

2020年01月26日

涤纶长丝龙头受益于景气复苏，分享浙石化成长红利

桐昆股份(601233)

全球涤纶长丝龙头，不断扩张巩固龙头优势。

公司是全球最大的涤纶生产制造商，2020年中报披露现有PTA与涤纶长丝产能分别420、690万吨，已连续19年在我国涤纶长丝销量中排名第一，国内市场占有率约18%，国际市场占有率约12%。公司计划通过洋口港和沭阳基地两大项目增加500万吨PTA以及近500万吨涤纶长丝等，未来市占率还将不断提升。公司近期公告大股东拟参与用于建设洋口港的20亿定增，彰显发展信心。

涤纶长丝供需向好，有望开启新景气周期。

涤纶长丝得益于高性价比，需求增速远超其他纺织原料，国内2013-2020年表观消费CAGR为8.6%，全球疫情控制后经济复苏将进一步提升长丝需求；供给端行业集中度不断提升，CR6由2013年的38%升至2019年逾50%，2021年规划新产能集中于上市公司，预计新增产能增速6.6%。国内需求恢复带动涤纶长丝于四季度开始复苏，行业库存由一季度最高近40天下降至四季度的最低15天，未来供需向好有望使长丝持续景气。

投资浙石化绑定上游资源，分享民营大炼化成长红利。

公司于2017年参股浙石化20%，以此绑定了从原油至PX端的产业链环节。民营大炼化作为政策倡导方向，凭借其技术、规模、区位及管理优势，在2020年疫情严重影响油价与下游需求的极端环境下，以优秀业绩证明了自身竞争力。浙石化一期项目2020年前三季度已为公司贡献投资收益15.66亿元；随着浙石化二期项目2020年底开始陆续投产，公司未来投资收益将大幅增长。

盈利预测及投资建议

考虑到涤纶长丝景气恢复有望超预期，以及浙石化二期已开始快速投产，我们上调公司2020-2022年营业收入至398、484、636亿元（此前预期分别为398、480、589亿元），归母净利润分别为27、51、66亿元（此前预期分别为27.2、47.3、57.2亿元），对应EPS分别为1.19、2.22、2.91元，目前股价对应PE分别为22、12、9倍。可比涤纶行业标的2020-2022年平均PE分别为59/27/14倍，考虑到公司涤纶长丝有望开启新景气周期，未来通过规模化与一体化持续巩固竞争优势，同时受益民营大炼化发展红利，给予公司2021年15倍PE，对应目标价33.3元，上行空间27%。上调公司评级至“买入”。

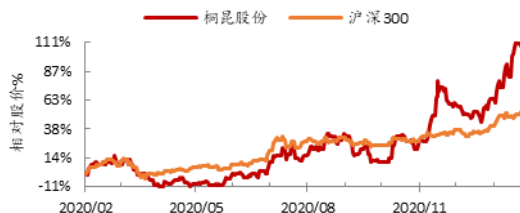
风险提示

新冠疫情控制低于预期、国际油价大幅波动的风险。

盈利预测与估值

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	33.30
最新收盘价：	26.14
股票代码：	601233
52周最高价/最低价：	27.3/11.25
总市值(亿)	597.96
自由流通市值(亿)	597.96
自由流通股数(百万)	2,287.53



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

研究助理：陈凯茜

邮箱：chenkaiq1@hx168.com.cn

相关研究

1. 桐昆股份(601233)动态报告：拟斥资150亿元打造沭阳新基地，拓展至织造染整产业

2020.12.06

2. 全年盈利预增32%-41%，浙石化一期已全面投产

2020.01.16

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,601	50,582	39,806	48,406	63,639
YoY (%)	26.8%	21.6%	-21.3%	21.6%	31.5%
归母净利润(百万元)	2,120	2,884	2,723	5,077	6,649
YoY (%)	20.4%	36.0%	-5.6%	86.4%	31.0%
毛利率 (%)	11.7%	11.8%	6.5%	12.5%	11.8%
每股收益 (元)	0.93	1.26	1.19	2.22	2.91
ROE	13.2%	15.2%	12.5%	18.9%	19.9%
市盈率	24.59	18.07	19.15	10.27	7.84

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 全球涤纶长丝龙头，大股东参与定增彰显信心	4
2. 涤纶长丝供需格局向好，开启新一轮景气周期	6
2.1. 涤纶长丝供需向好，行业集中度不断提升	7
2.2. 疫情最暗时刻已过，四季度长丝库存显著下降	12
3. 投资浙石化绑定上游资源，分享民营大炼化成长红利	13
3.1. 浙石化二期投产，将大幅增加公司投资收益	13
3.2. 建设终端加油站熨平周期	14
4. 核心假设及盈利预测	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1 公司产业链布局图	4
图 2 公司股权结构图	5
图 3 公司历年营收及净利润增速情况	5
图 4 公司历年 ROE 情况 (%)	5
图 5 公司历年净利率与毛利率情况 (%)	6
图 6 公司现金流情况	6
图 7 熔体直纺长丝的工艺流程	7
图 8 长丝历史十年价格及价差走势	8
图 9 PTA 价格及价差走势	8
图 10 涤纶长丝历年产能产量及增速情况	9
图 11 涤纶长丝年表观消费量及增速情况	9
图 12 涤纶长丝进出口数据	9
图 13 行业主要企业聚酯毛利率一览	9
图 14 全球主要纺织原料近年需求增速对比	10
图 15 国内 PTA 历年产能产量及增速情况	11
图 16 国内 MEG 历年产能产量及增速情况	11
图 17 PX 历年产能产量及增速情况	11
图 18 PX 历史价格走势	11
图 19 MEG、PTA 的历史价格	12
图 20 国内纺织服装零售额当月同比 (%)	12
图 21 POY 库存数据季节图	13
图 22 盛泽面料库存数据季节图	13
表 1: 桐昆长丝产能一览	4
表 2: 涤纶长丝品类基本特性一览	6
表 3: 桐昆股份近年部分拟投资项目单吨投资额一览	10
表 4: 2021 年长丝规划新产能集中于业内的上市公司 (万吨)	10
表 5: 2021 年 PTA 规划新增产能	10
表 6: 浙石化一期为桐昆贡献的季度投资收益情况	13
表 7: 浙石化两期项目主要装置一览	13
表 8: 公司盈利预测核心假设表	14
表 9: 涤纶行业可比公司估值对比表	15

1. 全球涤纶长丝龙头，大股东参与定增彰显信心

公司前身为桐乡化纤厂，于 1999 年改制为股份有限公司，2009 年成为世界最大的涤纶生产商，2011 年成功于主板上市。2012 年投产 80 万吨 PTA，将产业链由涤纶长丝领域延伸至上游 PTA，并于 2017 年收购桐昆控股所持有的浙石化 20% 股权，实现了 PX-PTA-涤纶长丝全产业链的一体化布局。

