

长丝巨龙 傲视群雄

——桐昆股份 (601233) 首次覆盖

增持 (首次覆盖)

日期: 2019年04月01日

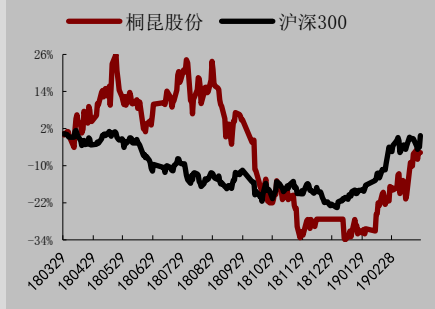
投资要点:

- **公司为长丝龙头, 未来收益于产业集中度加深:** 公司目前涤纶长丝产能约 570 万吨/年, 国内市场占有率达 16.1%。随着恒邦四期、恒腾四期、恒优项目顺利推进, 2019 年预计新增 120 万吨/年, 公司长丝产能突破 690 万吨/年, 市场份额提升到 17%。随着产能的逐步放大, 集团层层分解销售任务, 倒逼销售增量增效, 实现低库存运行和效益最大化, 公司将继续保持长丝龙头地位, 引领提升传统制造业由大变强。
- **产业链一体化, 抗风险能力强:** 公司参股 20% 股权的浙石化一期项目有望今年投产, 每期规模为 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年 PX、140 万吨/年乙烯与上海宝钢气体共建的乙二醇项目计划四月开工建设, 每期年产 60 万吨/年煤制乙二醇。公司不断拓展完善“PX-PTA+MEG-聚酯”全产业链, 有利于降低原料成本, 提高公司盈利水平, 上下游相互配套, 产品结构优化, 抗风险能力增强。
- **下游需求回暖为公司业绩增量保驾护航:** 去年涤纶景气度回升, 长丝价格上涨, 库存消耗快, 开工率维持高位, 消费终端毛利率显著提高。长丝产能投入增速 (8.89%) 低于消费量 (11.62%), PTA 产能投放空档, 行业消耗多余产能。预计 2019 年长丝需求继续保持增速 11%, 需求达 2980 万吨, 长丝销售额保持增长, 对 PTA 产量需求保持 14% 持续增加。2019 年 PTA 新增产能有限, 在下游长丝产能扩张、消费量提高等利好支撑下, PTA 需求端有支撑。
- **盈利预测:** 基于最新产品价格、产业链布局和对未来行业景气度判断, 预计公司 2019-2021 年营业收入为 484.41/547.26/599.93 亿元, P/E 分别为 7.78、7.39、7.18。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险因素:** 原油价格大幅下跌; 下游纺织业需求不及预期; 浙石化项目产能投放不达预期。

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	浙江桐昆控股集团有限公司/31.6%
实际控制人/持股	
总股本 (百万股)	1,821.93
流通A股 (百万股)	1,784.37
收盘价 (元)	14.77
总市值 (亿元)	269.10
流通A股市值 (亿元)	263.55

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2019年03月29日

分析师: 宋江波

执业证书编号: S0270516070001

电话: 02160883490

邮箱: songjb@wlzq.com.cn

研究助理: 黄侃

电话: 02160883490

邮箱: huangkan@wlzq.com.cn

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	328.14	416.01	484.41	547.26
增长比率 (%)	28.27	26.78	16.44%	12.97%
净利润 (亿元)	17.61	21.20	35.45	37.32
增长比率 (%)	55.52	20.42	67.19	5.29
每股收益 (元)	1.42	1.16	1.95	2.05
市盈率 (倍)	15.84	8.39	7.78	7.39

目录

1、桐昆股份立足嘉兴,不断扩大龙头优势	4
1.1 涤纶长丝龙头,大力发展产业差异化	4
1.2 公司主要股权结构	4
1.3 行业景气,公司盈利显著增加	6
2、全面布局PX-PTA/MEG-聚酯产业链,不断提升竞争力	7
2.1 产业链依赖上游PX和MEG	7
2.2 上游原材料价格波动牵动产品价格	8
2.3 浙石化PX将投产,突显上游成本优势	9
2.4 涉足MEG领域,升级产业链	10
3、国内PTA供给平稳,产能新增有限	11
3.1 PTA价格上升带来红利,公司盈利明显	11
3.2 国内PTA供给平稳,公司提高自给率	12
4、下游产销两旺,需求回暖	14
4.1 纺织业业复苏,涤纶长丝需求回升	14
4.2 终端利润上升,消费端水平提升	15
5、民用长丝龙头,强者更强	18
5.1 长丝景气,主营业务表现优异	18
5.2 公司产能不断加码,保持涤纶生产活力	20
6、盈利预测	21
7、风险提示	22
图表 1: 公司产品种类	4
图表 2: 桐昆股份股权结构	4
图表 3: 公司控股公司	5
图表 4: 公司营业收入(亿元)	6
图表 5: 公司净利润(亿元)	6
图表 6: 公司最近7年归母净利润(亿元)	6
图表 7: 公司销售净利率(亿元)	6
图表 8: 2018年主营业务收入构成	7
图表 9: 聚酯上下游产业链	7
图表 10: 世界原油价格(美元/桶)	8
图表 11: PX与石脑油价格(美元/吨)	8
图表 12: PX国内产量及表观消费量(万吨/年)	8
图表 13: 浙石化产品方案(万吨/年)	9
图表 14: MEG(乙二醇)进口数量(千吨)及增长率	11
图表 15: MEG价格(元/吨)	11
图表 16: PTA华东市场价格和价差(吨/元)	11
图表 17: PTA产量以及表观消费量(万吨/年)	12
图表 18: 国内主要公司PTA产能及在建项目(万吨/年)	13
图表 19: PTA开工率(百分比)	13
图表 20: PTA工厂库存(天)	13
图表 21: 2018年全国涤纶长丝表观消费量(百万吨)	14
图表 22: 涤纶长丝价格(元/吨)	14
图表 23: 涤纶长丝库存(天)	14

图表 24: 柯桥纺织总景气指数.....	15
图表 25: 江浙织机开工率.....	15
图表 26: 聚酯开工率.....	15
图表 27: 我国涤纶长丝下游需求分布.....	16
图表 28: 纺织服装出口交货值 (亿元).....	16
图表 29: 纺织服装产品销售收入 (十亿元).....	16
图表 30: 纺织服装、服饰业:毛利率.....	16
图表 31: 全国人口数 (百万) 与人口出生率.....	17
图表 32: 城镇居民人均可支配收入 (元).....	17
图表 33: 全国住宅销售套数 (万套).....	18
图表 34: 7 年公司主营业务毛利率变化.....	18
图表 35: 7 年公司主营业务收入变化 (亿元).....	19
图表 36: 全国涤纶长丝产能产量 (百万吨).....	19
图表 37: 2018 年公司涤纶长丝产量和销量 (万吨).....	20
图表 38: 公司聚酯纤维在建项目.....	20

1、桐昆股份立足嘉兴,不断扩大龙头优势

1.1涤纶长丝龙头,大力发展产业差异化

桐昆集团股份有限公司是一家以PTA、聚酯和涤纶纤维制造为主业的大型股份制上市企业,地处桐乡市。企业前身是成立于1982年的桐乡县化学纤维厂,经过三十多年的发展,现拥有总资产超过280亿元,下辖5个直属厂区和18家控股企业,员工19000余人。2011年5月,桐昆股份(601233)成功登陆资本市场,成为嘉兴市股改以来第一家主板上市企业。2002年起,集团连续17年名列中国企业500强,2018年排名第318位,是目前嘉兴市唯一一家入围中国500强的企业。

公司现已具备520万吨聚合聚酯和570万吨涤纶长丝年生产加工能力,420万吨PTA年生产加工能力,居世界涤纶长丝企业产能和产量之首。公司主导产品为“GOLDEN COCK”牌、“桐昆”牌涤纶长丝以及聚酯切片,涤纶长丝有POY、DTY、FDY(中强丝)、复合丝和平牵丝等五大系列1000多个品种,聚酯切片有大有光、半消光、阳离子等多个品种,在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称。

图表1: 公司产品种类

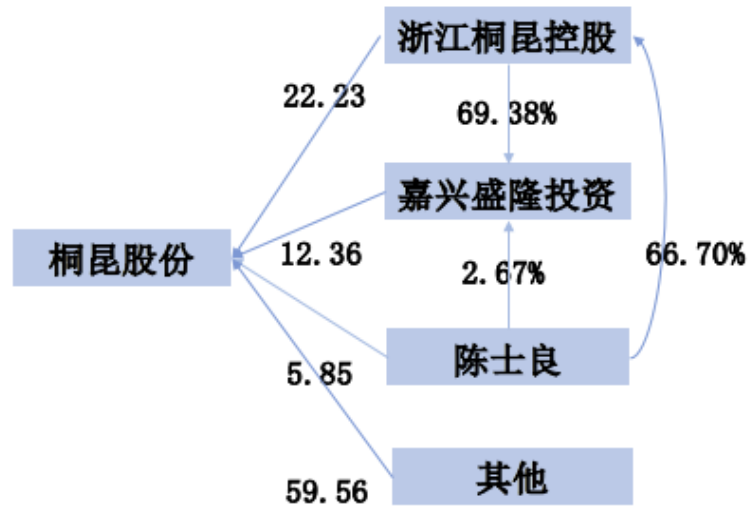
产品	品种	系列
FDY	直纺涤纶全欠伸丝 高速涤纶中强丝 高速功能性涤纶长丝	TCS — FDY、半光 FDY、有光 FDY FDY 高强工业丝 阳离子、全消光
POY	直纺高速涤纶预取向长丝	半消光 POY、大有光 POY、超柔超亮 POY
DTY	直纺涤纶拉伸变形丝	半光 DTY 多孔超细、粗旦 DTY、超柔超亮 DTY、有色丝
复合丝	多彩艳丽重磅复合丝	一步法复合、平牵复合、加弹复合
聚酯切片	大有光切片 阳离子切片	
纺丝油剂	涤纶 FDY 油剂 涤纶 POY 油剂 涤纶 DTY 油剂	

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

1.2公司主要股权结构

截止目前,公司总股本18亿,控股股东为浙江桐昆控股集团有限公司,持股比例22.23%,实际控制人为陈士良先生,公司前十大股东合计持有52.59%股权。

图表2: 桐昆股份股权结构



资料来源: iFind, 万联证券研究所

公司下辖5大厂区 and 20家控股企业, 实现产业链的全面布局, 同时还持有20%浙江石化股份。其中, 5大厂区之一的嘉兴石化 (100%控股) 主要生产 PTA, 中洲化纤、恒通化纤、恒盛化纤、恒腾纤维、恒基纤维等厂区主要生产各种规格的涤纶长丝, 未来公司还将继续推进嘉兴港区、洲泉及长兴恒腾三大基地的建设。

