

## 桐昆股份 (601233.SH) 长丝迎反转，炼化再启航

2023年12月14日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

蒋跨越（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790523120001

日期	2023/12/13
当前股价(元)	14.48
一年最高最低(元)	17.19/11.92
总市值(亿元)	349.13
流通市值(亿元)	331.23
总股本(亿股)	24.11
流通股本(亿股)	22.88
近3个月换手率(%)	33.64

### ● 长丝龙头弹性可期，布局炼化项目打开远期成长空间，维持“买入”评级

公司为涤纶长丝行业龙头，现有产能1260万吨/年，未来伴随长丝行业供需格局稳步向好，公司或将充分享受业绩弹性。同时，通过控股泰昆石化，投资建设印尼炼化项目，公司也有望为自身远期成长打开广阔空间。我们下调2023-2024年并新增2025年公司盈利预测，预计归母净利润分别为15.78 (-78.86)、36.60 (-72.43)、56.59亿元，EPS分别为0.65 (-3.28)、1.52 (-3.00)、2.35元，当前股价对应PE分别为22.1、9.5、6.2倍，维持“买入”评级。

### ● 涤纶长丝：供需格局向好，盈利有望逐步修复

据各公司公告及百川盈孚数据，我们预计2023年国内涤纶长丝行业新增产能515万吨，其中2023H1与2023H2分别新增产能355万吨、160万吨。同时，根据CCF预测，2023年国内涤纶长丝中小厂商或将出清产能94万吨，因此预计2023年国内涤纶长丝行业净增加产能421万吨。然而2024年起，国内涤纶长丝产能增速或将明显放缓，我们保守预计2024年国内涤纶长丝新增产能仅为90万吨。同时若考虑到在建项目的投产不确定性与落后产能进一步出清等情况，则2024年涤纶长丝行业净增产能可能更少。我们认为当前涤纶长丝行业投产高峰将过，供给端前景已经较为明确，后续供给格局或将逐步优化。未来伴随内需与直接出口的稳步增长以及终端纺织服装出口的边际改善，涤纶长丝行业或开启长周期向上拐点，产品盈利水平也有望持续修复。

### ● 炼化业务：控股泰昆石化印尼炼化项目，有望为远期成长打开广阔空间

公司为泰昆石化控股股东，拟以其为主体投资建设印尼北加炼化一体化项目。根据公司公告，该项目含增值税筹资额（报批总投资）合计86.24亿美元，建设期4年，项目规模为1600万吨/年炼油，对二甲苯（PX）520万吨/年，乙烯80万吨/年，主要产品包括成品油、对二甲苯、醋酸、苯、硫磺、丙烷、正丁烷、聚乙烯FDPE、EVA（光伏级）、聚丙烯等，产品规划销售去向为中国、印尼及东盟。投资印尼炼化项目为公司延伸产业链、推动产业多元化的重要举措，未来有望为公司自身远期成长打开广阔空间。

### ● 风险提示：下游需求不及预期、产能投放进程不及预期、原油价格大幅波动等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,157	61,993	84,118	94,545	95,755
YOY(%)	29.1	4.8	35.7	12.4	1.3
归母净利润(百万元)	7,464	130	1,578	3,660	5,659
YOY(%)	163.1	-98.3	1111.8	131.9	54.6
毛利率(%)	11.0	3.2	6.4	7.1	8.5
净利率(%)	12.6	0.2	1.9	3.9	5.9
ROE(%)	20.7	0.4	4.3	9.2	12.5
EPS(摊薄/元)	3.10	0.05	0.65	1.52	2.35
P/E(倍)	4.7	268.1	22.1	9.5	6.2
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

## 目 录

1、桐昆股份：长丝龙头地位稳固，充分打造一体化产业链.....	4
2、涤纶长丝：供需格局向好，盈利有望逐步修复.....	5
2.1、涤纶长丝：上承石化，下接纺服，国内产量最大的化纤品类.....	5
2.2、供给：产能投放高峰将过，供给格局逐步优化.....	6
2.2.1、扩产集中于龙头企业，2024年起产能增速明显放缓.....	6
2.2.2、长丝盈利处于周期底部，短期内企业扩产动力不足.....	8
2.3、需求：国内逐步复苏与直接出口强势共振，需求改善显著.....	9
2.3.1、国内：需求复苏势头强劲，涤纶长丝及终端零售消费明显改善.....	9
2.3.2、出口：2023年直接出口同比高增，终端纺服出口也有望逐步改善.....	10
2.4、供需对接：看好长丝盈利继续修复.....	12
2.5、多举措推进降本增效，公司竞争优势显著.....	13
2.5.1、原辅材料基本自给自足，有利于保障供应稳定，降低生产成本.....	13
2.5.2、产能位居行业首位，规模效应显著.....	14
2.5.3、多基地布局，降低运输成本，增强客户粘性.....	14
3、PTA：行业扩产加速，产品盈利承压.....	14
3.1、需求：下游主要用于聚酯纤维，需求稳步增长.....	14
3.2、供给：行业扩产加速，关注落后产能出清与新增产能进展情况.....	15
3.3、小结：PTA盈利或将继续承压.....	17
4、炼化业务：参股浙石化，控股泰昆石化印尼炼化项目.....	17
4.1、参股浙石化，投资收益十分丰厚.....	17
4.2、控股泰昆石化，投资建设印尼炼化项目.....	18
5、盈利预测与投资建议.....	19
6、风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

## 图表目录

图 1：涤纶长丝是国内最大的化纤品类.....	6
图 2：涤纶长丝上游为石化产业，下游应用于服装、家纺等领域.....	6
图 3：2016年至2022年国内涤纶长丝产能年均复合增速为11.25%.....	7
图 4：预计到2023年底，国内涤纶长丝行业产能CR6或将达到81%.....	8
图 5：2023年1-10月国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长10.2%.....	10
图 6：截至2023年10月，纺织服装、服饰业存货同比下降2.2%.....	10
图 7：2023年5月以来，长丝表观消费量同比高增.....	10
图 8：2023年12月上旬，长丝工厂库存较年初大幅下降.....	10
图 9：2023年1-10月涤纶长丝出口量同比增长32.4%.....	11
图 10：国内涤纶长丝去口去向主要为印度等发展中国家.....	11
图 11：2023年5月以来，国内纺织业出口正在边际改善.....	11
图 12：2023年以来，美国服装面料批发商正在持续去库.....	11
图 13：预计2030年全球人口达到85亿.....	12
图 14：全球人口集中分布于亚洲、非洲等地区.....	12
图 15：2022年印度涤纶长丝消费量同比增长23.47%.....	12

