

桐昆股份 (601233)

证券研究报告
2023年08月14日

涤纶开启景气周期，炼化打开二次成长

深耕行业四十载，打造涤纶产业链一体化龙头

公司成立 40 多年来坚守化纤主业，同时基于涤纶优势打造全产业链发展，业务横跨石油炼化、PTA、聚酯、涤纶长丝、织造以及纺服油剂、表面活性剂等诸多领域；产业链布局贴近原料地和消费地，有桐乡总部、洲泉、嘉兴港区、湖州恒腾、江苏恒阳、嘉通能源、新疆中昆等多个产业园。截至 2022 年末，公司已具备 800 万吨原油加工权益量、720 万吨 PTA、960 万吨涤纶长丝、以及配套表面活性剂、油剂的生产能力。公司长丝产能全球第一，国内市场份额超 20%，主产品 POY 毛利率处于行业领先状态。

长丝回暖，海外补库+国内供给增速放缓有望提供长期驱动

在纺服内需复苏及长丝出口订单转暖的背景下，涤纶长丝产业上半年表现亮眼，高开工、低库存、利润尚可，呈现淡季不淡的迹象。后续重点关注海外纺服补库进程及国内供给端优化带来新的驱动；

去年四季度以来，国际服装品牌普遍处于去库存阶段，NIKE、LULULEMON 等企业库存得到一定去化，但仍处于历史相对较高水平，随着下半年品牌库存进一步去化，外需或有一定好转；中长期来看，竞争格局不断优化，长丝 CR6 行业集中度提升至 2022 年的 61%，头部企业话语权增强；行业过去几年扩张相对稳健，产能与消费增速基本匹配，且后续来看，龙头企业扩能放缓且随着落后产能的进一步出清，未来长丝供给增速有望走弱。

炼化稀缺性显现，印尼项目有望打开二次成长曲线

中国《2030年前碳达峰行动方案》划定了国内 10 亿吨的炼油上限，根据行业相关预测，预计 2023 年，中国炼油产能或将增加至 9.8 亿吨，并有望在 2024 年达到 10 亿吨大关，上游石化产品的供应压力有望得到缓解，炼化项目稀缺性显现，周期有望进入向上拐点。

炼化出海，布局正当时：公司计划在印尼建设 1600 万吨炼化一体化项目，股权占比 45.9%，下游主要包括 430 万吨成品油、520 万吨 PX、80 万吨乙烯，通过印尼炼化项目可以强化产业链一体化优势，打造国内国际双循环；同时东南亚作为全球最大的成品油净进口市场，公司有望获得超额收益。

盈利预测与估值：受能源成本高位、叠加石化行业海外需求衰退，我们将公司 2023/2024 年归母净利润预测由 42/53 亿下调至 22/48 亿，给予 2025 年盈利预测为 75 亿，2023 年 8 月 9 日股价对应的 PE 分别为 16/7/5，参考同行估值及公司高成长性，给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 18 元，维持“买入”评级。

风险提示：主要原材料及产品价格波动风险；行业竞争加剧风险；印度 BIS 认证进度缓慢，长丝出口走弱风险；美国去库不及预期，外需复苏缓慢风险；印尼项目进展不及预期风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,130.95	61,993.35	74,299.03	90,867.71	103,770.93
增长率(%)	29.01	4.84	19.85	22.30	14.20
EBITDA(百万元)	12,112.02	4,671.57	6,849.73	10,327.73	13,761.54
归属母公司净利润(百万元)	7,332.20	130.21	2,222.21	4,787.99	7,516.79
增长率(%)	157.58	(98.22)	1,606.64	115.46	56.99
EPS(元/股)	3.04	0.05	0.92	1.99	3.12
市盈率(P/E)	4.78	269.43	15.79	7.33	4.67
市净率(P/B)	0.98	1.01	0.94	0.84	0.72
市销率(P/S)	0.59	0.57	0.47	0.39	0.34
EV/EBITDA	4.71	12.45	7.74	4.70	2.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	石油石化/炼化及贸易
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.55 元
目标价格	18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,411.12
流通 A 股股本(百万股)	2,287.53
A 股总市值(百万元)	35,081.79
流通 A 股市值(百万元)	33,283.58
每股净资产(元)	14.18
资产负债率(%)	62.41
一年内最高/最低(元)	17.19/11.84

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《桐昆股份-半年报点评:2021H1 点评：炼化、聚酯双驱动业绩大增》2021-08-20
- 《桐昆股份-公司点评:点评：涤纶旺季来临，看好弹性+炼化增长》2021-07-15
- 《桐昆股份-公司点评:公司计划非公开发行股票，彰显大股东信心》2021-01-11

内容目录

1. 公司简介.....	4
1.1. 公司产业链与产能.....	4
1.2. 公司经营情况.....	5
1.3. 股权结构清晰，公司管理层更替注入新活力.....	7
2. 涤纶行业回暖：外需及供给侧驱动或助推涤纶长期向好行情.....	8
2.1. 长丝上半年表现亮眼，纺服内需及长丝出口是主因.....	8
2.2. 海外库存去化，外需有望开启复苏进程.....	10
2.3. 供给侧有望改善，竞争格局优化.....	11
2.3.1. 中国主导全球聚酯产业发展.....	11
2.3.2. 行业集中度不断提升，头部企业话语权增强.....	12
2.3.3. 产业良性扩张，产能投放接近尾声.....	13
3. 炼化稀缺性显现，有望贡献超额收益.....	14
3.1. 能源转型下，全球炼厂扩能动力放缓.....	14
3.2. 重点石化类公司资本开支出现下滑.....	16
3.3. 芳烃高进入壁垒，有望贡献超额收益.....	16
3.4. 印尼项目打开二次成长曲线.....	17
4. 盈利预测与估值.....	19
4.1. 盈利预测假设.....	19
4.2. 盈利预测预估值.....	20
5. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：2022 年末公司主要产能.....	4
图 3：桐昆股份产业链.....	5
图 4：2022 年公司长丝产量结构（单位：万吨）.....	5
图 5：POY 毛利率同行业对比.....	5
图 6：公司 2016-2022 营业收入与增速（单位：亿元，%）.....	6
图 7：公司 2016-2022 营业成本与增速（单位：亿元，%）.....	6
图 8：公司 2016-2022 归母净利润与增速（单位：亿元，%）.....	6
图 9：公司 2016-2022 主营收入产品结构（单位：亿元）.....	6
图 10：公司 2016-2022 产品毛利结构（单位：亿元）.....	6
图 11：公司 2016-2022 年主要产品毛利率（%）.....	6
图 12：公司 2016-2022 投资收益与营业利润对比（单位：亿元）.....	7
图 13：桐昆股份主要股权结构（截至 23Q1）.....	7
图 14：长丝月度开工率：%.....	8
图 15：POY 库存天数.....	8

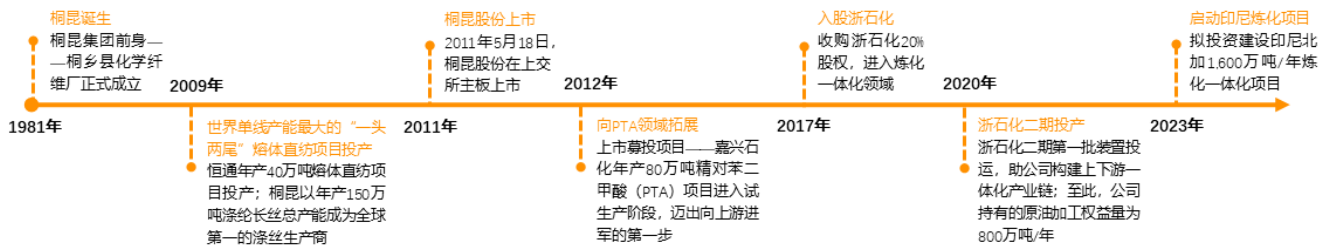
图 16: FDY 库存天数.....	9
图 17: DTY 库存天数.....	9
图 18: PX-PTA-长丝产业链利润: 元/吨.....	9
图 19: 长丝月度出口量: 万吨.....	10
图 20: 2022 年涤纶长丝出口结构.....	10
图 21: 中国:零售额:服装鞋帽、针、纺织品类.....	10
图 22: 中国纺织业库存同比: %.....	10
图 23: 美国服装批发&零售额同比:	11
图 24: 美国纺服库存: 同比.....	11
图 25: NIKE: 存货账面价值 MA-4 & 存货周转率 MA-4: 百万美元.....	11
图 26: LULU: 存货账面价值 MA-4 & 存货周转率 MA-4: 千美元.....	11
图 27: 2021 年全球 PX 产能分布.....	12
图 28: 全球 PTA 产能分布.....	12
图 29: 2021 年全球聚酯纤维产能分布.....	12
图 30: 长丝年度出口量: 万吨、2023 年为 1-5 月份.....	12
图 31: 6 家长丝头部企业产能: 万吨/年.....	13
图 32: 长丝 CR6 变化趋势: 万吨/年.....	13
图 33: 中国长丝产能及增速: 万吨, %.....	13
图 34: 涤纶长丝开工率: %.....	13
图 35: 长丝新产能.....	14
图 36: 化学纤维制造业固定资产投资增速: %.....	14
图 37: 全球炼能发展趋势: 万桶/天.....	15
图 38: 重点公司资本开支: 亿元; 增速: % (右轴).....	16
图 39: PX 供需格局: 万吨, %.....	17
图 40: PX 新产能规划.....	17
图 41: 美国芳烃价格对比: 美元/吨.....	17
图 42: 泰昆石化(印尼)有限公司股权结构(2023 年 6 月 27 日).....	18
表 1: 欧洲炼厂变动统计: 万桶/天.....	14
表 8: 国内大炼化项目梳理: 万吨/年, 截至 2022 年 11 月.....	15
表 3: 印尼北加炼化项目产能结构(单位: 万吨/年).....	18
表 4: 板块主要产品盈利预测拆分(单位: 亿元)(销量单位: 万吨).....	19
表 5: 可比公司估值 PE: 2023 年 8 月 11 日.....	20

1. 公司简介

桐昆集团股份有限公司（以下简称桐昆股份、公司），地处浙江省桐乡市，是一家投资石油炼化，以 PTA、聚酯和涤纶纤维制造为主业的大型股份制上市企业。公司成立于 1981 年，于 2011 年上市；业务横跨石油炼化、PTA、聚酯、涤纶长丝、织造以及纺服油剂、表面活性剂等诸多领域。集团公司在四十多年的发展过程中，坚守初心做大做强化纤主业，先后被认定为国家大型企业、国家重点高新技术企业、制造业单项冠军示范企业等荣誉称号，并位列 2022 中国企业 500 强第 223 位，中国民营企业 500 强第 75 位。

