

桐昆股份 (601233.SH)

公司研究/深度报告

长丝景气度上行，推荐桐昆股份

-桐昆股份深度报告

深度研究报告/石油石化

2021年1月26日

报告摘要:

● 本报告试图解决:

- (1) 从多角度判断长丝景气度;
- (2) 测算桐昆股份未来盈利中枢。

● 行业逻辑: 多角度判断未来长丝景气度上行

长丝景气度指数趋近于历史中枢，并且呈上升趋势。总体上看，长丝、涤纶、纺服类的景气指数均逼近历史中枢呈上升趋势。2020年12月坯布类市场景气指数处在41%的历史百分位，长丝市场回暖。此外原料类涤纶柯桥纺织市场景气指数是长丝的领先指标，领先长丝价格的平均时间为1.8个月，原油价格和PTA价格是长丝价格变动的同步指标。从库存周期角度判断，长丝预计于2021年下半年进入主动补库存周期。2020年9月开始，库存开始高位回落，行业进入去库存阶段。目前本轮周期的主动去库存阶段从2020年9月持续到2020年11月，之后进入被动去库存阶段。历史上一个库存周期平均持续时长为24个月，且历史上库存周期中被动去库存阶段周期平均时长为9个月。因此可以推测，涤纶长丝预计于2021年下半年进入主动补库存阶段，届时长丝量价齐升，利好相关企业。

POY吨毛利位于19%的历史百分位。三种长丝中POY吨毛利最高，自2020年8月以来呈上升趋势，2021年1月16日吨毛利为1091元/吨，按2015年至今的数据测算，POY吨毛利处于19%的历史百分位，整体上呈回暖趋势。

● 公司逻辑: 产能扩张，公司盈利能力上行，估值具备修复空间

公司长丝产能扩张，盈利能力上行。目前公司具有长丝产能690万吨/年，聚酯一体化项目正在建设，投产后将增加公司PTA产能500万吨/年、长丝产能240万吨/年。另外，2020年12月3日，公司签订对外投资协议，拟增加长丝（短纤）产能240万吨/年。2015-2019年公司长丝毛利的盈利中枢为789元/吨。在原油价格中枢为50美元/桶时，公司930万吨长丝可获得净利28亿元。

受益于浙石化炼化项目，公司投资收益增加。2020年上半年浙石化一期为公司贡献了8.96亿元的投资收益。浙石化二期今年11月开工，投产后公司收益将进一步增加。经过测算，当原油价格中枢为50美元/桶时，原油单位吨加工毛利为1349元/吨，公司浙石化一期和二期共800万吨权益产能可获得净利52亿元。

公司具有品牌优势和一体化优势。公司主导产品“GOLDEN COCK”牌涤纶长丝在1999年9月评为“浙江省名牌产品”。公司目前形成了PTA——聚酯——纺丝——加弹一条龙的生产、销售格局。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。

公司估值低于行业平均水平。以2021年1月25日数据来看，21年公司PE估值为12X，低于行业平均估值，因此公司具有估值修复空间。

● 盈利能力预测与投资建议

基于公司核心业务板块的分析，我们预计2020-2022年EPS分别为1.38、2.22和2.97元，以2021年1月25日收盘价作为参考，对应PE为19X，12X和9X，2021年可比公司平均估值为17X，此外考虑到未来两年公司PEG<1，维持“推荐”评级。

● 风险提示

原油价格下跌风险、产能投放进度拖后。

推荐

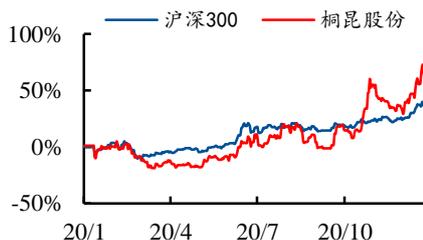
维持评级

当前价格: 26.14

交易数据 2021-01-25

近12个月最高/最低(元)	27.30/11.25
总股本(百万股)	2287.53
流通股本(百万股)	2287.53
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	597.96
流通市值(亿元)	597.96

该股与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 杨侃

执业证号: S0100516120001

电话: 0755-22662010

邮箱: yangkan@mszq.com

相关研究

- 1,《桐昆股份(601233)19年年报点评报告: 毛利率稳中有升, 产能规模持续扩张》20200421
- 2,《桐昆股份(601233)2020年半年报点评报告: 疫情及国际贸易环境影响, 净利同比下降27%》20200831

盈利预测与财务指

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	50,582	48,711	71,433	77,581
增长率 (%)	21.6%	-3.7%	46.6%	8.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,884	3,155	5,077	6,793
增长率 (%)	36.0%	9.4%	60.9%	33.8%
每股收益 (元)	1.57	1.38	2.22	2.97
PE (现价)	16.6	19.0	11.8	8.8
PB	2.5	2.8	2.4	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

1 本文主要解决以下问题	4
2 公司概况：涤纶长丝领先企业，新增长丝产能	5
2.1 公司是涤纶长丝领域领先企业	5
2.2 公司业绩持续增长	5
3 行业逻辑：长丝景气度上行	8
3.1 从景气度指数角度去判断长丝景气度	8
3.2 从库存周期角度预测长丝未来景气度	11
3.3 从长丝盈利角度预测长丝未来景气度	13
3.4 从其他相关指标角度判断长丝景气度	14
4 公司逻辑：长丝产能加速扩张、炼化一体化投产，公司盈利能力上行	18
4.1 公司产能加速扩张，炼化项目二期开建	18
4.2 桐昆股份长丝未来盈利中枢的判断	18
4.2.1 从桐昆股份历史盈利情况测算不同油价下长丝盈利中枢	18
4.2.2 从行业平均水平角度测算不同油价下长丝盈利中枢	19
4.3 桐昆股份 2000 万吨炼化一体化项目未来盈利中枢的判断	20
4.4 涤纶长丝行业可比公司对比	21
4.4.1 可比公司历年长丝吨毛利对比	21
4.4.2 可比公司历年长丝吨成本对比	22
4.5 公司具有品牌优势和规模优势	23
5 盈利预测及投资建议	24
6 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 本文主要解决以下问题

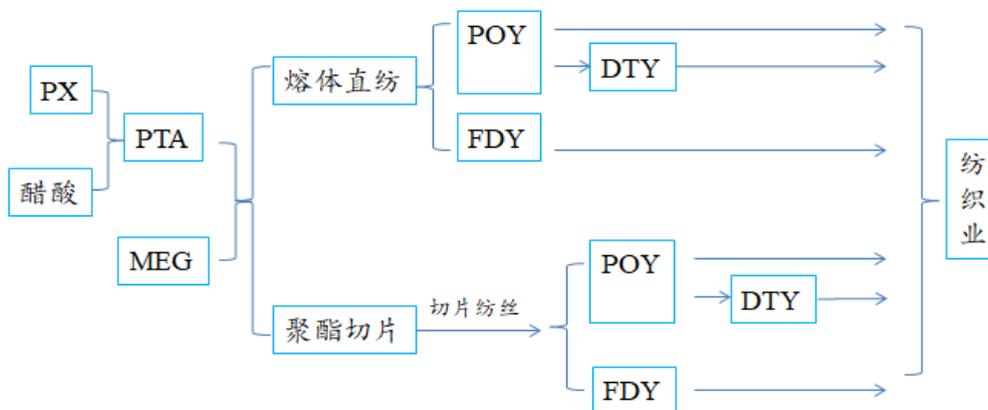
- (1) 从多角度判断长丝景气度；
- (2) 测算桐昆股份未来盈利中枢。

2 公司概况：涤纶长丝领先企业，新增长丝产能

2.1 公司是涤纶长丝领域领先企业

公司连续 19 年国内长丝销量第一，市占率超 18%。公司主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售 2001-2019 年公司连续 19 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，国内市场的占有率超过 18%，国际市场的占有率约 12%，在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称。公司产品主要用于服装面料、家纺产品的制造，以及小部分用于产业用（如缆绳、汽车用篷布、箱包布等）。目前，公司拥有 420 万吨/年 PTA 产能，聚合产能 640 万吨/年，长丝产能 690 万吨/年。

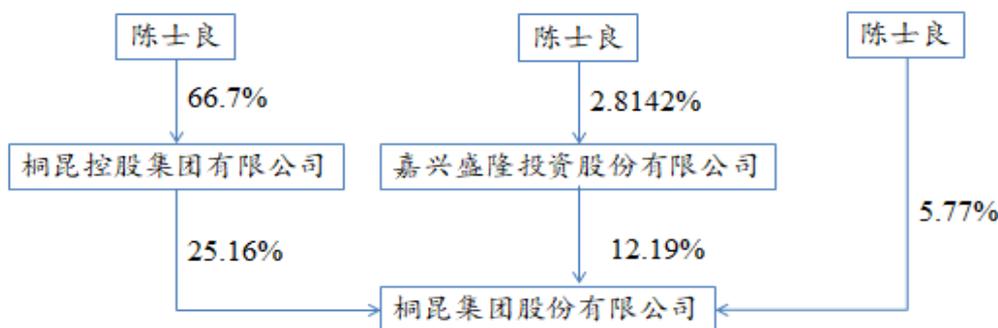
图1：涤纶长丝行业产业链示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司股权结构清晰。公司实际控制人为陈士良。陈士良分别拥有桐昆控股集团有限公司 66.7% 的股份和嘉兴盛隆投资股份有限公司 2.8142% 股份，而这两家公司是桐昆股份的前两大股东，持有桐昆股份的比例分别为 25.16% 和 12.19%。此外陈士良直接持有桐昆股份 5.77% 的股份。综合来看，陈士良直接或间接持有桐昆股份 43.12% 股份，为公司的实际控制人和最终受益人。