图表3: 公司控股公司

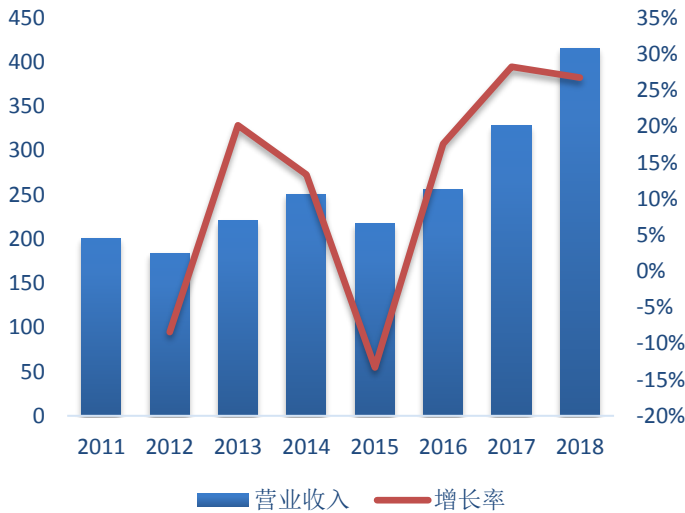
被参控公司	参控比例 (%)	被参控公司主营业务
上海益彪国际贸易有限公司	100.00	国际贸易
嘉兴石化有限公司	100.00	PTA
恒隆国际贸易有限公司	100.00	国际贸易
桐乡市中洲化纤有限责任公司	100.00	各种规格的涤纶长丝
桐乡市恒基差别化纤维有限公司	100.00	各种规格 DTY 丝
桐乡市恒源化工有限公司	100.00	化纤油剂、表面活性剂等
桐乡市恒隆化工有限公司	100.00	化纤油剂、表面活性剂等
桐乡恒益纸塑有限公司	100.00	纸管、塑料袋
桐乡桐昆互联网金融服务有限公司	100.00	互联网 P2P 投资
桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司	100.00	各种规格的涤纶长丝
桐昆集团浙江恒腾差别化纤维有限公司	100.00	各种规格的涤纶长丝
桐昆集团浙江恒超化纤有限公司	100.00	各种规格的涤纶长丝
桐昆集团浙江恒通化纤有限公司	100.00	各种规格的涤纶长丝
浙江恒优化纤有限公司	100.00	各种规格的涤纶长丝
浙江恒德化纤有限公司	100.00	各种规格的涤纶长丝
浙江桐昆投资有限责任公司	100.00	投资
鹏裕贸易有限公司	100.00	国际贸易
桐乡市恒昌纸塑有限公司	51.15	纸管、纸箱、床上用品
浙江恒创先进功能纤维创新中心有限公司	49.05	--
浙江石油化工有限公司	20.00	石油、煤炭及燃料加工

资料来源: iFind, 万联证券研究所

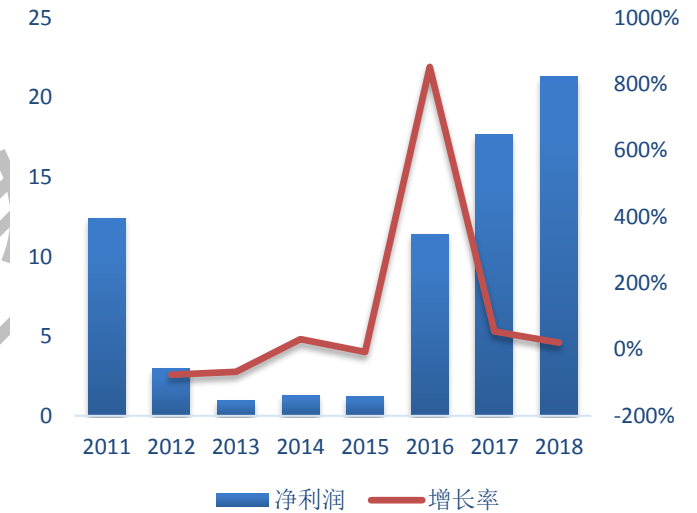
1.3 行业景气, 公司盈利显著增加

2017年公司实现营业收入328.1亿元, 同比增长28.27%, 归母净利润17.61亿元, 同比明显增长55.52%, 主要得益于2017年涤纶长丝行业景气度持续向好, 涤纶长丝行业需求旺盛, 同时公司恒邦二期顺利投产, 产品供给加大, 销售量上升。2018年公司营业收入416.01亿元, 远超去年全年营收, 主要原因还是产业链景气, 产品量价齐升, 增长率略微下降至26.78%, 归母净利润21.2亿元, 同比增长20.4%, 公司盈利水平实现新突破。

图表4: 公司营业收入 (亿元)



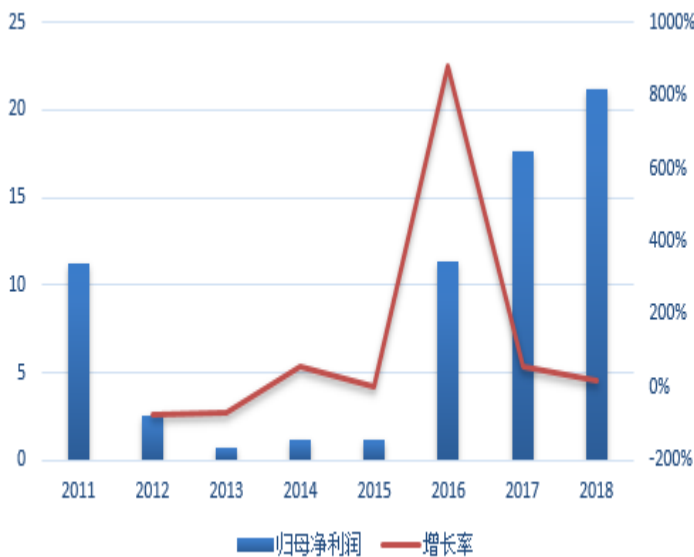
图表5: 公司净利润 (亿元)



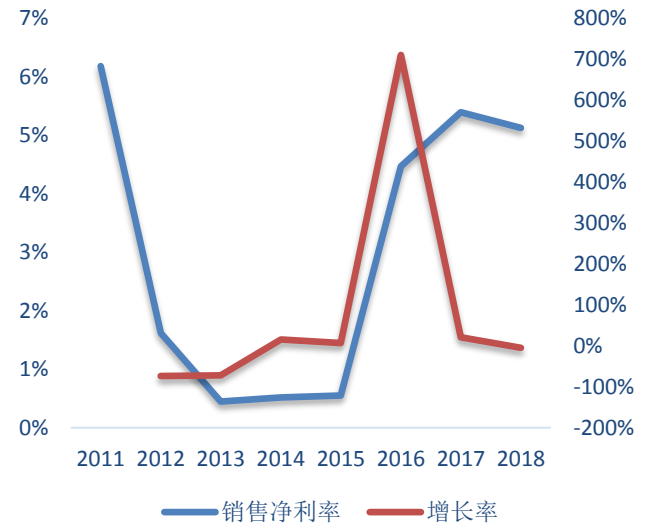
资料来源: 上市公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 上市公司公告, 万联证券研究所

图表6: 公司最近7年归母净利润 (亿元)



图表7: 公司销售净利率 (亿元)

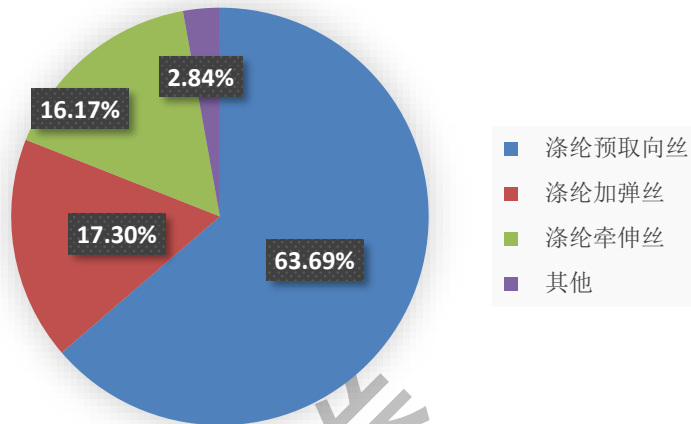


资料来源: 上市公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 上市公司公告, 万联证券研究所

从产品来看, 公司主营业务收入主要来自涤纶预取向丝 (POY) 业务, 占比达63.69%, 涤纶牵伸丝 (FDY) 和涤纶加弹丝 (DTY) 分别占16.17%和17.30%。