公司产业链布局贴近原料地和消费地，有桐乡总部基地、洲泉基地、嘉兴港区基地、湖州恒腾基地、江苏恒阳基地、嘉通能源基地、新疆中昆基地等多个产业园，优越的地理位置极大地方便了公司提升市场影响，节约物流成本，增强客户粘性。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，桐乡新闻网，桐昆发布公众号，浙商之家公众号，嘉兴市高新技术企业协会公众号，天风证券研究所

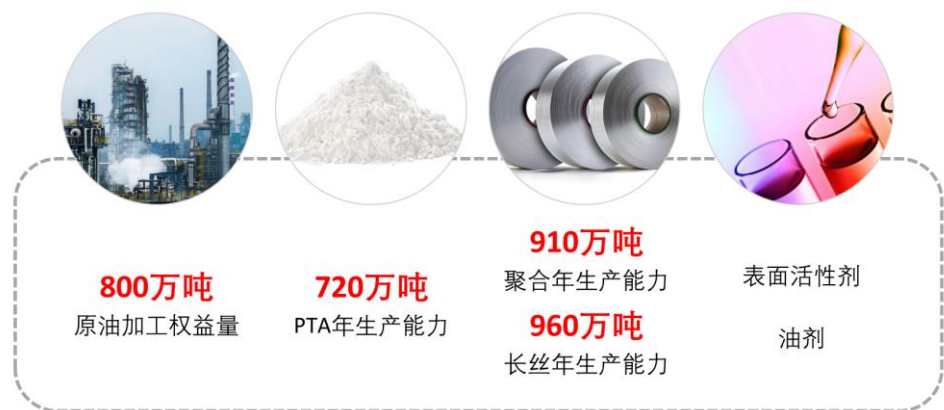
1.1. 公司产业链与产能

公司发展脉络清晰，基于下游涤纶产业链优势打造全产业链发展：

公司自上市以来发展稳定，各主要产品产能逐年递升；同时公司也积极进行上下游一体化全产业链布局，逐年向上游炼化、PTA、芳烃等布局。

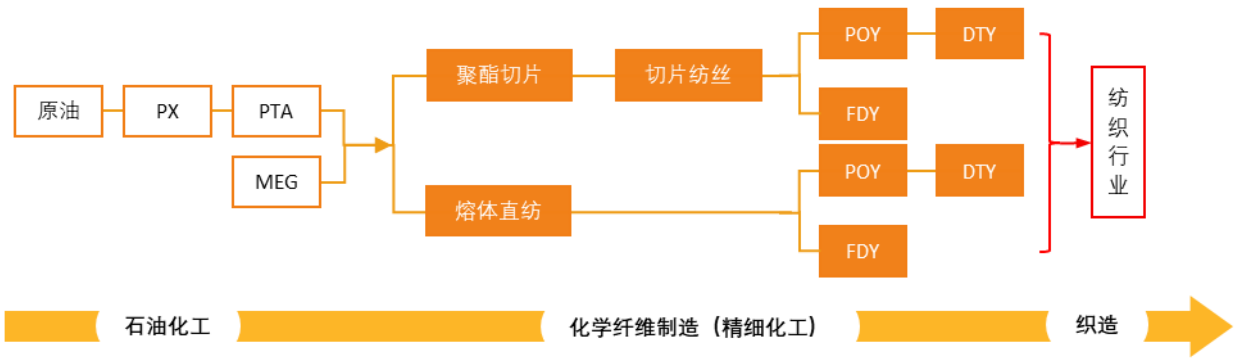
上市次年，募投项目嘉兴石化 80 万吨/年 PTA 项目试生产；2019、2020 年，公司参股浙石化的一、二期炼化一体化项目分别投产，形成原油加工 800 万吨/年、对二甲苯（PX）176 万吨/年、乙烯 84 万吨/年的权益产能，打通了从一滴油到一批丝的产业流程；截至 2022 财年末，公司已具备 800 万吨原油加工权益量、720 万吨 PTA、910 万吨聚合、960 万吨涤纶长丝、以及配套表面活性剂、油剂的生产能力。

图 2：2022 年末公司主要产能



资料来源：公司公告，公司官网，中智软创公众号，表面活性剂发展中心公众号，IESD 表面活性剂和洗涤剂展公众号，天风证券研究所

图 3：桐昆股份产业链

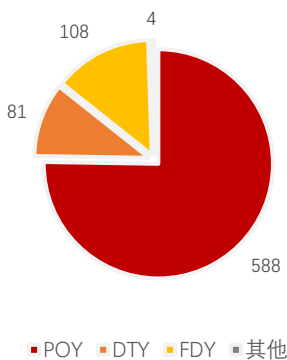


资料来源：公司公告，天风证券研究所

长丝产能全球第一，毛利率领先：公司涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、ITY、中强丝和复合丝六大系列 1000 多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列，有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称；其中 POY、FDY、DTY 品种在国内市场份额占比超 20%，国际市场占比超 13%。2022 年公司涤纶丝总产量 781.45 万吨，其中 POY 产量 588.07 万吨，DTY 产量 81.42 万吨，FDY 产量 108.01 万吨，分别占到 75.25%，10.42%，13.82%。

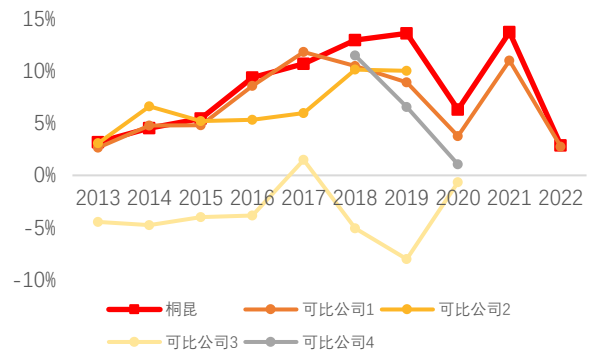
从公司主产品 POY 来看，与业内可比公司对比，毛利率长期处于领先状态，伴随着聚酯涤纶产业链自上而下的产能集中度提升，龙头企业规模优势以及新装置的后发优势显著。

图 4：2022 年公司长丝产量结构（单位：万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：POY 毛利率同行业对比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

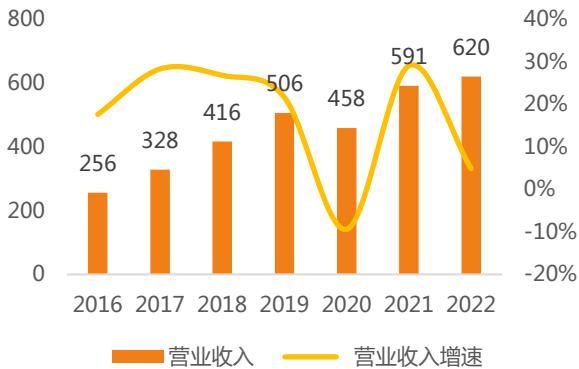
注：部分无数据的年份系公司未进行披露

1.2. 公司经营情况

产品结构丰富，营收增速健康：2022 年公司实现营业收入 619.93 亿元，同比增长 4.79%；归母净利润 1.30 亿元，同比下降 98.26%。公司主营业务收入主要由 POY、DTY、FDY 产品贡献，其余产品包括复合丝、精对苯二甲酸（PTA）、切片等；2016-2022 年主营业务收入年化增速达到 17.47%；从毛利结构上看，POY 同样占比最高，2022 年，DTY 产品受到售价下滑、单吨成本上升的叠加影响，产品毛利降至盈亏平衡线附近。

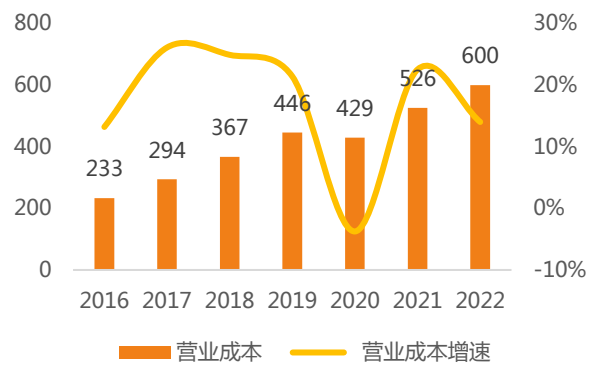
产品毛利率方面，复合丝毛利率相对较高，但波动较大；主要产品涤纶预取向丝（POY）、涤纶加弹丝（DTY）、涤纶牵伸丝（FDY）在 2021 年以前于 10% 上下波动，2022 年出现大幅下降，其主要系 2022 年原油价格影响，公司原料成本大幅上涨所致。

图 6：公司 2016-2022 营业收入与增速（单位：亿元，%）



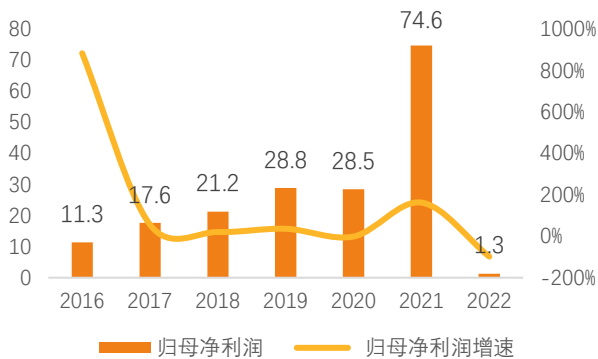
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司 2016-2022 营业成本与增速（单位：亿元，%）



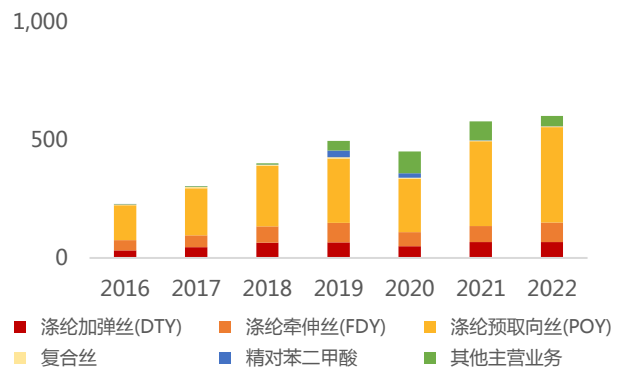
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司 2016-2022 归母净利润与增速（单位：亿元，%）