图2：公司股权结构图

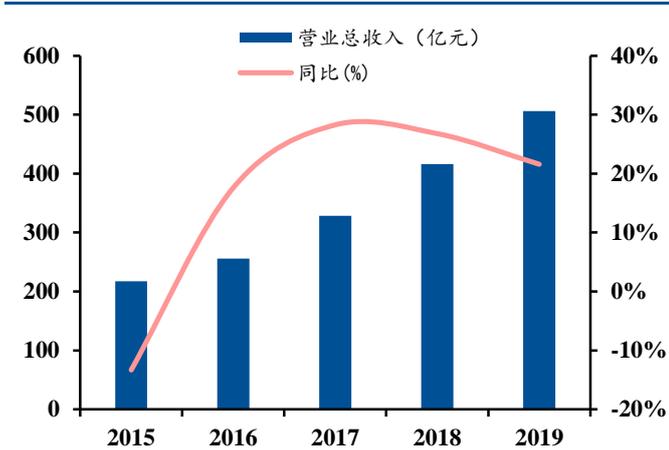


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 公司业绩持续增长

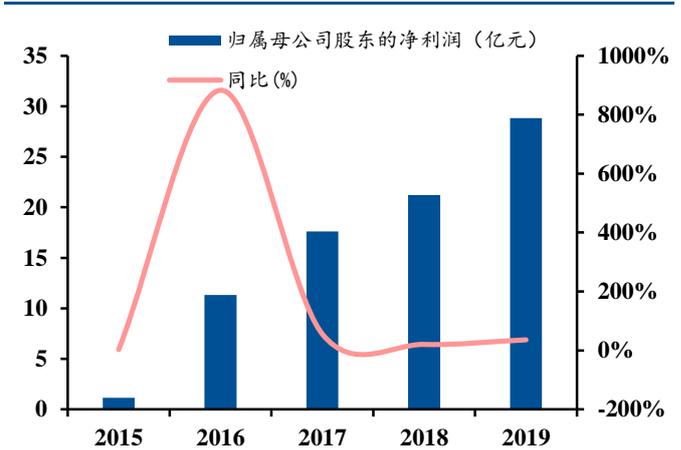
公司业绩连年增长。2019 年公司营收和归母净利润分别为 506 亿元和 29 亿元。2016-2019 年营收同比增长率分别为 18%、28%、27%和 22%，归母净利润同比增长率分别为 883%、56%、20%和 36%。公司 2016 年业绩大幅增长主要原因是涤纶长丝行业受国家供给侧改革影响，去产能、去库存成效明显且人民币贬值促进下游纺织产品出口增加。

图3: 2015-2019 年营收 (左轴) 及同比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

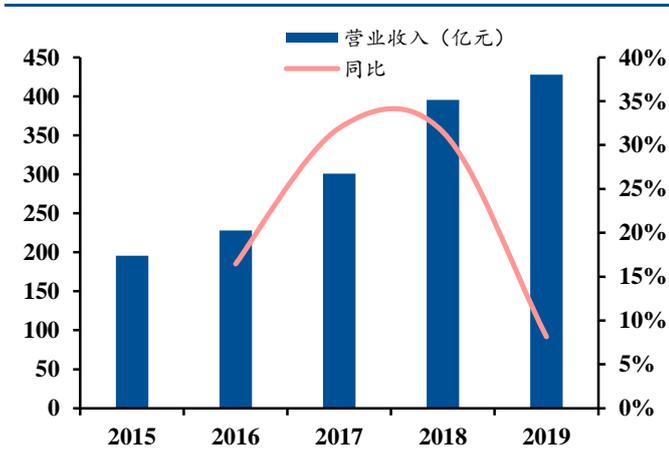
图4: 2015-2019 年归母净利润 (左轴) 及同比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

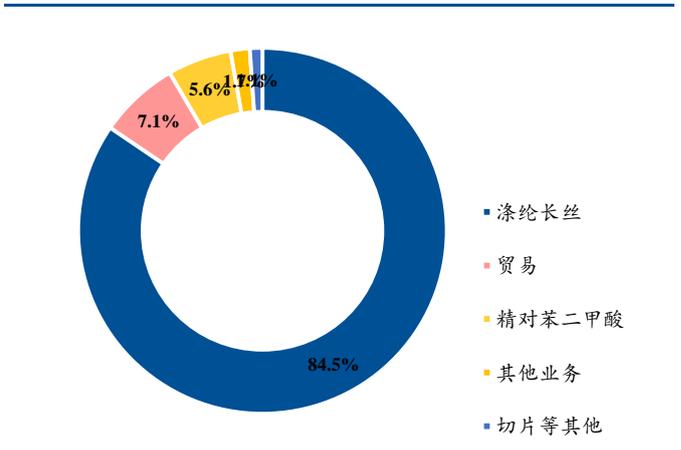
涤纶长丝是公司的主要营收来源。2019 年公司涤纶长丝的营业收入为, 2016-2019 年同比增长率分别为 16%、32%、31%和 8%。涤纶长丝是公司重要的营收来源, 2019 年占公司总营收的 85%, 尽管这一比例较 2018 年的 95%有所下降, 但仍不改变其在公司当之无愧的重要战略地位。

图5: 2015-2019 年涤纶长丝营收 (左轴) 及同比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

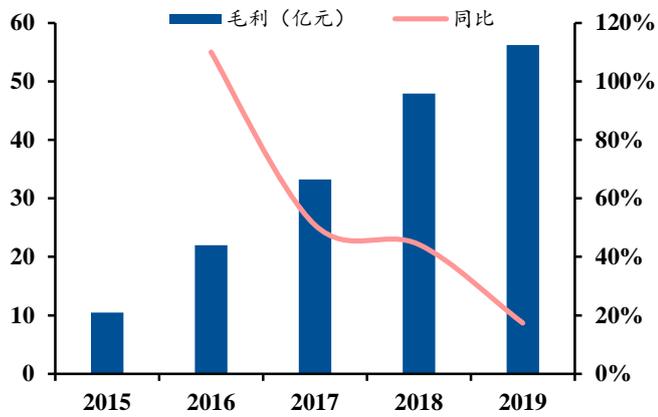
图6: 2019 年公司主营业务占比 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

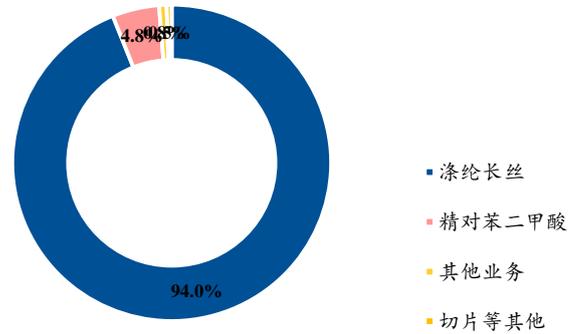
涤纶长丝毛利连年增长, 毛利占比为公司首位。2019 年公司涤纶长丝毛利为 56 亿, 2016-2019 年同比增长率为 110%、51%、44%和 17%。同时涤纶长丝的毛利占比也是公司最高的, 2019 年这一数值为 94%, 较 2018 年的 98%有所下滑, 主要原因是公司新增了 PTA 产能, PTA 的毛利占比提高。

图7: 公司涤纶长丝毛利 (左轴) 及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 2019 年公司毛利占比 (%)

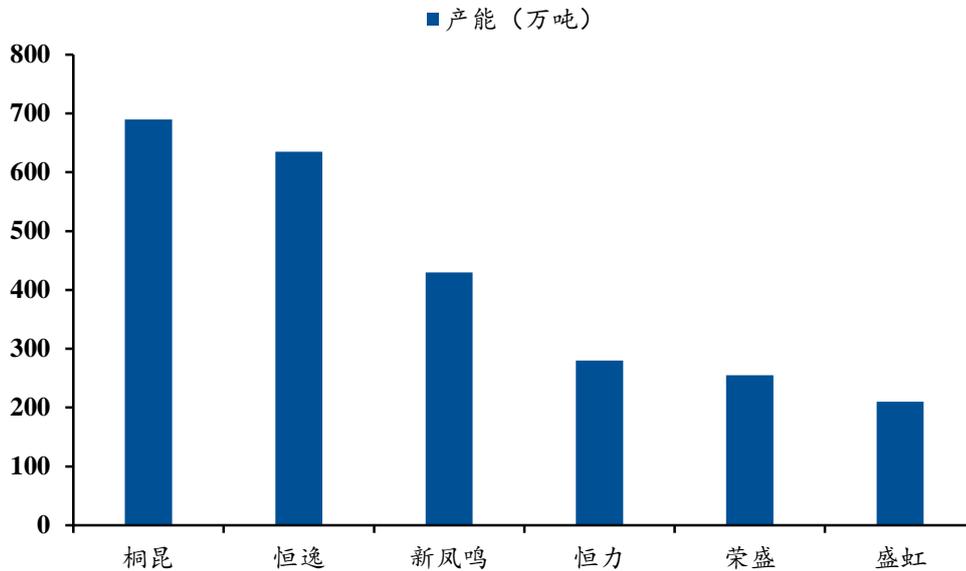


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 行业逻辑：长丝景气度上行

涤纶长丝是原油、PTA 等材料的下游产品，主要用于家纺和工业领域。我国涤纶长丝产能比较集中，主要聚集在桐昆股份、恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、新凤鸣和东方盛虹这六家公司。

图9：2019 年主要厂商涤纶长丝年产能（万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

未来三年约 530 万吨涤纶长丝产能释放。2019 年国内涤纶长丝的产能为 4134 万吨，以桐昆股份、荣盛石化、恒力石化和恒逸石化为首的企业将在未来三年释放公司涤纶长丝新增产能。若所有厂商的投产项目按计划投产，则到 2022 年国内涤纶长丝产能增加 530 万吨。