公司 2020 年中报披露拥有 PTA 产能 420 万吨，聚合产能 640 万吨，涤纶长丝产能 690 万吨。公司连续十多年来在国内及国际市场产销量第一，涤纶长丝产能在国内市占率超过 18%，全球占比 12%。公司未来几年的主要资本开支包括两大项目：一是 2019 年 2 月与洋口港开发区管委会签订投资议案，拟投资 160 亿元，占地 2610 亩，建设 2*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 的产能，项目已在全面开工建设阶段；二是 2020 年 12 月 4 日公告，拟投资 150 亿元打造沭阳基地，建设 240 万吨长丝、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目。

表 1：桐昆长丝产能一览

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
涤纶长丝	181	181	400	410	460	570	690	740
PTA	150	150	150	150	150	370	370	370

(1) 洋口港投资约 160 亿元，占地 2610 亩，建设 2*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 的产能，项目已在全面开工建设阶段。

(2) 2020 年 12 月 4 日公告拟投资 150 亿元打造沭阳基地，建设 240 万吨长丝、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 1 公司产业链布局图

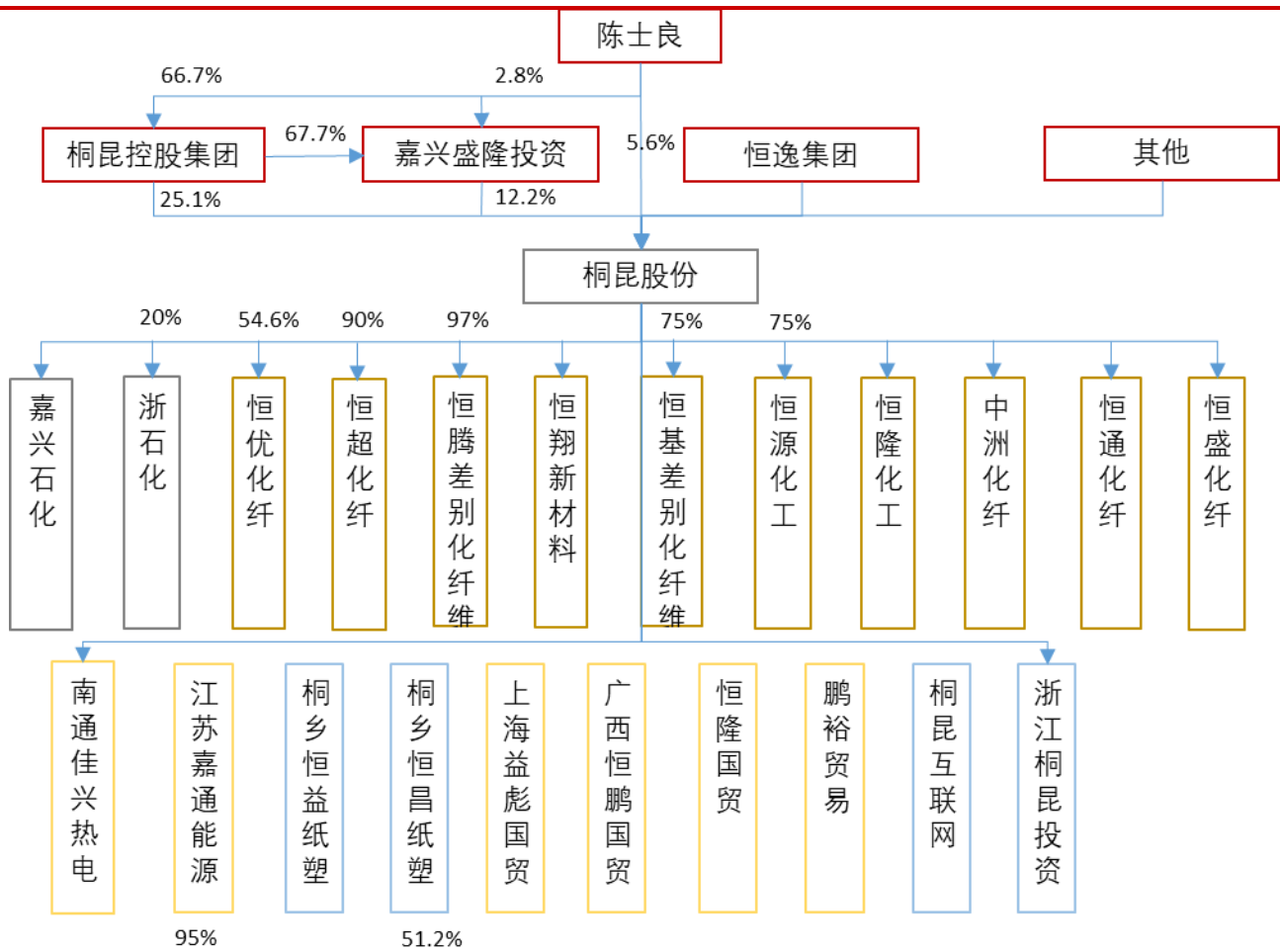


资料来源：华西证券研究所

备注：除灰色框内环节未布局，其余环节均有布局

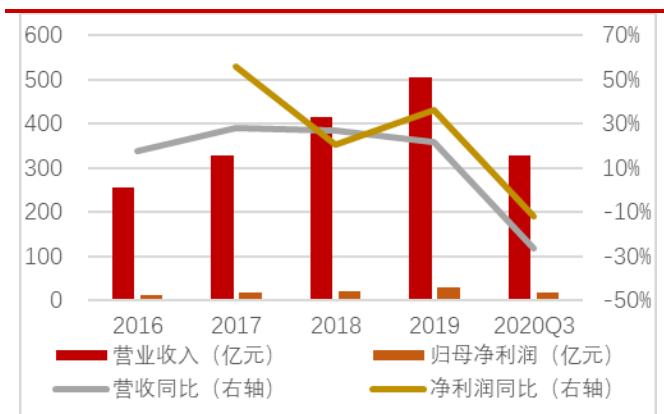
公司实际控制人为陈士良，通过直接和间接持股的方式共持有公司约 28.2% 股权。以陈士良为首的领导层 1991 年临危受命，“借船出海”及时调整公司发展方向，带领公司走向辉煌。股份公司下辖多个子公司，业务板块涉及石化、聚酯、热电、贸易等。公司于 2021 年 1 月 12 日发布公告拟向控股股东桐昆控股的控股子公司磊鑫实业定增，募集不超过 20 亿元，拟用于洋口港项目的建设，彰显公司发展信心。

