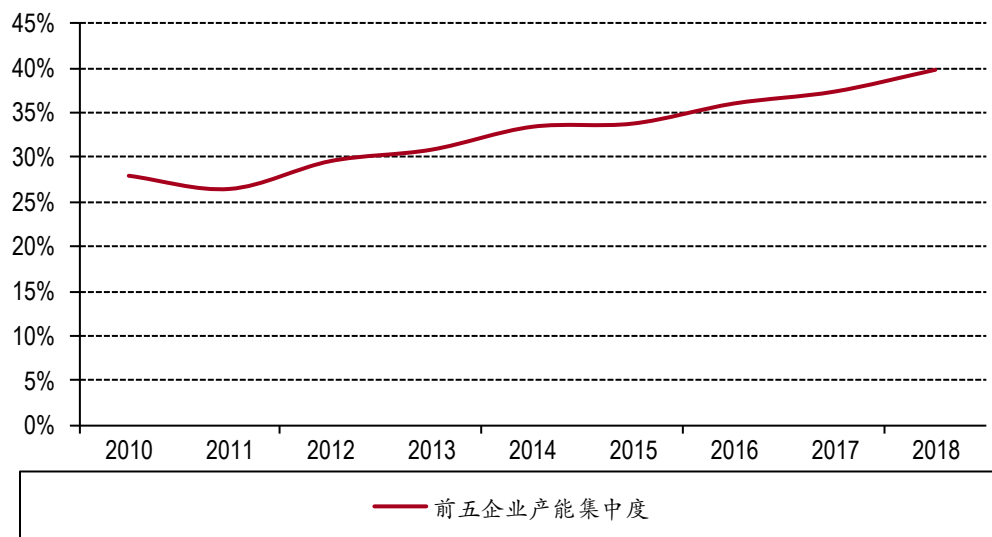
龙头主导新增产能，竞争格局持续改善。根据中纤网数据，预计2019年涤纶长丝新增产能为240万吨/年，增速为6.21%，需求增速维持在9%左右，基本匹配产能增速。从统计情况来看，主要是行业龙头企业主导新增产能（桐昆股份、恒逸石化、新凤鸣、盛虹石化等），行业供需格局和竞争格局趋于改善。

图表44.预计 2019 年涤纶长丝新增产能

企业名称	地点	投放产能 (万吨/年)	预计投产时间
福建经纬	福清	20	原定 2018 年 Q3-Q4, 现延期至 2019 年 Q1-Q2
桐昆恒优	嘉兴	30	2019 年 Q1-Q2
新凤鸣中益	桐乡	30	2019 年 Q3-Q4
新凤鸣中跃	湖州	30	2019 年 Q3-Q4
桐昆恒邦四期	桐乡	30	2019 年 Q3-Q4
桐昆恒优技改	嘉兴	30	2019 年 Q3-Q4
恒逸逸鹏	嘉兴	25	2019 年 Q3-Q4
恒力恒科	南通	10	2019 年 Q3-Q4
山东华宝	潍坊	10	2019 年 Q3-Q4
盛虹国望	盛泽	25	原计划 2018 年底, 现延期至 2019 年
福建经纬	福清	20	原定 2018 年 Q3-Q4, 现延期至 2019 年 Q1-Q2
桐昆恒优	嘉兴	30	2019 年 Q1-Q2
新凤鸣中益	桐乡	30	2019 年 Q3-Q4
新凤鸣中跃	湖州	30	2019 年 Q3-Q4
桐昆恒邦四期	桐乡	30	2019 年 Q3-Q4
桐昆恒优技改	嘉兴	30	2019 年 Q3-Q4

资料来源: 百川资讯, 中纤网, 中银国际证券

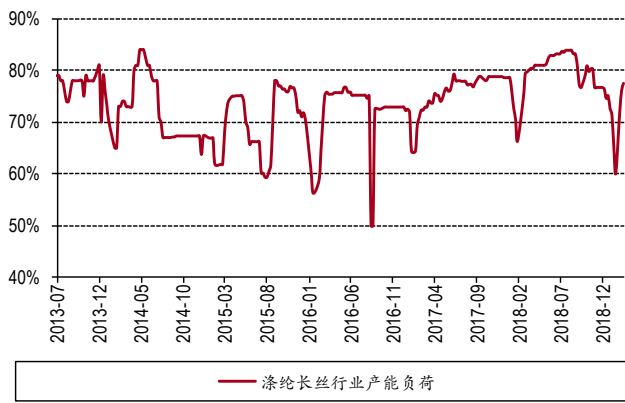
图表45.国内涤纶长丝产能集中度提升



资料来源: 卓创资讯, 百川资讯, 中银国际证券

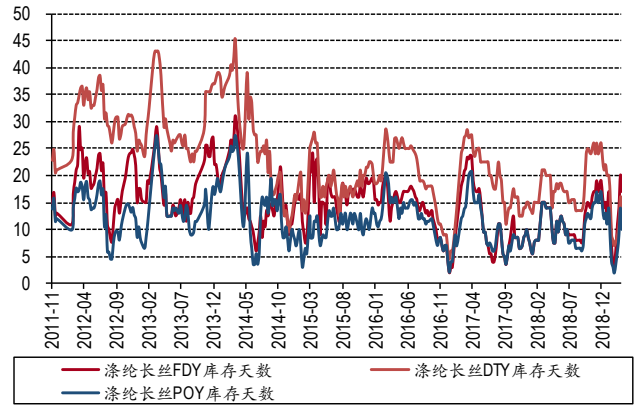
库存合理水平, 开工负荷回升。从开工率历史数据来看, 我国涤纶长丝的整体开工率不是很高, 主要是早期的涤纶长丝生产都采用切片纺工艺, 能耗较高并且生产稳定性不及熔体直纺工艺。随着涤纶长丝行业技术发展, 熔体直纺工艺逐步替代切片纺工艺, 切片纺工艺产能占比低于 25%。从开工率来看, 在春节后, 下游企业开工, 涤纶长丝进入需求旺季, 行业开工率回升。从库存角度来看, 在下游旺盛需求复苏带动下, 2016 年年底涤纶长丝库存处于历史同期低位, 并且库存在较低位置持续波动, 2019 年 3 月初涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶 POY 库存分别为 17 天、14 天、10 天, 源于下游新订单增多, 库存有所下降。