表1：主要厂商未来涤纶长丝投产产能（万吨）

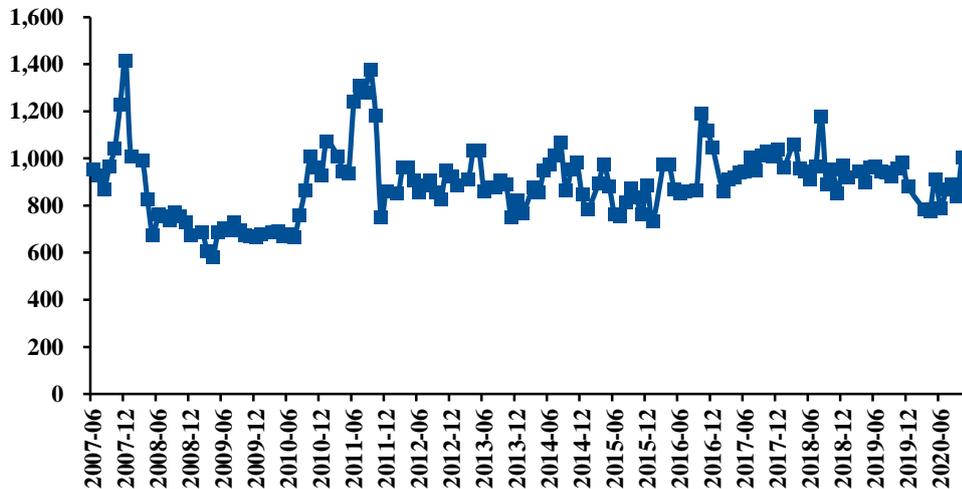
年份	2019	未来预计投产
桐昆	690	240
恒逸	635	135
新凤鸣	430	-
恒力	280	155
荣盛	255	-
合计	2500	530

资料来源：公司公告、民生证券研究院

3.1 从景气度指数角度去判断长丝景气度

涤纶长丝市场景气度处在 29% 的历史百分位，向历史中枢接近。2007 年 6 月至今，涤纶的柯桥纺织市场景气指数最大值为 1415，最小值为 578。2020 年 12 月这一数值为 817，即目前涤纶市场景气指数处在 29% 的历史百分位，随着油价上升，行业景气度正逐渐趋近于历史中枢。

图10: 柯桥纺织市场景气指数: 原料类: 涤纶

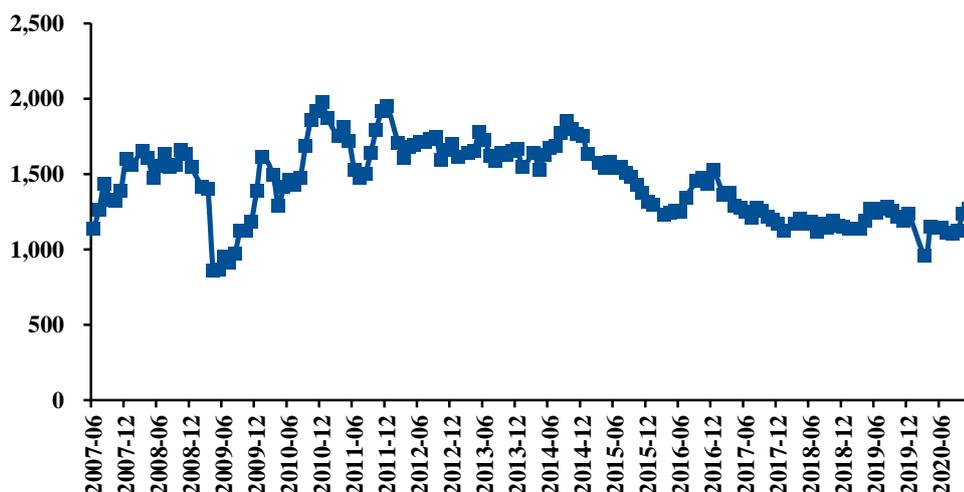


资料来源: Wind, 民生证券研究院

坯布是纺服类的下游产品, 其景气度情况也影响涤纶长丝未来盈利能力。

2020年12月坯布类市场景气指数处在41%的历史百分位, 趋近历史中枢。2020年3月, 柯桥纺织坯布类市场景气指数下跌到926.78。2020年12月这一数值为1282。2010年至今, 柯桥纺织市场景气指数最大值为1798, 最小值为807, 则2020年12月市场景气指数处在41%的历史百分位, 趋近于历史中枢, 说明坯布市场已经回暖。

图11: 柯桥纺织坯布类景气指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

横向看, 坯布类产品市场景气指数10月开始景气度超过去年。分季节横向对比, 2020年坯布类产品景气度指数在4月份迅速回升, 4月之后保持平稳, 10月突破去年景气度, 目前市场仍

保持高景气度。

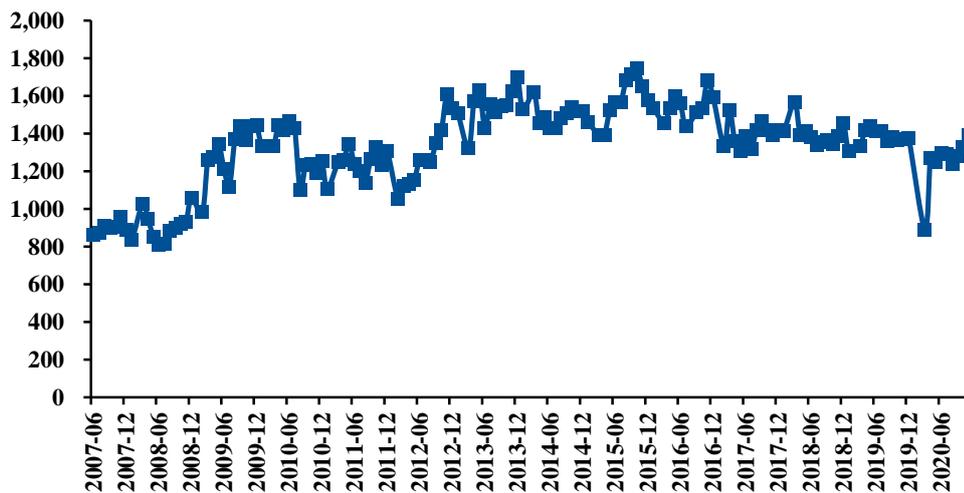
图12: 柯桥纺织坯布类涤纶市场景气指数季节图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

12月纺服类景气度处在64%历史百分位。根据柯桥纺织数据,2007年6月至今,柯桥纺织服装面料类涤纶的市场景气指数最大值为1743,最小值为810。2020年12月市场景气指数为1403,处在64%历史百分位,已经完全摆脱颓势。

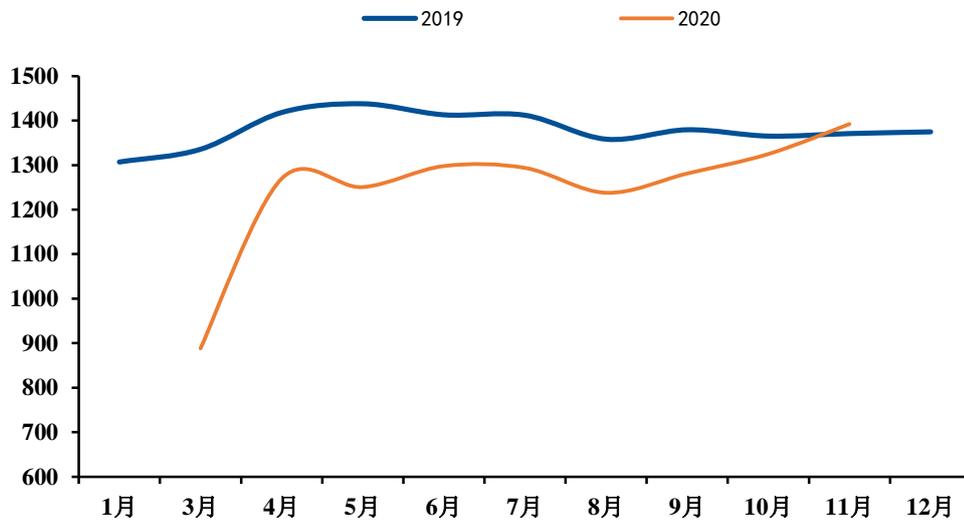
图13: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

12月纺服类市场景气指数高于去年同期。与去年相比,今年12月纺服类市场景气指数高于去年同期,市场已恢复景气。

图14: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数季节图



资料来源: wind, 民生证券研究院

总体上看,长丝回暖。长丝、涤纶、纺服类的景气指数均处于接近历史中枢的水平,长丝市场长期前景向好。

3.2 从库存周期角度预测长丝未来景气度

库存周期同时受供需两方面的影响。涤纶长丝的产能呈刚性而需求端呈“弹性”,因此长丝库存的调整受下游需求影响较大。具体表现为长丝库存变化滞后于其价格变化,这种滞后效应引起了库存周期。