图 16: 2022 年印度涤纶长丝进口量同比增长 23.88% .....	12
图 17: 2023Q2 至今涤纶长丝盈利底部反弹 .....	13
图 18: 预计 2023 年公司涤纶长丝总产能达到 1290 万吨 .....	14
图 19: 2022 年公司 POY 产品营业成本中, 原料占比 84% .....	14
图 20: PTA 下游主要用于聚酯纤维 .....	15
图 21: 2023 年 1-10 月 PTA 表观消费量同比增长 16% .....	15
图 22: 截至 2023 年 10 月, 国内 PTA 产能为 8724 万吨 .....	16
图 23: 2022 年 12 月开始 PTA 行业开工率底部反弹 .....	16
图 24: 当前 PTA 盈利有所承压 .....	17
图 25: 公司间接持有浙石化 20% 股权 .....	18
图 26: 2020-2022 年公司投资净收益十分丰厚 .....	18
图 27: 公司间接持有泰昆石化 45.9% 股权 .....	19
表 1: 公司产品包括 POY、FDY、DTY、ITY、复合丝与中强丝, 合计六大系列 .....	4
表 2: 公司涤纶长丝与 PTA 现有产能均超过 1000 万吨 .....	5
表 3: 2023 年为国内涤纶长丝行业投产大年, 预计 2024 年产能增速将明显放缓 (单位: 万吨/年) .....	7
表 4: 涤纶长丝吨投资成本在 3200 元左右 .....	8
表 5: 周期底部背景下, 涤纶长丝价格弹性大于产量弹性 .....	9
表 6: 国内 PTA 行业仍有较多规划产能等待落地 .....	16
表 7: 公司炼化项目产品规划销售去向为中国、印尼及东盟 .....	19
表 8: 公司业绩拆分与盈利预测 .....	20
表 9: 预计 2025 年公司 PE 低于可比公司平均值 .....	21

## 1、桐昆股份：长丝龙头地位稳固，充分打造一体化产业链

公司为一体化长丝龙头，产品主要用于服装、家纺等领域。公司主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售，经过多年的发展，现已形成 PTA、聚酯、纺丝、加弹上下游一体化的涤纶长丝产业链。目前公司主要产品包括 POY、FDY、DTY、ITY、复合丝与中强丝，合计六大系列、一千多个品种，终端广泛应用于服装面料、家纺产品的制造以及其他小众领域（如缆绳、汽车用篷布、箱包布等）。

**表1：公司产品包括 POY、FDY、DTY、ITY、复合丝与中强丝，合计六大系列**

产品	产品特性	产品用途
POY	经聚合熔体直纺工艺或聚酯切片纺工艺纺制而成的原丝，分子结构取向度不高，需要通过后加工，牵伸或加弹后使分子结构充分取向，制造成成品涤纶长丝，具有成型美观、条干均匀性好、退卷性能优良、尾丝清晰、加弹过尾率高等特点。	适用于高速加弹机，包括 800 型、1000 型、33H、S+Z、TMT 全自动等加弹设备，生产涤纶 DTY 丝，部分产品用于牵伸或牵伸复合，生产 DT 复合丝。
FDY	经聚合熔体直纺工艺或聚酯切片纺工艺等一步法纺丝拉伸工艺纺制而成的分子结构充分取向的涤纶成品丝，具有取向度高、平滑性好、退卷优良、静电少、染色均匀性好等特点。	适用于生产服装面料和装饰面料，主要加工设备为剑杆织机、喷水织机、喷汽织机、圆机、经编机等，典型面料包括西装面料、灯芯绒面料、仿真丝面料、窗帘布、沙发布等。
DTY	涤纶预取向丝（POY 丝）经高速加弹后制造而成的具有一定卷曲弹性涤纶变形长丝，产品具有蓬松性、透气性、卷曲弹性、退卷优良、染色均匀性好等特点。	适用于生产家纺面料或服装面料，主要加工设备为剑杆织机、喷水织机、喷汽织机、圆机、经编机等，典型面料包括牛仔布面料、磨毛布面料、桃皮绒面料、遮光布面料、窗帘布、沙发布等。
ITY	产品采用涤纶 UDY 丝进行牵伸成 DT 丝，再与 POY 丝进行二步法并网，或直接以 FDY 与 POY 进行一步法纺纤生产而成的涤纶丝，产品具有异收缩、异染色、毛感好等特点。	适用于生产梭织面料和针织面料，梭织典型面料为佐节麻、水洗绒、雪纺等，针织典型面料为水晶麻，与氨纶交织后面料具有优良的弹性、悬垂性、舒适性。
中强丝	产品采用增粘大有光切片为主要原料，通过增加拉伸次数、拉伸倍数、提高定型温度等生产工艺，使纤维具有超越常规纤维强度的特点，是制造缝纫线和绣花线的理想原料。	缝纫线、绣花线。
复合丝	该产品采用复合纺生产工艺，以 PTT 和 PET 或 PBT 和 PET 双组份为原料，经双螺杆熔融、喷丝资料来源：开源证券研究所板汇聚生产而成的双组份纤维，由于两种原料不通的收缩，使纤维产生自卷曲效果，纤维弹性回缩率高，不会老化，面料具有透气性好、抗污性强、吸湿排汗等特点。	内衣、运动服装、紧身衣、牛仔装等。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司长丝产能稳居行业首位，同时配套 PTA、MEG，打造一体化产业链。根据公司公告，截至 2023 年 11 月，公司现有涤纶长丝产能 1260 万吨/年，位列行业第一。与此同时，公司产业链上游配套 PTA 现有产能 1020 万吨/年，并且拥有 MEG 在建产能 120（2×60）万吨/年（其中第一套 60 万吨装置预计 2023 年底投产），充分打造一体化产业链。

**表2：公司涤纶长丝与PTA现有产能均超过1000万吨**

基地	所在地区	具体子/孙公司及权益比例	产品	现有产能(万吨)	规划产能(万吨)及预计投产时间
桐乡总部基地	浙江桐乡	公司本部(恒达、恒嘉、恒邦、恒瑞、园区厂区)、恒通化纤(100%)、恒盛化纤(100%)、恒超化纤(100%)	涤纶长丝	484+60	
			PTA	-	-
洲泉基地	浙江桐乡	中洲化纤(100%)、恒基差别化(100%)	涤纶长丝	12.2	-
			PTA	-	-
湖州恒腾基地	浙江湖州	恒腾差别化(100%)	涤纶长丝	170	-
			PTA	-	-
恒阳基地	江苏宿迁	恒欣新材料(95%)、恒荣新材料(100%)、恒阳化纤(100%)	涤纶长丝	54.5+120	120, 规划产能, 待定
			PTA	-	-
嘉通能源基地	江苏南通	嘉通能源(100%)	涤纶长丝	210	30, 预计2023年年底投产
			PTA	600(300+300)	-
嘉兴石化基地	浙江嘉兴	嘉兴石化(100%)、恒优化纤(100%)	涤纶长丝	90	-
			PTA	420(180+240)	-
安徽基地	安徽合肥	佑顺新材料(100%)	涤纶长丝	-	120, 规划产能, 待定
			PTA	-	-
福建基地	福建漳州	恒海新材料(65%)、恒浩新材料(100%)	涤纶长丝	-	240, 规划产能, 待定
			PTA	-	-
阿拉尔基地	新疆阿拉尔	新疆宇欣新材料(100%)	涤纶长丝	30	
			PTA	-	-
库尔勒基地	新疆库尔勒	新疆中昆新材料(100%)	MEG	-	2×60万吨, 其中第一套预计2023年年底投产, 第二套未定
合计	-	-	涤纶长丝	1260	30+480
			PTA	1020	-
			MEG	-	120