图表46.涤纶长丝开工率情况



资料来源：中纤网，中银国际证券

图表47.库存水平下降

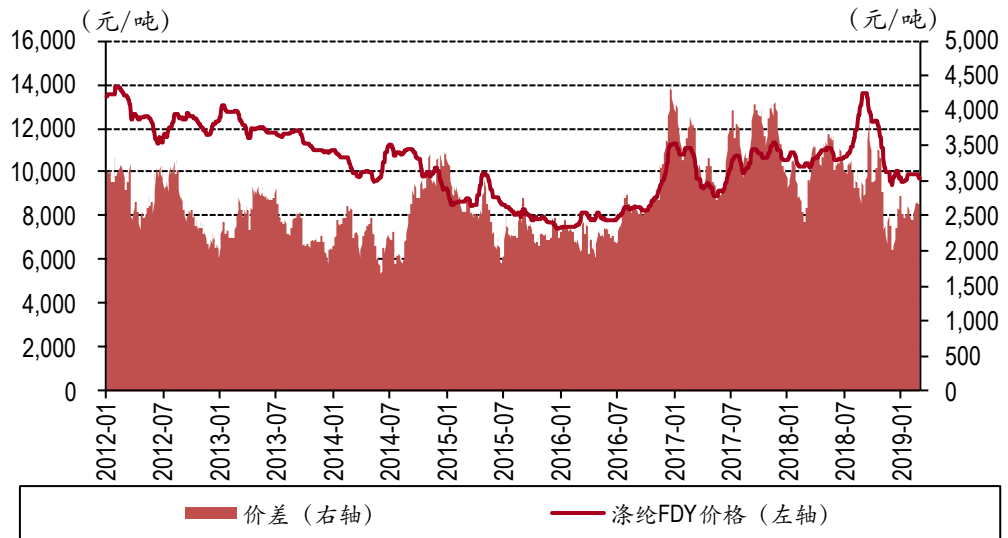


资料来源：万得，中银国际证券

价差维持在较高水平，公司持续受益

由于产能扩充较快，叠加需求下滑，国内涤纶长丝价格自2012年开始持续下跌，2016年一季度初跌到7,450元/吨，自高点下跌46.40%。随着国际油价上行，PTA和乙二醇价格上涨，致涤纶长丝成本上升和涤纶长丝行业供需格局改善，价差方面，2018年涤纶FDY均价差3,018.89元/吨，较2016年扩大467.35元/吨，表明涤纶长丝行业盈利能力大幅提升。

图表48.涤纶FDY与原料（PTA和乙二醇）价差



资料来源：中纤网，百川资讯，中银国际证券

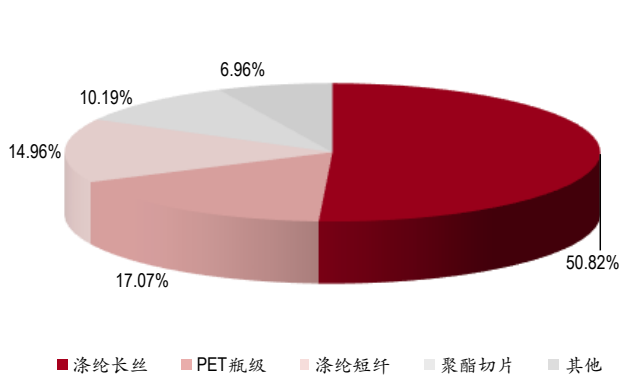
PTA 供需改善，景气回升

PTA 为石油产业链上的重要一环，上游工业为对二甲苯（英文 *p*-Xylene，简写 PX）。PX 主要由石脑油催化重整得到 PX，进一步氧化得到 PTA。在下游产业链中，PTA 与乙二醇生成聚对苯二甲酸乙二酯(PET)。PET 的下游又分成聚酯瓶片、聚酯薄膜、聚酯纤维等。

下游有力支撑，需求稳定增长

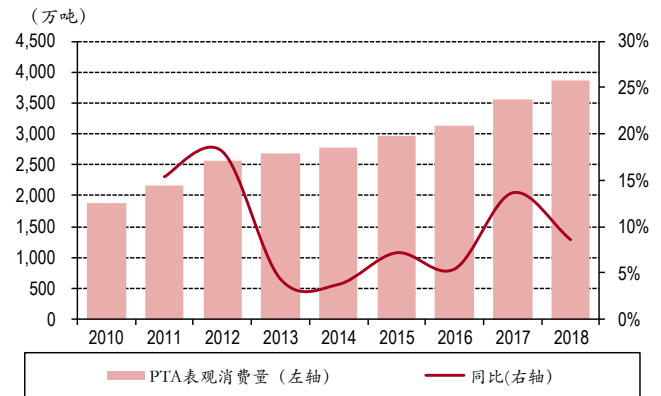
从下游需求端看，PTA 下游主要用于合成聚酯，合成聚酯又主要包括为涤纶长丝、PET 瓶片级、涤纶短纤和聚酯切片，分别占比 50.82%、17.07%、14.96%和 10.19%。PTA 表观消费量从 2010 年 1,884 万吨增至 2018 年 3,873.20 万吨，年复合增速为 9.43%。2017、2018 年我国 PTA 表观消费量同比分别增长 13.65%、8.58%，平均增速高于同期 PTA 新增产能的增速。

图表49.PTA 下游需求占比



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

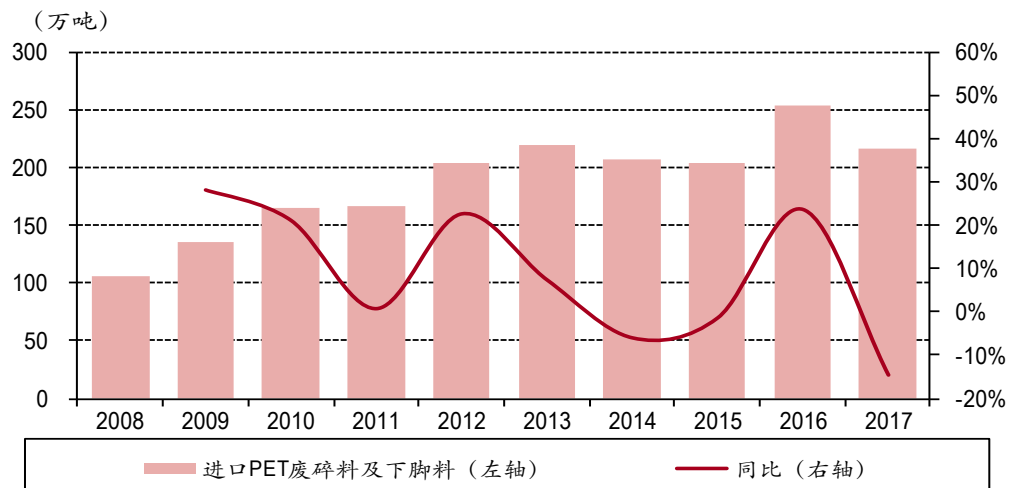
图表50.PTA 表观需求量持续增长



资料来源：万得，中银国际证券

废旧塑料禁令颁布利好原生聚酯消费量提升，进而带动 PTA 需求量。在《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》全面正式实施后，我国进口的再生 PET 量大大减少。2017 年我国进口废旧 PET 量为 216.66 万吨，同比下滑 14.45%。根据每吨 PET 消耗 0.86 吨 PTA 的情况来核算，在再生 PET 需求基本上将会被原生 PET 替代的情况下，我国 PTA 需求可有望增加 186.33 万吨/年。