库存周期分为四个阶段,被动去库存、主动补库存、被动补库存和主动去库存阶段。

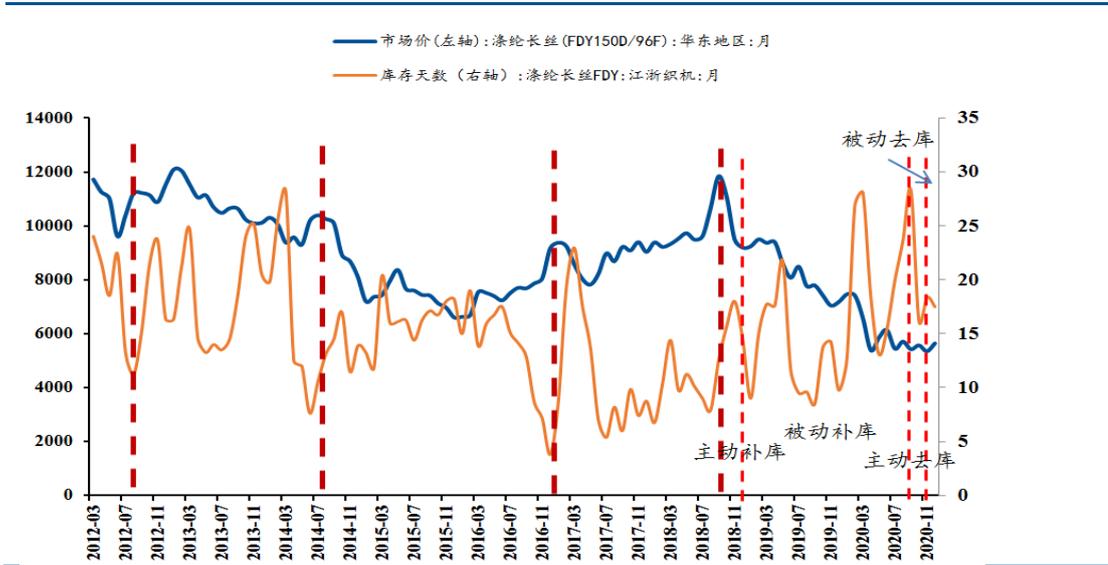
表2: 库存周期阶段

库存周期四个阶段	价格变化	库存变化
被动去库存	↑	↓
主动补库存	↑	↑
被动补库存	↓	↑
主动去库存	↓	↓

资料来源: 民生证券研究院整理

下面以FDY市场价格和库存天数来分析涤纶长丝目前所处的周期。价格上行代表需求向好,库存天数上行代表库存积压。

图15: 涤纶长丝库存周期划分 (元/吨, 月)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从 2012 年 8 月至今, 涤纶长丝行业共经历了 3 个完整的库存周期, 目前进入第 4 个周期的被动去库存阶段。

表3: 涤纶长丝库存周期各阶段

时间	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库
2012.08-2014.06	2012.08-2013.02	2013.02-2014.02	2014.02-2014.04	2014.04-2014.06
2014.06-2016.11	2014.06-2015.04	2015.04-2015.12	2015.12-2016.01	2016.01-2016.11
2016.11-2018.08	2016.11-2017.01	2017.01-2017.03	2017.03-2017.05	2017.05-2018.08
2018.08 至今	2018.08-2018.11	2018.11-2020.09	2020.09-2020.11	2020.12 至今

资料来源: 民生证券研究院整理

根据以上划分, 可以得到中国涤纶长丝行业一个库存周期的平均持续时间及各个阶段的平均持续时长。

表4: 涤纶长丝库存周期各阶段持续时长

时间	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库	本次库存周期持续时长 (月)
2012.08-2014.06	6	12	2	2	22
2014.06-2016.11	10	8	1	10	29
2016.11-2018.08	2	2	2	15	21
2018.08 至今	3	22	2	2+	29+
平均时长	5.3	11	1.8	9	24

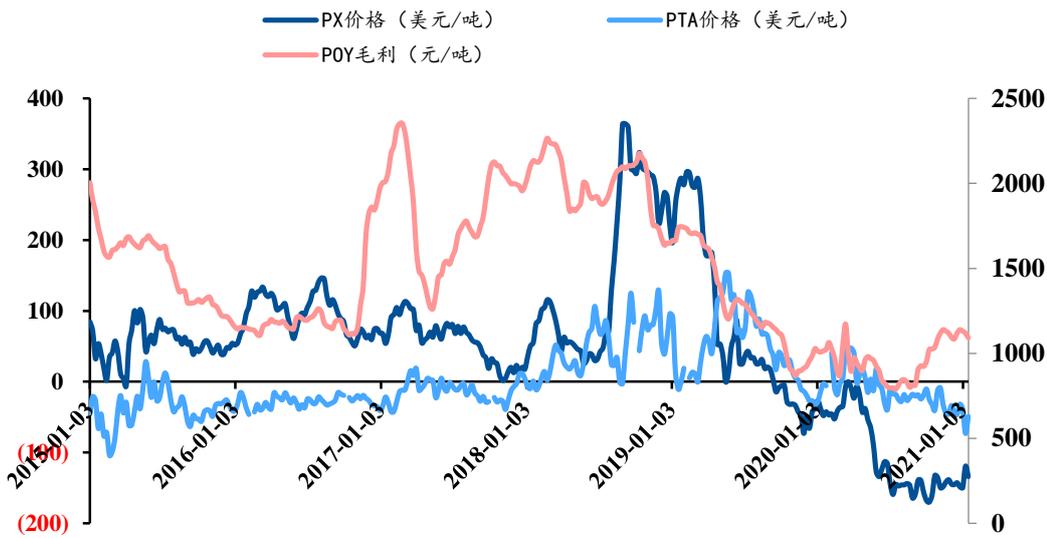
资料来源: 民生证券研究院整理

2020 年 9 月开始, 库存开始高位回落, 行业进入去库存阶段。目前本轮周期的主动去库存阶段从 2020 年 9 月持续到 2020 年 11 月, 之后进入被动去库存阶段。历史上一个库存周期平均持续时长为 24 个月, 且历史上库存周期中被动去库存阶段周期平均时长为 9 个月。因此可以推测, 涤纶长丝预计于 2021 年下半年进入主动补库存阶段。

3.3 从长丝盈利角度预测长丝未来景气度

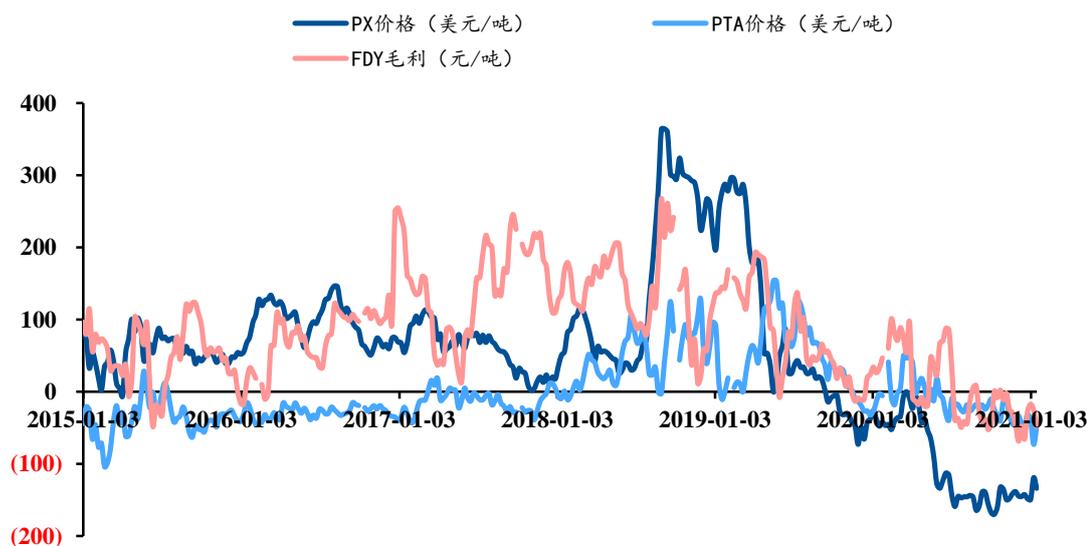
POY 行业毛利呈上升趋势，处于 19% 历史百分位。以 POY 行业吨毛利来判断长丝未来盈利走势。2015 年至今，POY 行业吨毛利的最大值为 2353 元/吨，最小值 790 元/吨。2020 年 8 月 POY 的吨毛利一度下跌至 800 元/吨，随后行业回暖，毛利上行，2021 年 1 月 16 日 POY 的吨毛利为 1091 元/吨，位于 19% 的历史百分位。

图16: POY 行业吨毛利 (元/吨) (PX, PTA 价格, 左轴; POY 毛利, 右轴)



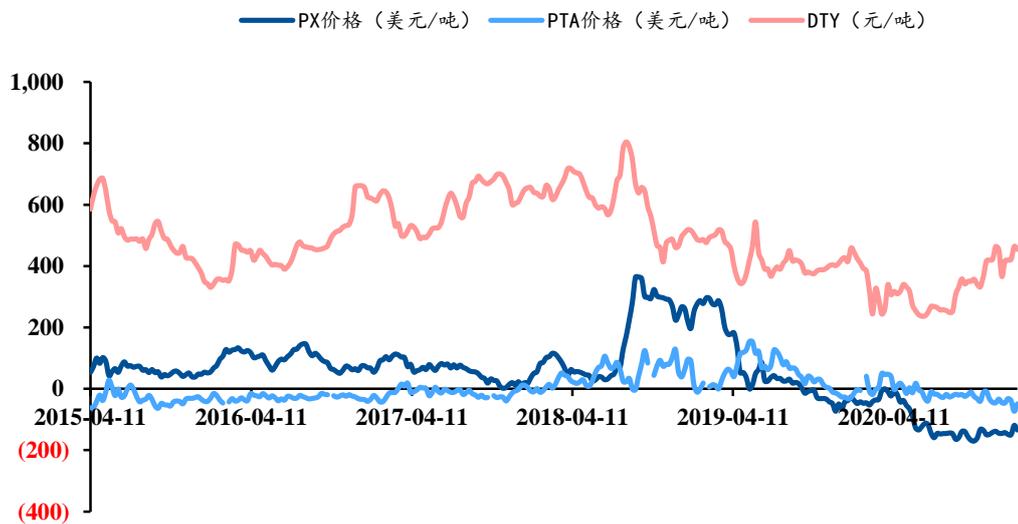
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图17: FDY 吨毛利 (元/吨) (PX, PTA 价格, 左轴; FDY 毛利, 右轴)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: DTY吨毛利(元/吨)(PX, PTA价格, 左轴; DTY毛利, 右轴)