数据来源：公司公告、开源证券研究所

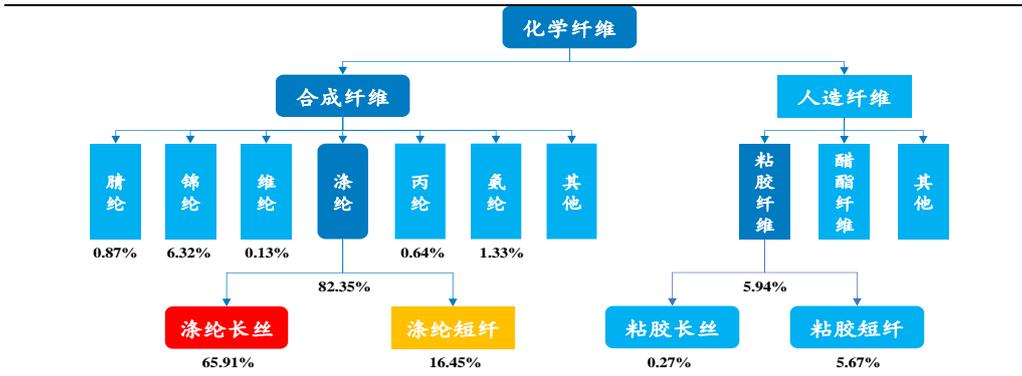
## 2、涤纶长丝：供需格局向好，盈利有望逐步修复

### 2.1、涤纶长丝：上承石化，下接纺服，国内产量最大的化纤品类

化学纤维可分为人造纤维和合成纤维两大类。人造纤维是以含有天然高分子化合物(纤维素)的棉子绒、竹子、木材等为原材料,经化学处理和机械加工制得的纤维,包括粘胶纤维、醋酸纤维等;而合成纤维则是以石油、天然气、煤等为原料,先经过一系列化学反应制成高分子化合物,再经加工制得的纤维,主要品种有涤纶、锦纶、氨纶、腈纶等。

涤纶长丝为国内产量最大的化纤品类。涤纶又称聚酯纤维,上游为石化产业,以PTA和MEG为原料缩聚制得聚酯,再经熔体直纺或切片纺加工成丝,按长度可分为涤纶长丝和涤纶短纤。涤纶长丝的长度通常在千米以上,而涤纶短纤则在几厘米至十几厘米,通常由长丝束切断制得。据中国化学纤维工业协会数据,2022年我国涤纶长丝产量占国内化纤总产量的65.91%。涤纶长丝凭借易洗快干、结实耐用、弹性好、耐光性好、耐腐蚀等特点,广泛应用于服装、家用纺织、产业纺织等领域。

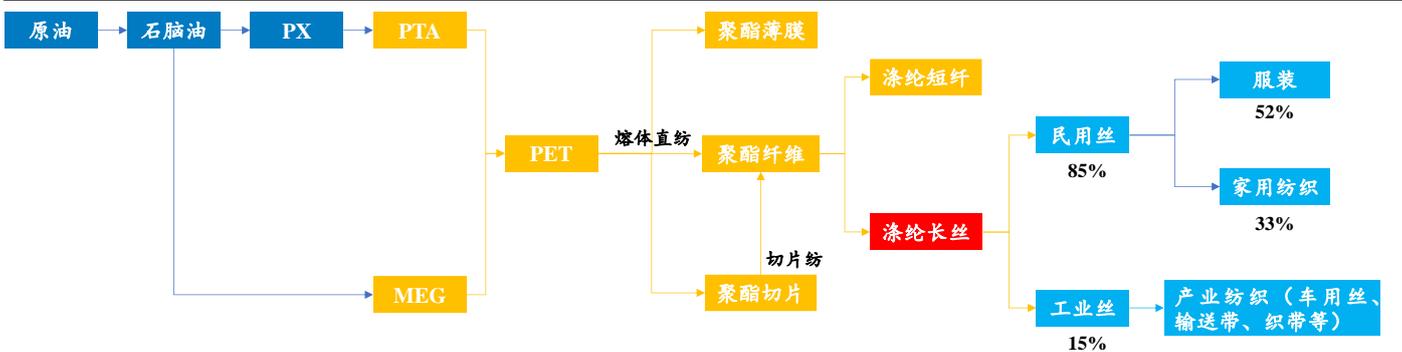
图1：涤纶长丝是国内最大的化纤品类



资料来源：中国化学纤维工业协会、开源证券研究所

注：图中百分数为 2022 年国内各化纤品类的产量占比

图2：涤纶长丝上游为石化产业，下游应用于服装、家纺等领域



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

注：图中百分数为 2022 年国内涤纶长丝在各领域的消费占比

## 2.2、供给：产能投放高峰将过，供给格局逐步优化

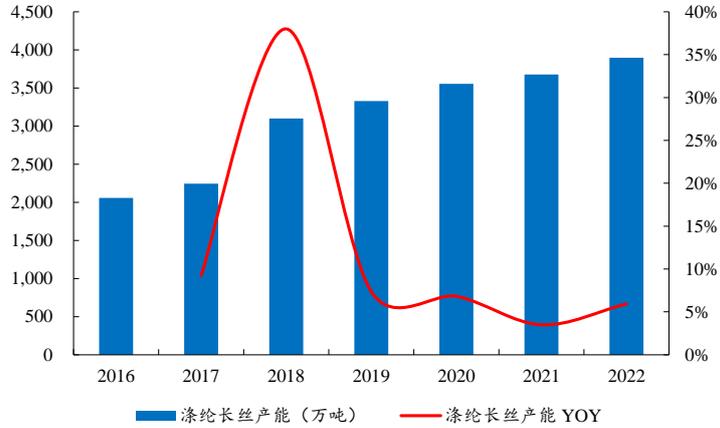
### 2.2.1、扩产集中于龙头企业，2024 年起产能增速明显放缓

2016 年至 2022 年间国内涤纶长丝产能稳步增长。根据百川盈孚统计，2016 年至 2022 年间，国内涤纶长丝产能规模稳步扩张，总产能由 2056 万吨陆续提升至 3897 万吨，年均复合增速达到 11.25%，其中 2022 年行业总产能同比增长 5.93%，新增产能 218 万吨。

2023 年为国内涤纶长丝行业投产大年，2024 年起产能增速或将明显放缓。由于 2021 年涤纶长丝行业景气度不断复苏、产品盈利可观，各龙头企业纷纷开启产能扩张计划，此后经历约 1 至 2 年的建设周期之后，各扩产项目于 2023 年集中投产。根据各公司公告及百川盈孚数据，我们预计 2023 年国内涤纶长丝行业新增产能 515 万吨，其中 2023H1 与 2023H2 分别新增产能 355 万吨、160 万吨。同时，根据 CCF 预测，2023 年国内涤纶长丝中小厂商或将出清产能 94 万吨，因此预计 2023 年国内涤纶长丝行业净增加产能 421 万吨。然而进入 2024 年之后，伴随上一批扩产项目的投产完毕，国内涤纶长丝产能增速或将明显放缓，我们保守预计 2024 年国内涤纶长

丝新增产能仅为 90 万吨。同时若考虑到在建项目的投产不确定性与落后产能进一步出清等情况，则 2024 年涤纶长丝行业净增产能可能更少。

图3：2016 年至 2022 年国内涤纶长丝产能年均复合增速为 11.25%



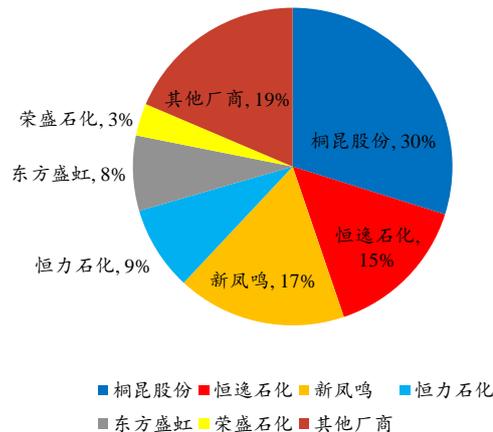
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表3：2023 年为国内涤纶长丝行业投产大年，预计 2024 年产能增速将明显放缓（单位：万吨/年）