图表51.历年我国进口 PET 废碎料和下脚料量

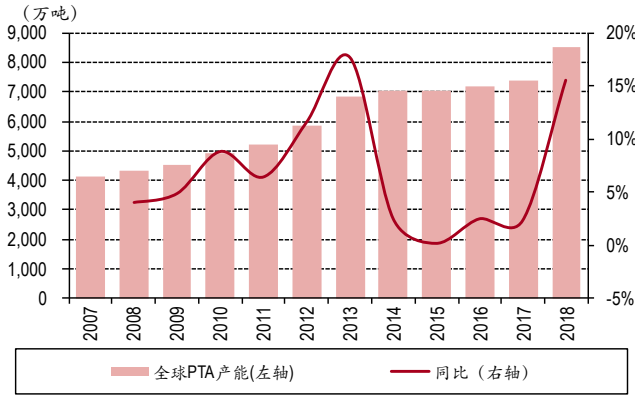


资料来源：万得，中银国际证券

PTA 过剩产能出清，供需格局改善

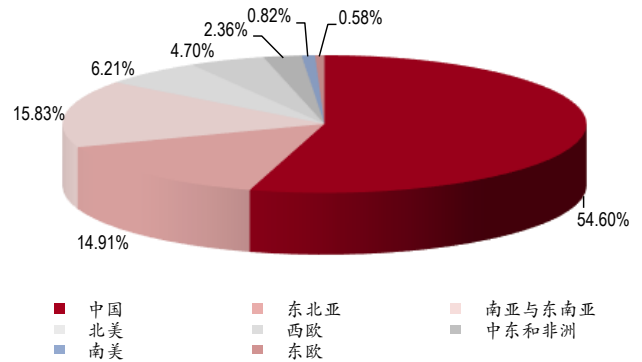
我国 PTA 产能占全球第一。2017 年全球 PTA 产能为 7,368.8 万吨，同比增长 2.24%。进入 2018 年后，由于中国市场产能投放，全球 PTA 产能达到 8,511.30 万吨，同比大幅增长 15.50%。从地区占比来看中国产能占比为 54.60%。

图表52.全球 PTA 产能



资料来源: Bloomberg, 中银国际证券

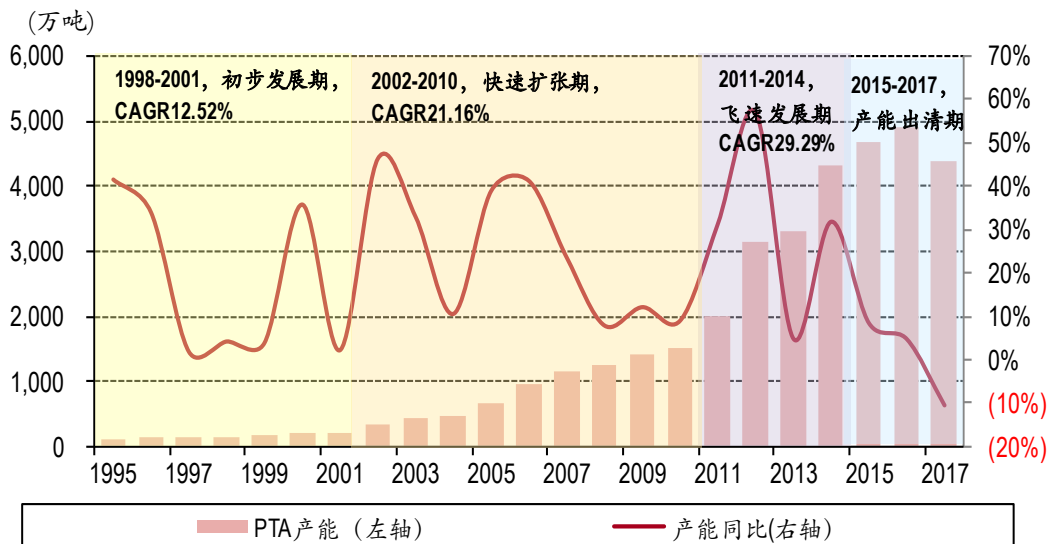
图表53.我国 PTA 产能占比大



资料来源: Bloomberg, 中银国际证券

国内 PTA 行业经历四个发展阶段。根据 PTA 产能数据分析，1995-2001 年是 PTA 初步发展期，产能扩张较缓慢。进入 2002 年后，我国纺织业复苏，产能扩充至 2010 年的 1,530.00 万吨，2002-2010 年期间年复合增长率为 21.16%。2011 年后，PTA 产能迎来了大爆发，直接导致了市场供需结构发生变化，至 2014 年 PTA 产能为 4,335.00 万吨，至此我国 PTA 行业产能过剩，行业盈利大幅下降。2015 年后，一些落后老旧的产能陆续退出了市场，而随着翔鹭和华彬等企业停车，PTA 市场供需结构发生变化。PTA 行业的产能利用率稳步上升，行业走出低谷，景气复苏。

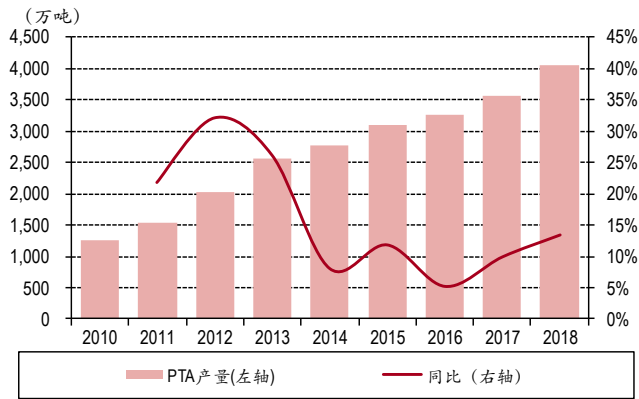
图表54.PTA 行业发展历程



资料来源: 万得, 中银国际证券

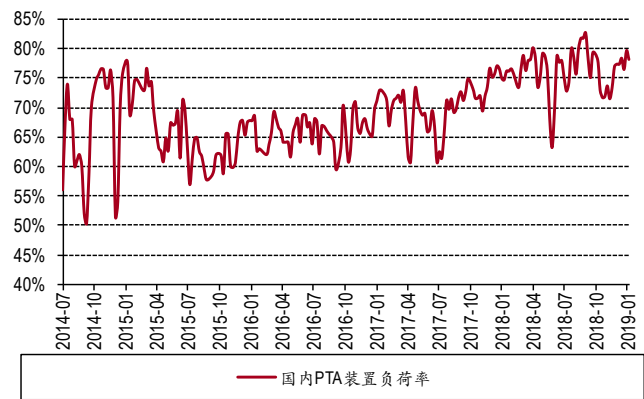
行业开工负荷持续提升。2018 年 PTA 产量为 4,052 万吨，同比增长 13.37%。根据中纤网开工率周度数据，PTA 行业产能负荷自 2017 年年初就开始稳步提升。2018 年上半年部分 PTA 装置检修，装置的停车将导致 PTA 库存量的降低，在下游聚酯需求持续增长的情况下，PTA 将持续供不应求，行业开工率稳步回升。