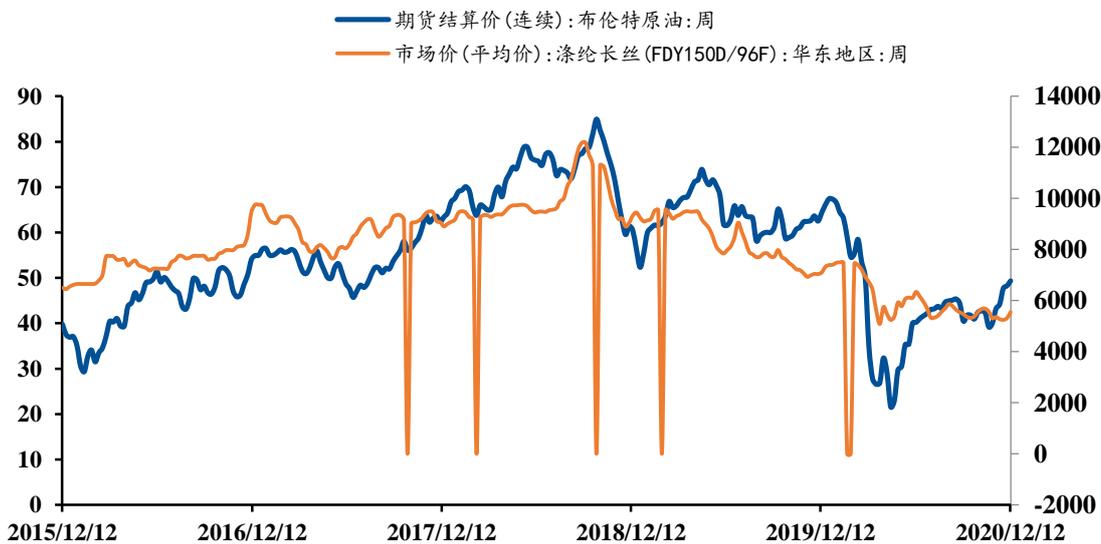


资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.4 从其他相关指标角度判断长丝景气度

原油价格是长丝价格的同步指标。从二者走势图可以看出,长丝价格几乎与原油价格同步变动。2020年以来,原油价格一度跌到19.33美元/桶,价格震荡幅度较大,进而影响长丝价格。

图19: 原油(左轴)与长丝价格(右轴)走势图(美元/桶,元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

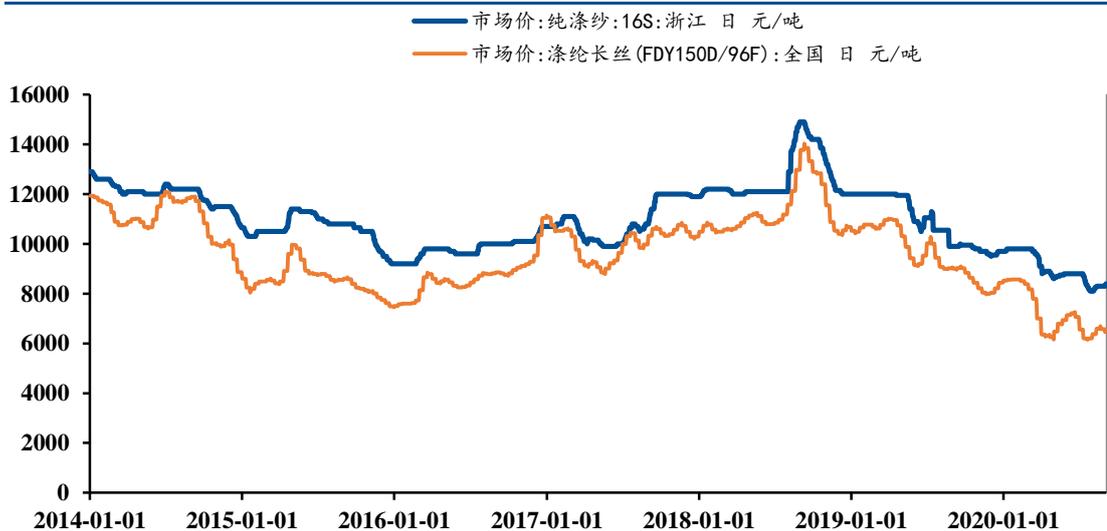
PTA价格是长丝价格的同步指标。PTA价格变动趋势与长丝完全相同,且变化幅度相近,可以认定PTA价格是长丝价格的同步指标。2020年4月以来,PTA价格开始回升,长丝价格随之提高。

图20: PTA 价格(左轴)与长丝价格(右轴)走势图(元/吨, 元/吨)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

涤纶长丝的下游包括纺服和工业, 行业需求主要取决于纺服领域。而纺服产业链主要包括涤纶纱、坯布和最终的纺服产品。

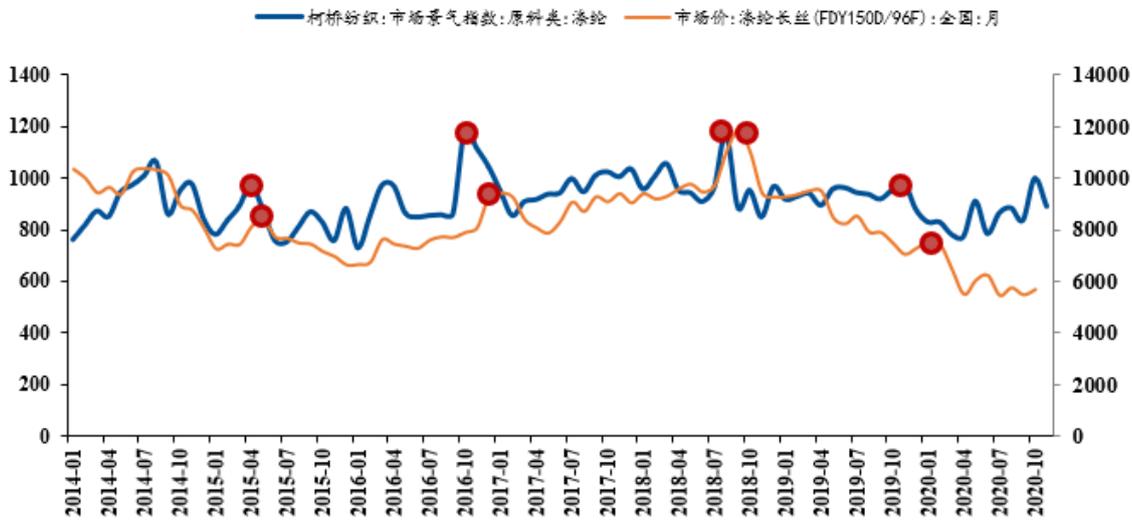
涤纱价格是长丝价格的同步指标。作为纺服产品的原料, 涤纱价格对长丝价格有直接影响。以FDY价格为例, 总体上看二者同向变动, 涤纱价格处在高位时, 长丝价格也较高。2019年以前, 涤纱价格是长丝价格的明显领先指标, 2019年以后, 这种领先指标指示性减弱, 但以2014年至今的数据显示, 总体上涤纱价格仍然是长丝价格的同步指标。

图21: 涤纱(左轴)与长丝价格(右轴)走势图(元/吨, 元/吨)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

柯桥纺织市场景气指数是长丝价格的领先指标。从图中可以看出, 当景气指数上升或下降时, 长丝价格会在一段时间后同向变化。

图22: 柯桥景气指数 (左轴) 与长丝价格 (右轴, 元/吨) 变动图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

原料类涤纶柯桥纺织市场景气指数领先长丝价格 1.8 个月。下面以 2014 年 1 月至今数据为依据，选出特征明显的波峰，计算原料类涤纶柯桥纺织市场景气指数领先长丝价格的平均时间。最终得出，原料类涤纶柯桥纺织市场景气指数领先长丝价格的平均时间为 1.8 个月。

表5: 柯桥指数 (涤纶) 提前长丝价格时间

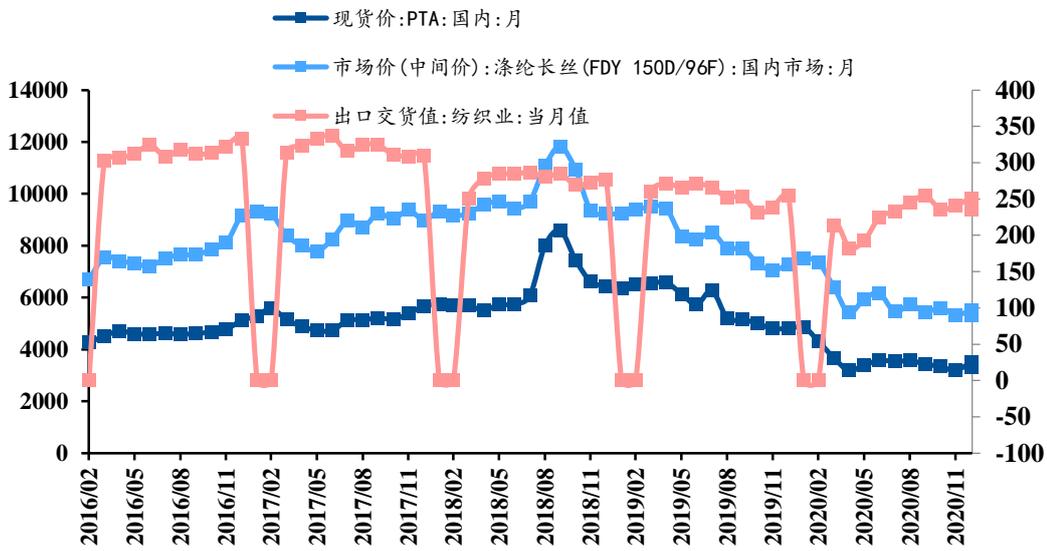
	柯桥纺织市场景气指数日期	长丝价格 (月; 元/吨) 日期	景气指数提前长丝时间 (月)
波峰	2015.04	2015.05	1
波峰	2016.10	2017.01	3
波峰	2018.08	2019.09	1
波峰	2019.11	2020.01	2
平均			1.8

资料来源: 民生证券研究院整理

2019 年 12 月以来长丝价格与出口交货值同步变化。从趋势图可以看出，2019 年 12 月以来，纺织出口量和涤纶长丝市场价显示为同步下跌。在现阶段，外需是影响长丝价格的主要因素。而 2018 年 8 月长丝价格的大幅度提高主要受益于 PTA 价格上涨。