公司	2022 年底产能	2023H1 已新增产能	2023H2 预计新增产能	2023 年底产能预计	2024 年预计新增产能	2024 年底产能预计	2025 年及远期规划产能
桐昆股份	960	210 (恒阳 60 万吨+恒超 60 万吨+嘉通 60 万吨+新疆宇欣 30 万吨)	120 (恒阳 60 万吨+嘉通 60 万吨)	1290	/	1290	480 (未定)
恒逸石化	644.5	/	/	644.5	/	644.5	/
新凤鸣	630	70 (中磊化纤 30 万吨+江苏新拓 40 万吨)	40 (江苏新拓 40 万吨)	740	40 (江苏新拓 40 万吨, 预计 2024 年 8 月投产)	780	/
恒力石化	335	35 (南通厂区 35 万吨)	/	370	/	370	60 (未定)
东方盛虹	310	20 (国塑高科 20 万吨)	/	330	/	330	50 (未定)
荣盛石化	142	/	/	142	50 (盛元化纤 50 万吨, 预计 2024 年下半年投产)	192	/
其他厂商	875.5	20 (恒鸣化纤 20 万吨)	/	801.5	/	801.5	/
合计	3897	2023 年合计新增产能 515 万吨, 同时 CCF 预计 2023 年其他厂商出清 94 万吨产能		4318	90	4408	590

数据来源：各公司公告、百川盈孚、CCF、开源证券研究所

涤纶长丝行业集中度有望进一步提升，龙头企业强者恒强。未来伴随龙头企业扩产项目的陆续落地与中小企业落后产能的不断出清，涤纶长丝行业集中度有望进一步提升。根据我们统计，预计截至 2023 年底，桐昆股份、恒逸石化、新凤鸣、恒力石化、东方盛虹与荣盛石化的涤纶长丝年产能或将分别达到 1290、644.5、740、370、330、142 万吨，涤纶长丝行业产能 CR6 或将达到 81%。在此背景下，龙头企业定价权有望进一步增强，也有利于充分享受涤纶长丝价格弹性。

**图4：预计到2023年底，国内涤纶长丝行业产能CR6或将达到81%**


数据来源：各公司公告、百川盈孚、CCF、开源证券研究所

### 2.2.2、长丝盈利处于周期底部，短期内企业扩产动力不足

长丝盈利处于周期底部，投资回报率较低、回收期较长，在产企业扩产动力或将不足。根据桐昆股份与新凤鸣公司公告，我们计算得出，涤纶长丝平均吨投资成本3233元。假设行业处于周期相对底部的条件下，涤纶长丝吨净利200元，则项目投资回报率仅为6.19%，在不考虑项目建设期与资金成本的情况下，项目静态投资回收期也高达16.16年。对于桐昆股份与新凤鸣这种行业龙头而言，涤纶长丝项目投资回报率与回收期尚且较低、较长，成本更高、产品盈利水平更低的众多中小企业扩产所面临的处境只会更加糟糕，因而其扩产能力与意愿也只会更弱。

**表4：涤纶长丝吨投资成本在3200元左右**

上市公司	项目	产能规模 (万吨)	项目投资总额 (亿元)	吨投资额 (元)
新凤鸣	桐乡市中益化纤年产60万吨智能化、低碳差别化纤维项目	60	18.972	3162
桐昆股份	年产30万吨绿色纤维项目	30	9.91	3303
<b>平均</b>				<b>3233</b>

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

注：受项目实施时间、基础设施、细分产品品类等条件差异，不同项目的吨投资成本会有所差异

周期底部背景下，价格弹性大于产量弹性，龙头企业扩产带来的边际效益逐步递减，其或更加注重吨净利的变化而产量规模的增长。我们选取了涤纶长丝行业内A、B两家龙头企业，假设扩产前，三家企业涤纶长丝年产量分别1290、740万吨/年，吨净利均为200元，则三家企业扩产前合计净利润分别为25.8、14.8亿元。对于三家企业而言，假设自身扩产100万吨后，涤纶长丝行业供需格局发生变化，进而导致产品吨盈利水平有所下降：(1)在吨净利下降20元的情况下，A、B两家企业净利润分别同比-3.0%、+2.2%；(2)在吨净利下降40元的情况下，A、B两家企业净利润分别同比-13.8%、-9.2%；(3)在吨净利下降60元的情况下，A、B两家企业净利润分别同比-24.6%、-20.5%。从中可以看出，在扩产以后，尽管各企业产

量有所增长，但整体盈利规模对产品的吨盈利水平更为敏感，价格弹性大于产量弹性，最终或导致整体的盈利规模低于扩产之前。

与此同时，在三家龙头企业内部横向对比来看，假设自身扩产 100 万吨后，对于 A、B 两家企业而言，涤纶长丝吨净利分别下降 14、24 便可抵消产量增长贡献的利润。由此可见，产量规模更大的龙头企业扩产带来的边际效益逐步递减。在此背景下，相较于其他规模稍小的龙头企业，其反而可能会更加注重吨净利的变化而产量规模的增长。

表5: 周期底部背景下，涤纶长丝价格弹性大于产量弹性

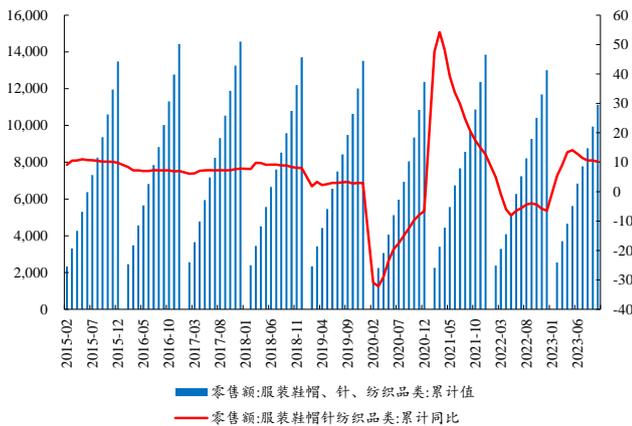
扩产前，假设涤纶长丝吨净利 200 元						
指标	龙头 A			龙头 B		
扩产前年产量 (万吨)	1290			740		
假设扩产前吨净利 (元)	200			200		
扩产前合计净利润 (亿元)	25.8			14.8		
假设扩产 100 万吨后，涤纶长丝吨净利分别下降 20、40、60 元						
指标	龙头 A			龙头 B		
扩产后年产量 (万吨)	1390	1390	1390	840	840	840
扩产后年产量 YOY	7.8%	7.8%	7.8%	13.5%	13.5%	13.5%
扩产后吨净利 (元)	180	160	140	180	160	140
扩产后吨净利 YOY	-10.0%	-20.0%	-30.0%	-10.0%	-20.0%	-30.0%
扩产后合计净利润 (亿元)	25.0	22.2	19.5	15.1	13.4	11.8
扩产后合计净利润同比扩产前	-3.0%	-13.8%	-24.6%	2.2%	-9.2%	-20.5%
扩产后吨净利下降多少使得总净利与扩产前相当 (元)	14			24		