图表55.PTA 历年产量



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表56.PTA 装置负荷提升



资料来源: 中纤网, 中银国际证券

部分产能复产, 对行业供给影响有限。根据中纤网统计, 截止 2019 年 1 月, PTA 长期停产产能为 810 万吨, 重启产能为 590 万吨 (包括福海创、华彬石化、扬子石化、蓬威石化), 正常生产的产能为 4,517 万吨。

图表57.PTA 停产产能情况

企业名称	产能(万吨/年)	停车时间	备注
辽阳石化	27	2012年10月	停车至今
辽阳石化	53	2013年5月	停车至今
华彬石化(远东石化)	60	2013年7月	停车至今
华彬石化(远东石化)	60	2014年9月	停车至今
华彬石化(远东石化)	60	2015年3月	停车至今
扬子石化	35	2014年11月	停车至今
逸盛宁波	65	2013年12月	停车至今
华南一厂	65	2014年1月	停车至今
福海创	165	2015年1月	停车至今
福海创	450	2015年4月	2018年6月重启220万吨

资料来源: 百川资讯, 中纤网, 中银国际证券

2019 年新增产能有限。四川晟达的 100 万吨/年装置预计将于 2019 年 3 月投产, 新风鸣的 220 万吨/年的项目进入投产时间预计为 2019 年第三季度; 而恒力石化的 500 万吨/年 PTA 要视其芳烃装置开车进度来定。2019 年预计投产产能为 820 万吨。

图表58.我国 2018-2020 年 PTA 新增产能

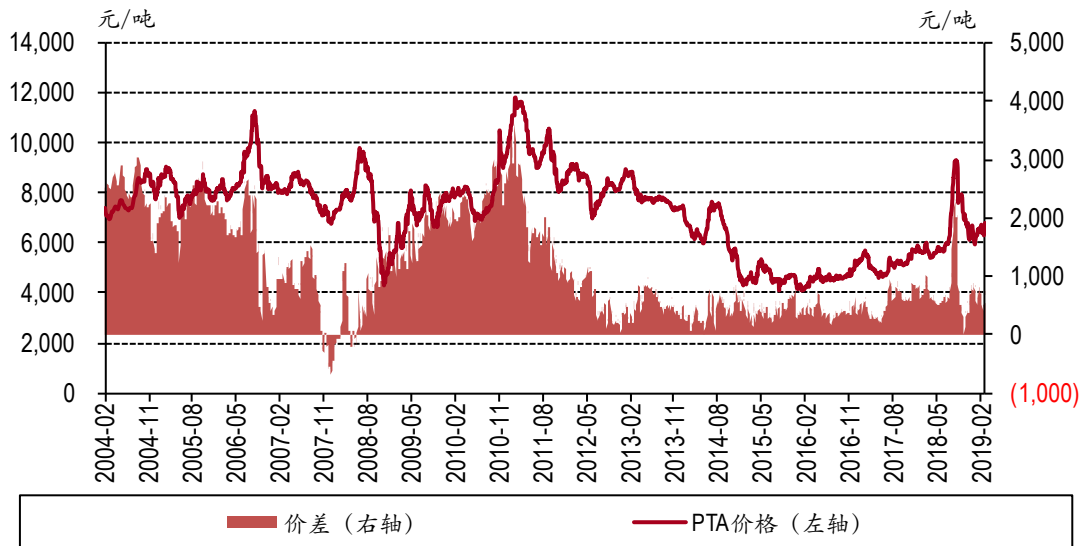
企业名称	产能(万吨/年)	地区	备注
四川晟达	100	南充	2019年3月
新风鸣	220	嘉兴	预计2019年第三季度投产
恒力石化四期	250	大连	计划2019年, 但视芳烃装置开车进度
恒力石化五期	250	大连	计划2019年, 但视芳烃装置开车进度
中金石化	330	宁波	预计2020年
虹港石化	240	连云港	预计2020年
宁夏宝塔	120	银川	预计2020年
福建百宏	250	福建	预计2020年
台化宁波	300	宁波	预计2020年
中泰化学	120	新疆	预计2020年

资料来源: 国家石油和化工网, 新浪网, 中纤网, 中银国际证券

成本价格走势强劲，PTA 价差有望进一步扩大

PTA 价格走势主要受原油价格及自身供需共同影响。2004 年至今，PTA 价格最高达到 11,820 元/吨，最低为 4,100 元/吨；价差最高达到过 4,212 元/吨（ $PTA-0.655*PX$ ），最低价差为接近-435 元/吨。近五年来看，PTA 价差（ $PTA-0.655*PX$ ）平均值为 634 元/吨。随着国际原油中枢价格上行，推动 PTA 价格走强，价差也明显提升。

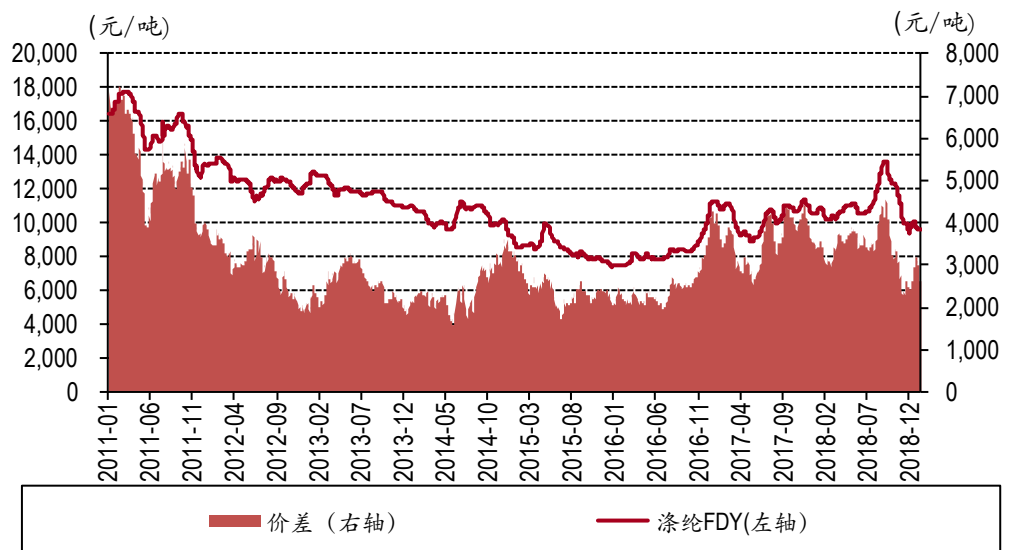
图表59.PTA 与 PX 价差



资料来源：万得，中银国际证券

嘉兴二期 PTA 项目落地，PTA 实现完全自给。嘉兴石化一期年产 120 万吨 PTA 项目和 2017 年年底建成投产的嘉兴石化二期年产 200 万吨 PTA 项目，使公司上达 PTA，下到纺丝、加弹，形成了 PTA—聚酯—纺丝产业链，一方面增强了企业的整体综合实力，另一方面原料 PTA 大部分采购于全资子公司嘉兴石化，运距短、成本低且供应稳定。