图2 公司股权结构图



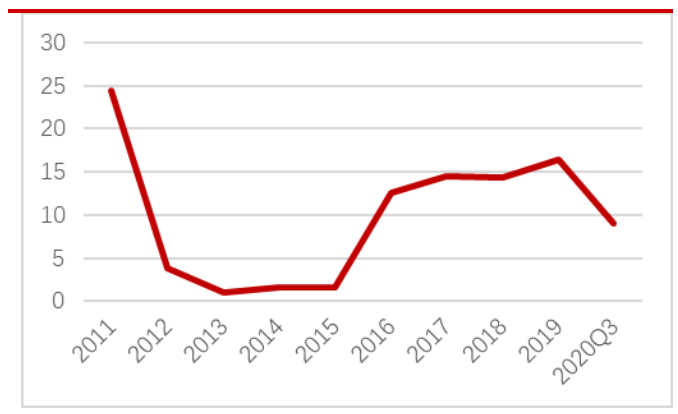
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 公司历年营收及净利润增速情况



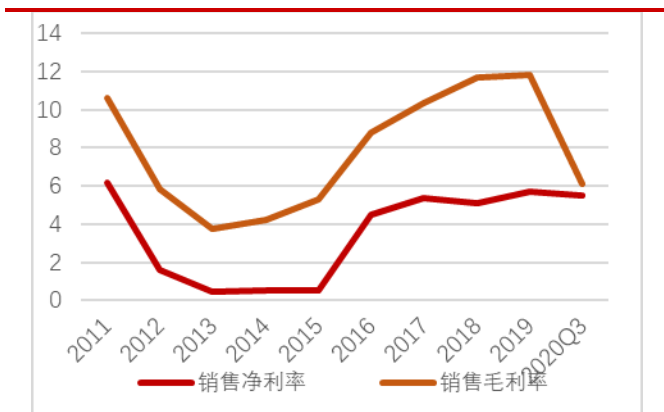
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司历年 ROE 情况 (%)



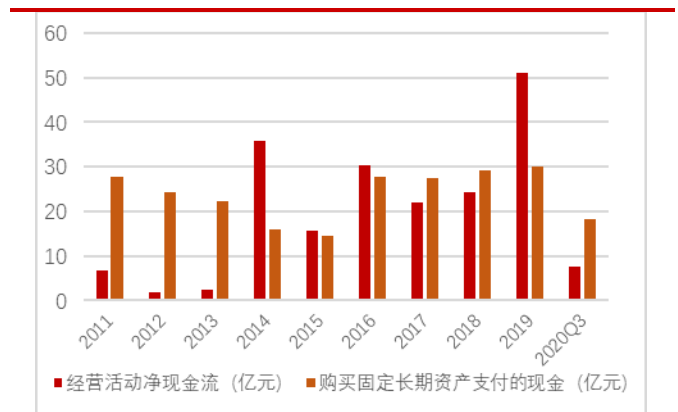
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司历年净利率与毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司现金流情况






资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 涤纶长丝供需格局向好，开启新一轮景气周期

聚酯纤维由 PTA（精对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇）合成而制得，包括长丝和短纤两种，由于桐昆业务主要涉及长丝，因而在此重点分析长丝行业。1951 年，杜邦全球首家建成 1.6 万吨聚酯工厂，实现了涤纶工业化生产，随后技术扩散至德国、法国、意大利、日本等国，全球大量产能于 20 世纪 50 年代后期投产。初期短纤发展迅猛，在 1960-1985 年间，长丝快速发展。我国聚酯纤维行业发展较晚，从 20 世纪 70 年代开始大规模引进设备与技术，并在短时间内大规模生产，通过设备的国产化，使得单吨投资额快速大幅下降。

涤纶民用长丝按产品可分为 POY、DTY、FDY 三大类，其中 POY 为初生丝，通过加弹得到 DTY，用于西装、衬衫面料或是床上用品面料，POY 也可直接用于生产各种仿丝、仿毛类面料，FDY 可用于机织及针织加工面料。

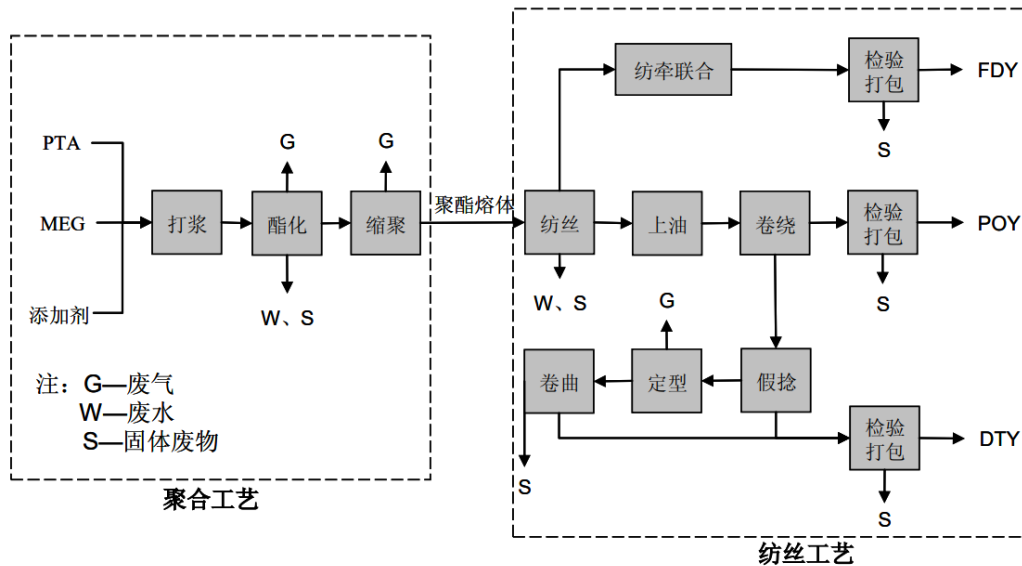
表 2：涤纶长丝品类基本特性一览

	定义	产品特性	用途	图示
POY	预取向丝 (Pre-oriented Yarn)，初生丝的一种，是指经高速纺丝获得一定的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的化纤长丝	预取向、低结晶度；后加工性能好	主要用于后加工生产。例如生产 DTY、DT、ATY，也可以直接应用于丝绸纺织行业。POY 一般有二类，一种是直接用于织造，一种是用于加弹。	
DTY	拉伸变形丝 (Draw Texturing Yarn)，变形丝的一种，是指通过对 POY 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 制作的面料具有抗风压、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，一般直接用于织造。适宜制作服装面料（如西服、衬衫、运动休闲服饰、登山服饰）、床上用品等。	
FDY	全拉伸丝 (Fully Drawn Yarn)，拉伸丝的一种，在纺丝过程中引入拉伸作用，可获得具有高取向度和中等结晶度的卷绕丝	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。FDY 一般直接用于织造或经编	

资料来源：华西证券研究所

长丝按纺丝工艺的不同可分为熔体直纺（由聚酯装置运送的聚酯熔体直接纺丝）和切片纺（采用经干燥处理的聚酯切片，经再熔融得到的熔体纺丝）。当前行业产能以熔体直纺为主，物料及能源损耗均好于切片纺，主要工艺包括聚合和纺丝两大环节，其中纺丝环节的卷绕头转速对生产效率影响大，其主要生产厂家包括德国巴马格、日本 TMT 以及中纺院。