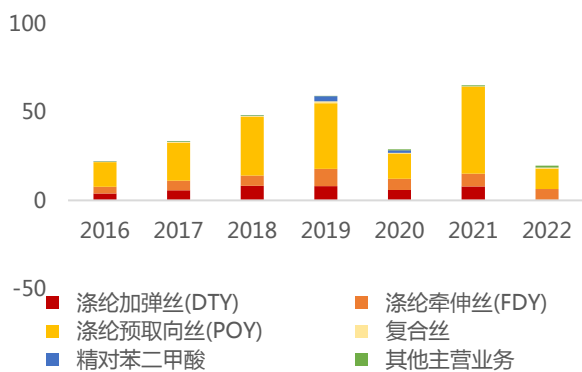
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司 2016-2022 主营收入产品结构（单位：亿元）



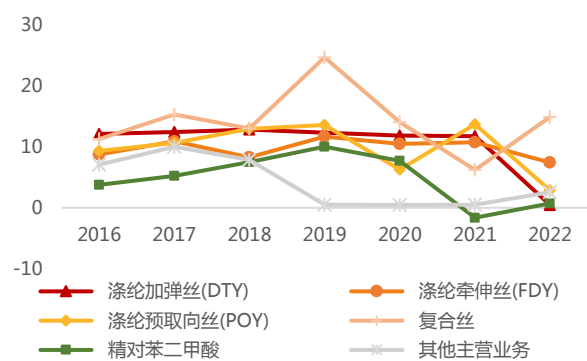
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司 2016-2022 产品毛利结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

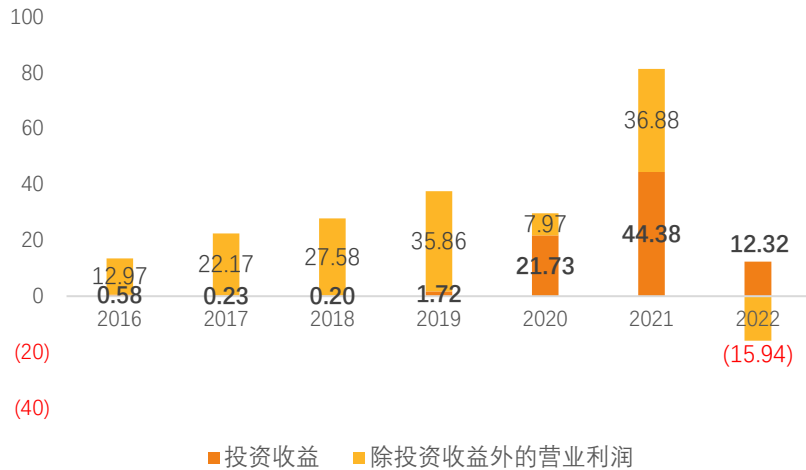
图 11：公司 2016-2022 年主要产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

一体化格局稳步推进，炼化项目贡献投资收益：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；2020 年，浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目二期投产。浙石化项目投产之后，一方面将稳定公司的原料供应，为上市公司提供生产所需的 PX 和乙二醇，另一方面也为上市公司贡献了丰厚的投资收益；2020-2022 年，浙石化分别向公司贡献了 22.3 亿元、44.6 亿元、12.11 亿元的投资收益，并构成了公司利润来源的重要部分。

图 12：公司 2016-2022 投资收益与营业利润对比（单位：亿元）



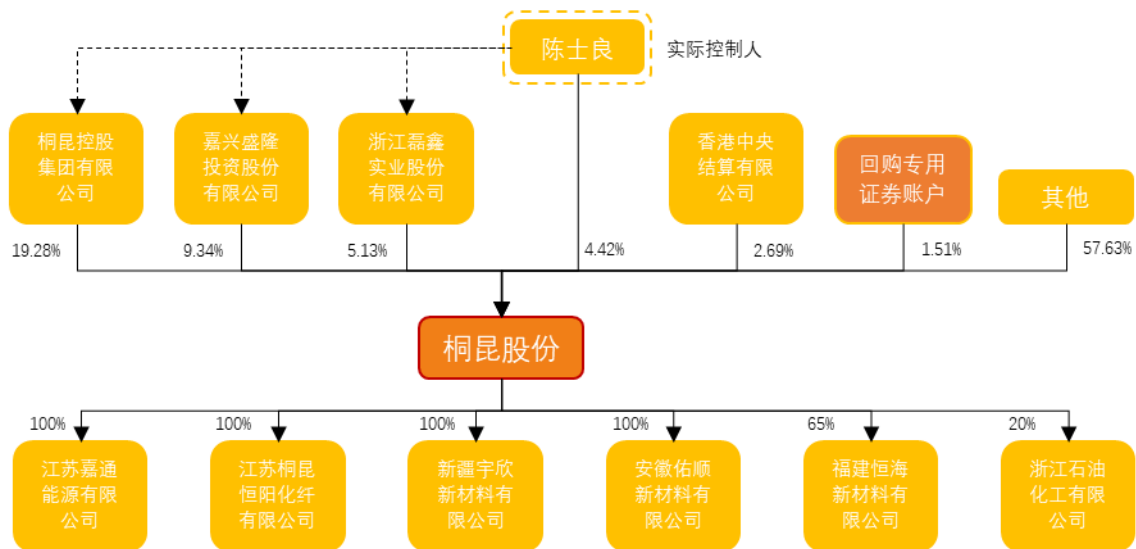
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

1.3. 股权结构清晰，公司管理层更替注入新活力

截至 2023 年一季度末，公司股权结构较为稳定：前四大股东分别为桐昆控股集团有限公司、嘉兴盛隆投资股份有限公司、浙江磊鑫实业股份有限公司、陈士良，合计直接持有公司 38.17%的股权，且较上一财年均未发生变动。

2022 年 3 月，公司发布公告称：拟使用 5-10 亿元资金回购上市公司股份，用于后期实施员工持股计划或股权激励计划、或转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。截至 2023 年一季度末，公司已累计回购超 3,600 万股，占比 1.51%。本次回购动作彰显公司对未来发展前景的信心和内在价值的认可，以及对广大投资者利益的维护。

图 13：桐昆股份主要股权结构（截至 23Q1）



资料来源：公司公告，爱企查，天风证券研究所

2023 年 6 月 1 日，公司发布公告称一致通过《关于选举董事长的议案》，会议选举陈蕾女

士担任公司第九届董事会董事长。陈蕾女士系公司实际控制人陈士良先生之女，曾任桐昆集团股份有限公司副董事长，曾毕业于英国帝国理工大学，获风险管理和金融工程专业硕士学位。

陈蕾于 2010 年 11 月加入桐昆集团，历任仓库、车间、财务部、董事长秘书等职位，并赴香港分公司历练，在多个岗位的变换中清晰地把握了企业运作的流程。2020 年，陈蕾回到集团总部进入集团决策层，先后任董事长助理、副董事长，直到此次出任桐昆股份的董事长兼总裁。

本次换届是桐昆发展史上具有划时代意义的重要一步，管理团队由“60、70、80”过渡到“70、80、90”，专业化、年轻化的人才梯队有利于公司团队结构提升优化，也能够支撑起企业项目建设以及集团长远发展需要。

2. 涤纶行业回暖：外需及供给侧驱动或助推涤纶长期向好行情

2.1. 长丝上半年表现亮眼，纺服内需及长丝出口是主因

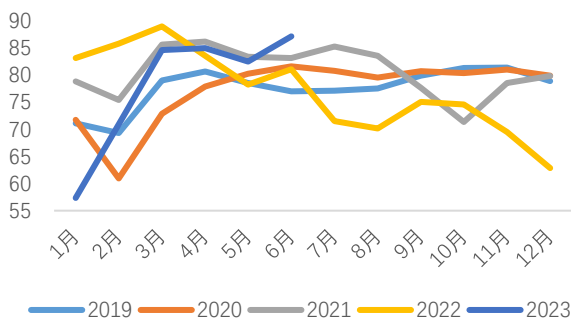
年初以来，随着国内需求的逐步复苏，长丝开工率不断攀升，6 月份是聚酯的传统淡季，但行业开工率不断攀升至同期历史高位，产品库存持续去化，效益表现尚可，呈现淡季不淡的迹象，在国内整体化工品需求表现偏弱的背景下，长丝整体表现较为亮眼。

当前开工率处于历史同期高位：上半年来看，长丝新增产能 321 万吨，而二季度开工率处于历史同期高位，内需复苏及长丝出口订单转暖是较重要的原因，海外市场的装置在低加工费之下选择减产甚至是停产，为国内企业出口打开了空间。

1-2 月份长丝经历了大幅减产，开工率最低跌至 50% 以下；在内需逐步复苏叠加长丝出口向好的支撑下，长丝开工率在 3 月份得到快速提升，平均达到 85% 左右；4 月份原料 PX/PTA 大幅上涨，对长丝开工形成一定抑制，下游观望情绪增加；5-6 月份，随着原料价格下跌，下游备货增加叠加出口较好，长丝维持高负荷运转，根据 CCFEI 数据，6 月底涤纶长丝负荷达到 87.7%，处于历史同期高位。

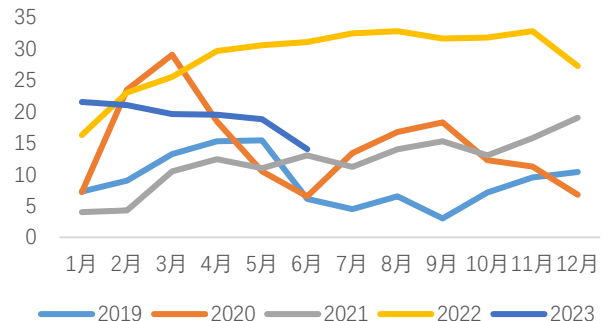
产品库存有效去化：在长丝高开工的背景下，长丝延续去库趋势，POY/FDY/DTY 库存天数由年初 25/33/24 天下降至 6 月底 14/24/17 天，库存处于历史同期中性或偏低位，长丝工厂尚无库存压力。

图 14：长丝月度开工率：%



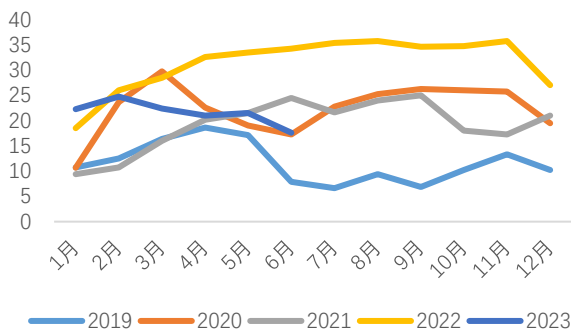
资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 15：POY 库存天数