2020 年 3 月和 4 月的纺织出口交货额分别为 212 亿元和 204 亿元，环比分别为 -36% 和 -4%，4 月之后出口交货额逐步恢复，PTA 和长丝价格也同步回暖。

图23: PTA、长丝价格(左轴,元/吨)随纺织业出口交货值(右轴,亿元)变化趋势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4 公司逻辑：长丝产能加速扩张、炼化一体化投产，公司盈利能力上行

4.1 公司产能加速扩张，炼化项目二期开建

公司目前具有两大块核心业务，长丝业务和炼化一体化项目。其中长丝产能 690 万吨/年，桐昆聚酯一体化项目 240 万吨/年长丝正在建设，240 万吨/年短纤业务正在筹备中。炼化方面浙石化一期 2000 万吨/年已投产，二期 2000 万吨/年 11 月份已投建。

浙石化二期投产，公司投资权能增加。公司具有浙石化 20% 股权。2020 年浙石化一期投产，公司前三个季度获得投资收益近 15 亿元。2020 年 11 月，浙石化二期开建，预计公司可获得收益将进一步增加。

表6: 浙石化 4000 万吨炼化一体化项目设计产品产能 (万吨/年)

浙石化一期	产品	产能 (万吨/年)
	炼油	2000
	PX	400
	乙烯	140
浙石化二期	产品	产能 (万吨/年)
	炼油	2000
	PX	400
	乙烯	140

资料来源：公司公告，民生证券研究院

三项扩张项目稳步推进，主要产品产能增加。公司目前有 3 个在建项目，项目完工后预计可增加公司主营产品 PTA 产能 500 万吨/年、长丝产能 240 万吨/年，届时盈利能力将进一步上行。

表7: 桐昆股份在建扩产项目

项目名称	项目进度
恒超年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目聚酯、长丝	土建阶段收尾
桐昆（江苏南通如东洋口港）聚酯一体化项目	开工中
浙江恒翔年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂建设项目	土建阶段建设中

资料来源：公司公告，民生证券研究院

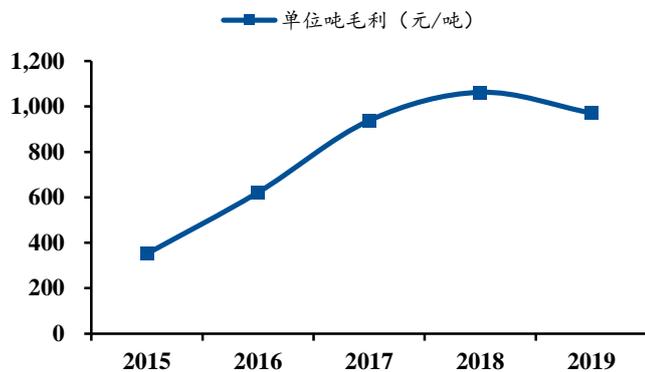
对外投资协议签订，拟增加长丝（短纤）产能 240 万吨/年。2020 年 12 月 3 日，公司发布公告，拟新征主厂区规划用地约 4200 亩，形成年产 240 万吨长丝（短纤）的生产能力，建设 500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目。

4.2 桐昆股份长丝未来盈利中枢的判断

4.2.1 从桐昆股份历史盈利情况测算不同油价下长丝盈利中枢

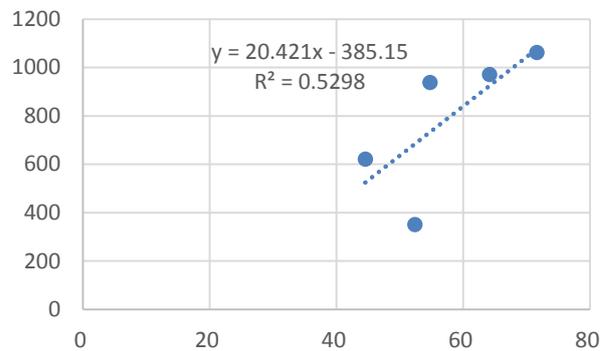
2015-2019 年公司长丝盈利中枢为 789 元/吨。通过分析桐昆股份近 5 年涤纶长丝吨毛利情况和原油价格中枢之间的关系，我们得出公司长丝平均盈利中枢为 789 元/吨，且其盈利能力受原油波动影响较明显，得到的原油价格与公司长丝吨毛利之间的线性相关公式如下。

图24: 2015-2019年公司长丝吨毛利(元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图25: 原油价格与长丝吨毛利走势图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

根据以上的线性相关公司, 可以得到理想情况下不同油价下公司的长丝吨毛利。下面列出公司长丝在不同油价中枢的情况下盈利能力(以聚酯一体化项目投产后的产能测算)。

表8: 不同油价中枢下公司长丝盈利能力(亿元)

原油价格(美元/桶)	长丝吨毛利(元/吨)	930万吨长丝可获得毛利(亿元)	930万吨长丝可获得净利(亿元)
30	227.48	21.16	10.15
40	431.69	40.15	19.27
50	635.90	59.14	28.39
60	840.11	78.13	37.50
70	1044.32	97.12	46.62

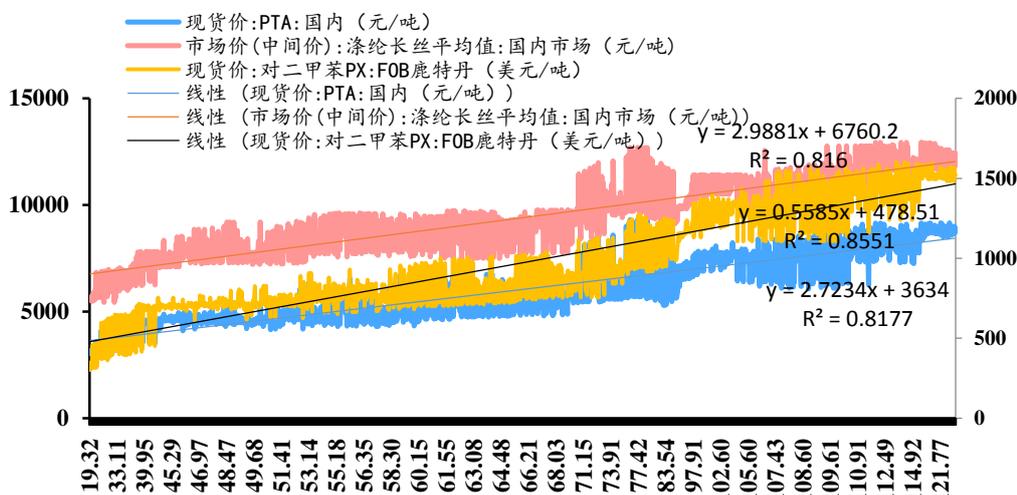
资料来源: 民生证券研究院

可得出, 在原油价格中枢为 30/40/50/60/70(美元/桶)时, 公司 930 万吨长丝可获得净利 10/19/28/38/47(亿元)。

4.2.2 从行业平均水平角度测算不同油价下长丝盈利中枢

原油是PX、PTA和长丝的原材料。根据上文分析, 原油和PTA都是长丝价格的同步指标。

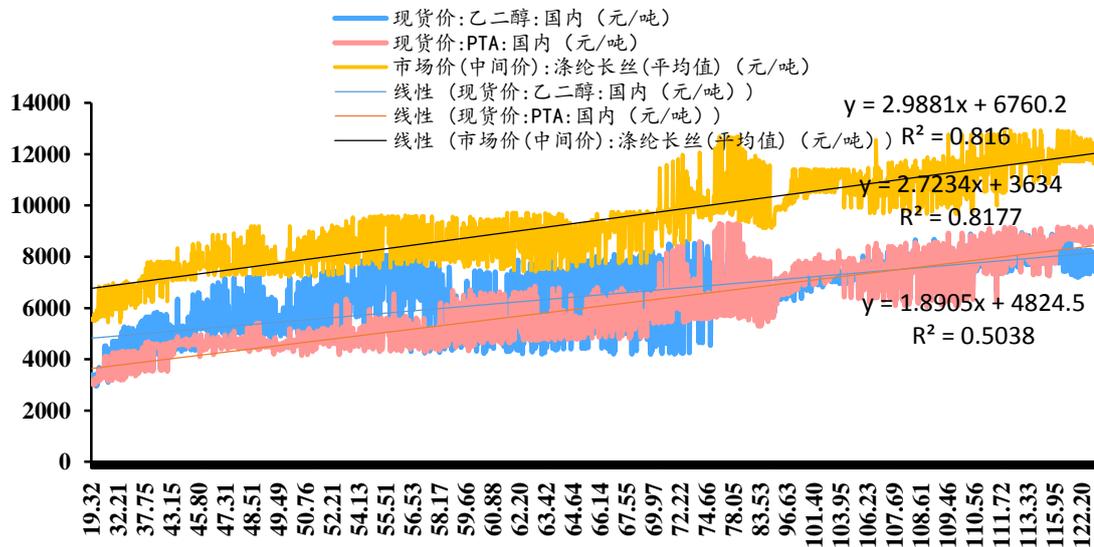
图26: 2012年至今PX(右轴)、PTA(左轴)及长丝价格(左轴)随原油价格(横轴)走势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

PTA 和乙二醇是长丝的直接原材料。PTA 和乙二醇可直接制得涤纶长丝, 具体比例为 0.855 吨 PTA 和 0.34 吨乙二醇可制得 1 吨涤纶长丝, 生产涤纶长丝的加工成本为 2100 元/吨左右。

图27: PTA、乙二醇、涤纶长丝价格随原油价格走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

下面以 2003 年至今各产品的数据作为依据, 探究不同油价中枢下长丝的盈利中枢。

按照历史数据, 可以查找到在原油价格为 30 美元/桶、40 美元/桶、50 美元/桶、60 美元/桶和 70 美元/桶的情况下的各产品的价格, 然后根据公司长丝毛利=0.855*PTA 价格+0.34*乙二醇价格+2100, 计算得出长丝毛利。