图 7 熔体直纺长丝的工艺流程



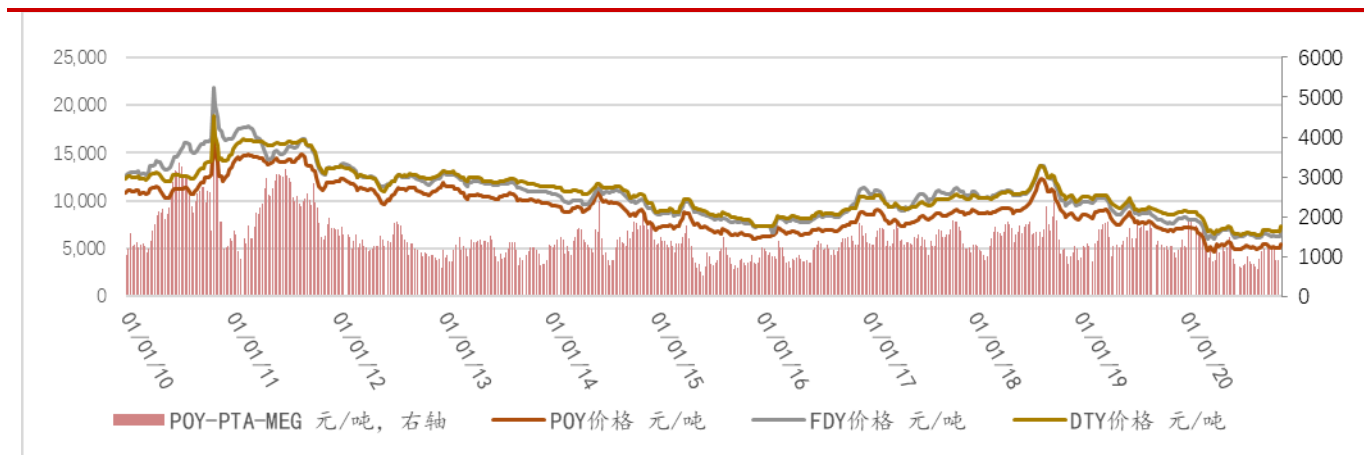
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

2.1. 涤纶长丝供需向好，行业集中度不断提升

我们统计了过去十年的长丝价格及价差走势，取 2020 年 1 月 8 日报价，POY 价格 6165 元/吨，处于 7.55% 的历史分位，而“POY-PTA-MEG”的价差为 1354 元/吨，处于 52% 的历史分位。这其中的差异主要源于近年 PTA、PX、MEG 的大量投产，造成了 POY 绝对价格的下跌。涤纶长丝行业整体需求增长较快，2013-2020 年国内表观需求量 CAGR 为 8.6%，2021 年供给端产能预计仅增长 6.6%，2021 年长丝供需格局将在 2020 年四季度景气拐点后持续向好。

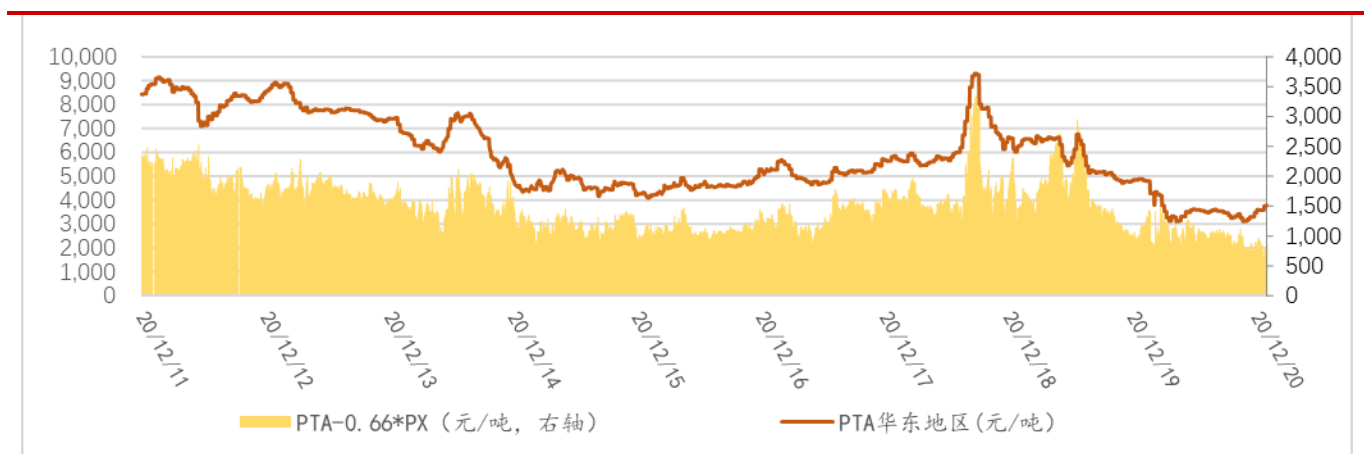
回顾涤纶长丝近五年的景气周期，2015 年下半年，“POY-PTA-MEG”价差持续低位，一度达到行业历史最低位 506 元/吨，导致从 2015-2017 年行业新增产能增速逐年下滑。2016 年-2018 年，终端需求的复苏叠加供给端有限扩张的供需错配，带动长丝产业链整体复苏，2018 年产业链最紧张的 PTA 环节迎来波澜壮阔的行情。经过 2019-2020 年两年调整，行业于 2020 年 10 月开始复苏，国内外需求不断向好推动纺织厂供不应求，行业库存由一季度最高近 40 天下降至四季度的最低 15 天，中期有望在疫情得到控制后迎来终端需求持续提升，开启新一轮景气向上周期。

图 8 长丝历史十年价格及价差走势



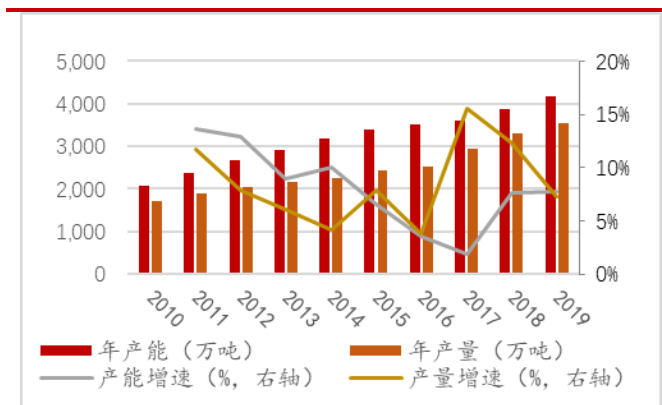
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 9 PTA 价格及价差走势