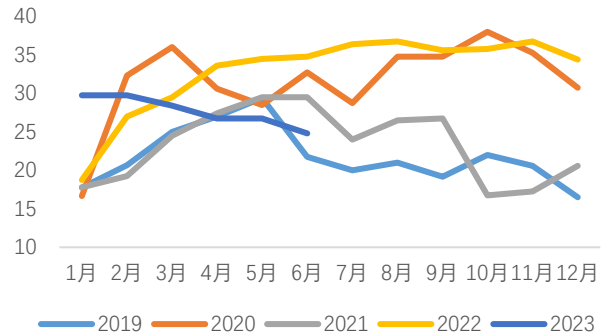
资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 16: FDY 库存天数



资料来源: CCFEI, 天风证券研究所

图 17: DTY 库存天数

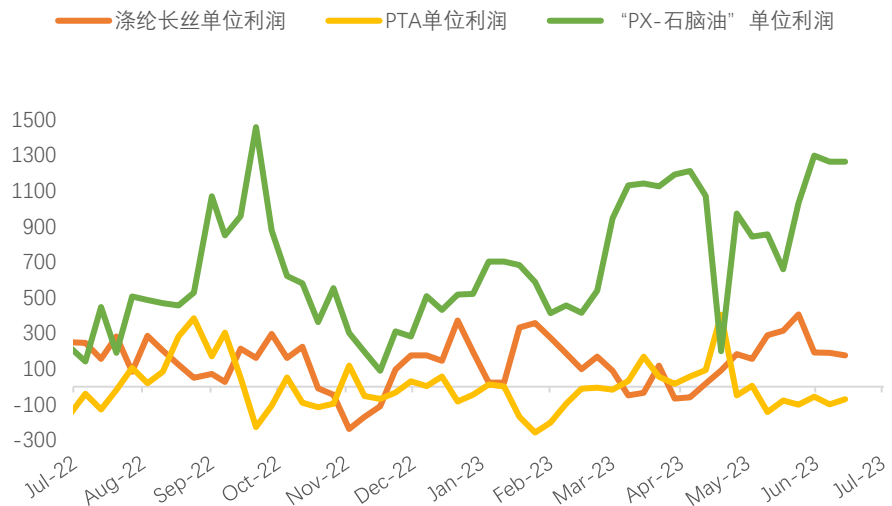


资料来源: CCFEI, 天风证券研究所

利润表现尚可，夏季原料端仍存压力：从 PX-PTA-长丝产业链来看，PX 在产业链利润分配中处于主导地位，今年 3 月份以来，根据我们的模拟测算，PX 利润一度维持在 1000 元/吨以上，主要原因在于：芳烃产品有化工和油品两大需求，甲苯和二甲苯既可以作为高辛烷值组分调和汽油，也可通过一系列化学反应制取 PX 和纯苯等化工基础原料；夏季是美国汽柴油需求旺季，或将带动部分装置调油比例增加，进而缩减 PX 产出量，根据卓创预估数据，我国 1-6 月份 PX 进口量同比减少 20%。

长丝端利润在年内出现大幅波动，呈现 V 型走势：根据我们的模拟测算 2 月份长丝利润一度达到 357 元/吨，之后随着 PX 价格大幅攀升，3-4 月份长丝利润一度下跌至负值；5-6 月，长丝出口较强叠加下游备货增加，利润一度回升至 405 元/吨。

图 18: PX-PTA-长丝产业链利润：元/吨



资料来源: CCFEI, 隆众资讯, 天风证券研究所

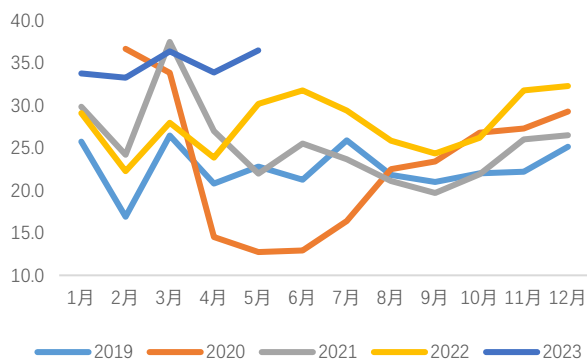
长丝出口创历史新高：

根据海关数据统计，1-5 月份，中国长丝出口量达到 174 万吨，较去年同期增加 40.4 万吨，同比+30%；其中出口印度增长强劲，2023 年 1-5 月出口印度总量合计为 25.78 万吨，同比上涨 18.37 万吨，涨幅 248%，占前五个月涤纶长丝出口总量的 15%。

主要有几点原因：1、国内涤纶长丝产能稳步增长，聚酯产业链配套相对完善，成本竞争优势明显；2、纺织品服装产业逐步向东南亚国家转移，海外对原料端涤纶丝需求增加；3、印度 BIS 认证的问题，导致了上半年抢出口的现象。

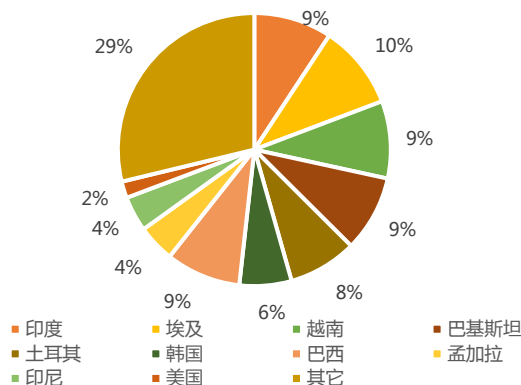
BIS 认证：ISI 认证发证机构印度标准局 (The Bureau of Indian Standards) 所负责的产品认证工作。BIS 认证涉及申请、记录、工厂检验、颁发证书、认证后监督五个环节，认证时长大多在 3-8 个月不等，在其管控范围中的产品需要有 BIS 认证才能完成清关。此次 BIS 强制认证于 2023 年 7 月 3 日起生效，针对的涤纶产品涉及 FDY/POY/IDY/PSY 四种。

图 19：长丝月度出口量：万吨



资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 20：2022 年涤纶长丝出口结构



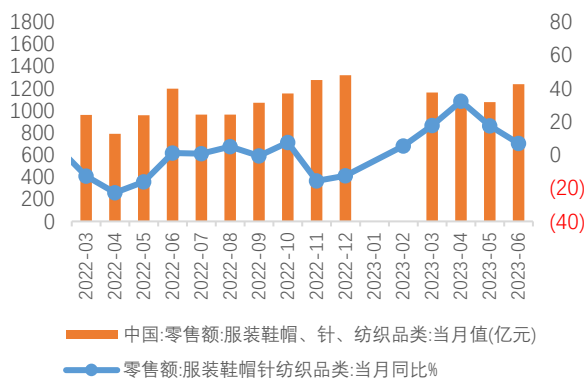
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

国内纺服消费有效复苏：

根据国家统计局数据，1-6 月我国服装鞋帽、针、纺织品类商品累计零售额为 6834 亿元，同比增长 8.8%，较 2021 年增长 1.4%；其中 6 月份零售额为 1238 亿元，同比增长 3.4%，环比增长 15.1%，较 2021 年同比增长 5.4%，纺服消费得到快速复苏。

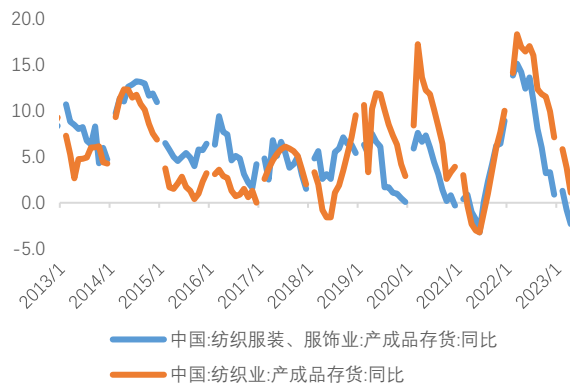
国内纺服库存得到快速去化：2023 年 5 月份，中国纺织服装、服饰业产成品存货金额 932.2 亿元，同比-3.6%，从过去 8 年的历史同期水平来看，处于偏中位区间，库存压力减小，纺服产业去库存效果显著。

图 21：中国:零售额:服装鞋帽、针、纺织品类



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：中国纺织业库存同比：%



资料来源：wind，天风证券研究所

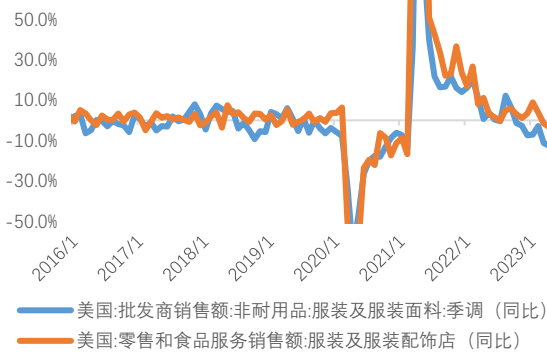
2.2. 海外库存去化，外需有望开启复苏进程

2021 年下半年至 2022 年，海外纺服产业经历一波快速累库，2022 年 6、7 月份，美国零售商和批发商库存同比增速一度分别达到 32%和 74%；截至 2023 年 4 月份，美国批发商

服装库存为 392 亿美元,零售商库存 613 亿美元,在高基数效应下,库存同比+8.4%/5.1%。

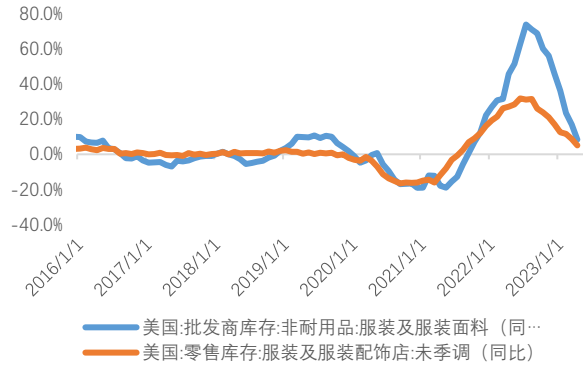
在较大的库存压力下,去年四季度以来,国际服装品牌普遍处于去库存阶段,2022 年 8 月份,NIKE 存货达到 96.6 亿美元,2023 年 2 月份下降至 89.1 亿美元; LULULEMON 2022 年 10 月份存货达到 17.4 亿美元,2023 年 4 月份,库存下降至 15.8 亿美元,企业库存得到一定去化,但仍处于历史相对较高水平,随着下半年品牌库存进一步去化,下半年外需或有一定好转。

图 23: 美国服装批发&零售额同比:



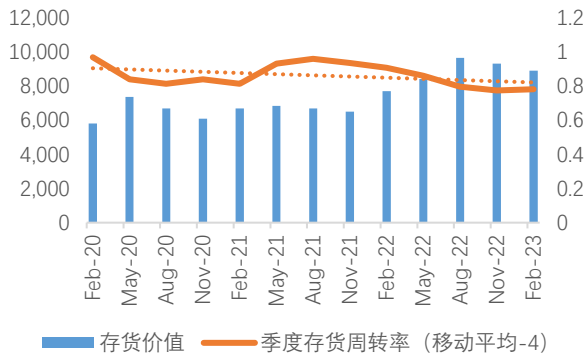
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 24: 美国纺织服装库存: 同比



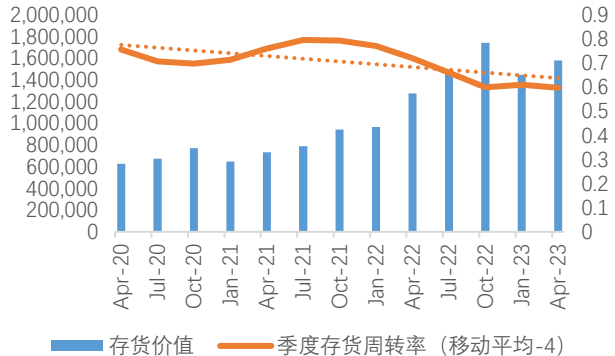
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 25: NIKE: 存货账面价值 MA-4 & 存货周转率 MA-4: 百万美元



资料来源: Nike 公司公告, 天风证券研究所

图 26: LULU: 存货账面价值 MA-4 & 存货周转率 MA-4: 千美元



资料来源: lululemon 公司公告, 天风证券研究所

2.3. 供给侧有望改善, 竞争格局优化

2.3.1. 中国主导全球聚酯产业发展

聚酯涤纶长丝行业在国内经过四十年的迅猛发展,已进入技术、工艺成熟,运用领域广泛的稳定阶段,我国也已经成为世界上涤纶长丝产量最大的国家,聚酯涤纶长丝行业成为具备全球竞争力的产业之一;近年来随着涤纶龙头行业进一步向上游 PTA 和 PX 行业的扩产,龙头企业技术实力与市场份额进一步提高,我们认为其产业链一体化优势明显,抗周期波动能力大大增强。

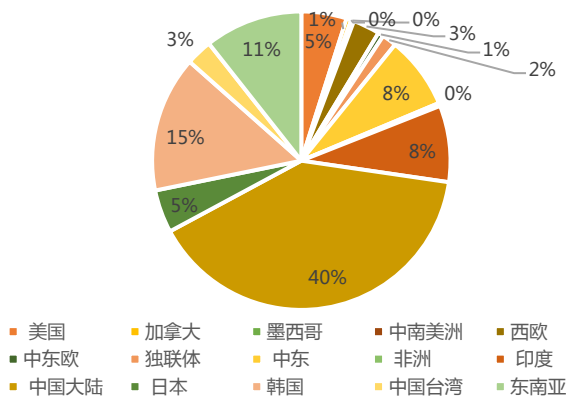
从产能分布来看,中国大陆 PX/PTA/聚酯化纤产能分别占全球的 40%/62%/74%,随着上游原料自给率不断提高,我国涤纶成本优势明显。

涤纶长丝尚未出现大规模产业转移: 东南亚及印度近年来聚酯纤维产能增量有限,东南亚

聚酯纤维产能由 2016 年的 376 万吨增长至 2021 年的 428 万吨，增量仅 52 万吨；印度聚酯纤维产能由 2016 年的 681 万吨增长至 2021 年的 770 万吨，增量 89 万吨。

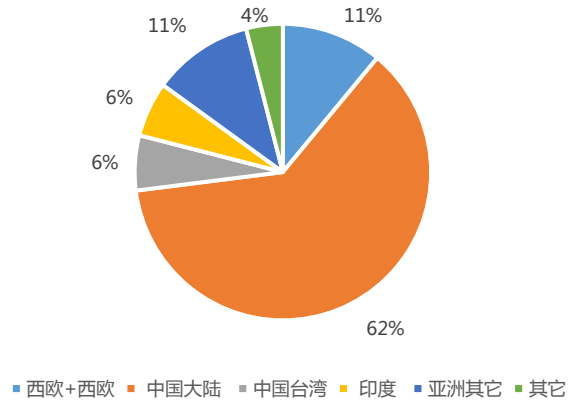
近年来，纺织服装订单正在逐步流向东南亚国家，其中很多来自中国企业的主动转移，主要出于关税、环保政策、产业转型升级、劳动力成本等多方考量，使得海外对涤纶丝需求增加，我国涤纶长丝出口量由 2015 年 171 万吨增长至 2022 年 335 万吨，年均增速 10.1%。

图 27：2021 年全球 PX 产能分布



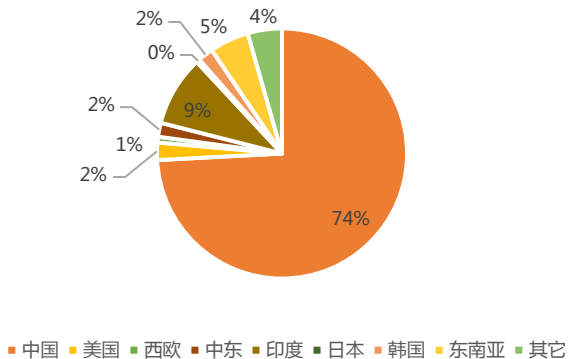
资料来源：IHS，天风证券研究所

图 28：全球 PTA 产能分布



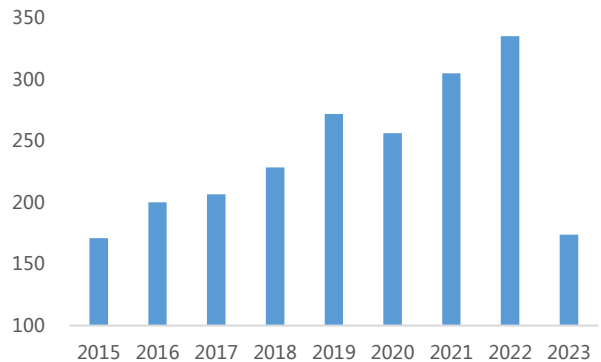
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 29：2021 年全球聚酯纤维产能分布



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 30：长丝年度出口量：万吨、2023 年为 1-5 月份



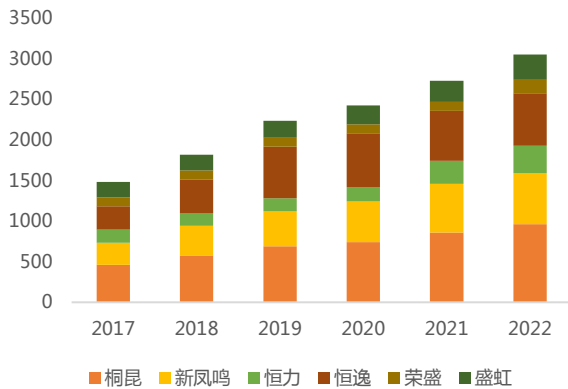
资料来源：CCFEI，天风证券研究所

2.3.2. 行业集中度不断提升，头部企业话语权增强

中国化纤企业众多，企业发展水平差异较大，近年来，龙头企业利用其技术及规模优势稳步扩张；而小企业，尤其是 2022 年，受地缘政治等诸多因素影响，能源价格大幅波动，小产能加速退出，长丝行业集中度持续提高，进入强者恒强的发展阶段。

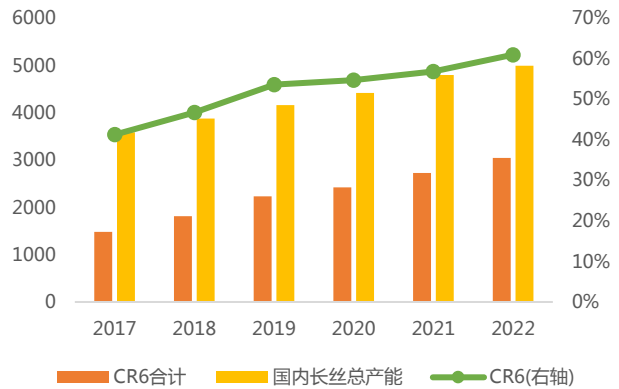
六家头部企业（桐昆股份、新凤鸣、恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹）长丝产能由 2017 年 1483 万吨增长至 2022 年 3049.5 万吨，CR6 由 41%提升至 61%。头部企业主导长丝产业扩张，2017-2022 年，CR6 新增产能 1566.5 万吨，而国内合计净新增产能仅 1406 万吨，主要原因在于落后产能的退出，根据 CCF 统计，2022 年聚酯长丝退出产能为 180 万吨。随着聚酯行业的市场集中度的提高，行业进入壁垒加大，头部企业话语权增强，竞争格局有望持续改善，行业趋向良性发展。

图 31：6 家长丝头部企业产能：万吨/年



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 32：长丝 CR6 变化趋势：万吨/年



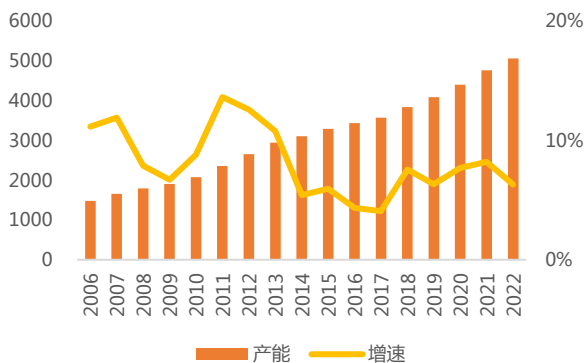
资料来源：各公司公告，CCFEI，天风证券研究所

2.3.3. 产业良性扩张，产能投放接近尾声

从近十年长丝的扩能周期来看整体可以分成三个阶段，2010-2013 年长丝平均产能增速达到 11.5%，而此时随着欧债危机爆发，美国经济继续疲软的情况下，外需不足，导致长丝端开工率出现大幅下滑；2014-2017 年，国内长丝产能增速平均为 5%，表观消费增速达到 8%，产能得到有效消化，行业开工率稳步提升；2018-2022 年，长丝产能经历新一轮温和扩张，平均增速 7.2%，而 2018-2021 年，国内表观消费增速达到 8%，供需基本平衡，行业开工率维持相对高位，2022 年地缘政治等诸多因素影响，内外需疲软，行业承压运行。