图表8：2018年主营业务收入构成

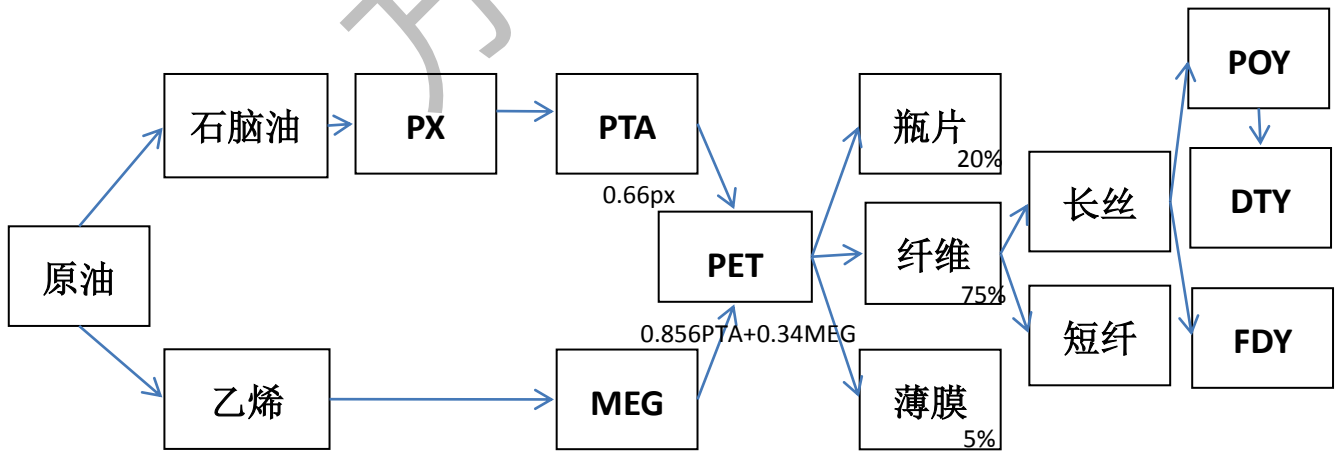


资料来源：iFind, 万联证券研究所

2、全面布局PX—PTA/MEG—聚酯产业链,不断提升竞争力

2.1 产业链依赖上游PX和MEG

图表9：聚酯上下游产业链



资料来源：公开资料整理, 万联证券研究所

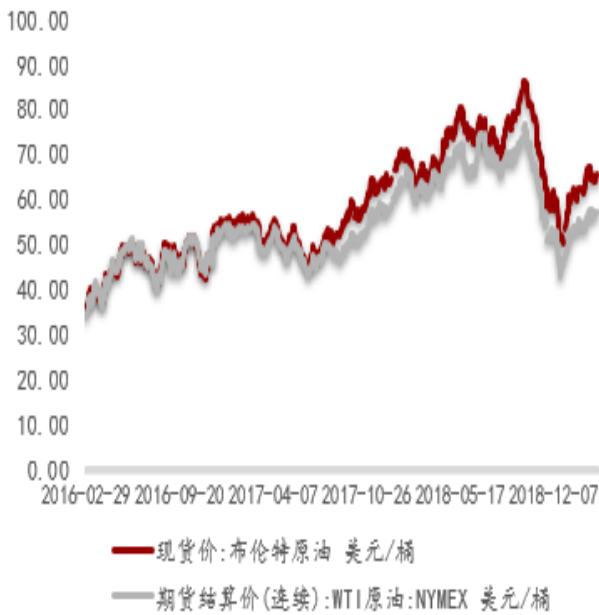
聚酯产业链包括三个主要环节(PX, PTA/MEG以及聚酯), PX(对二甲苯)由石脑油经过催化重整、芳烃抽提、异构化等工艺过程制取,再以醋酸溶解,经空气氧化,生成粗对苯二甲酸。粗对苯二甲酸进行加氢精制,去除杂质,再经结晶、分离、干燥、制得PTA(精对苯二甲酸)。

聚酯PET主要应用为聚酯瓶片、聚酯纤维以及聚酯薄膜三大块,其中聚酯纤维又分为涤纶长丝以及涤纶短纤,用量约占整个聚酯产量的75%,它们主要用于纺织业;聚酯瓶片的占比约为20%,主要用于食品饮料的包装;聚酯薄膜约占5%,主要用于外层材料,具有较好的印刷性。

聚酯纤维的生产依赖上游的PX与MEG的供给,涤纶长丝的价格也受到原材料的价格波动影响,从过往经验来看,PX价格跟石油价格呈现一定的正相关关系。目前国内化纤主要生产企业有化纤四小龙(桐昆股份、恒力股份、荣盛石化、恒逸石化)以及新凤鸣和东方盛虹,它们主要负责制造PTA和PET,聚酯PET进行分类生产可得瓶片,纤维,薄膜,织物、薄膜、瓶片可以进行服装、包装材料、瓶子等制造。企业上游是炼化PX和MEG的石化公司,下游是各类纺织业的企业(服装、家居用品等)。

2.2 上游原材料价格波动牵动产品价格

图表10: 世界原油价格(美元/桶)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

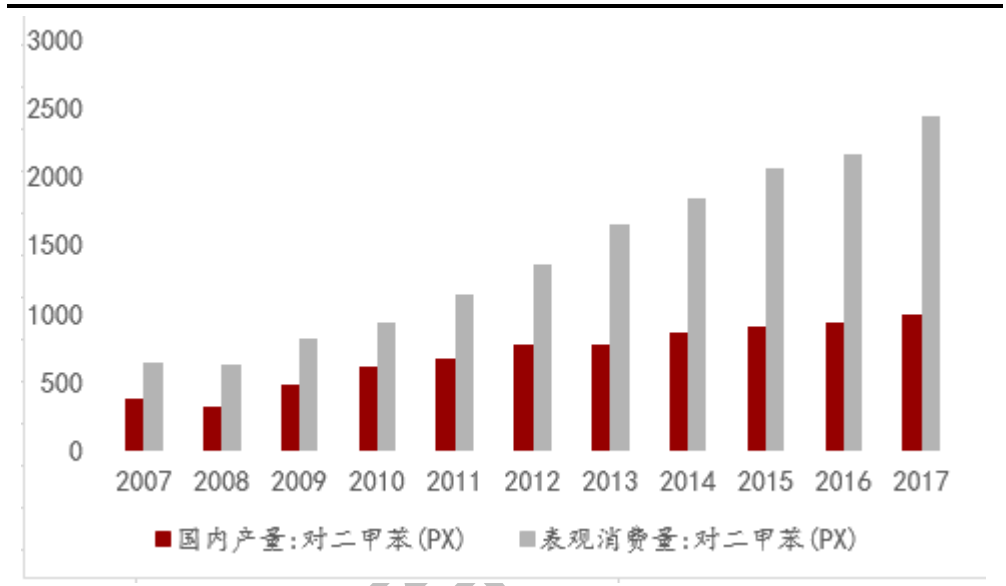
图表11: PX与石脑油价格(美元/吨)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

原油是涤纶产业链上游初始原料,有望支撑涤纶价格走强。聚酯PET所需的PTA是原油炼制成石脑油,再从中提炼出PX,并经过系列反应制成。聚酯行业主要通过加工费获取毛利,成本受上游原油价格影响较明显。去年原油价格振幅明显,布伦特原油和 WTI 原油价格于10月份创下年内新高为86.2和76.41美元/桶,主因是伊朗制裁产生的供应缺口,同时委内瑞拉和其他产油国供应也出现下滑。得益于随着全球经济复苏,美洲、欧洲和中国原油需求增加,供需逐渐改善,OPEC会议延长限产协议,支撑全球油供需长期向好。以WTI原油为例,价格直线跌落42.53美元/桶,大幅缩水。目前国际形势仍不太明朗,随着OPEC+4月维也纳峰会的临近,呼吁将现有减产协议延长至今年底的声音越来越强,而美国制裁其成员国伊朗和委内瑞拉,令油价保持窄幅波动,原油价格走高。综合来看,年后石油中枢在不断上移,未来一段时间内石油价格或将保持上升趋势。

图表12: PX国内产量及表观消费量(万吨/年)



资料来源: wind, 万联证券研究所

我国PX进口依赖度高,目前高达到66%,主要从日韩、中东地区进口。过去几年,由于上游原料PX受制于国外,国内PTA产能严重过剩,“PX-PTA-涤纶”产业链中大部分利润留在PX端。PX价格受原油市场的影响非常明显,价格走势与原油保持着较强的一致性。在原油10月价格大幅波动下,PX价格也达到历史新高,高达1350.83美元/吨,其上游原料石脑油达740.75美元/吨。PX年底跌落至907.33美元/吨,目前随着石油价格上扬呈现上涨趋势。

2.3 浙石化PX将投产,突显上游成本优势

2017年5月,公司收购了浙石化20%股权,拓展上游石化业务,努力打通“PX-PTA-聚酯”全产业链。浙江石化由荣盛集团、桐昆集团、巨化集团及舟山海洋综合开发投资有限公司共同出资成立,主要在舟山绿色石化基地筹建4000万吨/年炼化一体化项目。项目分两期实施,总投资1730.85亿元,总规模为4000万吨/年炼油、800万吨/年PX(对二甲苯)、280万吨/年乙烯。每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年PX(对二甲苯)、140万吨/年乙烯及下游化工装置。浙石化一期工程目前正在调试,有望在今年投产。按照浙石化成立的股比,浙江荣盛控股51%。巨化和桐昆各占20%,舟山市占9%,二期主体装置和产品与一期相同,预计2020年投产。

2016年整个行业的PTA还处于盈亏平衡,荣盛石化却成为黑马实现2016全年营业收入455亿元,净利19.57亿元,这得益于子公司中金石化2015年投产PX产能160万吨带来的净利16.30亿元。炼化一体化PX可以降低成本和对国外PX的依赖度,实现PX进口替代。中石化对二甲苯2019年3月结算价格执行价8720元/吨,每吨利润可以达到1000元以上,炼化一体化PX就可以节省至少1000元/吨。桐昆参股浙石化有利于公司上游原材料的进一步配套,保障上游原料的供应以及价格的稳定,降低生产聚酯成本,同时带给公司更多利润,是公司实现“PX-PTA-聚酯”产业链的重要战略部署。

图表 13: 浙石化产品方案(万吨/年)

序号	产品	一期产量	二期产量
炼油区:			
1	丙烯	27.65(去化工区)	32.76(去化工区)
2	丙烷	47.93(去化工区)	49.66(去化工区)
3	国 VI 汽油	378.85	378.42
4	航煤	284.41	290.46
5	国 VI 柴油	172.81	155
6	苯	151.91	129.03
7	对二甲苯	401.2	398.77
8	乙烯原料	393.26(去化工区)	403.21
9	硫磺	38.8	46.7
	小计	1898.31	1889.03
化工区:			
1	一乙二醇	73.87	65
2	二乙二醇	6.1	5.39
3	三乙二醇	0.35	0.31
4	E0	/	5
5	LLDPE	23	21.2
6	HDPE	25.8	/
7	均聚聚丙烯	54	54
8	共聚聚丙烯	8.42	9
9	抗聚聚丙烯	27	27
10	乙二醇	6.6	6.6
11	聚碳酸酯	26	26
12	苯酚	20.69	
13	丙酮	13.64	
14	MMA	9	
15	丙烯腈	27.04	
16	丁烯-1	2.39	/
17	丁二烯	22.34	23.18
18	苯乙烯	120	60
19	EVA	/	10
20	LDPE	/	27.1
21	己烯-1	/	5