图表60.涤纶长丝与 PX 价差



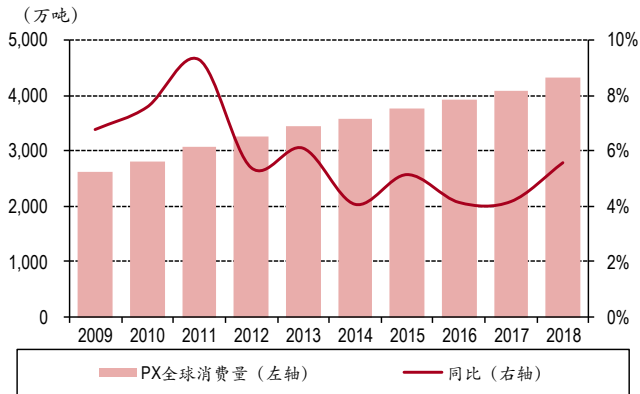
资料来源：万得，中银国际证券

PX 产能集中投放，产业链利润重新分配

需求端：受益于下游 PTA 需求扩张

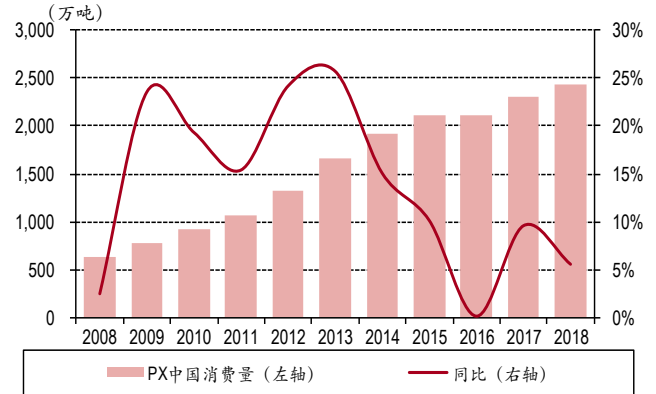
中国是 PX 的第一大消费国。随着全球 PTA 产能的投放，PX 的消费量保持快速增长全球 PX 消费量从 2009 年的 2,621.40 万吨增至 2018 年的 4,318.70 万吨，年复合增速为 5.70%。而我国 2018 年 PX 消费量为 2,435.10 万吨，占全球总消费量的 56.39%。

图表61.历年全球 PX 消费量



资料来源：中纤网，中银国际证券

图表62.历年我国 PX 消费量

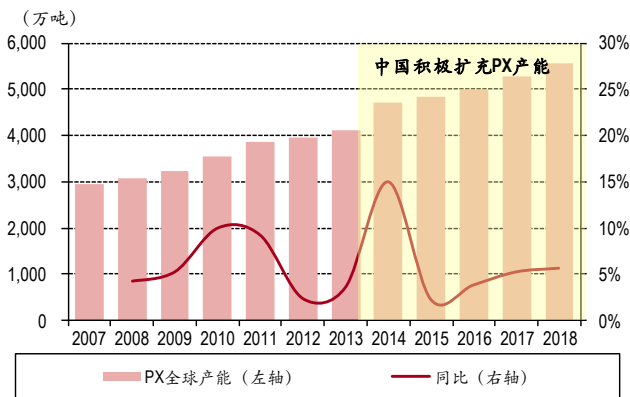


资料来源：中纤网，中银国际证券

供给端：民营大炼化加速扩张

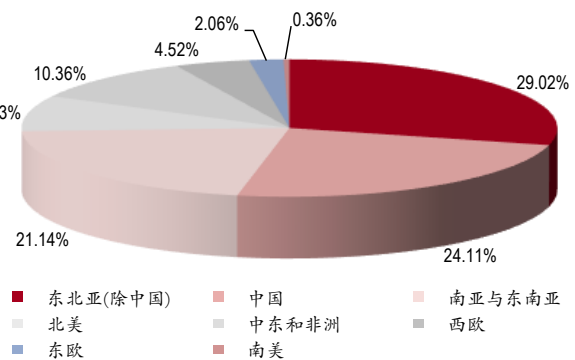
全球 PX 总体投产速度放缓。自 2014 年开始，全球 PX 产能快速扩张，2014 年 PX 产能达到 4,722.30 万吨，同比大幅增长 15.02%。

图表63.PX 全球产能情况



资料来源：Bloomberg，中银国际证券

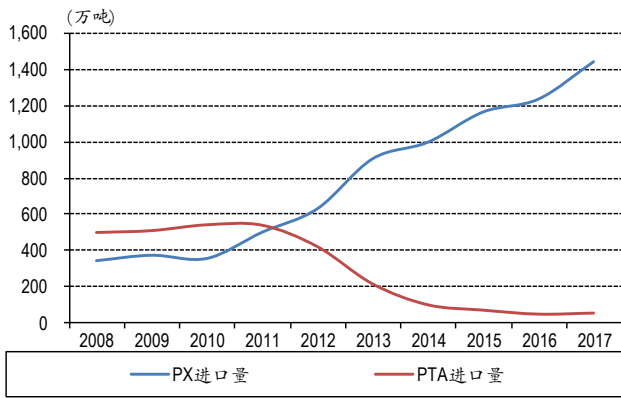
图表64.PX 全球产能分布



资料来源：Bloomberg，中银国际证券

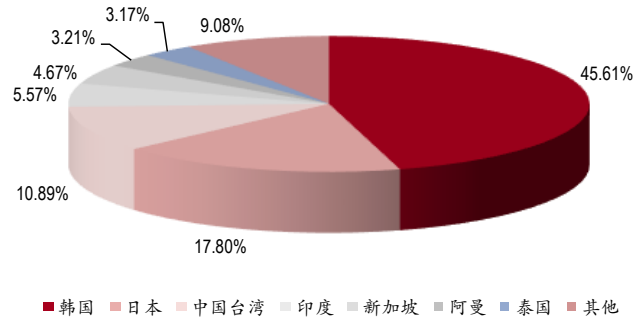
PX 自给率严重不足，进口依存度高。根据 Bloomberg 数据统计，2017 年我国 PX 产能 1,241.80 万吨，消费量为 2,308.10 万吨，进口量为 1,443.85 万吨，进口依存度为 62.56%。从比较 PTA 和 PX 进口量来看，我国从 2012 年进口的 PX 多余 PTA 量，源于国内 PTA 产能的扩张，国内企业转向采购 PX 为原料。从进口地区来看，我国 PX 进口主要来自韩国，占比达到 45.61%。由于自给率不足，国内需要进口大量的 PX，因而失去定价权，使得产业链大部分利润被外国企业获得。