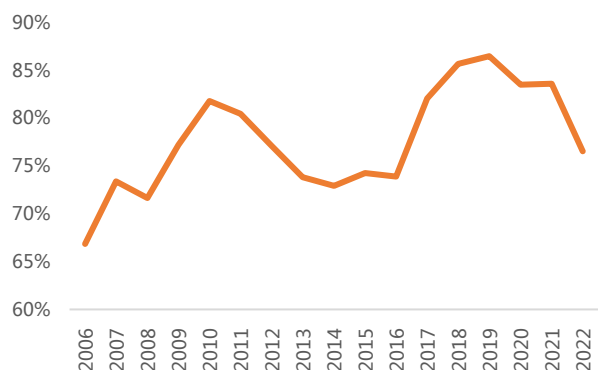
总体来看，行业过去几年扩张相对稳健，产能过剩压力并不大，2018-2021 年行业维持平均 84.8%的开工率；2023 年新增产能较多，根据 CCFEI 数据统计，预计新增产能达到 425 万吨，是近年来的产能投放高点，但后续来看，龙头企业扩能放缓且随着落后产能的进一步出清，未来新增聚酯产能增速有望持续放缓，2023 年 1-5 月份化纤制造业固定资产投资累计同比-5.6%。从需求端来看，我们认为随着国内消费的进一步复苏叠加美国纺服库存去化，后续内外需有望共振，看好长丝产业回暖。

图 33：中国长丝产能及增速：万吨，%



资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 34：涤纶长丝开工率：%



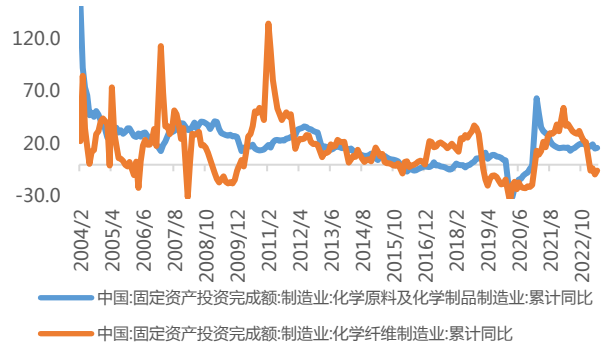
资料来源：桐昆股份公告，CCFEI，天风证券研究所

图 35：长丝新产能

2023 年计划新增项目列表 (单位: 万吨/年)					
厂家名称	装置所在地	产品	产能	投产时间	备注
桐昆宇新	新疆阿拉尔	涤纶长丝	30	2023 年一季度	
荣盛盛元	南通	涤纶长丝	50	2023 年一季度	
恒力轩达	南通	涤纶长丝	25	2023 年一季度	阳离子长丝
港虹纤维	吴江	涤纶长丝	25	2023 年一季度	阳离子长丝
古纤道-九华蓝	池州	涤纶长丝	65	2023 年二季度	
国望高科	宿迁	涤纶长丝	25	2023 年二季度	
桐昆恒阳	宿迁	涤纶长丝	30	2023 年二季度	
桐昆宇新	新疆阿拉尔	涤纶长丝	30	2023 年三季度	
新凤鸣新拓	徐州	涤纶长丝	30	2023 年三季度	
嘉通能源	南通	涤纶长丝	30	2023 年三季度	
恒逸恒鸣	绍兴	涤纶长丝	30	2023 年三季度	
桐昆恒阳	宿迁	涤纶长丝	30	2023 年四季度	
国望高科	宿迁	涤纶长丝	25	2023 年四季度	
预计新增总产能			425 万吨		

资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 36：化学纤维制造业固定资产投资增速：%



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 炼化稀缺性显现，有望贡献超额收益

3.1. 能源转型下，全球炼厂扩能动力放缓

过去几年，欧美、东南亚炼化产能出现不同程度退出：随着全球绿色转型加速，炼厂扩产动力愈发不足，与此同时，在激进绿色转型下，欧美炼厂加速关停，炼能呈下滑趋势，根据 Concawe 数据显示，欧洲炼厂数量由 2017 年的 99 家下降到 2021 年的 93 家，产能下降 58 万桶/天；美国炼厂产能 2020 年减少 110 万桶/天，2021 年减少 18.4 万桶/天；东南亚部分炼油厂设备老旧、技术落后，叠加此前一段时间的停工停产，目前虽有印尼、马来西亚等国炼厂复产，但 2020 年至 2022 年间，该地区约有上千万吨炼化产能下线，且 2023 年，新增产能可能受资金等因素影响而出现不同程度延迟。

总体来看，全球石化产业重心加速东移，未来炼油产能增长较为有限，中长期内或有可能面临供给不足局面。

表 1：欧洲炼厂变动统计：万桶/天

炼厂	国家	所属公司	状态	时间	产能	地理位置	原因/后续计划
Teneriffe	西班牙	CEPSA	关停	2015	9.3	西欧岛屿	已拆迁
La Mede	法国	TOTAL	转换	2016Q4	16	西欧沿海	转换成生物柴油
Sisak	克罗地亚	INA	搬迁	2019	4.4	地中海内陆	搬迁到 Rijeka
检修/							
Antwerp	比利时	Gunvor	关停	2020	10.8	ARA 地区	需求下降 永久关闭
Naantali	芬兰	Neste	转换	2021.3	5.8	北欧沿海	转换成可再生能源 转换成生物燃料和生物塑料
Grandpuits	法国	TOTAL	转换	2021Q1	10	西欧内陆	塑料
Rotterdam	荷兰	Gunvor	关停	2021.4	8.8	ARA 地区	长期封存 竞争激烈、限制严格、需求下降
Slagen	挪威	ExxonMobil	关停	2021Q2	11.6	北欧沿海	需求下降
Leca	葡萄牙	Galp Energia	关停	2021	11	西欧沿海	需求衰退以及监管趋严

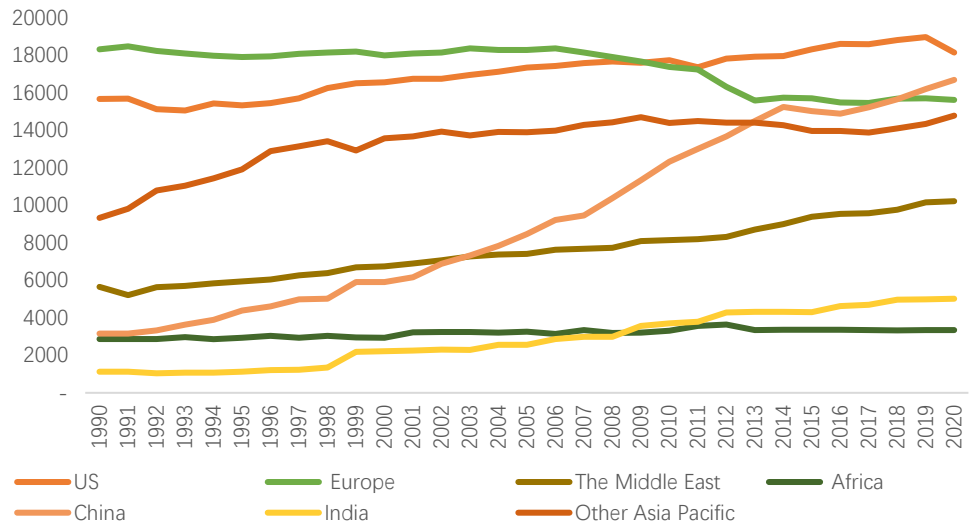
资料来源：Concawe，天风证券研究所

中国炼油能力居世界前列，已逼近 10 亿吨炼油上限：近年来随着大炼化的投产，中国炼化产能迅速增加，2019 年首次超过欧洲，根据中国石油集团经济技术研究院发布的最新版

年度《国内外油气行业发展报告》，中国 2021 年年底炼能已赶上美国，达到 9.1 亿吨/年，根据中国化工经济技术发展中心统计数据，2022 年国内原油一次加工能力达 9.42 亿吨；根据中国石油流通协会专家委员会委员预测，2023 年中国炼油产能或将增加至 9.8 亿吨，并有望在 2024 年达到 10 亿吨大关。

而在 2021 年，国务院发布了《2030 年前碳达峰行动方案》(以下简称《方案》)，《方案》中明确要求，到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80%以上。目前来看，国内炼能短期将逼近 10 亿吨炼油上限值，上游石化产品的供应压力有望得到缓解，周期有望进入向上拐点。

图 37：全球炼能发展趋势：千桶/天



资料来源：BP，天风证券研究所

表 2：国内大炼化项目梳理：万吨/年，截至 2022 年 11 月

区域	项目	所属集团	新增产能	投产时间
辽宁	恒力石化	恒力石化	2000	2018
浙江	浙石化一期	荣盛	2000	2019
福建	中化泉州扩能	中化集团	300	2020
浙江	镇海炼化扩建	中石化	400	2021
广东	中科炼化	中石化	1000	2020
浙江	浙石化二期	荣盛	2000	2022
江苏	盛虹炼化	东方盛虹	1600	2022
广东	广东石化	中石油	2000	2022
山东	裕龙岛	南山集团	2000	2024
辽宁	大连石化 1#	中石油	1000	2024
福建	古雷炼化	合资	1600	2025 及以后
辽宁	大连石化	中石油	1000 (搬迁)	2025 及以后
辽宁	盘锦炼化一体化	北方华锦/兵器工业集团	1500	2025 及以后
河北	旭阳炼化一体化	旭阳集团	1500	2025 及以后

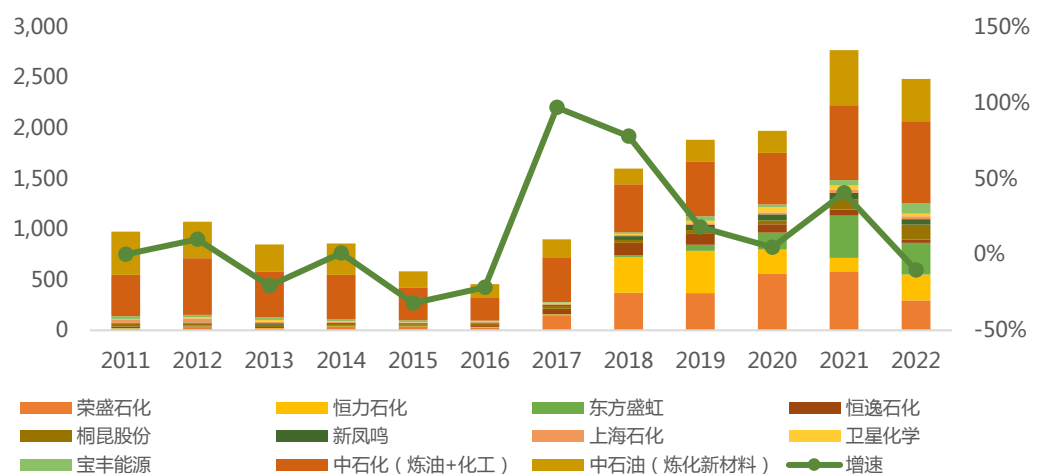
资料来源：隆众资讯、中国化工信息周刊公众号，天风证券研究所

3.2. 重点石化类公司资本开支出现下滑

对重点石化类公司资本开支进行跟踪，2017 年-2021 年，资本开支呈现较高增速，其中 2021 年重点公司资本开支达到 2770 亿，在较高基数的情况下同比增速+41%；2022 年资本开支回落至 2485 亿，同比-10%，但绝对值仍处于较高水平；