资料来源: 浙江石油化工有限公司官网, 万联证券研究所

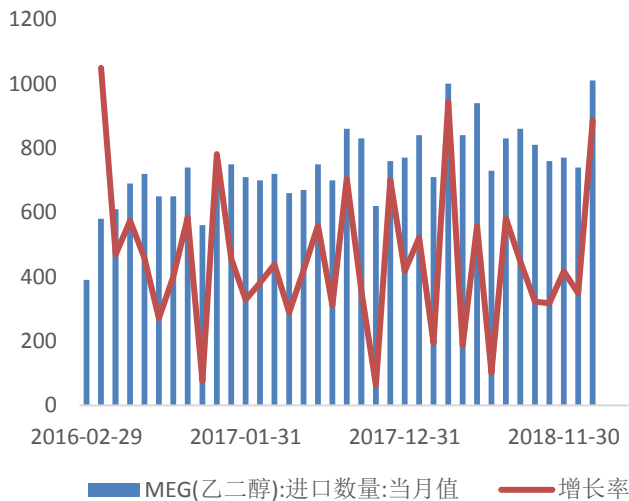
2.4 涉足MEG领域, 升级产业链

煤制乙二醇工序, 由煤气化得到合成气, 再生成甲醇, 得到烯烃生成乙烯再提炼乙二醇。乙二醇是聚酯化纤产业的重要原料之一(另一原料为PTA), 2017年国内乙二醇进口量为875万吨, 对外依存度在60%以上, 2018年进口量983万吨, 对比去年显著增加, 体现国

内需求端的供给不足,因此,从提高自给率上讲,国内乙二醇产业还有很大增长空间。

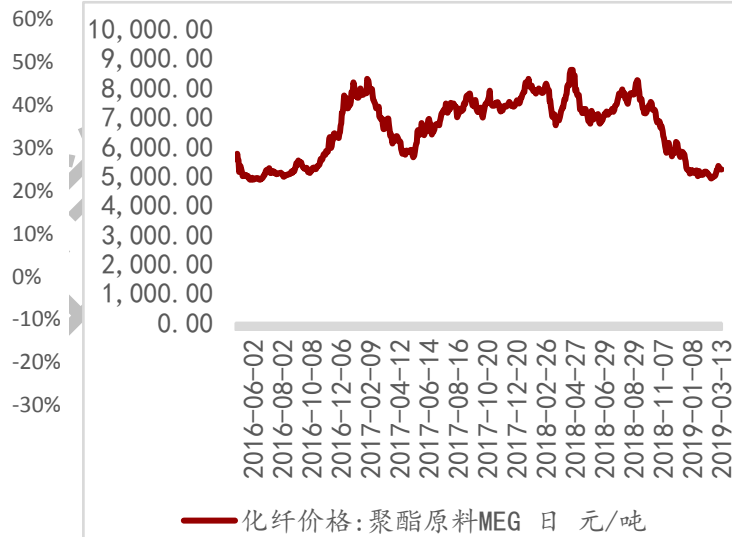
去年,浙江桐昆集团、上海宝钢气体投资的年产120万吨煤制乙二醇项目正式签约,项目总投资约110亿元。项目分两期,上海宝钢气体和公司每期分别投资25亿和投资30亿,每期年产60万吨/年煤制乙二醇。该项目落户于庐江龙桥工业园区,由上海宝钢气体以煤为原料制备合成气作为原料气,再供给浙江桐昆控股集团制备乙二醇产品。该项目顺利通过合肥市发改委备案,计划于今年4月份开工建设。

图表14: MEG(乙二醇)进口数量(千吨)及增长率



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表15: MEG价格(元/吨)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

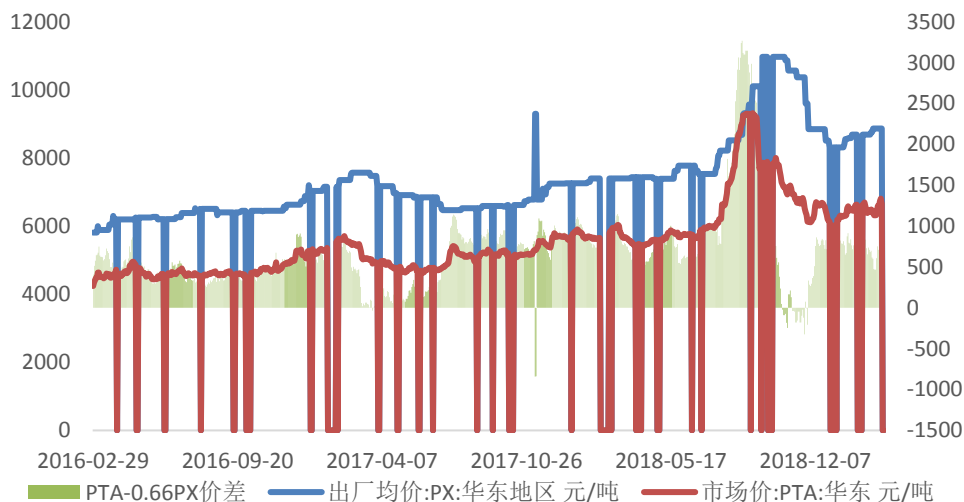
就桐昆自身而言,目前乙二醇需求为167万吨/年(全部为市场采购,主要依赖进口),中期为230万吨/年,远期将超过300万吨/年。因此,建设煤制乙二醇项目,不仅市场空间巨大,也有利于集团发挥产业链上下游垂直整合优势,降低原料采购市场风险,优化产业空间布局,增强企业发展后劲,提升综合竞争能力。且煤制乙二醇技术已经成熟,所采用的工艺技术具有物耗能耗更低、单位投资成本更节约、安全性更高、产品质量和经济性更优的后发优势。

浙石化和乙二醇项目顺利投产后,公司上游原料成本将得以稳定,形成坚固长城,纵横“PX-PTA/MEG-聚酯”产业链,实现其全面战略布局,抢占市场份额,维护其龙头地位。

3、国内PTA供给平稳,产能新增有限

3.1 PTA价格上升带来红利,公司盈利明显

图表16: PTA华东市场价格和价差(吨/元)

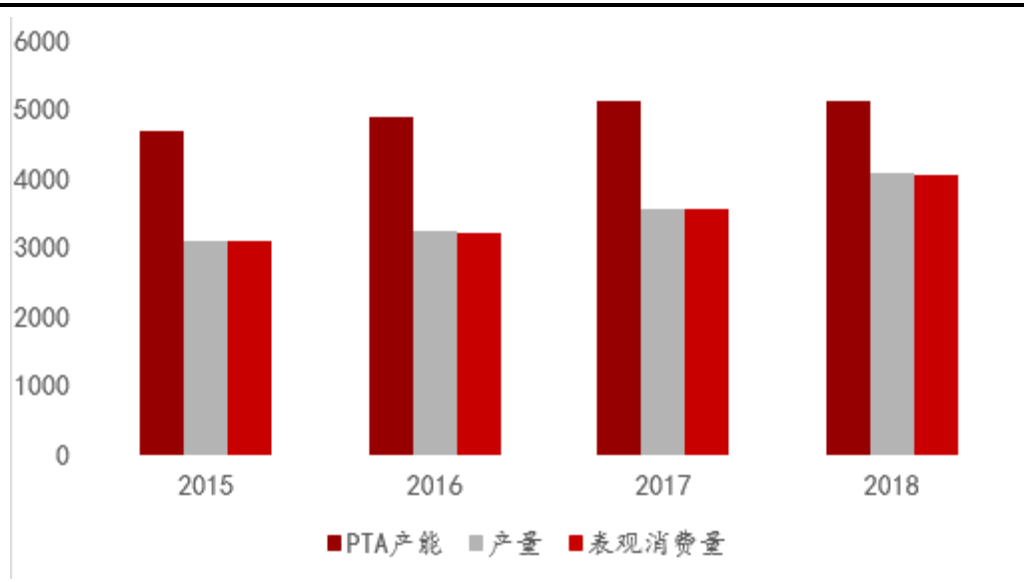


资料来源: iFind, 万联证券研究所

PTA的主要原料为PX,上游依次为石脑油、原油,而PTA价格与PX的关联性较强,也间接受到原油价格的影响。自2016年初以来,PTA价格一路上涨,在2018年下半年华东市场价达到高位9305元/吨,随后开始下跌,当前PTA华东市场价格6600元/吨。去年1-10月份PTA行业开始回暖,盈利状况大幅改善,PTA与主要原材料PX的平均价差持续扩大,高峰时PTA-0.66PX价差达到3267元/吨,利润集中在PTA端,使2018年公司净利润远超2017年。

3.2 国内PTA供给平稳,公司提高自给率

图表17: PTA产量以及表观消费量(万吨/年)



资料来源: wind, 万联证券研究所

国内PTA产量从2014年开始与表观消费量逼近,2017年,国内PTA产量3273万吨,表观消费量3273.31万吨,连续四年保持供需相对平衡。桐昆股份嘉兴石化具有PTA生产能力近400万吨/年,自给率超过80%。近年来在落后产能逐步淘汰背景下,化纤市场份额进一步向龙头企业聚集,民营聚酯龙头企业PTA产能占全行业一半以上。桐昆股份近几年聚酯化纤的快速发展对PTA的需求量扩大,自给率严重不足,目前如东(洋口港)石化聚

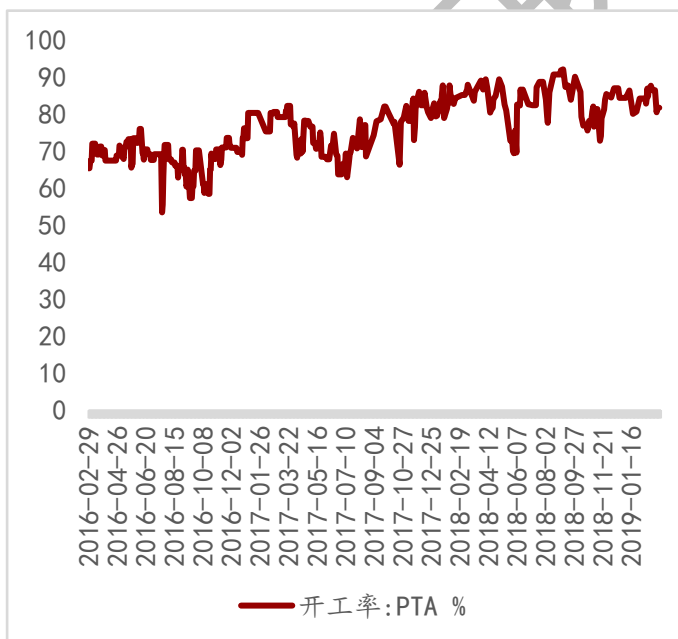
酯一体化项目一期开工建设时间为2019年12月至2022年12月,待如东项目达产后可提高PTA在公司内下游企业的自给率,可全部自行消化。

图表18: 国内主要公司PTA产能及在建项目(万吨/年)