数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

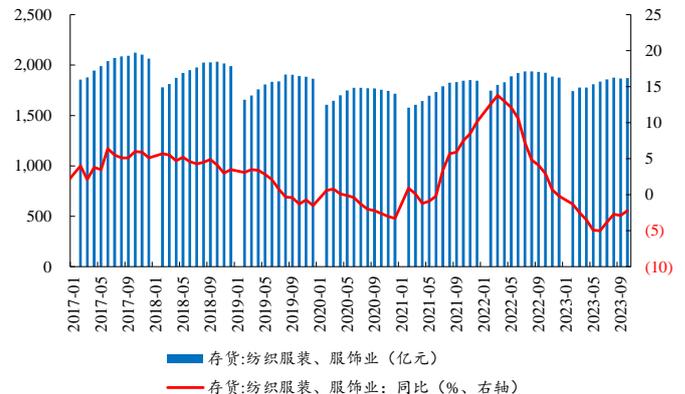
## 2.3、需求：国内逐步复苏与直接出口强势共振，需求改善显著

### 2.3.1、国内：需求复苏势头强劲，涤纶长丝及终端零售消费明显改善

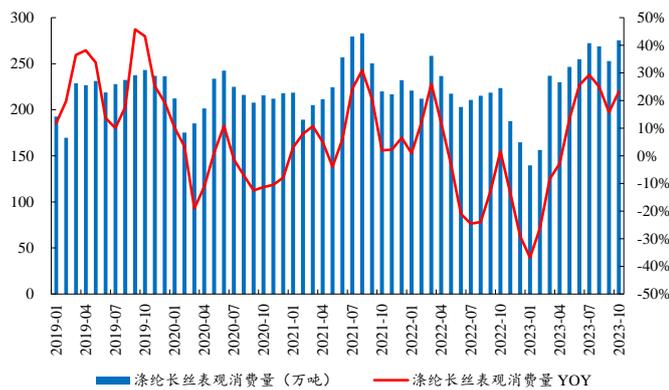
国内需求复苏势头强劲，涤纶长丝及终端零售消费明显改善。根据 Wind 数据，2023 年 1-10 月国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计达到 11126 亿元，累计同比增长 10.2%。同时，截至 2023 年 10 月，纺织服装、服饰业存货也降至 1870.2 亿元，同比下降 2.2%。涤纶长丝方面，2023 年 5 月以来，国内涤纶长丝月度表观消费量均保持同比高增，其中 6-8 月增速均达到 25% 以上。另外，伴随下游需求的改善，涤纶长丝库存也明显去化，截至 12 月上旬，涤纶长丝工厂库存已降至 219 万吨，较 2023 年年初下降 58%。

**图5：2023年1-10月国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长10.2%**


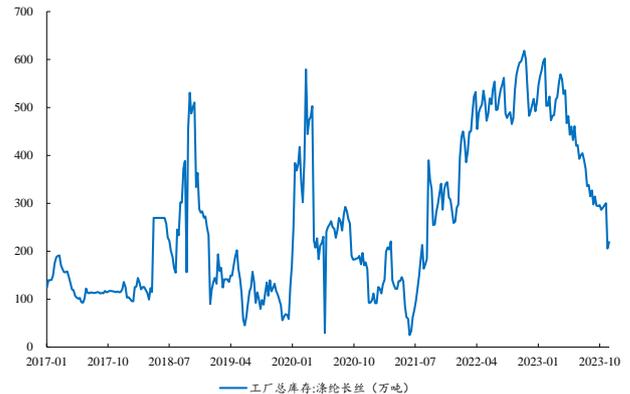
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：截至2023年10月，纺织服装、服饰业存货同比下降2.2%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：2023年5月以来，长丝表观消费量同比高增**


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

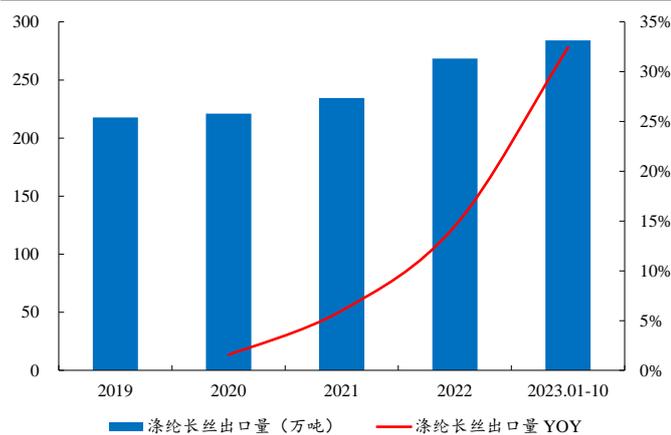
**图8：2023年12月上旬，长丝工厂库存较年初大幅下降**


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

### 2.3.2、出口：2023年直接出口同比高增，终端纺服出口也有望逐步改善

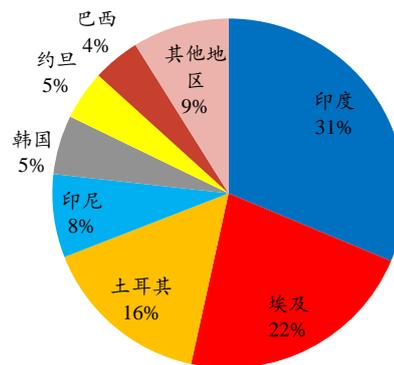
2023年国内涤纶长丝直接出口同比高增，出口去向主要为印度等发展中国家。根据百川盈孚数据，2019-2022年间国内涤纶长丝出口稳步增长，年出口量由218万吨持续提升至268万吨，年均复合增速达到7.23%。2023年1-10月国内涤纶长丝出口量也累计达到284万吨，同比增长高达32.4%。分地区来看，以POY为例，2023年1-10月国内POY累计出口80.44万吨，其中印度、埃及、土耳其与印尼的出口占比分别达到31%、22%、16%、8%。整体来看，发展中国家为国内涤纶长丝出口的主要去向。

图9：2023年1-10月涤纶长丝出口量同比增长32.4%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图10：国内涤纶长丝去口去向主要为印度等发展中国家

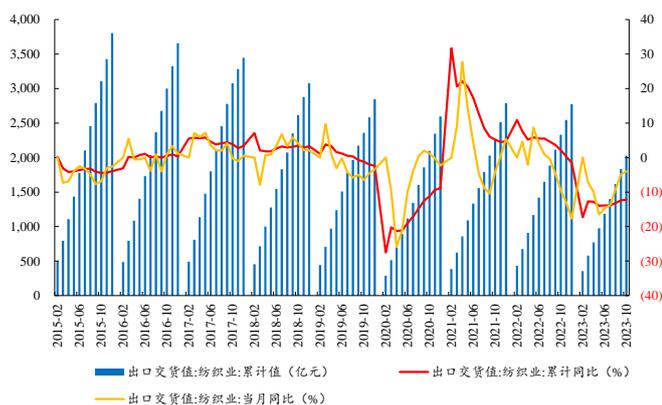


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

**美国服装面料批发商库存持续去化，涤纶长丝终端纺织服装出口正迎来边际改善。**

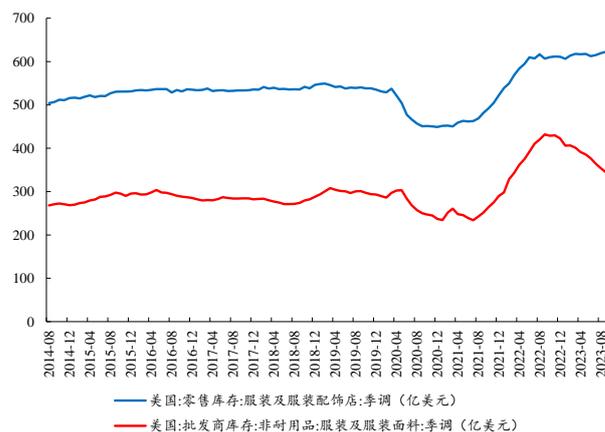
根据 Wind 数据，受海外纺织服装行业去库周期影响，2023 年 1-10 月国内纺织业出口累计交货值达到 2025.9 亿元，累计同比下降 12.2%。但从边际来看，2023 年 5 月至 10 月，国内纺织业出口单月交货值同比增速已由-16.5%逐步收窄至-4.0%，出口情况正在逐步改善。与此同时，根据 Wind 数据，2023 年年初以来，美国服装面料批发商库存正在持续去化。截至 2023 年 10 月，美国服装及服装面料的批发商库存已降至 342.02 亿美元，较 2022 年底库存下降 19.06%。我们认为，未来伴随美国纺织服装行业的继续去库，国内涤纶长丝终端纺织服装出口也有望得到进一步提振。

