

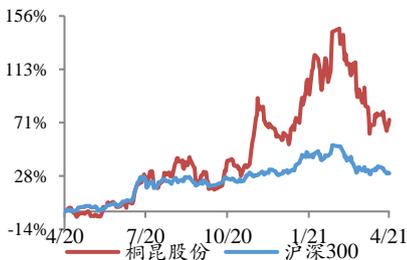
行业低景气拖累业绩，未来公司盈利增长明确

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2021-04-15

收盘价（元）	20.42
近12个月最高/最低（元）	29.00/11.28
总股本（百万股）	2,288
流通股本（百万股）	2,288
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	467
流通市值（亿元）	467

公司价格与沪深300走势比较


分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告

1. 单季净利润环比提高，浙石化贡献业绩 2020-10-31
2. 二季度盈利能力恢复，浙石化投产助力业绩增长 2020-09-25

主要观点：

● 事件描述

4月15日，公司公告2020年年度报告。据公告，2020年公司实现营业收入458.33亿元，同比降低9.39%；归母净利润28.47亿元，同比降低1.31%；扣非后归母净利润27.67亿元，同比降低0.99%；加权平均ROE为13.71，同比降低2.79个百分点；经营活动现金流量净额为33.47亿元，同比下降34.57%。

● 受外部贸易环境影响，公司经营业绩下降。

公司主要经营模式为外购PX生产PTA，将自产PTA及部分外购PTA、外购乙二醇用于生产涤纶长丝。2020年全国涤纶长丝产量3900万吨，公司涤纶长丝产量652万吨，占比近17%，是国内涤纶长丝的龙头企业。涤纶长丝行业与终端需求密切相关。2020年一季度末由于受公共卫生事件叠加春节影响，终端复工延迟，导致终端需求持续萎缩，行业开工负荷大幅下降，上游原料价格大幅波动，内需不振，出口受阻，涤纶长丝库存达到年内高点。随着疫情逐渐好转，二季度行业开工负荷逐渐恢复，直至三季度末，在国内经济回升、冷冬预期、双十一等刺激下，行业开工负荷基本赶超去年同期水平，四季度下游需求好转，且新冠疫苗取得积极进展，原油价格上涨，成本端支撑利好，下游产销整体较好，涤纶长丝市场整体稳中偏强、利润提升。

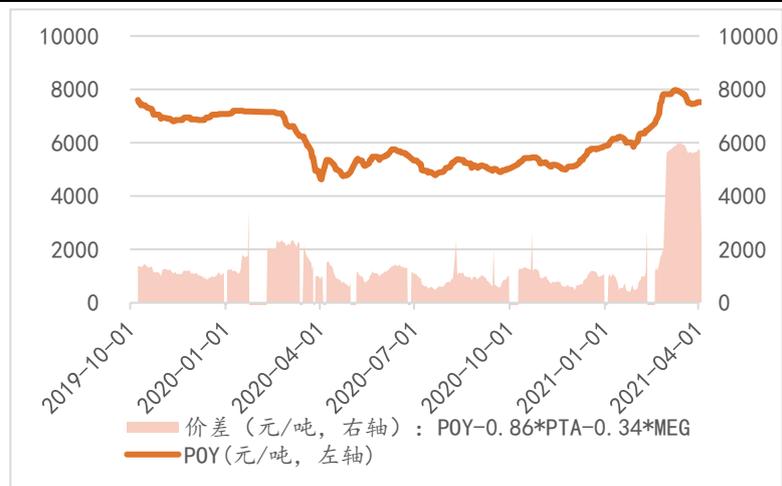
公司作为行业龙头，经营业绩与行业整体运行情况基本吻合。2020年公司实现毛利润28.95亿元，同比降低51.52%，毛利率为6.32%，同比降低5.49个百分点；其中，涤纶长丝毛利润27.01亿元，占总毛利润93.29%。公司存货周转天数一季度达到56.45天，主要由于新冠疫情和国际贸易环境影响下游需求疲软；公司采取积极措施促销降库、调整产业结构和产品结构，二季度存货周转天数降低为26.69天、三季度28.44天，四季度全年达到最优23.4天，同比降低15.51%。公司整体净利率为6.23%，同比提高0.51个百分点；三项费用率为2.39%，同比降低0.06个百分点，其中，销售费用率为0.17%，同比降低0.15个百分点；管理费用率为1.50%，同比增加0.2个百分点；财务费用率为0.71%，同比降低0.11个百分点。购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为38.94亿元，同比增长29.12%。尽管受外部环境影响，公司各装置运行顺畅，通过规模化和一体化优势，降本促销，市场份额有一定增加，盈利保持行业合理水平。