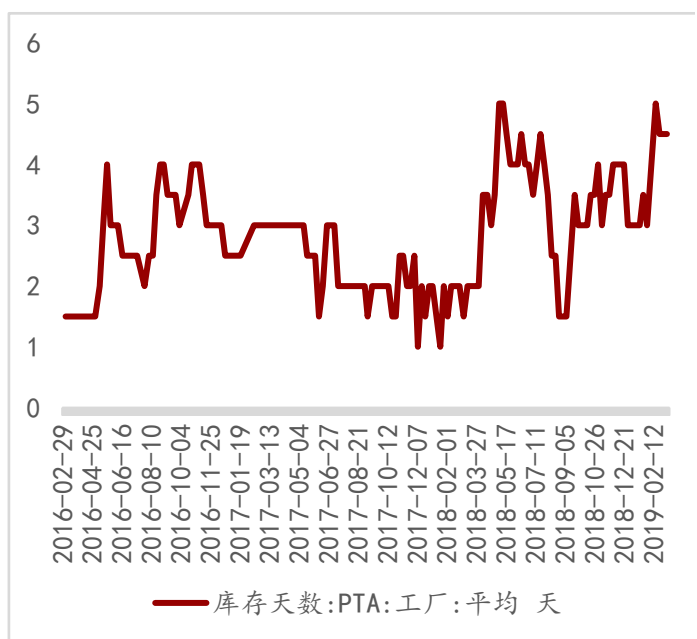
公司	现有产能	在建项目	在建产能	市场份额
桐昆股份	400	如东项目一期	2*250	10.92%
恒力股份	660	PTA-4项目 PTA-5项目	250 250	18.01%
荣盛石化	600	/	0	16.37%
恒逸石化	615	/	0	16.78%
新凤鸣	0	独山能源一期 独山能源二期	220 220	0
东方盛虹	150	/	0	4.09%
总计	2425		970	66.17%

资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表19: PTA开工率(百分比)



图表20: PTA工厂库存(天)



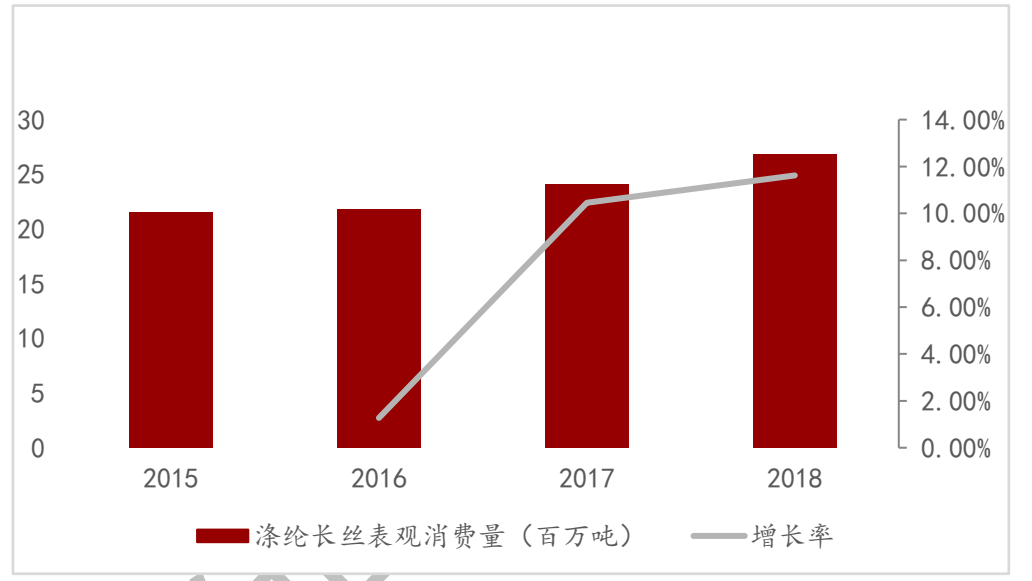
资料来源: iFind, 万联证券研究所

资料来源: iFind, 万联证券研究所

PTA的消费结构中,涤纶长丝占54.56%,2017年涤纶长丝表观消费量2405.37万吨,同比增长10.45%,在下游涤纶长丝需求带动下,2017年PTA产能实现4.48%的增长,产量为3568万吨,比去年增长10.39%,消费量增长10.97%。2018年涤纶长丝需求持续旺盛,同比增长11.62%,达2684.81万吨,长丝行业景气依旧,而2018年无新增PTA产能,产量大幅增长14.16%,表观消费量13.85%。预计2019年长丝将保持增速11%,需求达2980万吨,对PTA产量需求保持14%持续增加。而2019年行业PTA新增产能有限,有恒力股份250万吨PTA-4项目、新凤鸣独山能源一期PTA220万吨合计470万,产能增长9%,此外短期内新增产能上限不高,恒力股份250万吨PTA-5项目、独山能源二期PTA220万吨2020年才竣

工,判断未来PTA供需维持紧平衡,市场产能消化快,行业保持景气。

图表21: 2018年全国涤纶长丝表观消费量(百万吨)



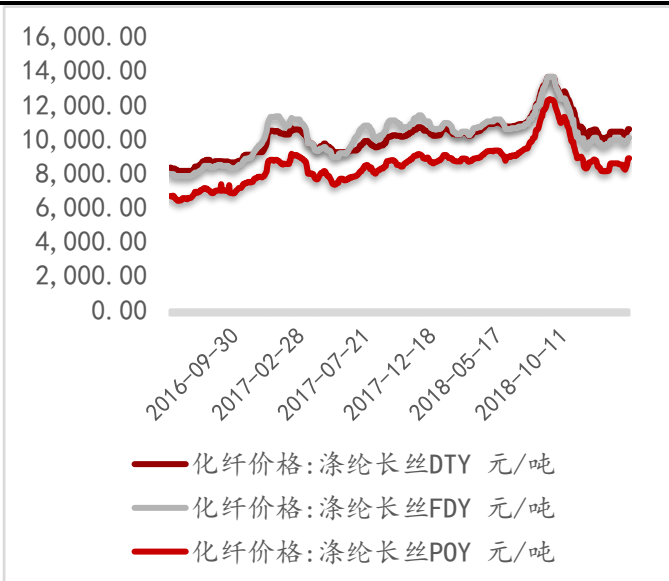
资料来源: iFind, 万联证券研究所

4、下游产销两旺,需求回暖

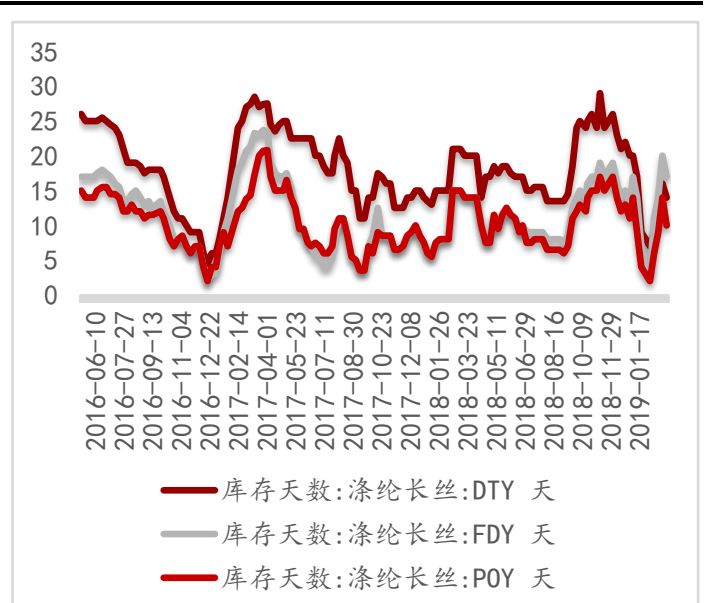
4.1 纺织业业复苏,涤纶长丝需求回升

纺织业作为化纤行业的下游,行业景气与否直接和涤纶长丝的需求情况相关。2018年涤纶长丝价格在9月份达到了历史新高,这与其上游PTA和MEG的价格波动密切相关,FDY达到13600元/吨,DTY达到13600元/吨,POY达到12300元/吨,随后回落至FDY达到10050元/吨,DTY达到10550元/吨,POY达到8850元/吨,且保持相对稳定。至于库存方面,去年11月库存堆积,DTY最高达29天,随后急剧下跌,2月份去库存效果明显,POY跌至2天,FDY跌至3天,DTY跌至7天,涤纶长丝市场需求回暖。

图表22: 涤纶长丝价格(元/吨)



图表23: 涤纶长丝库存(天)