图表65.历年PX和PTA进口量



资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

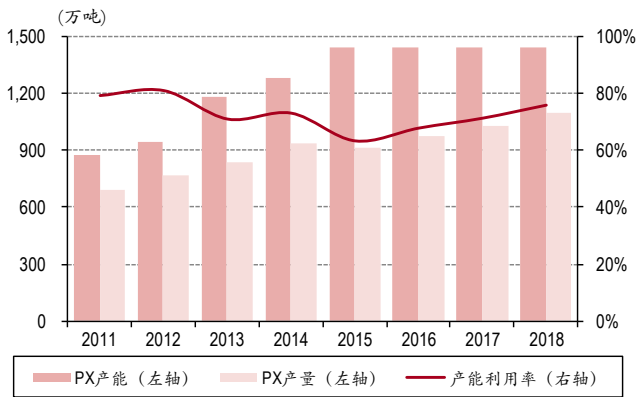
图表66.PX进口主要来自韩国



资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

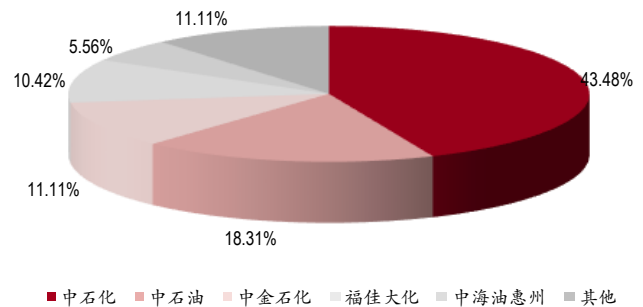
国内行业集中度较高。根据中纤网统计,我国共有PX生产厂家19家,总产能在1,439.6万吨/年,中石化的生产厂家有11家(含合资的青岛丽东),产能合计626万吨/年,约占43.48%;中石油的生产厂家有4家,产能合计263.6万吨/年,约占18.44%;中金石化产能为160万吨/年,占比为11.11%。

图表67.国内PX产能利用率提升



资料来源: 中纤网, 卓创资讯, 中银国际证券

图表68.中石化PX产能占比最大



资料来源: 中纤网, 中银国际证券

民营企业布局炼化一体化。根据我国“十三五”规划,明确提出到2020年PX自给率达到65%-70%。涤纶长丝企业加速布局上游炼化项目,打造产业链一体化。根据亚化咨询数据,基于PX项目的业主实力、审批进度、建设现状、下游规划和资源配套等要素,其中建成项目有望持续增加。

图表69.国内主要PX在建项目基本情况

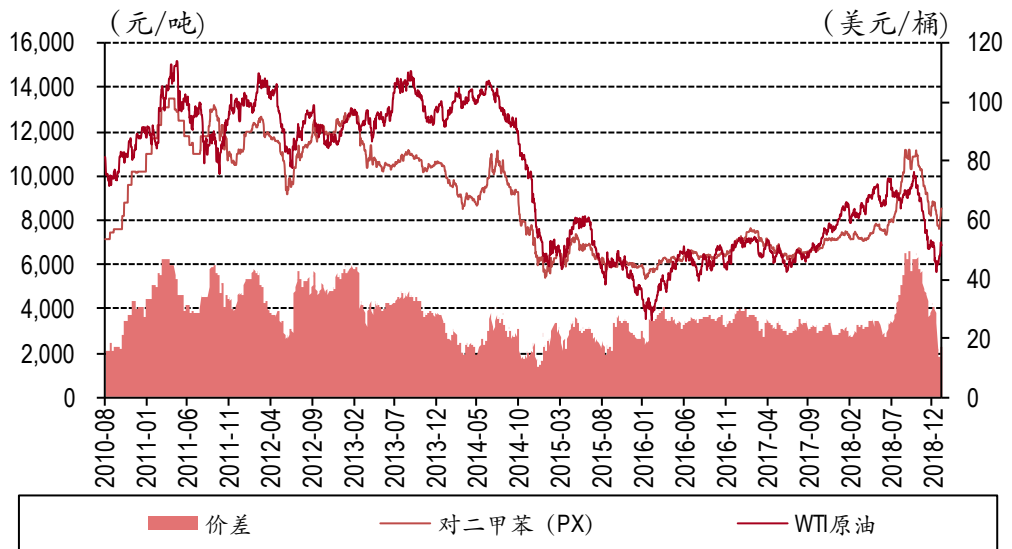
企业名称	项目名称	PX产能 (万吨/年)	预计投产时间
恒力石化	2,000万吨/年炼化一体化项目	450	2018年10月
浙江石化	4,000万吨/年炼化一体化项目(一期)	520	2019年
	4,000万吨/年炼化一体化项目(二期)	520	2021年
中化集团	泉州炼化一体化项目(二期)	80	2020年
盛虹集团	1,600万吨/年炼化一体化项目	280	-----
旭阳石化	1,500万吨/年炼化一体化项目	200	-----
锦江石化	古雷芳烯一体化	260	-----
中委广东石化	2,000万吨/年炼化一体化项目	260	2021年
兵器工业集团	1,500万吨/年炼化一体化项目	160	-----
合计		2,730	

资料来源: 亚化咨询, 中纤网, 中银国际证券

产业链利润将重构，利润向下游转移

产能集中投放和油价下跌导致PX利润下滑。结合原油价格走势和PX产能投放，2013年国内PX新增产能集中投产，并且2014年原油价格高位回落，PX价格和价差回落。2016年，随着油价震荡上行及下游需求复苏，供给存在缺口，PX价差迅速扩大。