图11：2023年5月以来，国内纺织业出口正在边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023年以来，美国服装面料批发商正在持续去库

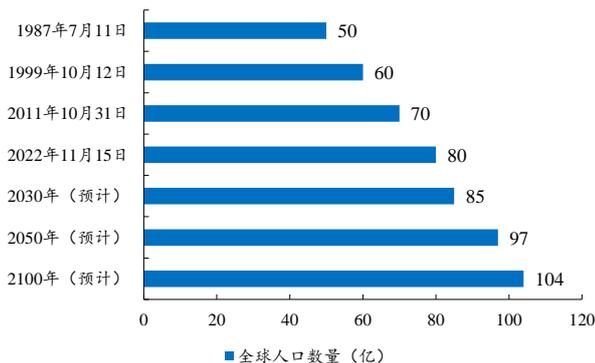


数据来源：Wind、开源证券研究所

**海外发展中国家市场空间广阔，长丝出口需求未来可期。**根据联合国发布的《2022年世界人口展望》，截至2022年11月15日，全球人口总数达到80亿，同时其预计截至2030年将进一步增长至85亿。按照区域分布来看，东亚和东南亚、中亚和南亚、北非和西亚、撒哈拉以南非洲、拉丁美洲和加勒比地区、大洋洲、欧洲和北美地区的人口占比分别达到29%、26%、7%、15%、8%、1%、14%，全球人口

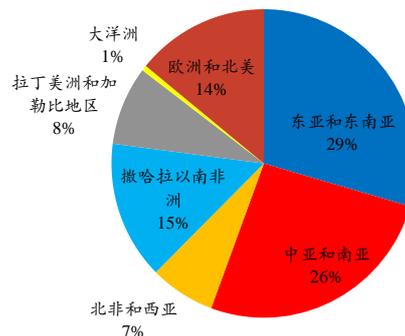
主要集中在分布于亚洲、非洲、南美等以发展中国家为主的地区。此类地区经济发展水平相对较低，多数国家的涤纶长丝消费仍处于起步阶段，未来仍有较大增长空间。以印度为例，根据 DCPC 及中经数据，2022 年印度国内涤纶长丝表观消费量为 209.4 万吨，人均消费量仅为 1.48kg。相较于印度，根据百川盈孚及中经数据，我国 2022 年涤纶长丝表观消费量为 2568 万吨，人均消费量已经达到 18.19kg。我们认为，未来伴随广大发展中国家对于涤纶长丝需求量的逐步提升，国内长丝出口有望继续保持高速增长。

图13: 预计 2030 年全球人口达到 85 亿



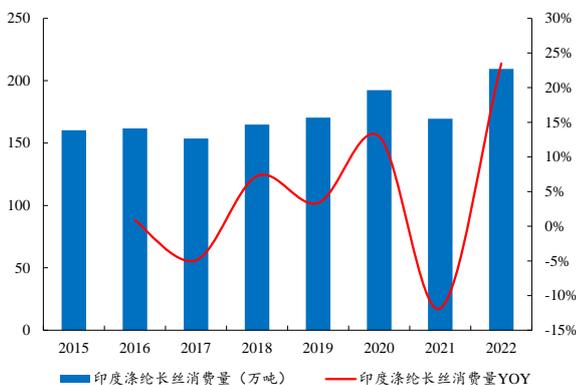
数据来源: 联合国《2022 年世界人口展望》、开源证券研究所

图14: 全球人口集中分布于亚洲、非洲等地区



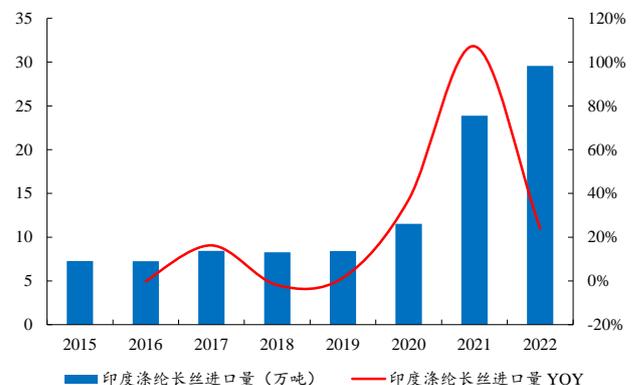
数据来源: 联合国《2022 年世界人口展望》、开源证券研究所

图15: 2022 年印度涤纶长丝消费量同比增长 23.47%



数据来源: DCPC、开源证券研究所

图16: 2022 年印度涤纶长丝进口量同比增长 23.88%



数据来源: DCPC、开源证券研究所

## 2.4、供需对接: 看好长丝盈利继续修复

我们复盘了 2016 年至今涤纶长丝行业景气度情况, 大体可以将其分为 5 个阶段:

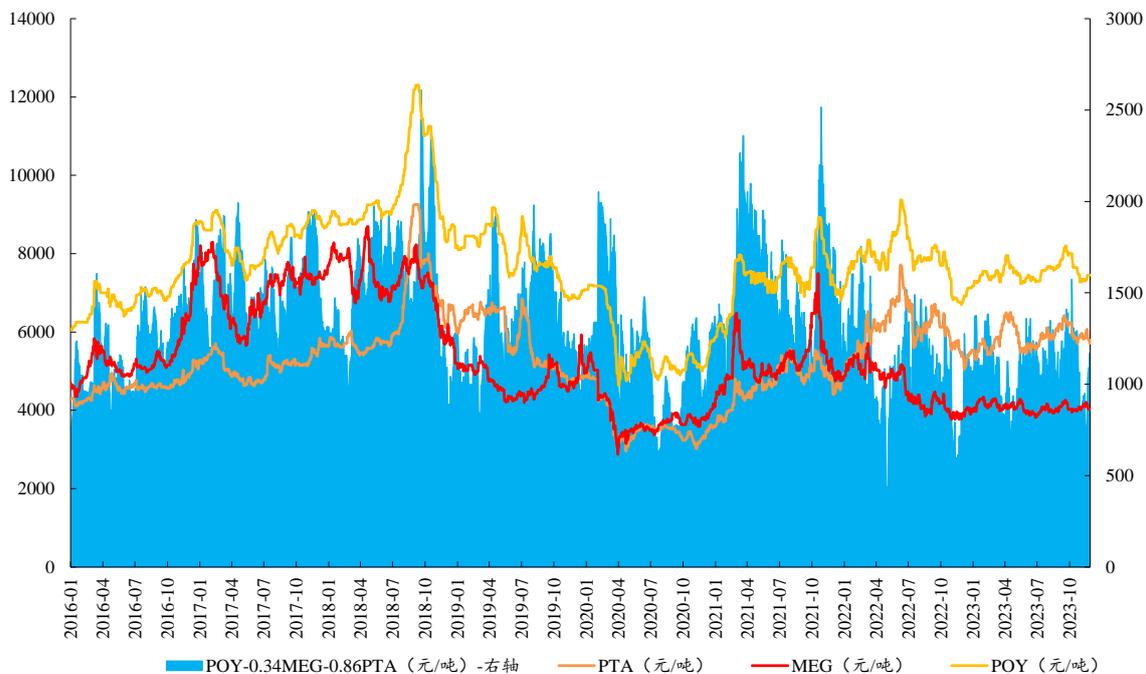
- **阶段一 (2016 年初至 2018 年底):** 国内需求回暖、海外出口稳步增长, 同时供给侧改革带来落后产能的逐步出清与龙头企业市占率的进一步提升, 长丝盈利稳步修复。
- **阶段二 (2018 年底至 2020Q3):** 受中美贸易摩擦扰动以及龙头企业扩产等因素影响, 长丝盈利有所承压。其中 2020 年前三季度, 受国内公共卫生事