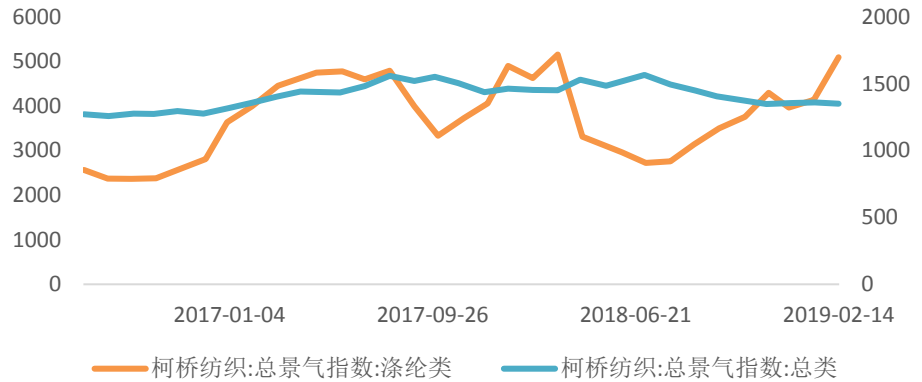


资料来源: iFind, 万联证券研究所

资料来源: iFind, 万联证券研究所

涤纶的柯桥纺织总景气指数在去年跌至2722.59后连续攀升,2月份到5091.56,景气指数增长幅度明显,涤纶行业市场持续景气。

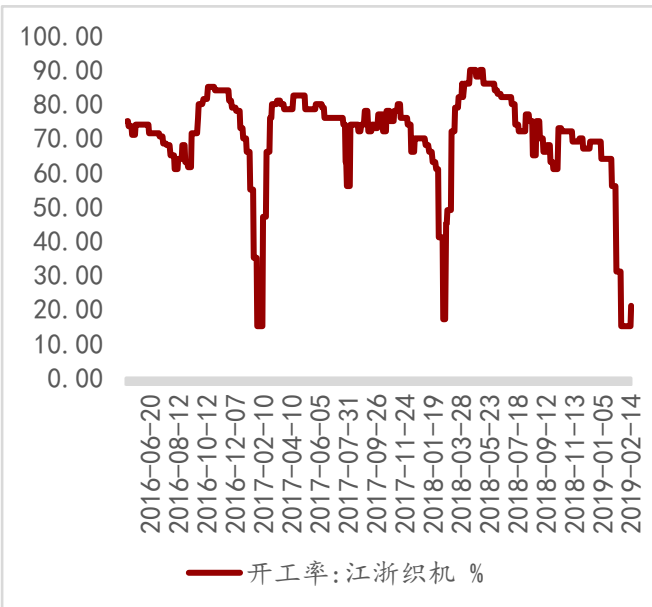
图表24: 柯桥纺织总景气指数



资料来源: iFind, 万联证券研究所

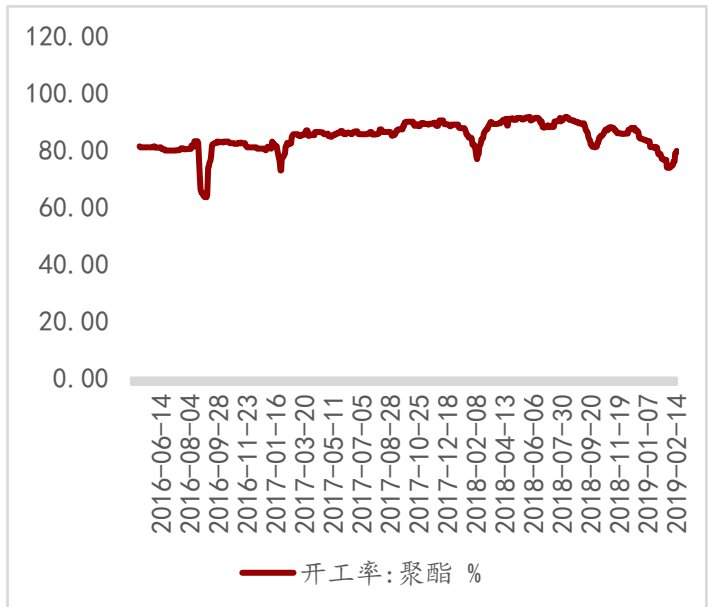
2018年织机开工率最高达90%,比过去两年显著提升,聚酯开工率全年保持高位生产,平均88%左右,下游需求旺盛。2019年以后江浙织机开工率下跌,与春节工厂放假有关,节日后工厂人员逐步回流,开工率正提升,上游的聚酯开工率节日前后小幅降低,保持在74%-79%高位,节后随着下游纺织业开工率提升也提高。

图表25: 江浙织机开工率



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表26: 聚酯开工率



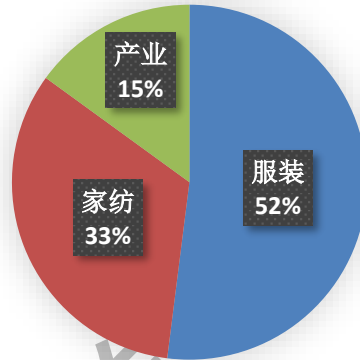
资料来源: iFind, 万联证券研究所

4.2 终端利润上升,消费端水平提升

纺织业的下游产业主要有服装业、家用纺织品、产业用纺织品等,它们构成了整个产业链的终端。涤纶长丝是最大的合成纤维品种,广泛应用于民用和工业领域,民用主要

用于服装、装饰;工业主要用于轮胎帘子布、传送带、帐篷、帆布、医药工业用布。

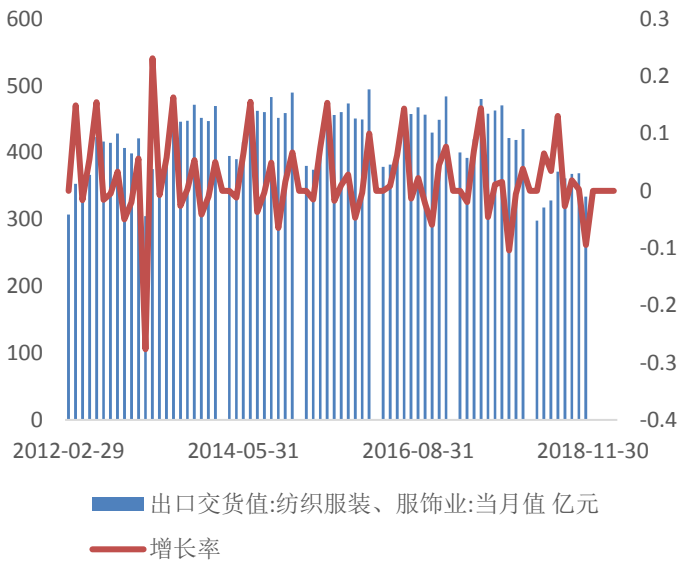
图表 27: 我国涤纶长丝下游需求分布



资料来源: 产业信息网, 万联证券研究所

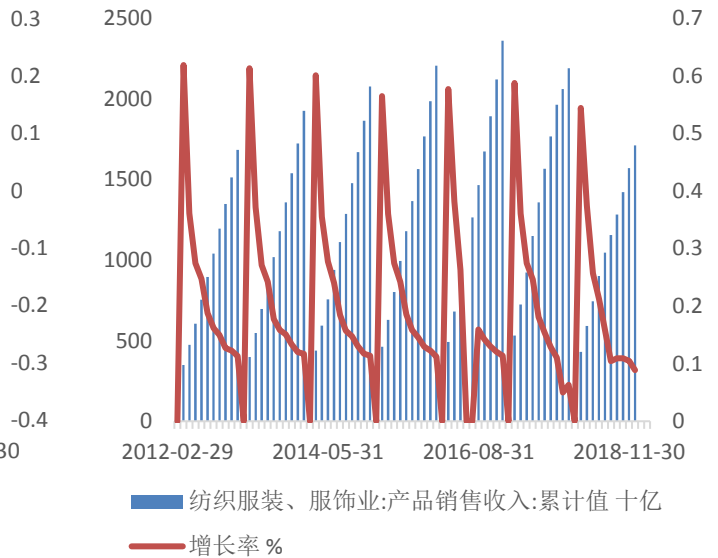
服装领域在民用涤纶需求中占比50%以上, 2012-2016年纺织服装、服饰业销售收入逐步回升, 2016年销售收入累计值2.36万亿元, 达到四年最高水平, 2017年全年累计销售收入下跌7.24%, 2018年跌幅明显, 同比下滑21.87%至1.71万亿元, 下游销售增速放缓。

图表 28: 纺织服装出口交货值 (亿元)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

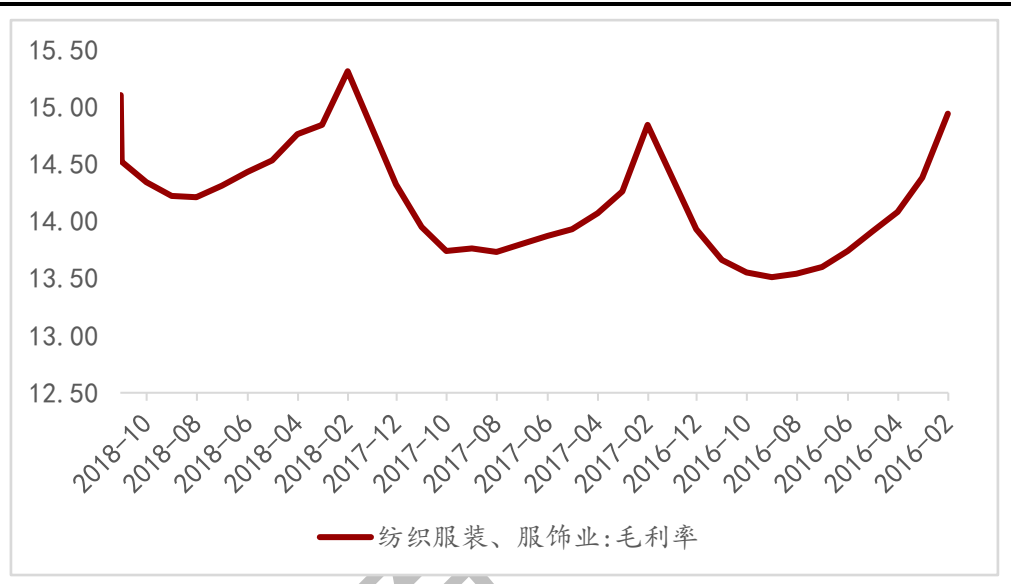
图表 29: 纺织服装产品销售收入 (十亿元)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

但2016年到2018年服装的毛利率涨幅显著, 2018年2月份达到峰值15.31%, 底部14.21%比去年底13.73%上升0.48%, 比2016年低值上升0.7%, 下游的盈利空间变大, 预计将吸引更多厂商进行服装生产争抢市场利润。

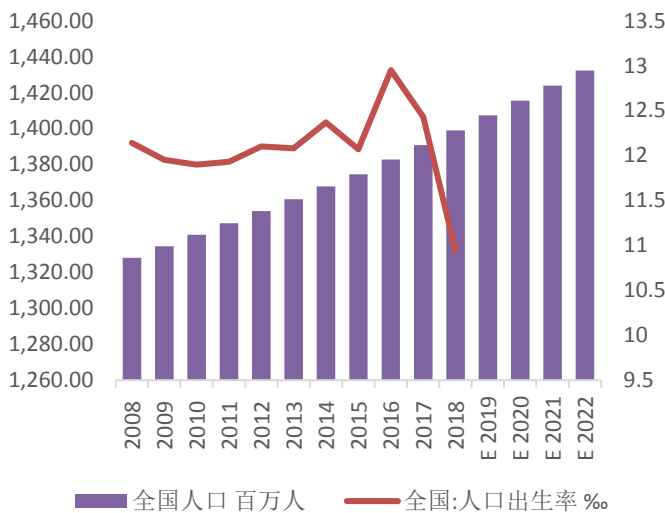
图表 30: 纺织服装、服饰业: 毛利率



资料来源: iFind, 万联证券研究所

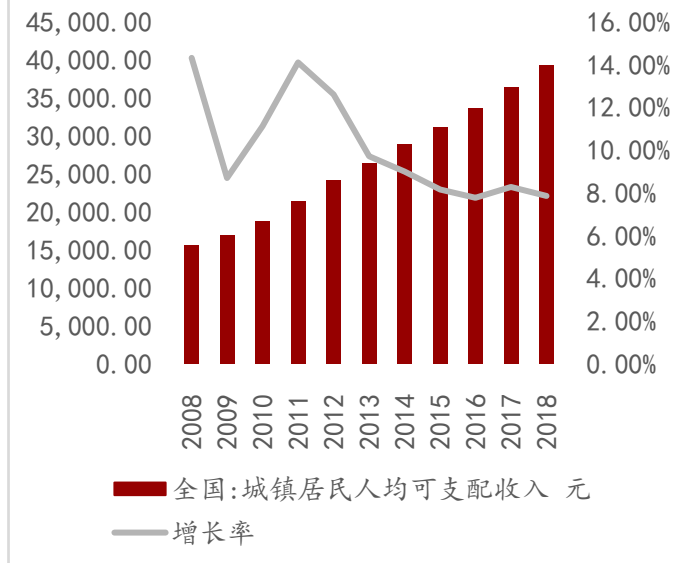
基于我国的人口出生率5年逐年下降至10.94%, 预测2019年-2010年分别为14.07亿、14.16亿, 人口增长稳定, 而城镇居民人均可支配收入2018年增长到3.93万元, 消费水平不断上升, 预测服装行业将不断收益, 产品需求也将保持稳定。