● 涤纶长丝景气恢复，叠加浙石化二期即将投产，公司业绩增长已明确

涤纶长丝贡献公司最多收入和毛利，占比分别为74.32%和93.29%。2020年公司业绩受制于涤纶长丝价格下降。与2019年相比，2020年POY、FDY、

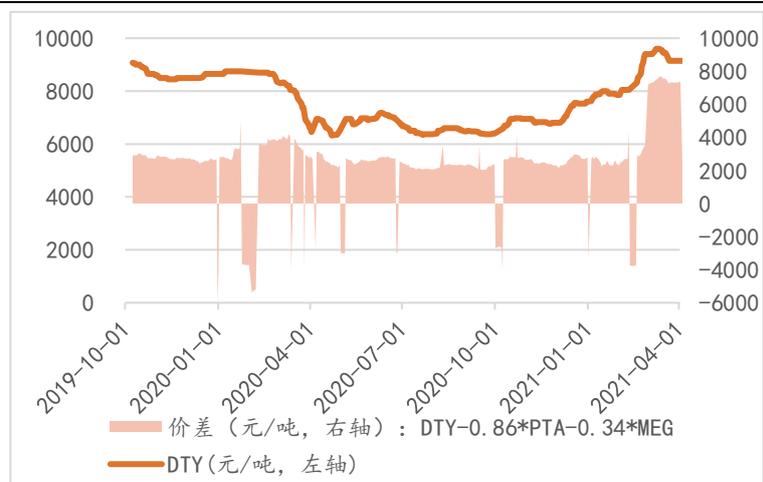
DTY 年均价格分别为 5569 元/吨、5942 元/吨和 7129 元/吨，分别同比下滑 30%、15%和 13%。POY 销量 467.07 万吨/年，同比增加 20.59%；FDY 销量 108.88 万吨/年，同比下降 2.03%；DTY 销量 75.04 万吨/年，同比下降 0.62%。虽然外部环境不佳，但公司通过促销降库、成本控降等手段，合理调整产业结构和产品结构，生产经营情况稳定，销量保持一定增加，市场份额一定程度扩大。从 2020 年第四季度看，涤纶长丝价格环比基本均有上升。2021 年，POY、FDY 和 DTY 的价差扩张显著，价差从 1000 元/吨、2000 元/吨和 5000 元/吨涨至 6000 元/吨、8000 元/吨和 7000 元/吨，并保持近一季度。价格和价差复苏对公司 2021 年业绩形成明确增长预期。此外，公司持有 20%股权的浙石化的“4000 万吨/年炼化一体化项目”一期 2019 年底投产后各装置生产进展顺利，已经为公司贡献了 22.3 亿元投资收益。二期预计 2021 年投产，将为公司持续贡献更多利润。

图表 1 POY 价格与价差走势



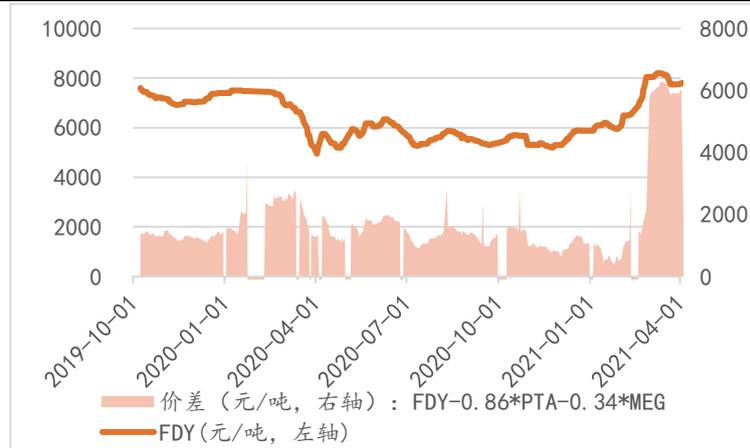
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 DTY 价格与价差走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 FDY 价格与价差走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

● **新建项目强化聚酯综合竞争力, 公司行业地位不断巩固**

目前, 公司聚酯聚合产能约为 690 万吨/年, 涤纶长丝产能约为 740 万吨/年, 连续二十年在国内及国际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 20%, 国际市场占有率超 12%。公司桐乡总部基地和洲泉基地位于占全国涤纶长丝消费量 80% 的长三角地区, 区位优势得天独厚。同时, 公司在嘉兴港区布局的全资子公司嘉兴石化 PTA 项目, 共有 320 万吨/年产能, 既使公司实现“PTA-聚合-纺丝-加弹”一体化生产模式, 同时节省了 PTA 物流运输和包装成本, 使聚酯产品的竞争力更强。2017 年公司收购浙石化 20% 股权, 使公司产业链进一步延伸, 浙石化投产不仅可以为公司提供充足的 PX 和乙二醇原料供应, 还能为公司贡献丰厚的投资收益。

公司未来将在进一步提高产品差别化率的基础上继续扩充涤纶长丝产能, 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。投资 170 亿元的桐昆聚酯一体化项目建设年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝等项目已处于全面开工建设阶段, 项目将实现 PTA、聚酯纺丝一体化生产的转型升级, 竞争优势明显; 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已完成前期项目报批手续, 项目生产的化纤油剂将能够填补国内市场空白, 实现对进口油剂的替代。综上, 公司作为涤纶长丝行业龙头企业, 是值得长期投资的价值标的。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年收入分别为 519.4 亿元、587.3 亿元、631.4 亿元，归母净利润分别为 45.86、58.02、70.68 亿元，同比增速为 61.1%、26.5%、21.8%。对应 PE 分别为 10.19、8.05 和 6.61 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；项目建设不及预期的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	45833	51940	58730	63140
收入同比 (%)	-9.4%	13.3%	13.1%	7.5%
归属母公司净利润	2847	4586	5802	7068
净利润同比 (%)	-1.3%	61.1%	26.5%	21.8%
毛利率 (%)	6.3%	14.1%	13.7%	13.5%
ROE (%)	11.1%	15.2%	16.1%	16.4%
每股收益 (元)	1.24	2.00	2.54	3.09
P/E	16.55	10.19	8.05	6.61
P/B	1.83	1.54	1.30	1.08
EV/EBITDA	16.63	8.94	11.92	11.09

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。