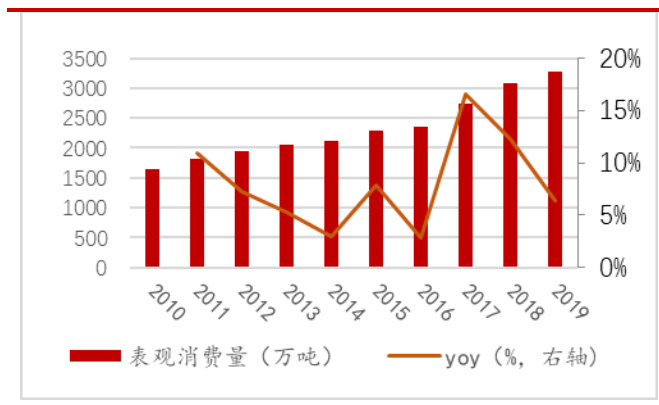
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 10 涤纶长丝历年产能产量及增速情况



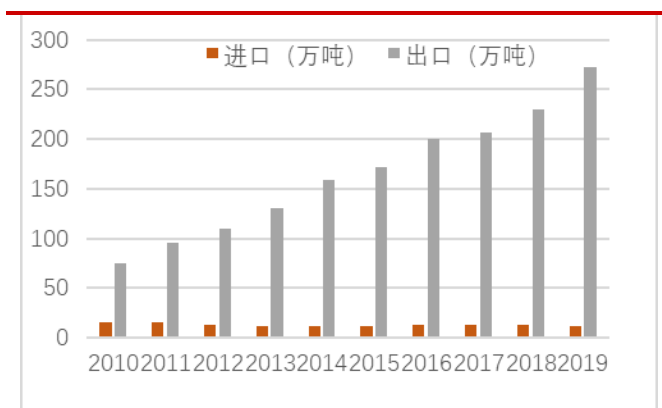
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 11 涤纶长丝年表观消费量及增速情况



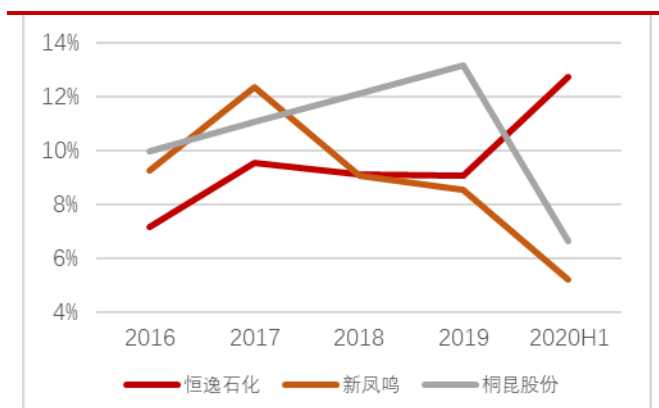
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 12 涤纶长丝进出口数据



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 13 行业主要企业聚酯毛利率一览

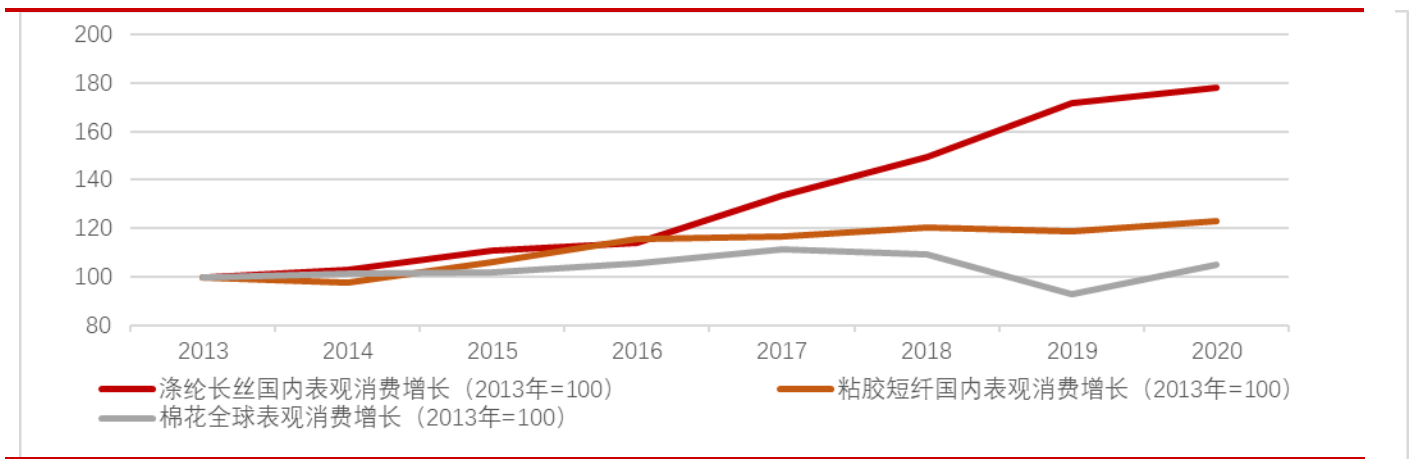


资料来源：公司公告，华西证券研究所

比对全球主要纤维——涤纶长丝、粘胶短纤及棉花的消费增长情况，可以看到涤纶长丝由于其优秀的性价比，近几年需求增速明显超越其替代品，对其他织造原料的市场份额形成挤压。如图 14 所示，我们选取了涤纶长丝、棉花、粘胶短纤三大主要纺织原料，以 2013 年的表观消费数据为基准，比对其近年消费增长数据，涤纶长丝 2013-2020 年的 CAGR 为 8.6%，近年需求增速远超棉花和粘胶。

需求的快速增长推动了供给端的持续扩张，但由于规模效应、管理水平、产业链布局完善程度以及资金成本等方面的差异，竞争格局呈现集中化发展。参考中国化纤工业协会及中纤网统计，2013 年涤纶长丝行业 CR6 为 36.7%，2015 年 CR6 为 39.1%，至 2019 年 CR6 逾 50%，行业集中度大幅提升；桐昆作为业内龙头，产能在国内市占率从 10.8% 升至 18%。表 3 中，我们梳理了桐昆近年拟投资项目的投资情况，可见行业门槛较高。上市公司在当前的发展阶段可以凭借丰富的融资渠道相较于同行取得资金成本优势进行产线升级、产业链拓展等，以此拉开与同行的距离。从 2021 年的长丝投产规划来看，新增产能基本集中于上市公司，预计未来龙头企业的市占率还会进一步提升。

图 14 全球主要纺织原料近年需求增速对比



资料来源：中纤网、CCF、USDA、华西证券研究所

备注：基于数据的可得性，涤纶长丝及粘胶短纤表观消费选取国内表观消费数据，考虑到这两个品种的全球消费以国内为主，因而选取国内数据具有代表性；而棉花的主要消费国除了中国还包括印度、越南、巴西等国，因而选取全球表观消费数据进行对比。