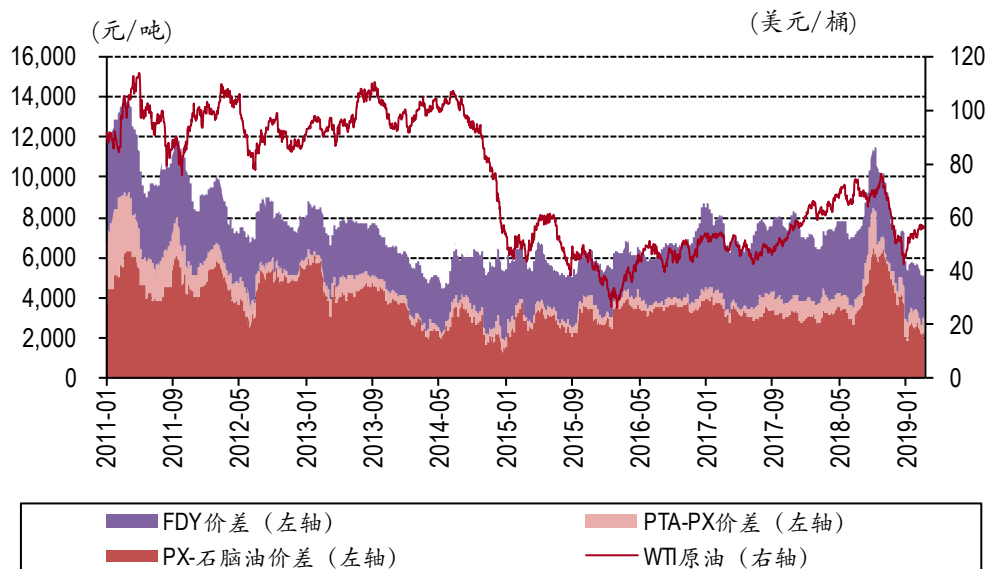
图表70.PX与石脑油价差



资料来源：万得，中银国际证券

2019年PX大量投产，行业利润有望向下游转移。由于上游原料PX受制于国外，国内PTA产能严重过剩，PX-PTA-PET产业链中大部分利润留在PX端。随着原油价格上涨，产业链各产品价格上行，产业链利润向下游转移。2019年以后，国内新增PX产能开始集中释放，到2020年左右，这将导致一定程度的供给过剩，PX的总体销售竞争程度将会日趋激烈。未来PX的价差中枢会继续的下行，产业链的PTA端加工差有望进入景气空间。

图表71.产业链各产品价差与油价走势

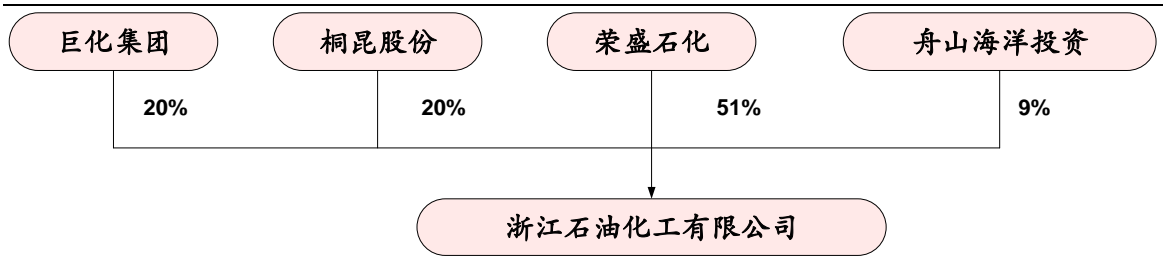


资料来源：中纤网，百川资讯，中银国际证券

参股浙石化，继续拓展上游产业链

2017年5月，为进一步增强企业的综合实力，提升抗风险能力，公司收购了浙江石油化工有限公司20%股权，拓展并向上延伸石化产业链，实现企业打造全产业链的远景目标。浙江石化股东包括荣盛石化（51%），桐昆股份（20%），巨化集团（20%）和舟山海洋综合开发投资有限公司（9%）。其主营业务为：石油制品炼制，化工产品及其石油制品的生产、销售、储运，原油进出口贸易，石油化工原辅材料和设备及其零部件销售等。

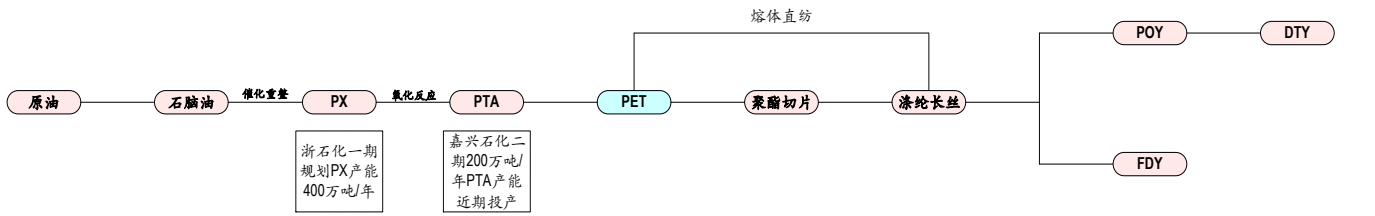
图表72.浙石化股权图



资料来源：公司官网，中银国际证券

根据环评报告，浙石化炼化一体化项目总规模为炼油4,000万吨/年、1,040万吨/芳烃（PX产能800万吨/年）、280万吨/年乙烯，其中一期规模为炼油2,000万吨/年、芳烃540万吨/（PX为400万吨/年）、乙烯140万吨/年。

图表73.PX-PTA-涤纶长丝产业链



资料来源：公司官网，中银国际证券

浙江石化（两期）炼化一体化项目的总投资金额为1,731亿元，其中一期投资902亿元，二期投资为829亿元。根据环评报告书测算，预计一期项目达产后净利润97亿元，二期项目达产后净利润106亿元。一期和二期项目桐昆每年分别可获得投资收益约20亿元。浙石化一期和二期项目将建成800万吨/年PX产能，炼化一体化PX的成本较常规大幅降低，有利于实现PX进口替代。公司参股浙石化20%股权，不仅有利于保障上游原料的供应稳定，同时有望获得丰厚的投资收益，助推公司发展再上新台阶。

盈利预测与投资评级

主要假设

1. 公司差异化纤维投产顺利；
2. 参股的浙江石化一期项目顺利投产。

预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 473.82 亿元、513.38 亿元、562.28 亿元；同比增速分别为 13.90%、8.35%、9.52%；2019-2021 年归母净利润为 24.78 亿元、29.40 亿元、35.35 亿元；同比增速分别为 16.87%、18.66%、20.22%。

图表74.销售收入结构预测

(人民币, 亿元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	416.01	473.82	513.38	562.28
涤纶长丝	395.40	451.88	490.37	539.31
涤纶预取向丝 (POY)	256.08	312.40	326.76	371.89
涤纶加弹丝 (DTY)	65.00	66.15	91.27	97.77
涤纶牵伸丝 (FDY)	69.56	73.33	72.33	69.65
复合丝	4.68	5.15	5.41	5.41
平牵丝	0.06	0.07	0.08	0.08
精对苯二甲酸 (PTA)	0.78	1.09	1.10	1.05
切片等其他	5.88	6.46	7.11	7.11
其他业务	13.96	14.38	14.81	14.81
收入增长率	26.78	13.90	8.35	9.52
涤纶长丝	31.50	14.28	8.52	9.98
涤纶预取向丝 (POY)	27.85	21.99	4.60	13.81
涤纶加弹丝 (DTY)	42.07	1.77	37.98	7.11
涤纶牵伸丝 (FDY)	38.64	5.41	(1.36)	(3.71)
复合丝	8.54	10.00	5.00	0.00
平牵丝	(54.65)	15.00	10.00	0.00
精对苯二甲酸 (PTA)	1,187.51	41.08	0.23	(4.03)
切片等其他	109.00	10.00	10.00	0.00
其他业务	(43.21)	3.00	3.00	0.00
综合毛利率	11.68	10.94	10.50	9.88
涤纶预取向丝 (POY)	12.96	12.10	11.26	10.66
涤纶加弹丝 (DTY)	12.83	11.45	10.30	9.74
涤纶牵伸丝 (FDY)	8.26	7.01	8.75	7.12
复合丝	13.00	13.85	13.20	12.80
平牵丝	20.53	18.67	15.50	14.85
精对苯二甲酸 (PTA)	7.48	10.45	10.56	10.56
切片等其他	7.75	9.20	9.70	9.70
其他业务	1.22	4.20	4.00	4.00