表9: 不同油价中枢下涤纶长丝单位吨净利 (亿元)

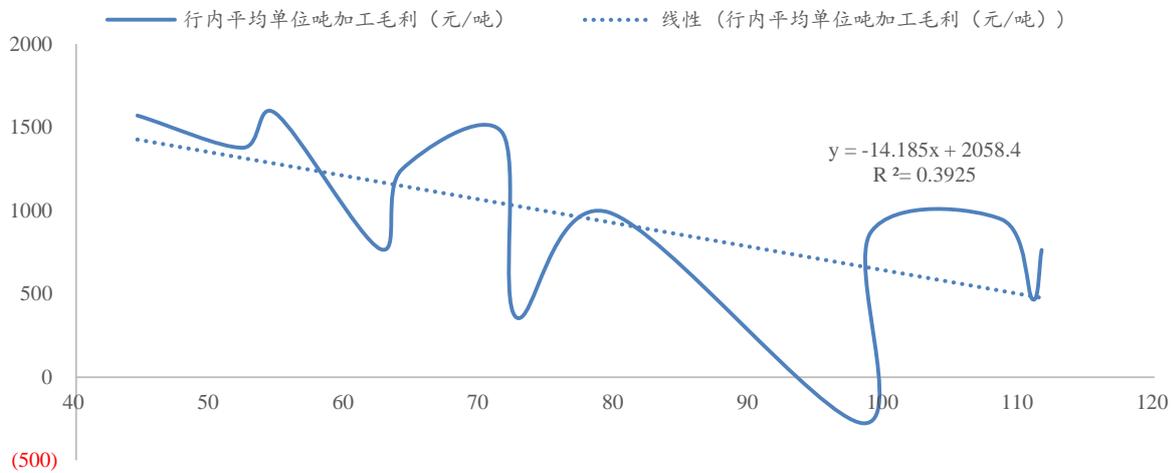
原油价格 (美元/桶)	FDY 吨毛利 (元/吨)	POY 吨毛利 (元/吨)	DTY 吨毛利 (元/吨)	930 万吨毛利 (亿元)	930 万吨净利 (亿元)
30	18.31	1,060.10	342.30	44.04	21.14
40	27.47	1,058.63	369.21	45.11	21.66
50	90.35	1,513.43	506.44	65.42	31.40
60	94.02	1,592.63	517.78	68.34	32.80
70	167.92	1,998.76	637.28	86.92	41.72

资料来源: Wind, 民生证券研究院

则可得到, 五种原油价格下 930 万吨长丝净利分别为 21 亿元、22 亿元、31 亿元、33 亿元和 42 亿元。

4.3 桐昆股份 2000 万吨炼化一体化项目未来盈利中枢的判断

以中国石油、中国石化和上海石化为可比公司评估公司炼化一体化项目盈利。以布伦特原油价格为横坐标, 行内炼化项目单位吨加工毛利为纵坐标, 可以得到炼化项目单位吨加工毛利与原油价格的走势图。从图中可以了解到, 一般情况下, 当原油价格在 45 美元/桶~70 美元/桶时, 单位吨加工毛利较高。

图28: 炼化项目单位吨加工毛利 (纵轴) 随布伦特原油价格 (横轴, 美元/桶) 走势图


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司参股浙石化 20% 股权, 所以公司拥有浙石化两期合计 800 万吨权益产能。

表10: 不同油价中枢下公司炼化一体化项目盈利情况 (亿元)

原油价格 (美元/桶)	原油加工吨毛利 (元/吨)	公司 800 万吨权益产能可获得毛利 (亿元)	公司 800 万吨权益产能可获得净利 (亿元)
30	1632.85	130.63	62.70
40	1491.00	119.28	57.25
50	1349.15	107.93	51.81
60	1207.30	96.58	46.36
70	1065.45	85.24	40.91

资料来源: Wind, 民生证券研究院

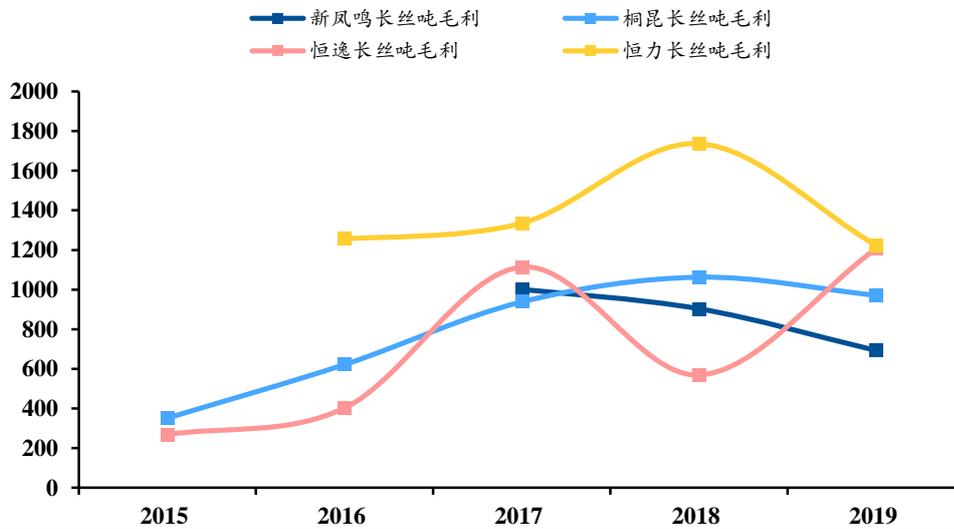
当原油价格中枢为 30/40/50/60/70 美元/桶时, 原油单位吨加工毛利分别为 1633/1491/1348/1207/1065 元/吨, 公司 800 万吨权益产能可获得净利 63/57/52/46/41 亿元。

4.4 涤纶长丝行业可比公司对比

4.4.1 可比公司历年长丝吨毛利对比

将历史上各公司长丝吨毛利与行业内平均的长丝吨毛利进行对比, 来比较各公司的长丝盈利弹性。本文选取了国内长丝市场的主要 4 家企业, 新凤鸣、桐昆、恒逸和恒力。除桐昆外, 将其其他公司的聚酯产品吨毛利视为长丝吨毛利。

图29: 可比公司历年长丝吨毛利 (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2015-2019 年原油均价分别为 54/45/53/68/64 美元/桶, 我们发现在可追溯到数据的年份中, 恒力石化的长丝吨毛利始终为同行最高。桐昆的长丝吨毛利整体保持上行趋势, 2016 年以后桐昆的吨毛利始终高于行业内平均吨毛利。由于桐昆长丝产能最高, 其产能上的优势可以稍加弥补其吨毛利上的劣势。

表11: 可比公司历年长丝毛利对比 (元/吨)

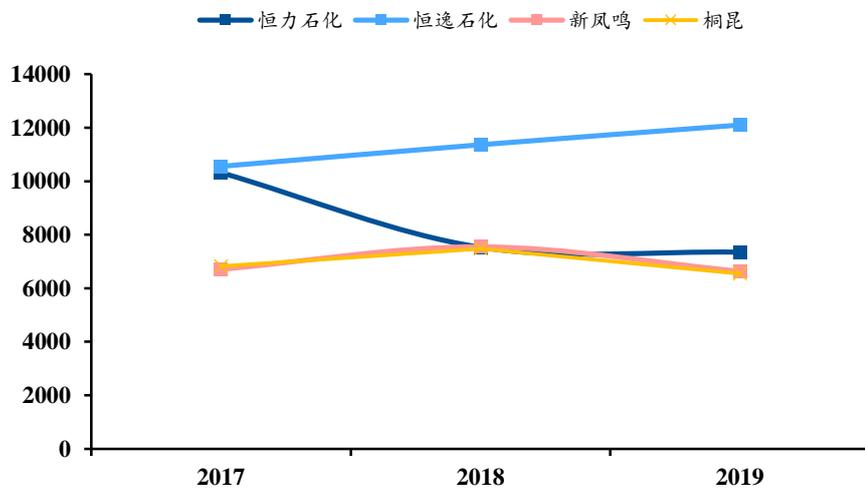
年	原油价格 (美元/桶)	新凤鸣吨毛利	桐昆吨毛利	恒逸吨毛利	恒力吨毛利
2015	54		351	268	
2016	45		622	402	1256
2017	53	1001	938	1114	1335
2018	68	903	1063	569	1737
2019	64	693	971	1207	1223

资料来源: 民生证券研究院

4.4.2 可比公司历年长丝吨成本对比

桐昆股份长丝吨成本同行中保持低位。选取恒力石化、恒逸石化和新凤鸣作为可比公司衡量桐昆股份长丝的吨成本情况。经计算发现, 2019 年上述四家公司长丝吨成本分别为 7347 元/吨、12100 元/吨、6636 元/吨和 6545 元/吨。桐昆股份最近三年的长丝吨成本一直为行业领先公司低值。

图30: 可比公司长丝吨成本 (元/吨)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

4.5 公司具有品牌优势和规模优势

公司具有品牌优势。公司历来重视品牌建设, 主导产品"GOLDEN COCK"牌涤纶长丝在 1999 年 9 月评为"浙江省名牌产品", 2007 年 9 月被评为"中国名牌产品", 在国内外市场上拥有较高的知名度和美誉度。2011 年 5 月, "桐昆"牌商标被国家工商总局商标局认定为"中国驰名商标"。

公司一体化优势显著。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——加弹一条龙的生产、销售格局。此外, 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。

5 盈利预测及投资建议

我们做出如下盈利假设：

(1) 2020 年上半年公司销售长丝约 300 万吨、PTA 销量 33 万吨，据上半年数据，假设 2020 全年长丝销售数量为 600 万吨，PTA 销量为 60 万吨，长丝价格下跌 30%，PTA 价格下降 40%。