图表31: 全国人口数 (百万) 与人口出生率



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表32: 城镇居民人均可支配收入 (元)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

家纺用涤纶长丝主要用于家纺、汽车装饰等, 需求与商品房销量、汽车销量相关, 全国住宅销售套数2014年到2017年保持上升, 2017年三、四线城市去库存明显, 继续支撑家纺需求增长, 2017年新售1336.14万套, 同比增长4.2%, 为涤纶长丝需求提供有力支撑和保障。桐昆股份作为涤纶长丝市占率高达国内14%, 全球9%的领域龙头, 在终端纺织服装、家用、产业用纺织品等更新较快的消费品需求回暖下, 将明显受益, 2019年公司长丝销售业绩数据乐观。

图表33: 全国住宅销售套数 (万套)



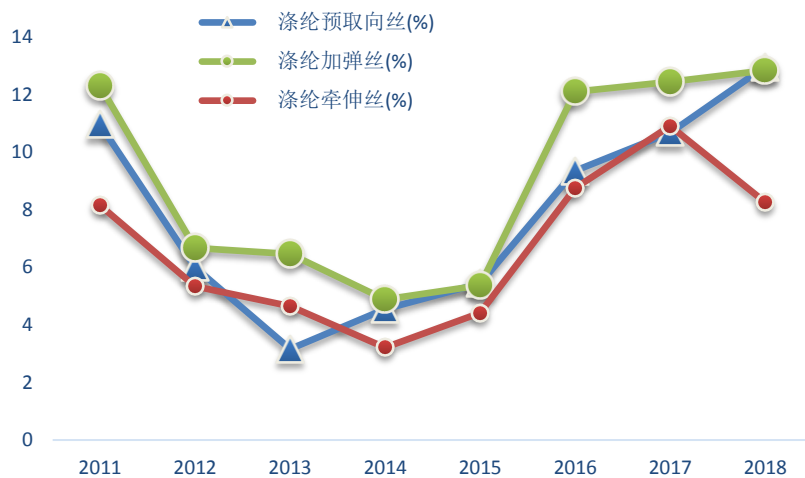
资料来源: iFind, 万联证券研究所

5、民用长丝龙头,强者更强

5.1 长丝景气,主营业务表现优异

公司是涤纶长丝行业龙头,从2005年开始就是国内销量第一的企业,2008年金融危机过后,成为了全球最大的涤纶长丝企业。目前公司有涤纶长丝产能570万吨,POY、FDY、DTY皆有,并且将要通过实施 2017-2019年三年的扩产计划,预计到2019年年底涤纶长丝的产能将超过600万吨/年,并将进一步提高产品差别化率,保持产品市场占有率的稳中有升,不断巩固市场竞争优势地位。为了达到这一目标,公司目前正在建的的涤纶长丝项目有5个,合计产能约为230万吨/年。2019年预计新增120万吨/年,公司长丝产能突破690万吨/年,市场份额由14%提升到17%,2020年达到700万吨以上。

图表34: 7年公司主营业务毛利率变化



资料来源: iFind, 万联证券研究所

主营业务毛利率2014年出现反弹,2016年得利于市场景气,POY、FDY和DTY毛利率分别大幅提升至9.35%、8.75%和12.09%,2017年毛利率增加幅度不大,显示主营业务的盈利能力稳定。2018年,在恒邦三期、恒腾三期(部分投产)和嘉兴石化产能释放及涤纶长丝行业需求下,POY和DTY分别上升至12.96%和12.83%,FDY出现震荡下跌至8.26%,全年主营业务毛利率总体表现优异。2015年到2018年,POY、DTY和FDY销售收入保持增加,其中POY收入256.08亿,成绩亮眼,同比去年增加27.84%,预取向丝逐步走向寡头地位。

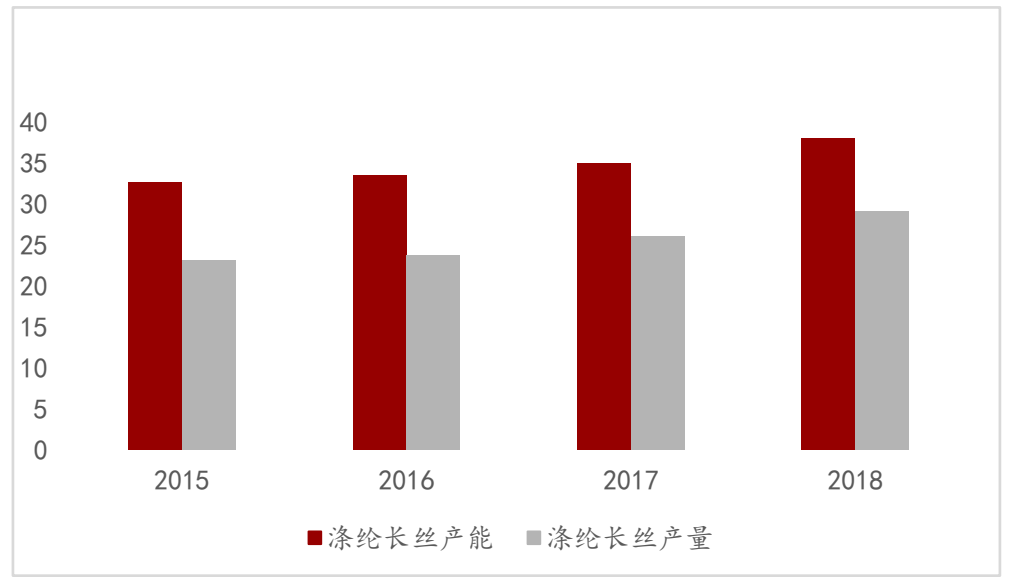
图表35: 7年公司主营业务收入变化(亿元)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

过去四年,全国涤纶长丝产能产量均保持稳定增长,2018年产能达37.97百万吨,同比增长8.89%,产量29.03百万吨,同比增长11.70%,表观消费量26.85百万吨,同比增长11.62%,产能投入增速低于产量和消费量,目前供需关系处于紧平衡。公司涤纶长丝市占率越高,越能在供需平衡时拔得头筹,扩大企业竞争力和增加议价能力。

图表36: 全国涤纶长丝产能产量(百万吨)

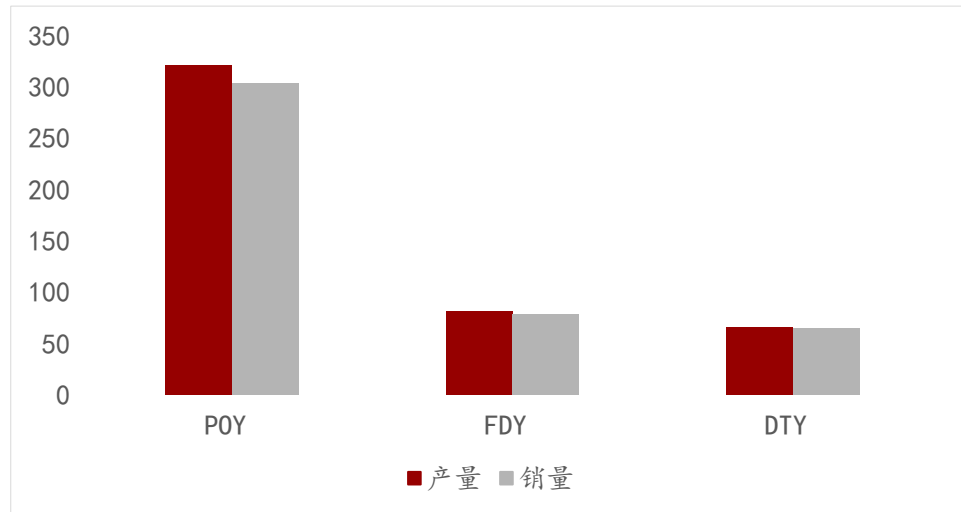


资料来源: iFind, 万联证券研究所

随着公司石化FDY项目、恒邦三期、恒腾三期、恒瑞三期产能如期释放,2018年销售业

绩可人。POY产量320.39万吨，销量303.21万吨，占公司涤纶长丝销售量67.9%，FDY和DTY为辅，产量和销量分别为80.96万吨、65.91万吨和78.54万吨、64.56万吨。2018年公司涤纶长丝市占率16.1%，持续向2019年市占率17%前进。

图表37：2018年公司涤纶长丝产量和销量（万吨）



资料来源：iFind, 万联证券研究所

5.2 公司产能不断加码,保持涤纶生产活力

2018年,集团嘉兴港区、洲泉及长兴恒腾三大基地项目推进顺利,石化FDY项目、恒邦三期、恒腾三期、恒瑞三期等多个项目顺利投产,另还有恒邦四期、恒腾四期、恒优项目顺利推进,集团公司继续保持化纤行业龙头地位,引领提升传统制造业由大变强。

嘉兴港区基地: 去年嘉兴石化年产30万吨FDY项目聚酯装置正式进料试生产并于完成12条纺丝线的全部开车工作。港区基地另一项目——恒优年产60万吨POY项目作为全球首套聚纺一体化设计项目,计划2019年二季度投料开车,利用区位优势和聚纺一体化设计为集团作出新贡献。