2023 年，根据中石油、中石化披露的资本开支计划，中石油炼油化工和新材料板块资本开支预计为 340 亿，同比-19%；中石化炼油和化工板块资本开支预计为 693 亿，同比-15%；民营炼化端，随着过去几年炼化产能已逐步落地，资本开支强度较高峰期有望持续放缓。

图 38：重点公司资本开支：亿元； 增速：%（右轴）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

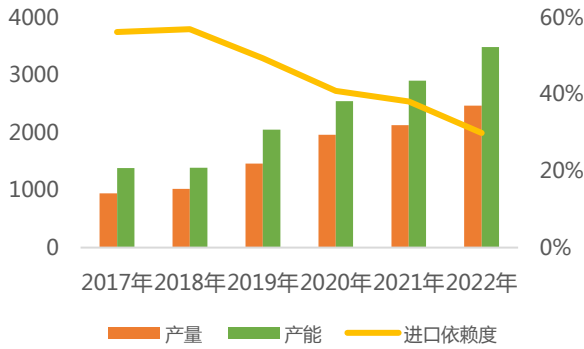
3.3. 芳烃高进入壁垒，有望贡献超额收益

PX 原料路线较为单一，未来产能增量有限：不同于烯烃的多元化原料路径，PX 生产依然以石油路线为主，随着国内炼油能力逼近 10 亿吨上限，意味着国内的芳烃 PX 产能增长或将进入低速期，供给压力将得到明显缓解。

2018 年-2023 年是 PX 的产能扩张周期，产能由 2018 年 1393 万吨预计增长至 2023 年 4344 万吨，产能增长近 3000 万吨；产品进口依存度持续下滑，由 2018 年 57% 下滑至 2022 年 30%，但整体进口体量仍较大，2022 年进口量为 1058 万吨。

根据《中国石化市场预警报告（2023）》显示，中国 PX 新产能在 2024-2027 年迅速放缓，据我们统计，未来的装置主要有裕龙石化、古雷石化、兵器集团炼化一体化项目，合计产能 820 万吨。

图 39: PX 供需格局: 万吨, %



资料来源: 卓创,《中国石化市场预警报告(2023)》,天风证券研究所

图 40: PX 新产能规划

	地区	工厂	产能万吨	投产时间
2023	中国	中石油广东石化	260	2023年已投产
	中国	盛虹炼化	280	2023年已投产
	中国	中海油惠州石化	150	2023年
	中国	宁波大榭利万石化	160	2023年
	中国	山东裕龙石化	300	-
2024及以后	中国	兵器工业集团	200	2025年
	中国	古雷石化	320	2025年底

资料来源: 东方盛虹年报,《中国石化市场预警报告(2023)》,中国化工信息杂志,古雷潮公众号,天风证券研究所

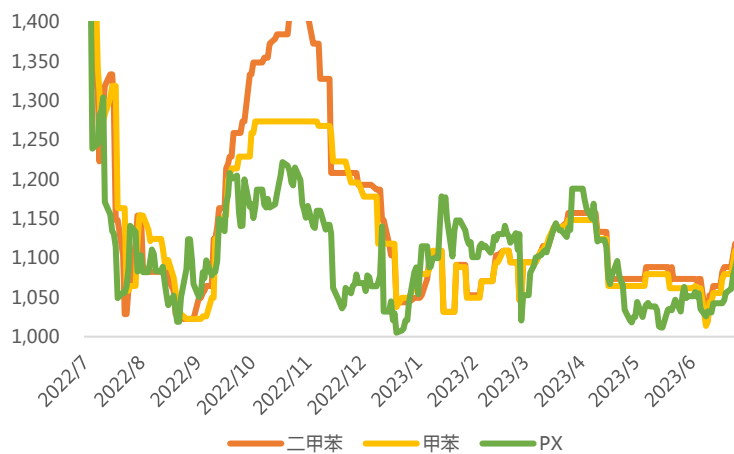
调油端贡献额外需求:

芳烃产品有化工和油品两大需求,以甲苯和二甲苯为例,其既可以作为高辛烷值组分调和汽油,也可通过一系列化学反应制取 PX 和纯苯等化工基础原料。

根据 EIA 数据,美国炼厂在 2020-2021 年关停 128.4 万桶/天,其中 2020 年减少 110 万桶/天,2021 年减少 18.4 万桶/天,炼能不足导致去年夏季美国燃料价格不断上涨,美国持续从亚洲进口芳烃产品,芳烃类产品价格进一步上行,芳烃用途从化工品转到调油路径。从近一年的数据来看,美国甲苯、二甲苯价格长期和 PX 倒挂。

夏季是美国汽柴油需求旺季,或将带动部分日韩装置调油比例增加,进而缩减 PX 产出量,根据卓创预估数据,我国 1-6 月份 PX 进口量同比减少 20%。

图 41: 美国芳烃价格对比: 美元/吨



资料来源: 隆众资讯,天风证券研究所

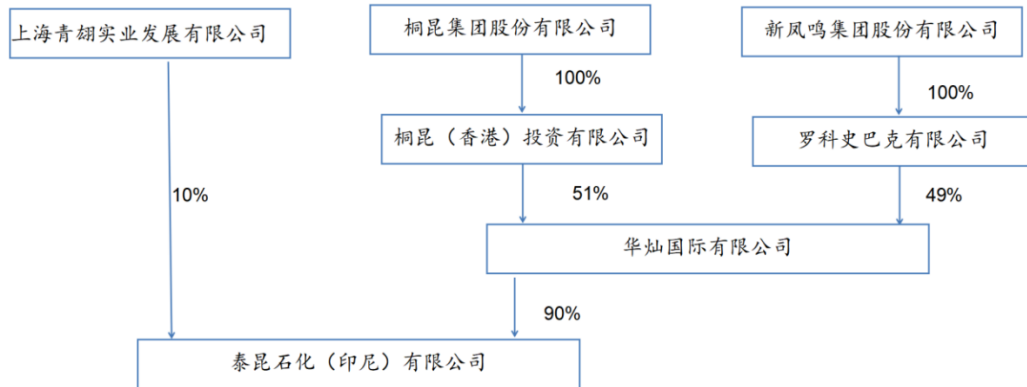
3.4. 印尼项目打开二次成长曲线

2023 年 6 月 26 日,公司发布公告,计划在印度尼西亚北加里曼丹省北加里曼丹工业园区建设泰昆石化(印尼)有限公司印尼北加 1600 万吨炼化一体化项目。

项目股权结构清晰:桐昆股份股权占比 45.9%、新风鸣占比 44.1%、上海青翎占比 10%;桐昆股份和新凤鸣分别在香港成立全资子公司桐昆香港和罗科史巴克;桐昆香港和罗科史巴

克在香港共同成立华灿国际，其中桐昆香港股权占比 51%，罗科史巴克股权占比 49%；华灿国际和上海青翎在印尼共同成立泰昆石化，其中华灿国际股权占比 90%，上海青翎股权占比 10%。

图 42：泰昆石化（印尼）有限公司股权结构（2023 年 6 月 27 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

项目主要包括 1600 万吨/年炼油，520 万吨/年 PX，80 万吨/年乙烯。产品结构主要包括：成品油 430 万吨/年、PX 485 万吨/年、醋酸 52 万吨/年、苯 170 万吨/年、硫磺 45 万吨/年、丙烷 70 万吨/年、正丁烷 72 万吨/年、聚乙烯 FDPE 50 万吨/年、EVA（光伏级）37 万吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等。

项目主要产品中，成品油、硫磺将由印尼国内市场消化，对二甲苯、醋酸、苯、丙烷将运回国内于中国市场消化，其余如聚乙烯 FDPE、EVA、聚丙烯等产品由中国、印尼及东盟市场共同消化。

表 3：印尼北加炼化项目产能结构（单位：万吨/年）

产品/装置名称	规划产能	计划产品消化方式
炼油	1600	-
PX	520	中国市场消化
乙烯	80	-
成品油	430	印尼市场消化
醋酸	52	中国市场消化
苯	170	中国市场消化
硫磺	45	印尼市场消化
丙烷	70	中国市场消化
正丁烷	72	-
聚乙烯	50	中国、印尼、东盟市场共同消化
EVA（光伏级）	37	中国、印尼、东盟市场共同消化
聚丙烯	24	中国、印尼、东盟市场共同消化

资料来源：公司公告，天风证券研究所

强化产业链一体化优势，打造国内国际双循环：到“十四五”末，我们预计桐昆股份将拥有近 1,500 万吨 PTA、1,800 万吨涤纶长丝年生产能力，对上游大宗原料对二甲苯（PX）的年需求量将接近 1,000 万吨。面对国内 PX 供给不足、进口依存度高，以及近年醋酸价格波动较大的现状，通过投建印尼炼化项目、将 PX 等关键原料运回国内生产基地是公司向上游产业链延伸、打造全产业链发展的必然选择，在未来或将有效缓解企业成本端压力，

基于上游原料优势打造垂直一体化平台，助力企业打开二次成长空间。

布局新兴市场，有望获取超额收益：近年来石化行业积极响应“一带一路”倡议，主动实施“走出去”战略，抓住战略机遇，提升了全球资源配置能力。相较于国内成品油的供给过剩，东南亚地区成品油缺口大，是全球最大的成品油净进口市场，且东南亚部分炼厂装置建设较早、技术老旧、管理不善等诸多原因，导致过去几年炼能大量退出进一步加剧成品油短缺。东南亚油气资源丰富，公司布局东南亚市场是资源的有效配置，顺应市场发展的需要，有望获取超额收益。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测假设

涤纶方面：2023-2024 公司长丝新产能集中投放，预计 2023 年 300 万吨左右，2024 年 100 万吨左右；新增产能投放月份不一，我们统一按照投产年 5 成开工计算；新产能中，POY/FDY/DTY 的产品比例我们参考 2019-2022 年 POY/FDY/DTY 销售量平均比例，取 73%/16%/11%；考虑到长丝外需有望逐步复苏叠加国内供给增速放缓，盈利能力有望逐步改善，综合毛利率有望逐步回升至接近疫情前水平。