表 3：桐昆股份近年部分拟投资项目单吨投资额一览

规划年份	品种	产能 (万吨)	投资额 (万元)	单吨投资 (元/吨)	有无公用工程
2020 年	智能化超仿真纤维	50	192035	3841	无
2020 年	绿色纤维	30	99100	3303	无
2018 年	差别化纤维	30	99500	3317	无
2018 年	高性能全差别化纤维	20	90000	4500	无
2018 年	差别化 POY	30	98800	3293	无
2018 年	功能性差别化	60	252000	4200	无
2015 年	差别化纤维	40	177000	4430	无
2015 年	DTY 差别化纤维	38	133000	3500	无

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4：2021 年长丝规划新产能集中于业内的上市公司 (万吨)

恒逸	福建逸景	FDY	25
	恒鸣	POY	50
	小计		75
新凤鸣	中跃	POY	30
	平湖	POY+FDY	60
	小计		90
恒力	南通	POY	40
天龙		切片	20
中泰	新疆	长丝+短纤	50
总计			275

资料来源：CCF，华西证券研究所

表 5：2021 年 PTA 规划新增产能

企业	产能	时间

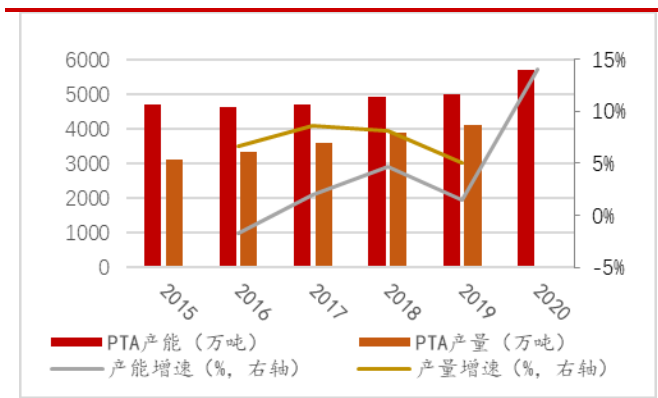
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

福建百宏	250	2020 年底
逸盛新材料一期	330	2021 年 Q1
虹港石化二期	240	2021 年 Q2
逸盛新材料二期	330	2021 年 Q4
台化兴业 (宁波)	150	2021 年 Q4

资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

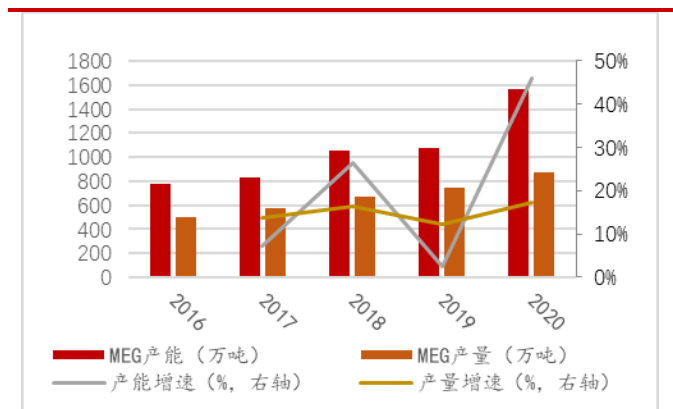
PTA 行业 2020 年产能增长近 14%，且其重要原料 PX 在 2019 年迎来投产高峰，当年产能增长近 40%，产品价格也随之大幅下跌，造成 PTA 绝对价格的走低；MEG 在 2018 年即迎来了投产高峰，当年产能增长 26%，使得近年 MEG 价格持续低迷。

图 15 国内 PTA 历年产能产量及增速情况



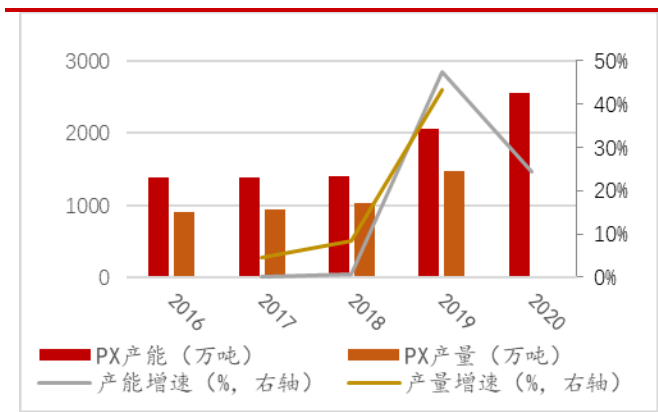
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 16 国内 MEG 历年产能产量及增速情况



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 17 PX 历年产能产量及增速情况



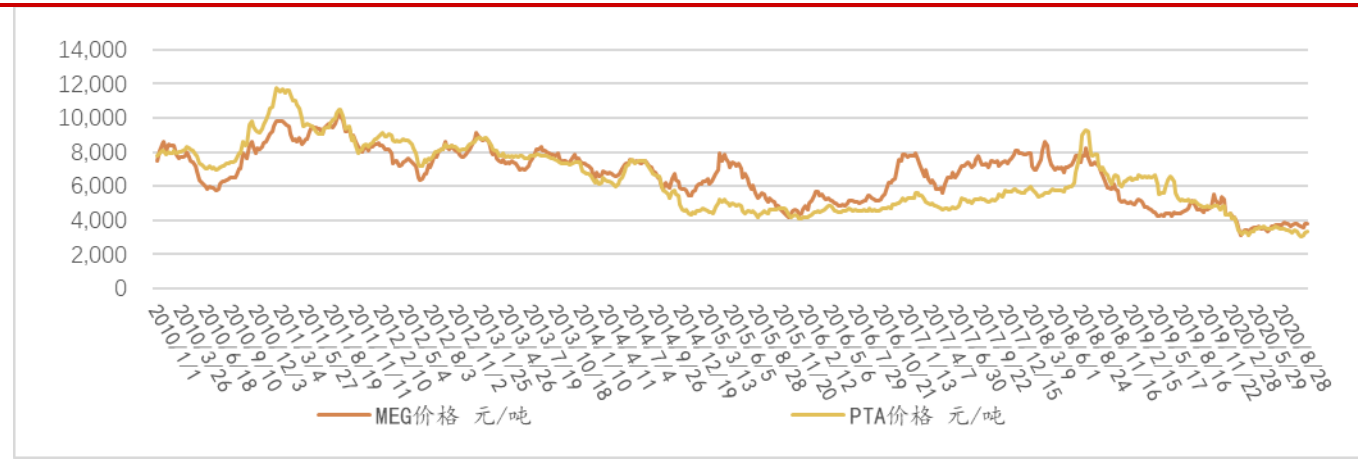
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 18 PX 历史价格走势