资料来源：公司公告，中银国际证券

投资建议

公司涤纶长丝产品系列达千种之多，能够满足市场需求，国内市占率第一。在巩固涤纶长丝行业地位基础上，公司积极参股浙江石化项目，打通 PX-PTA-聚酯-纺丝产业链。公司主营产品涤纶长丝处于景气周期，参股浙江石化项目带来确定性成长。预计 2019-2021 年每股收益分别为 1.36 元、1.61 元、1.94 元，对应 PE 分别为 10.2 倍、8.6 倍、7.1 倍。首次覆盖给予买入评级。



风险提示

- 1、环保风险：**公司生产过程中会产生一定量的废水、废气、废渣。随着国家环保政策的日趋严峻，各项环保指标更加细化和严格，企业执行的环保标准也将更高更严格。
- 2、安全生产风险：**PTA 和涤纶长丝的生产工艺流程复杂，在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险。
- 3、宏观经济下行风险：**公司主要产品与宏观经济密切相关。经济下行对产品价格和盈利能力影响较大。



损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	32,814	41,601	47,382	51,338	56,228
销售成本	(29,495)	(36,824)	(42,303)	(46,060)	(50,798)
经营费用	242	1	142	336	438
息税折旧前利润	3,560	4,778	5,220	5,614	5,868
折旧及摊销	(1,131)	(1,493)	(1,565)	(1,772)	(1,950)
经营利润(息税前利润)	2,430	3,285	3,655	3,842	3,918
净利息收入/(费用)	(220)	(573)	(579)	(561)	(490)
其他收益/(损失)	18	47	36	411	1,011
税前利润	2,228	2,759	3,111	3,692	4,439
所得税	(486)	(656)	(622)	(738)	(888)
少数股东权益	(8)	(11)	(11)	(13)	(16)
净利润	1,734	2,120	2,478	2,940	3,535
核心净利润	1,737	2,124	2,481	2,943	3,537
每股收益(人民币)	0.966	1.164	1.360	1.614	1.940
核心每股收益(人民币)	0.953	1.149	1.362	1.615	1.941
每股股息(人民币)	0.100	0.120	0.272	0.323	0.388
收入增长(%)	28	27	14	8	10
息税前利润增长(%)	64	35	11	5	2
息税折旧前利润增长(%)	42	34	9	8	5
每股收益增长(%)	56	20	17	19	20
核心每股收益增长(%)	52	21	18	19	20

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,228	2,759	3,111	3,692	4,439
折旧与摊销	1,131	1,493	1,565	1,772	1,950
净利息费用	220	573	579	561	490
运营资本变动	(305)	(95)	(475)	1,267	(300)
税金	(450)	(617)	(622)	(738)	(888)
其他经营现金流	(633)	(1,688)	1,878	(2,472)	(86)
经营活动产生的现金流	2,190	2,426	6,037	4,081	5,605
购买固定资产净值	251	278	4,730	3,200	2,700
投资减少/增加	(3,798)	(1,368)	20	400	1,000
其他投资现金流	(936)	(6,625)	(9,453)	(6,400)	(5,400)
投资活动产生的现金流	(4,482)	(7,715)	(4,703)	(2,800)	(1,700)
净增权益	(182)	(219)	(496)	(588)	(707)
净增债务	5,686	1,615	539	342	(2,121)
支付股息	182	219	496	588	707
其他融资现金流	(1,696)	3,209	(1,833)	(1,149)	(1,197)
融资活动产生的现金流	3,990	4,823	(1,294)	(807)	(3,318)
现金变动	1,698	(465)	40	475	587
期初现金	1,700	3,255	5,646	5,686	6,161
公司自由现金流	(2,292)	(5,289)	1,334	1,281	3,905
权益自由现金流	3,614	(3,101)	2,452	2,184	2,274

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,255	5,646	5,686	6,161	6,747
应收帐款	783	652	1,652	1,129	1,916
库存	2,667	4,147	2,534	4,358	3,243
其他流动资产	516	540	673	648	809
流动资产总计	7,221	10,985	10,544	12,296	12,716
固定资产	13,872	16,225	19,232	20,542	21,187
无形资产	789	1,068	1,226	1,343	1,449
其他长期资产	4,011	5,384	5,457	5,502	5,502
长期资产总计	18,672	22,677	25,914	27,387	28,138
总资产	26,558	34,661	37,355	40,833	42,253
应付帐款	4,602	5,270	5,514	6,228	6,582
短期债务	5,206	7,581	8,736	9,378	7,257
其他流动负债	2,069	810	1,613	1,570	1,914
流动负债总计	11,876	13,662	15,863	17,175	15,752
长期借款	1,176	4,757	4,042	3,842	3,842
其他长期负债	73	110	83	83	83
股本	1,822	1,822	1,822	1,822	1,822
储备	12,081	13,498	15,473	17,825	20,653
股东权益	13,903	15,320	17,295	19,647	22,475
少数股东权益	52	61	72	85	101
总负债及权益	26,558	34,661	37,355	40,833	42,253
每股帐面价值(人民币)	7.63	8.41	9.49	10.78	12.34
每股有形资产(人民币)	7.20	7.82	8.82	10.05	11.54
每股净负债/(现金)(人民币)	1.72	2.00	2.22	2.20	0.72

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.9	11.5	11.0	10.9	10.4
息税前利润率(%)	7.4	7.9	7.7	7.5	7.0
税前利润率(%)	6.8	6.6	6.6	7.2	7.9
净利率(%)	5.3	5.0	5.2	5.7	6.3
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	11.0	5.7	6.3	6.9	8.0
净权益负债率(%)	22.4	43.5	40.8	35.8	19.3
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	14.3	11.9	10.2	8.6	7.1
核心业务市盈率(倍)	14.5	12.1	10.2	8.6	7.1
市净率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	11.5	10.4	4.2	6.2	4.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	6.0	5.6	5.2	4.5
周转率					
存货周转天数	29.4	33.8	28.8	27.3	27.3
应收帐款周转天数	9.8	6.3	8.9	9.9	9.9
应付帐款周转天数	43.6	43.3	41.5	41.7	41.6
回报率					
股息支付率(%)	10.5	10.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	13.6	14.3	15.2	15.9	16.8
资产收益率(%)	8.3	8.2	8.1	7.9	7.5
已运用资本收益率(%)	2.5	2.2	2.1	2.3	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371