洲泉基地: 去年恒邦三期年产20万吨高性能差别化纤维技改项目聚酯装置正式如期释放产能,日产量达到750吨左右。作为国内外首套“一头三尾”装置,项目可实现在线生产阳离子POY、阳离子FDY、半光FDY及POY,再加上一体化短距离熔体输送设计及全自动机械化生产线两大突出亮点,生产的产品不仅质量稳定,而且成本低,已在市场上有较好的美誉度,成为厂区一个新的有力增长点。恒邦四期年产30万吨绿色智能化纤维项目聚酯主要大件设备开始吊装进场作业。

长兴恒腾基地: 恒腾三期项目是集团全年投产项目中产能最大的项目,总投资25.2亿元,占地266.7亩,建筑面积约19万平方米,配置20条纺丝生产线,主要纺丝设备均从国外引进。目前共开出16条POY、2条FDY纺丝生产线,剩余最后2条FDY生产线正在安装。预计将于近期完成全部开车工作。项目达产后,可年产功能性差别化纤维60万吨,年产值可达50亿元。届时,恒腾一期、二期、三期可形成140万吨的年生产能力。

图表38：公司聚酯纤维在建项目

项目名称	产能万吨/年	项目情况

1	恒优年产 60 万吨 POY 项目	60	计划 2019 年二季度投料开车
2	恒邦四期年产 30 万吨绿色智能化纤维项目	30	聚酯主要大件设备开始吊装进场作业,2 年内完工
3	恒超年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	50	项目用地已经取得初步意向,计划 2 年内完工
4	恒腾四期年产 30 万吨绿色纤维项目	30	逐步进行厂房的建设,2 年内完工
5	恒腾三期年产 60 万吨功能性差别化纤维项目	60	剩余 2 条 FDY 生产线正在安装,近期完成开车工作
6	如东洋口港石化聚酯一体化项目	240	签订协议布局
	总计	470	

资料来源:公司官网,万联证券研究所

2018年,通过嘉兴港区基地、洲泉基地、长兴恒腾基地三大生产基地的项目建成投产,集团长丝产能稳步增长,规模继续领跑,行业地位进一步巩固,目前仍在建产能有230万吨/年,2019年预计新增120万吨/年,公司长丝产能突破690万吨/年,市场份额由14%提升到17%;随着产能的逐步放大,集团层层分解销售任务,倒逼销售增量增效,实现低库存运行和效益最大化。

6、盈利假设

1. 同比去年涤纶长丝价格迎来大幅上涨,POY、FDY、DTY变动比率15.4%、9.71%、12.75%,PTA涨幅25.58%,预估长丝价格上涨趋于稳定,每年以8%、6%、4%递增,PTA价格随PX被取代以8%、6%、4%递增;
2. 下游需求刚性,长丝预估销量有需求支撑,公司长丝120万吨产能投入,如东项目无法估计工期,未来POY、FDY、DTY三年内按10%递增销量,毛利率增长不大,以各产品2016-2018年年均毛利率计算,POY11% FDY 9.5% DTY12.5%;
3. 供给端压力十分有限。而伴随着下游聚酯产能的投放扩张,PTA产能过剩的阴霾似已逐渐消散,市场情绪逐渐转向乐观,保持高负荷75%到90%生产,2019浙石化产能释放、短期PTA新增产能有限,PTA价格先保持上涨,销量三年内以5%、6%、7%增加,毛利率为9%,8%,7%;
4. 其他业务按照历史数据,切片等连续两年营收增长100%以上,今年长丝产能投入下降,预估未来三年均增长50%,预估增长复合丝8%,平牵丝持续下跌20%;
5. 其他业务不能确定,姑且维持13.95亿元。

		2018A	2019E	2020E	2021E
POY	销量(万吨)	303.21	327.47	347.11	361.00
	单价(元/吨)	8445.72	9121.38	9668.66	10055.41
	营收(亿元)	256.08	298.69	335.61	363.00
	毛利率	12.96%	13.50%	13.00%	12.50%
	毛利(亿元)	33.19	40.32	43.63	45.37
DTY	销量(万吨)	64.56	69.72	75.30	81.33
	单价(元/吨)	10069.25	10874.79	11527.28	11988.37
	营收(亿元)	65.01	75.82	86.80	97.50
	毛利率	12.83%	13.43%	12.94%	12.50%

	毛利(亿元)	8.34	10.18	11.23	12.19
FDY	销量(万吨)	78.54	84.82	89.91	93.51
	单价(元/吨)	8857.51	9566.11	10140.08	10545.68
	营收(亿元)	69.57	81.14	91.17	98.61
	毛利率	8.26%	10%	9%	8%
	毛利(亿元)	5.75	8.12	7.99	7.76
PTA	销量(万吨)	1.47	1.54	1.64	1.75
	单价(元/吨)	5278.99	5701.31	6043.38	6285.12
	营收(亿元)	0.78	0.88	0.99	1.10
	毛利率	7.48%	9%	8%	7%
	毛利(亿元)	0.06	0.14	0.13	0.12
切片等其他	营收(亿元)	5.88	8.82	13.23	19.85
	毛利率	0.08	0.08	0.08	0.08
	毛利(亿元)	0.46	0.72	1.08	1.61
复合丝	营收(亿元)	4.68	5.05	5.46	5.90
	毛利率	13%	13.20%	13.20%	13.20%
	毛利(亿元)	0.61	0.67	0.72	0.78
平牵丝	营收(亿元)	0.06	0.05	0.04	0.03
	毛利率	20.53%	15%	15%	15%
	毛利(亿元)	0.01	0.01	0.01	0.00
其他业务	营收(亿元)	402.05	470.46	533.31	585.98
	毛利率	13.95	13.95	13.95	13.95
	毛利(亿元)	1.22%	1.65%	1.65%	1.65%

资料来源：万联证券研究所

7、风险提示

- 1、浙石化项目进展不及预期,有工期拖延现象;
- 2、公司原料与产品均与原油价格正相关,原油价格大幅大跌造成库存损失;
- 3、下游需求不及预期,服装、家纺、产业用纺织终端需求量大幅下降。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11976.00	8102.49	12963.02	17518.51
货币资金	5646.27	2018.86	6020.27	9993.15
应收及预付	1191.86	1668.10	1864.33	2026.59
存货	4147.15	3424.80	4087.69	4508.03
其他流动资产	990.73	990.73	990.73	990.73
非流动资产	22684.67	22684.67	22684.67	22684.67
长期股权投资	5247.01	5247.01	5247.01	5247.01
固定资产	14893.50	14893.50	14893.50	14893.50
在建工程	1331.23	1331.23	1331.23	1331.23
无形资产	1067.55	1067.55	1067.55	1067.55
其他长期资产	145.38	145.38	145.38	145.38
资产总计	34660.67	30787.16	35647.69	40203.18
流动负债	13661.56	6218.45	7326.27	8019.39
短期借款	7581.34	0.00	0.00	0.00
应付及预收	5449.68	5455.90	6455.32	7072.83
其他流动负债	630.55	762.55	870.95	946.56
非流动负债	4867.65	4867.65	4867.65	4867.65
长期借款	1715.00	1715.00	1715.00	1715.00
应付债券	3042.30	3042.30	3042.30	3042.30
其他非流动负债	110.35	110.35	110.35	110.35
负债合计	18529.22	11086.10	12193.93	12887.04
股本	1821.93	1821.93	1821.93	1821.93
资本公积	5918.47	5918.47	5918.47	5918.47
留存收益	8330.44	11879.55	15611.92	19453.04
归属母公司股东权益	16070.84	19619.95	23352.32	27193.45
少数股东权益	60.61	81.11	101.44	122.69
负债和股东权益	34660.67	30787.16	35647.69	40203.18

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2426.05	3949.58	4001.41	3972.88
净利润	2131.45	3544.76	3732.37	3841.13
折旧摊销	1441.64	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1961.77)	384.32	248.71	110.51
其它	814.73	20.50	20.33	21.25
投资活动现金流	(7714.70)	0.00	0.00	0.00
资本支出	(1391.69)	0.00	0.00	0.00
投资变动	(2898.46)	0.00	0.00	0.00
其他	(3424.55)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4823.34	(7576.99)	0.00	0.00
银行借款	(668.38)	0.00	0.00	0.00
债券融资	5304.24	(0.00)	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	187.48	(7576.99)	0.00	0.00
现金净增加额	(465.31)	(3627.41)	4001.41	3972.88
期初现金余额	3052.47	5646.27	2018.86	6020.27
期末现金余额	2566.38	2018.86	6020.27	9993.15

资料来源: wind、万联证券研究所

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	41600.75	48441.43	54725.51	59993.06
营业成本	36742.47	42402.93	48223.68	53185.83
营业税金及附加	81.13	106.50	118.15	128.23
销售费用	125.84	152.76	170.12	186.55
管理费用	584.85	760.22	817.45	902.47
财务费用	573.22	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	293.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	17.88	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.90	0.00	0.00	0.00
营业利润	2778.10	4574.14	4840.03	4984.24
营业外收入	16.18	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	2787.72	4574.14	4840.03	4984.24
所得税	656.27	1008.88	1087.33	1121.87
净利润	2131.45	3565.26	3752.70	3862.37
少数股东损益	11.20	20.50	20.33	21.25
归属母公司净利润	2120.25	3544.76	3732.37	3841.13
EBITDA	5071.51	4574.14	4840.03	4984.24
EPS (元)	1.16	1.95	2.05	2.11

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	26.78%	16.44%	12.97%	9.63%
营业利润	23.99%	64.65%	5.81%	2.98%
归属于母公司净利润	20.42%	67.19%	5.29%	2.91%
获利能力				
毛利率	11.68%	12.47%	11.88%	11.35%
净利率	5.12%	7.36%	6.86%	6.44%
ROE	13.19%	18.07%	15.98%	14.13%
ROIC	11.99%	15.89%	16.92%	17.50%
偿债能力				
资产负债率	53.46%	36.01%	34.21%	32.05%
净负债比率	114.86%	56.27%	51.99%	47.18%
流动比率	0.88	1.30	1.77	2.18
速动比率	0.53	0.65	1.11	1.52
营运能力				
总资产周转率	1.36	1.48	1.65	1.58
应收账款周转率	59.48	49.75	50.03	51.29
存货周转率	10.64	12.21	11.64	11.64
每股指标 (元)				
每股收益	1.16	1.95	2.05	2.11
每股经营现金流	1.33	2.17	2.20	2.18
每股净资产	8.82	10.77	12.82	14.93
估值比率				
P/E	8.39	7.78	7.39	7.18
P/B	1.11	1.40	1.18	1.01
EV/EBITDA	4.83	6.63	5.43	4.48

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场