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 19 MEG、PTA 的历史价格

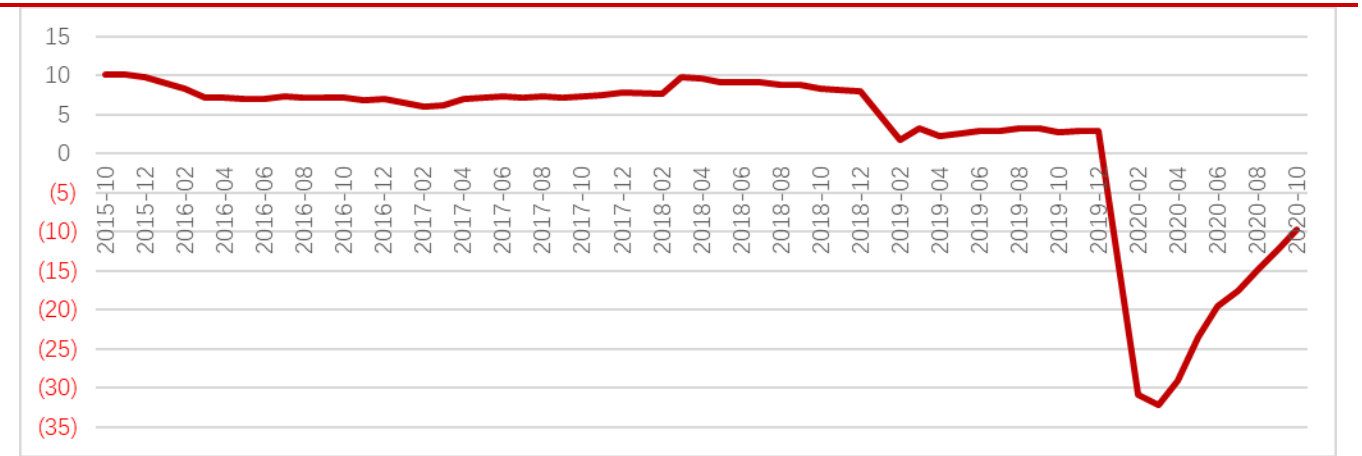


资料来源: wind, 华西证券研究所

2.2. 疫情最暗时刻已过，四季度长丝库存显著下降

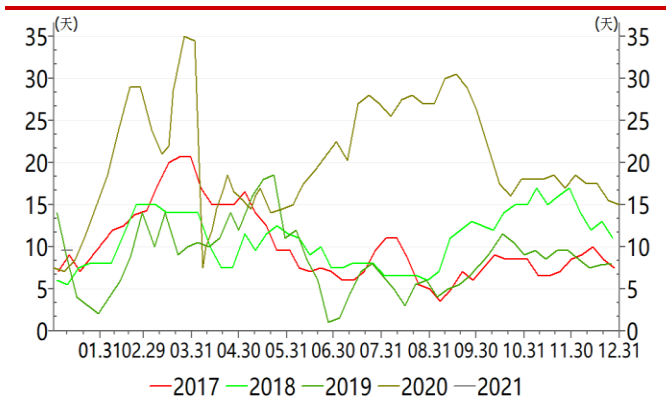
受新冠疫情影响，纺织服装行业需求显著下滑，2020 年 3 月以来全球服装消费都大幅消退，从长丝及面料库存数据来看，也于 2020 年年中分别达到了 5 年历史高位。四季度以来，长丝和面料库存数据均显著降低，未来全球疫情得到全面控制后，纺织服装需求有望迎来持续复苏。

图 20 国内纺织服装零售额当月同比 (%)



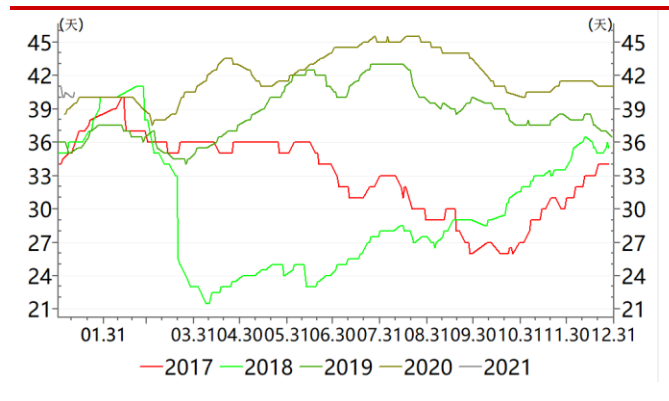
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 21 POY 库存数据季节图



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 22 盛泽面料库存数据季节图



资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 投资浙石化绑定上游资源，分享民营大炼化成长红利

3.1. 浙石化二期投产，将大幅增加公司投资收益

公司于 2017 年参股浙石化 20%，以此绑定了从原油端至 PX 端的产业链环节。民营大炼化作为政策倡导方向，凭借其技术的后发优势、规模、区位及管理优势，在 2020 年上半年国际油价一度暴跌六成、疫情严重影响需求的极端背景下，相关企业仍交出靓丽业绩，公司也因此获得丰厚投资收益，2020 年前三季度公司投资收益为 15.66 亿元，对比 2019 年同期为-436 万元。

浙石化一期 2000 万吨炼化一体化项目于 2019 年 12 月投产，核心装置 PX、乙烯等均在 2020 年上半年陆续转固，二期项目 2000 万吨于 2020 年底进入试运行，有望于 2021 年中期全面达产。预计随着 2021 年浙石化二期装置陆续投产，公司投资收益将同比大幅增长。

表 6: 浙石化一期为桐昆贡献的季度投资收益情况

亿元	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
浙石化一期投资收益	6.7	5.76	3.2	1.38

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

表 7: 浙石化两期项目主要装置一览

	浙石化一期	浙石化二期
投资额 (亿元)	901	829
主要产品 (万吨)		
常减压蒸馏	2000	2000
芳烃	520	520
乙烯	140	140
PDH	60	60
FDPE/HDPE/LDPE	75	75
苯乙烯	120	60
聚丙烯	90	90
PC	26	26
丙烯腈	26	-

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：公司公告，华西证券研究所

民营大炼化仍有极大发展空间，利好公司一体化布局。2014年，国务院明确提出“国家规划的石化基地炼化一体化”向社会资本开放，并在《石化产业规划方案》中规划“十三五”重点建设7大石化产业基地，包括大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷。“十三五”期间，恒力大连长兴岛2000万吨炼化一体化项目、舟山浙石化一期2000万吨炼化一体化项目均已完成投产，符合国家政策导向。“十四五规划”提出要在东部地区形成一批世界级石油化工基地，实现我国石化化工行业集约化发展。已建成投产的恒力与浙石化项目已实证民营大炼化在技术、管理、盈利上的巨大领先优势，《2021年中国能源化工产业发展报告》中预计，“十四五”期间，传统地炼+新兴民营占全国炼油份额将提升至37%，以此推断民营大炼化未来仍有极大发展空间。