(2) 假设 2021-2022 原油价格中枢为 50 美元/桶，则根据历史数据，此油价中枢下对应的涤纶长丝价格为 7807 元/吨，PTA 对应价格为 5590 元/吨。

(3) 公司聚酯一体化项目（500 万吨 PTA、240 万吨长丝）正在建设，假设该项目 2020-2022 年产能利用率为 0、5% 和 10%。

(4) 公司拥有浙石化 20% 股权。假设 2020-2022 年浙石化一期炼化一体化项目产能利用率分别为 60%、70% 和 80%，浙石化二期炼化一体化项目产能利用率分别为 0、10% 和 20%。

(5) 假设 2021-2022 年原油价格中枢为 50 美元/桶，则炼化一体化项目毛利率为 29%。

表12: 桐昆股份主要产品销售预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
产品 I 涤纶长丝				
平均售价 (元/吨)	7,384.46	5,169.12	7,807.00	7,807.00
销售数量 (吨)	5,790,000.00	6,000,000.00	6,120,000.00	6,240,000.00
销售收入 (百万元)	42,756.00	31,014.72	47,778.84	48,715.68
毛利率	13.05%	6.70%	9.00%	11.00%
产品 II PTA				
平均售价 (元/吨)	4,915.22	2,949.13	5,590.00	5,590.00
销售数量 (吨)	578,000.00	600,000.00	850,000.00	1,100,000.00
销售收入 (百万元)	2,841.00	1,769.48	4,751.50	6,149.00
毛利率	10.02%	7.80%	10.02%	10.02%
浙石化两期				
投资收入 (百万元)	-	11,586.21	14,344.83	17,931.03
毛利率	-	29.00%	29.00%	29.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

估值方法一（相对 PE 法）：基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.38、2.22 和 2.97 元，以 2021 年 1 月 25 日收盘价作为参考，对应 PE 为 19X，12X 和 9X，2021 年可比公司平均估值为 17X，维持“推荐”评级。

表13: 桐昆股份与可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002493.SZ	荣盛石化	36.83	0.35	1.10	1.55	105.2	33.5	23.8
000703.SZ	恒逸石化	14.63	1.13	1.17	1.44	12.9	12.5	10.2
600346.SH	恒力石化	42.50	1.44	1.88	2.20	29.5	22.6	19.3
603225.SH	新凤鸣	19.17	1.13	0.54	1.19	17.0	35.5	16.1
	平均		1.01	1.17	1.60	41.2	26.0	17.3

资料来源：Wind，民生证券研究院

估值方法二 (PEG 法): 根据对公司各项目的盈利预测, 可得出 2021-2022 年公司业绩高速增长, PEG 分别为 0.2, 0.3, 未来两年 $PEG < 1$, 维持“推荐”评级。

6 风险提示

原油价格下跌风险、产能投放进度拖后。

原油价格下跌风险：公司主营产品长丝、PTA 等受原油价格波动影响明显，若原油价格震荡持续，将对公司产品毛利情况产生影响。

产能投放进度拖后：若浙石化二期和聚酯一体化项目投产进度慢，则对公司投资收益和长丝销量有负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	50,582	48,711	71,433	77,581
营业成本	44,610	43,106	62,466	66,333
营业税金及附加	122	117	172	187
销售费用	163	153	224	245
管理费用	660	836	1,054	1,163
研发费用	1,118	549	1,074	1,252
EBIT	3,909	3,950	6,444	8,402
财务费用	415	(25)	(46)	(281)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	172	72	88	110
营业利润	3,757	4,096	6,633	8,859
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	3,762	4,106	6,642	8,867
所得税	866	932	1,533	2,034
净利润	2,896	3,174	5,108	6,833
归属于母公司净利润	2,884	3,155	5,077	6,793
EBITDA	5,715	6,081	8,680	10,627
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8519	490	5947	14296
应收账款及票据	264	703	819	805
预付款项	574	648	887	931
存货	2717	4481	6061	4765
其他流动资产	373	373	373	373
流动资产合计	12745	6573	14488	21134
长期股权投资	6830	6901	6989	7099
固定资产	17073	18973	18973	18973
无形资产	1502	1746	2001	2269
非流动资产合计	27256	27812	26393	25030
资产合计	40001	34384	40881	46164
短期借款	8247	0	0	0
应付账款及票据	6258	6324	8962	9518
其他流动负债	308	308	308	308
流动负债合计	16970	8773	11836	12529
长期借款	891	891	891	891
其他长期负债	3063	3063	3063	3063
非流动负债合计	3954	3954	3954	3954
负债合计	20924	12727	15790	16483
股本	1848	2288	2288	2288
少数股东权益	71	90	121	161
股东权益合计	19077	21658	25090	29682
负债和股东权益合计	40001	34384	40881	46164

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.6%	-3.7%	46.6%	8.6%
EBIT 增长率	9.2%	1.0%	63.1%	30.4%
净利润增长率	36.0%	9.4%	60.9%	33.8%
盈利能力				
毛利率	11.8%	11.5%	12.6%	14.5%
净利率	5.7%	6.5%	7.1%	8.8%
总资产收益率 ROA	7.2%	9.2%	12.4%	14.7%
净资产收益率 ROE	15.2%	14.6%	20.3%	23.0%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.7	1.2	1.7
速动比率	0.6	0.2	0.7	1.3
现金比率	0.5	0.1	0.5	1.1
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	2.0	3.5	2.8	2.8
存货周转天数	27.7	30.1	30.4	29.4
总资产周转率	1.4	1.3	1.9	1.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.6	1.4	2.2	3.0
每股净资产	10.3	9.4	10.9	12.9
每股经营现金流	2.8	1.6	3.5	5.0
每股股利	0.2	0.5	0.7	1.0
估值分析				
PE	16.6	19.0	11.8	8.8
PB	2.5	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	9.4	9.7	6.0	4.2
股息收益率	0.9%	1.7%	2.8%	3.7%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,896	3,174	5,108	6,833
折旧和摊销	1,806	2,131	2,236	2,225
营运资金变动	(22)	(1,806)	606	2,394
经营活动现金流	5,114	3,677	7,908	11,388
资本开支	2,980	2,597	722	744
投资	(1,449)	0	0	0
投资活动现金流	(3,664)	(2,597)	(722)	(744)
股权募资	0	440	0	0
债务募资	1,242	(0)	0	0
筹资活动现金流	569	(9,109)	(1,729)	(2,295)
现金净流量	2,020	(8,029)	5,457	8,349

插图目录

图 1:	涤纶长丝行业产业链示意图	5
图 2:	公司股权结构图	5
图 3:	2015-2019 年营收 (左轴) 及同比 (亿元, %)	6
图 4:	2015-2019 年归母净利润 (左轴) 及同比 (亿元, %)	6
图 5:	2015-2019 年涤纶长丝营收 (左轴) 及同比 (亿元, %)	6
图 6:	2019 年公司主营业务占比 (%)	6
图 7:	公司涤纶长丝毛利 (左轴) 及同比增速 (亿元, %)	7
图 8:	2019 年公司毛利占比 (%)	7
图 9:	2019 年主要厂商涤纶长丝年产能 (万吨)	8
图 10:	柯桥纺织: 市场景气指数: 原料类: 涤纶	9
图 11:	柯桥纺织坯布类景气指数	9
图 12:	柯桥纺织坯布类涤纶市场景气指数季节图	10
图 13:	柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数	10
图 14:	柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数季节图	11
图 15:	涤纶长丝库存周期划分 (元/吨, 月)	12
图 16:	POY 行业吨毛利 (元/吨) (PX, PTA 价格, 左轴; POY 毛利, 右轴)	13
图 17:	FDY 吨毛利 (元/吨) (PX, PTA 价格, 左轴; FDY 毛利, 右轴)	13
图 18:	DTY 吨毛利 (元/吨) (PX, PTA 价格, 左轴; DTY 毛利, 右轴)	14
图 19:	原油 (左轴) 与长丝价格 (右轴) 走势图 (美元/桶, 元/吨)	14
图 20:	PTA 价格 (左轴) 与长丝价格 (右轴) 走势图 (元/吨, 元/吨)	15
图 21:	涤纱 (左轴) 与长丝价格 (右轴) 走势图 (元/吨, 元/吨)	15
图 22:	柯桥景气指数 (左轴) 与长丝价格 (右轴, 元/吨) 变动图	16
图 23:	PTA、长丝价格 (左轴, 元/吨) 随纺织业出口交货值 (右轴, 亿元) 变化趋势图	17
图 24:	2015-2019 年公司长丝吨毛利 (元/吨)	19
图 25:	原油价格与长丝吨毛利走势图	19
图 26:	2012 年至今 PX (右轴)、PTA (左轴) 及长丝价格 (左轴) 随原油价格走势图	19
图 27:	PTA、乙二醇、涤纶长丝价格随原油价格走势图	20
图 28:	炼化项目单位吨加工毛利随布伦特原油价格走势图	21
图 29:	可比公司历年长丝吨毛利 (元/吨)	22
图 30:	可比公司长丝吨成本 (元/吨)	23

表格目录

表 1:	主要厂商未来涤纶长丝投产产能 (万吨)	8
表 2:	库存周期阶段	11
表 3:	涤纶长丝库存周期各阶段	12
表 4:	涤纶长丝库存周期各阶段持续时长	12
表 5:	柯桥指数 (涤纶) 提前长丝价格时间	16
表 6:	浙石化 4000 万吨炼化一体化项目设计产品产能 (万吨/年)	18
表 7:	桐昆股份在建扩产项目	18
表 8:	不同油价中枢下公司长丝盈利能力 (亿元)	19
表 9:	不同油价中枢下涤纶长丝单位吨净利 (亿元)	20
表 10:	不同油价中枢下公司炼化一体化项目盈利情况 (亿元)	21
表 11:	可比公司历年长丝毛利对比 (元/吨)	22
表 12:	桐昆股份主要产品销售预测	24
表 13:	桐昆股份与可比公司估值比较	24

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》金榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。