石化板块（PTA）：考虑到公司 PTA 优先与自身下游长丝、短纤等进行配套，富余量进行外销，所以 PTA 外销量不高，经过我们计算预计 2023/2024/2025 年外销量为 40/0/17 万吨。

其它板块：主要包含贸易等其它业务，波动性较大，假设其未来营收及成本增速等同于化纤和石化板块的增速。

投资收益（浙石化）：2023 年-2024 年，浙石化 140 万吨乙烯及下游化工品装置项目、高性能树脂项目及高端新材料项目逐步落地，成长空间广阔；在内需逐步复苏、上游炼化投产放缓的背景下，石化行业供需格局有望改善，开启周期复苏进程。

表 4：板块主要产品盈利预测拆分（单位：亿元）（销量单位：万吨）

			2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
化纤板块	POY	销量	467	542	579	668	813	895
		营收	227	360	406	458	574	651
		毛利	14	49	12	40	55	71
	FDY	销量	109	96	106	145	177	195
		营收	60	69	82	107	135	152
		毛利	6	7	6	10	15	18
	DTY	销量	75	76	78	105	127	140
		营收	50	67	68	88	113	128
		毛利	6	8	0	4	8	11
石化板块	PTA 销量	59	3	0	40	0	17	
	营收	18	1	0	20	0	9	
	毛利	1	0	0	0	0	0	
其他板块	营收	92	11	17	21	25	29	
	毛利	0.29	0.06	0.32	1.38	2.08	2.7	
投资收益			22	44	12	10	20	36

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 盈利预测预估值

受能源成本高位、叠加石化行业海外需求衰退，我们将公司 2023/2024 年归母净利润预测由 42/53 亿下调至 22/48 亿，给予 2025 年盈利预测为 75 亿。2023 年 8 月 7 日股价对应的 PE 分别为 16/7/5 倍，公司参股的浙石化与荣盛石化属于同一个炼厂，且浙石化与恒力石化旗下炼厂均属于化工型炼厂，产业链亦具有一定相似性；与可比公司新凤鸣均属于涤纶长丝龙头企业，涤纶产业链布局相似性高；可比公司海利得主营涤纶工业长丝、帘子布等。根据公司在石化及涤纶行业整体估值情况，考虑到公司在涤纶领域的扩能周期、印尼炼化项目带来的成长性及石化板块的周期复苏，整体给予公司 2023 年 20 倍估值，目标价 18 元，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值 PE：2023 年 8 月 11 日

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
荣盛石化	17.23	9.82	37.71	20.98	11.91	8.63
恒力石化	7.84	6.80	45.54	12.55	8.71	7.02
新凤鸣	31.68	8.48	-93.16	19.13	10.73	8.10
海利得	25.11	10.99	19.02	14.48	11.55	10.10
平均值	20.47	9.02	2.28	16.78	10.72	8.46
桐昆股份	12.32	4.78	269.43	15.79	7.33	4.67

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1、主要原材料及产品价格波动风险：公司原材料及产品市场价格均有可能受大宗商品、国际政治经济局势、宏观经济发展状况、市场供求关系的影响而呈现出较大幅度波动，进而可能对公司的经营情况、业绩水平稳定性产生一定影响。
- 2、行业竞争加剧风险：2022 年-2023 年是国内多套大型炼化装置及长丝装置投产的年份，若需求不及预期，可能造成行业竞争加剧的风险。
- 3、印度 BIS 认证进度缓慢，长丝出口走弱风险：2023 年 1-5 月长丝出口印度总量同比+248%，7 月份印度将开始 BIS 认证，长丝出口有走弱风险；
- 4、美国去库不及预期，外需复苏缓慢风险：2021-2022 年美国经历了较长的累库过程，当前美国纺服消费数据走弱，存在去库不及预期风险；
- 5、印尼项目进展不及预期风险：项目审批具有不确定性，可能导致项目落地时间不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,332.49	11,669.97	5,943.92	7,269.42	9,185.63	营业收入	59,130.95	61,993.35	74,299.03	90,867.71	103,770.93
应收票据及应收账款	363.82	794.59	443.73	898.46	835.32	营业成本	52,614.91	59,988.14	68,347.68	82,198.93	92,667.44
预付账款	577.97	380.34	840.05	551.01	1,016.73	营业税金及附加	146.89	152.09	182.28	222.92	254.58
存货	5,340.84	7,385.65	3,962.64	10,672.81	4,936.09	销售费用	80.01	100.93	148.60	181.74	207.54
其他	1,126.22	2,231.68	1,309.04	1,575.14	1,730.78	管理费用	994.76	1,192.92	1,114.49	1,453.88	1,764.11
流动资产合计	18,741.35	22,462.24	12,499.37	20,966.84	17,704.55	研发费用	1,459.73	1,654.66	1,857.48	2,362.56	2,801.82
长期股权投资	17,129.29	18,502.12	18,602.12	18,702.12	18,802.12	财务费用	327.08	426.72	500.51	391.31	91.35
固定资产	18,665.02	23,398.59	29,016.98	31,148.36	31,167.55	资产/信用减值损失	(32.58)	(174.03)	(39.13)	(39.13)	(39.13)
在建工程	9,087.81	20,482.58	13,489.55	8,693.73	5,816.24	公允价值变动收益	(19.71)	29.99	(325.14)	53.46	72.74
无形资产	1,989.59	2,293.98	2,206.61	2,119.24	2,031.88	投资净收益	4,438.42	1,231.94	1,025.21	2,035.66	3,628.54
其他	4,081.85	3,000.52	2,728.36	3,273.25	3,000.41	其他	(8,873.57)	(2,247.48)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	50,953.56	67,677.79	66,043.62	63,936.70	60,818.19	营业利润	7,995.02	(362.52)	2,808.95	6,106.35	9,646.25
资产总计	69,694.91	90,140.03	78,542.99	84,903.54	78,522.74	营业外收入	39.91	45.03	40.23	41.72	42.33
短期借款	12,775.73	19,506.81	17,630.21	14,686.01	0.00	营业外支出	57.99	7.89	22.72	29.54	20.05
应付票据及应付账款	8,565.91	12,498.85	11,501.35	15,599.33	16,278.07	利润总额	7,976.94	(325.39)	2,826.46	6,118.54	9,668.53
其他	5,105.90	5,953.37	4,391.83	5,286.15	5,524.60	所得税	624.56	(461.80)	565.29	1,223.71	1,933.71
流动负债合计	26,447.53	37,959.04	33,523.39	35,571.48	21,802.68	净利润	7,352.38	136.42	2,261.17	4,894.83	7,734.83
长期借款	6,375.82	15,315.16	6,547.58	6,547.58	6,547.58	少数股东损益	20.18	6.21	38.96	106.84	218.04
应付债券	0.00	0.00	392.10	130.70	174.27	归属于母公司净利润	7,332.20	130.21	2,222.21	4,787.99	7,516.79
其他	491.99	741.13	507.67	580.26	609.69	每股收益(元)	3.04	0.05	0.92	1.99	3.12
非流动负债合计	6,867.80	16,056.29	7,447.35	7,258.54	7,331.53						
负债合计	33,690.06	55,133.62	40,970.73	42,830.02	29,134.21	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	168.59	308.38	344.60	445.12	653.73	成长能力					
股本	2,411.12	2,411.12	2,411.12	2,411.12	2,411.12	营业收入	29.01%	4.84%	19.85%	22.30%	14.20%
资本公积	13,731.54	13,732.24	13,732.24	13,732.24	13,732.24	营业利润	169.24%	-104.53%	-874.84%	117.39%	57.97%
留存收益	19,680.96	19,158.59	21,224.12	25,728.74	32,920.59	归属于母公司净利润	157.58%	-98.22%	1606.64%	115.46%	56.99%
其他	12.64	(603.93)	(139.82)	(243.70)	(329.15)	获利能力					
股东权益合计	36,004.85	35,006.41	37,572.26	42,073.52	49,388.52	毛利率	11.02%	3.23%	8.01%	9.54%	10.70%
负债和股东权益总计	69,694.91	90,140.03	78,542.99	84,903.54	78,522.74	净利率	12.40%	0.21%	2.99%	5.27%	7.24%
						ROE	20.46%	0.38%	5.97%	11.50%	15.42%
						ROIC	25.27%	-0.06%	4.56%	9.43%	14.14%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	48.34%	61.16%	52.16%	50.45%	37.10%
净利润	7,352.38	136.42	2,222.21	4,787.99	7,516.79	净负债率	27.61%	75.69%	54.43%	39.28%	0.14%
折旧摊销	2,382.27	2,710.94	3,462.01	3,751.80	3,945.68	流动比率	0.70	0.57	0.37	0.59	0.81
财务费用	561.54	692.63	500.51	391.31	91.35	速动比率	0.50	0.39	0.25	0.29	0.59
投资损失	(4,438.42)	(1,231.94)	(1,025.21)	(2,035.66)	(3,628.54)	营运能力					
营运资金变动	(5,390.85)	(545.75)	1,790.61	(3,173.01)	6,367.85	应收账款周转率	223.22	107.03	120.00	135.40	119.70
其它	2,327.01	(689.71)	(286.18)	160.30	290.78	存货周转率	14.41	9.74	13.09	12.42	13.30
经营活动现金流	2,793.94	1,072.59	6,663.94	3,882.73	14,583.91	总资产周转率	1.01	0.78	0.88	1.11	1.27
资本支出	13,735.48	20,267.12	2,333.47	1,027.40	1,070.58	每股指标(元)					
长期投资	4,472.77	1,372.83	100.00	100.00	100.00	每股收益	3.04	0.05	0.92	1.99	3.12
其他	(28,729.61)	(37,931.83)	(2,855.04)	(300.61)	1,212.81	每股经营现金流	1.16	0.44	2.76	1.61	6.05
投资活动现金流	(10,521.35)	(16,291.88)	(421.57)	826.79	2,383.38	每股净资产	14.86	14.39	15.44	17.27	20.21
债权融资	8,521.05	16,465.34	(12,273.11)	(2,990.46)	(14,631.26)	估值比率					
股权融资	2,355.95	(615.86)	304.68	(393.57)	(419.82)	市盈率	4.78	269.43	15.79	7.33	4.67
其他	(336.09)	(3,024.50)	0.00	0.00	0.00	市净率	0.98	1.01	0.94	0.84	0.72
筹资活动现金流	10,540.91	12,824.98	(11,968.42)	(3,384.03)	(15,051.08)	EV/EBITDA	4.71	12.45	7.74	4.70	2.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.87	29.66	15.64	7.38	3.31
现金净增加额	2,813.49	(2,394.32)	(5,726.05)	1,325.49	1,916.21						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com