件突发影响，长丝价差进一步探底。

- **阶段三（2020Q4 至 2022Q1）：**伴随国内复工复产的顺利推进，以及海外需求的稳步增长，长丝行业景气度整体维持在较高水平。
- **阶段四（2022Q2 至 2023Q1）：**国内公共卫生事件反复导致内需疲软、叠加海外需求孱弱，涤纶长丝景气度整体走弱。
- **阶段五（2023Q2 至今）：**受益于国内需求的强劲复苏以及直接出口的高速增长，长丝盈利底部反弹。

展望未来，我们认为当前涤纶长丝行业投产高峰将过，供给端前景已经较为明确，后续供给格局或将逐步优化。未来伴随内需与直接出口的稳步增长以及终端纺织服装出口的边际改善，涤纶长丝行业或开启长周期向上拐点，产品盈利水平也有望持续修复。

图17：2023Q2 至今涤纶长丝盈利底部反弹



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

## 2.5、多举措推进降本增效，公司竞争优势显著

### 2.5.1、原辅材料基本自给自足，有利于保障供应稳定，降低生产成本

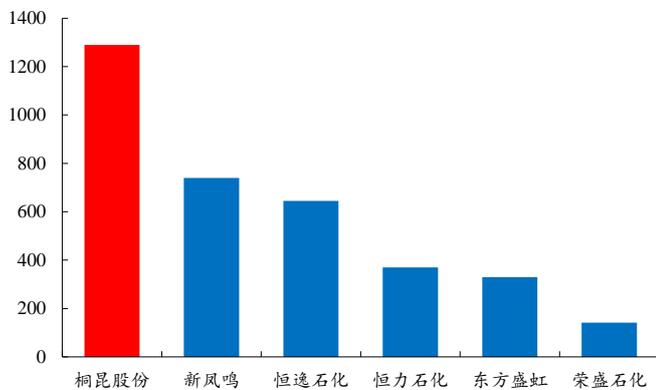
**PTA 方面**，根据公司公告，截至 2023 年 11 月，公司拥有 PTA、涤纶长丝产能分别 1020 万吨/年、1260 万吨/年。根据百川盈孚数据，若按照 1: 0.86 的单耗，则公司现有长丝产能对应消耗 PTA 约 1084 万吨/年，公司 PTA 自给率理论上可以达到 94%。**MEG 方面**，公司下属孙公司新疆中昆新材料投资建设 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目，该项目利用新疆丰富的天然气资源制备乙二醇，拥有较强的成本优势，待项目投产，也有望满足公司原材料 MEG 的部分需求。**此外，在辅料方面**，公司成

功打突破国外厂商在纺丝油剂领域的垄断，成为全球第四、中国唯一一家能够生产出全部 POY 纺丝油剂厂商，这有助于进一步补全公司长丝产业链，降低产品生产成本。

### 2.5.2、产能位居行业首位，规模效应显著

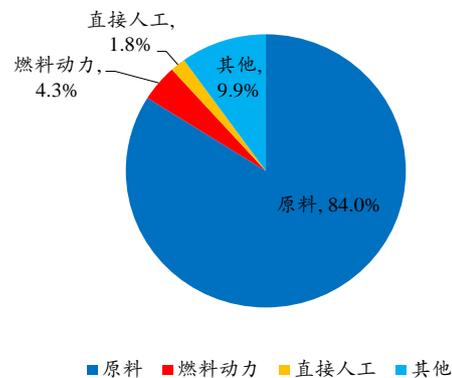
公司涤纶长丝产能位居行业首位，规模效应明显。作为行业龙头企业，预计截至 2023 年底，公司涤纶长丝总产能合计达到 1290 万吨，位居行业首位。较大的产能规模可以为公司在原辅材料采购、折旧等固定成本分摊等方面带来相应的成本优势，进而降低产品的综合生产成本、获取行业超额收益。

图18：预计 2023 年公司涤纶长丝总产能达到 1290 万吨



数据来源：各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

图19：2022 年公司 POY 产品营业成本中，原料占比 84%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.5.3、多基地布局，降低运输成本，增强客户粘性

一方面，公司在嘉兴石化、嘉通能源 PTA 工厂附近布点长丝生产基地，使公司实现“PTA-聚合-纺丝”一体化设计、集约智能化的生产模式，极大地降低了 PTA 运输的物流成本、仓储成本、包装成本以及能耗损失。另一方面，公司主要的桐乡总部基地、洲泉基地、嘉兴港区基地、湖州恒腾基地、江苏恒阳基地、嘉通能源基地都紧邻中国绍兴钱清轻纺原料市场、中国柯桥轻纺城、萧绍化纤市场、盛泽化纤市场等专业市场和海宁马桥经编基地、诸暨袜业基地、许村家纺基地、长兴白坯布基地，这也有助于降低运输成本、增强下游客户粘性。

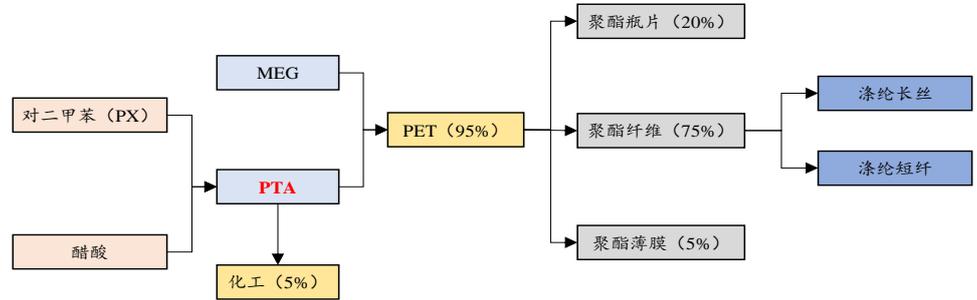
## 3、PTA：行业扩产加速，产品盈利承压

### 3.1、需求：下游主要用于聚酯纤维，需求稳步增长

PTA 下游最大需求来源为涤纶长丝与涤纶短纤。PTA 全称为精对苯二甲酸，是以 PX 为原料，以醋酸为溶剂，以醋酸钴、醋酸锰为催化剂，氢溴酸为促进剂，经氧化氧化反应后制备粗 PTA，再经精制提纯后得到 PTA 产品。从下游应用领域来看，PTA 主要用于制备聚对苯二甲酸乙二醇酯 (PET)，此类需求占比达到 95%，具体产