3.2. 建设终端加油站熨平周期

浙石化与浙能集团于2017年组建浙江省石油股份公司，其中浙石化持股40%。根据浙能集团规划，浙石油将在未来投资600亿元，预计在2022年建成700座综合能源供应站，2025年建成1000座综合能源供应站，同时构建1000万吨原油储备设施、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。

加油站的盈利模式主要是靠成品油的批零价差，相对炼化业务而言其业务属性更平稳，周期性不明显。2018年浙江省内汽油产量338万吨，消费量超过1000万吨，70%需要依靠外省调运，浙石油的新建加油站可以顺利解决该缺口。对比和顺石油长沙市内30座加油站2019年创收近20亿元，归母净利润约1.6亿元，预计未来1000座加油站有望为浙石化贡献可观利润。

4. 核心假设及盈利预测

考虑到涤纶长丝景气恢复有望超预期，以及浙石化二期已开始快速投产，我们上调公司2020-2022年营业收入至398、484、636亿元（此前预期分别为398、480、589亿元），归母净利润分别为27、51、66亿元（此前预期分别为27.2、47.3、57.2亿元），对应EPS分别为1.19、2.22、2.91元，目前股价对应PE分别为22、12、9倍。可比涤纶行业标的2020-2022年平均PE分别为59/27/14倍，考虑到公司涤纶长丝有望开启新景气周期，未来通过规模化与一体化持续巩固竞争优势，同时受益民营大炼化发展红利，给予公司2021年15倍PE，对应目标价33.3元，上行空间27%，上调公司评级至“买入”。

表8：公司盈利预测核心假设表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售量(万吨)						
POY	273	303	387	440	475	525
FDY	62	79	111	120	135	165
DTY	51	65	76	75	75	75
PTA	0	2	58	60	85	185
销售单价(元/吨)						

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

POY	7337	8451	7067	4867	5544	5844
FDY	8094	8861	7970	5517	6194	6494
DTY	8973	10062	8677	6663	7340	7640
PTA	4286	5173	4915	2977	3354	3654

毛利率 (%)						
POY	11	13	14	6	13	12
FDY	11	8	12	7	13	12
DTY	12	13	12	10	15	14
PTA	5	7	10	8	7	7

投资收益 (亿元)				21.9	31.2	41.2
------------------	--	--	--	------	------	------

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 9: 涤纶行业可比公司估值对比表

公司	代码	EPS				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
恒力石化	600346	1.42	1.88	2.2	2.46	27	21	18	16
新凤鸣	603225	0.97	0.53	1.17	1.57	18	34	15	11
东方盛虹	000301	0.40	0.10	0.29	1.23	37	147	51	12
荣盛石化	002493	0.35	1.10	1.55	2.04	35	33	23	18
平均						29	59	27	14
桐昆股份	601233	1.35	1.28	2.38	3.12	19	22	12	9

资料来源：公司公告，华西证券研究所

备注：桐昆盈利预测为自行测算，其余为 wind 一致预期

5. 风险提示

(1) 全球经济复苏低于预期导致需求低迷的风险。

如全球纺服需求持续低迷，将使涤纶长丝销售及盈利水平低于预期，进而导致公司业绩低于预期。

(2) 国际油价大幅波动导致盈利下滑的风险。

如国际油价大幅波动，将导致公司库存收益下滑，公司参股的浙石化盈利将受影响，从而降低公司投资收益。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	50,582	39,806	48,406	63,639	净利润	2,896	2,734	5,097	6,675
YoY (%)	21.6%	-21.3%	21.6%	31.5%	折旧和摊销	1,806	3,243	2,122	2,347
营业成本	44,610	37,230	42,373	56,151	营运资金变动	-22	-1,843	302	1,282
营业税金及附加	122	71	86	113	经营活动现金流	5,116	2,588	5,399	7,159
销售费用	163	143	174	229	资本开支	-2,980	-9,152	-7,920	-8,649
管理费用	660	593	721	948	投资	-1,449	-2,300	-3,000	-3,500
财务费用	415	211	557	640	投资活动现金流	-3,664	-9,263	-7,774	-7,694
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	172	2,189	3,146	4,455	债务募资	15,210	5,400	6,500	4,000
营业利润	3,757	2,903	6,615	8,664	筹资活动现金流	569	7,051	8,470	2,685
营业外收支	5	5	5	5	现金净流量	2,012	377	6,095	2,151
利润总额	3,762	2,908	6,620	8,669	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	866	175	1,523	1,994	成长能力				
净利润	2,896	2,734	5,097	6,675	营业收入增长率	21.6%	-21.3%	21.6%	31.5%
归属于母公司净利润	2,884	2,723	5,077	6,649	净利润增长率	36.0%	-5.6%	86.4%	31.0%
YoY (%)	36.0%	-5.6%	86.4%	31.0%	盈利能力				
每股收益	1.26	1.19	2.22	2.91	毛利率	11.8%	6.5%	12.5%	11.8%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	5.7%	6.9%	10.5%	10.5%
货币资金	8,519	8,896	14,991	17,142	总资产收益率 ROA	7.2%	5.5%	7.8%	8.5%
预付款项	574	560	602	788	净资产收益率 ROE	15.2%	12.5%	18.9%	19.9%
存货	2,717	3,282	3,700	4,424	偿债能力				
其他流动资产	935	1,244	1,232	1,345	流动比率	0.75	0.70	0.80	0.76
流动资产合计	12,745	13,981	20,524	23,698	速动比率	0.56	0.51	0.63	0.60
长期股权投资	6,830	9,130	12,130	15,630	现金比率	0.50	0.45	0.58	0.55
固定资产	17,073	21,914	27,857	33,580	资产负债率	52.3%	55.9%	58.5%	56.8%
无形资产	1,502	2,003	2,407	2,853	经营效率				
非流动资产合计	27,256	35,471	44,274	54,082	总资产周转率	1.26	0.80	0.75	0.82
资产合计	40,001	49,451	64,798	77,779	每股指标 (元)				
短期借款	8,247	12,247	17,247	20,247	每股收益	1.26	1.19	2.22	2.91
应付账款及票据	6,258	5,462	6,079	8,057	每股净资产	8.31	9.50	11.72	14.62
其他流动负债	2,465	2,277	2,410	2,738	每股经营现金流	2.24	1.13	2.36	3.13
流动负债合计	16,970	19,987	25,736	31,042	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	891	2,291	3,791	4,791	估值分析				
其他长期负债	3,063	5,363	8,363	8,363	PE	18.07	19.15	10.27	7.84
非流动负债合计	3,954	7,654	12,154	13,154	PB	1.80	2.17	1.76	1.41
负债合计	20,924	27,640	37,890	44,196					
股本	1,848	1,848	1,848	1,848					
少数股东权益	71	82	102	129					
股东权益合计	19,077	21,811	26,908	33,584					
负债和股东权益合计	40,001	49,451	64,798	77,779					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工分析师，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。