品包括聚酯纤维（75%）、聚酯瓶片（20%）与聚酯薄膜（5%）。

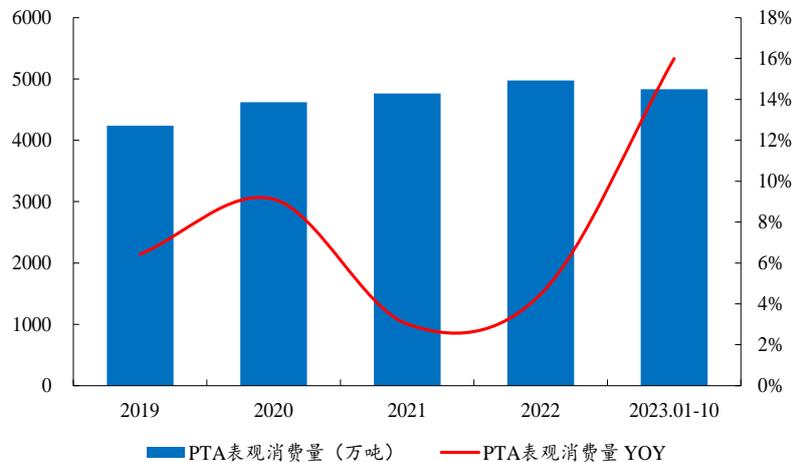
图20：PTA 下游主要用于聚酯纤维



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

**PTA 需求稳步增长，2023 年 1-10 月表观消费量同比增长 16%。**根据百川盈孚数据，2019 年至 2022 年间国内 PTA 表观消费量由 4236 万吨持续提升至 4976 万吨，年均复合增速达到 5.51%。2023 年以来，受益于以聚酯纤维为代表的下游需求强劲复苏，PTA 需求增速可观，1-10 月国内表观消费量达到 4832 万吨，同比增长达到 16%。

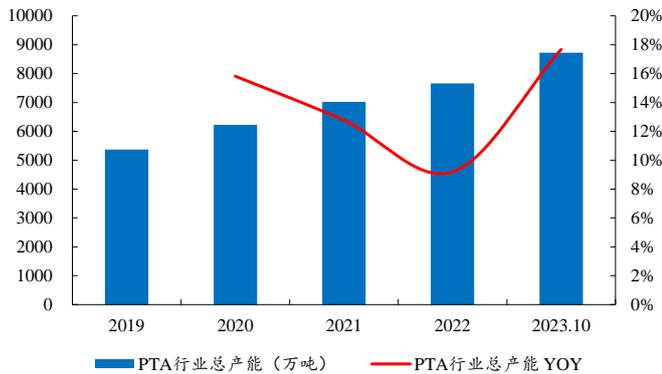
图21：2023 年 1-10 月 PTA 表观消费量同比增长 16%



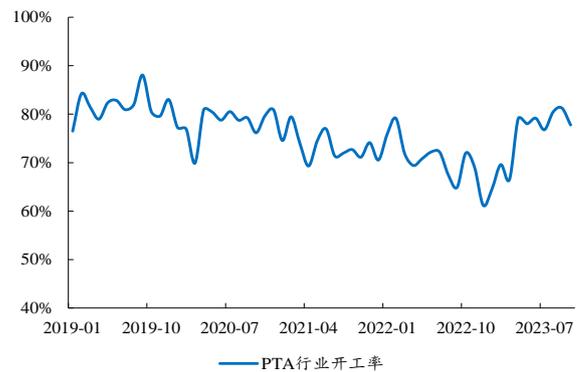
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

### 3.2、供给：行业扩产加速，关注落后产能出清与新增产能进展情况

**PTA 行业产能稳步扩张，2019 年至 2022 年 CAGR 达到 12.56%。**根据百川盈孚数据，2019 年至 2022 年间国内 PTA 总产能由 5374 万吨持续提升至 7664 万吨，年均复合增速达到 12.56%。同时 2023 年以来，国内 PTA 行业总产能进一步增长，截至 10 月已经达到 8724 万吨，同比增长 17.67%。**开工率方面**，2019 年至 2022 年底，伴随新增产能的集中落地，PTA 行业开工率整体呈下降趋势。此后 2022 年 12 月开始，受益于下游需求的逐步复苏，PTA 行业开工率底部反弹，截至 2023 年 10 月已经达到 77.77%。

**图22: 截至2023年10月, 国内PTA产能为8724万吨**


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

**图23: 2022年12月开始PTA行业开工率底部反弹**


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

未来PTA行业规划产能较多, 重点关注落后产能出清与新增产能进展情况。根据百川盈孚及各公司公告数据, 我们预计2023-2024年国内PTA行业新增产能将分别达到1000、750万吨, 同时2025年及之后规划产能合计达到1350万吨。总体来看, PTA行业的产能扩张仍在继续。然而需要注意的是, 尽管未来PTA规划产能较多, 但考虑到当前PTA盈利已经承压, 部分在建/拟建项目的落地或仍旧存在不确定性(如推迟投产时间或取消扩产计划)。此外, 伴随PTA竞争强度的加剧, 部分PTA行业的中小企业落后产能业也或将面临一定程度的出清。

**表6: 国内PTA行业仍有较多规划产能等待落地**

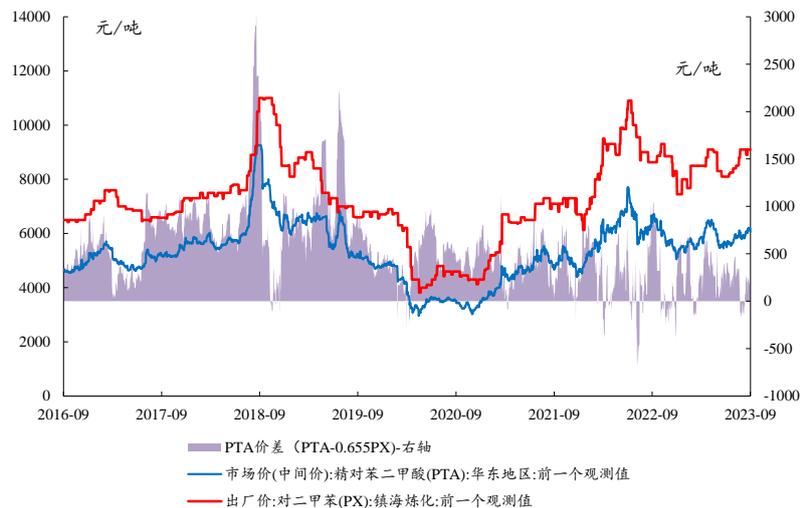
企业	在建/拟建产能 (万吨/年)	实际/预计投产时间
恒力石化	250+250	分别于2023年4、7月投产
桐昆股份	250	2023年4月投产
海南逸盛	250	预计2023年12月投产
<b>预计2023年合计新增产能</b>	<b>1000</b>	-
中国石化仪征化纤	300	预计2024年2月投产
台化	150	预计2024年3月投产
福建海创石油化工	300	预计2024年底投产
<b>预计2024年合计新增产能</b>	<b>750</b>	-
广州泛亚聚酯	300	预计2025年投产
新凤鸣	500	预计2025-2026年分批投产
东方盛虹	250	预计2025年
桐昆股份	300	待定
<b>预计2025年及之后新增产能</b>	<b>1350</b>	-

数据来源: 各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

### 3.3、小结：PTA 盈利或将继续承压

展望未来,我们认为尽管 PTA 需求稳步增长,但考虑到行业依旧处于扩产周期,PTA 产品盈利或将继续承压。后续建议重点关注 PTA 规划产能落地进展与中小企业高成本落后产能的出清情况。

图24：当前 PTA 盈利有所承压

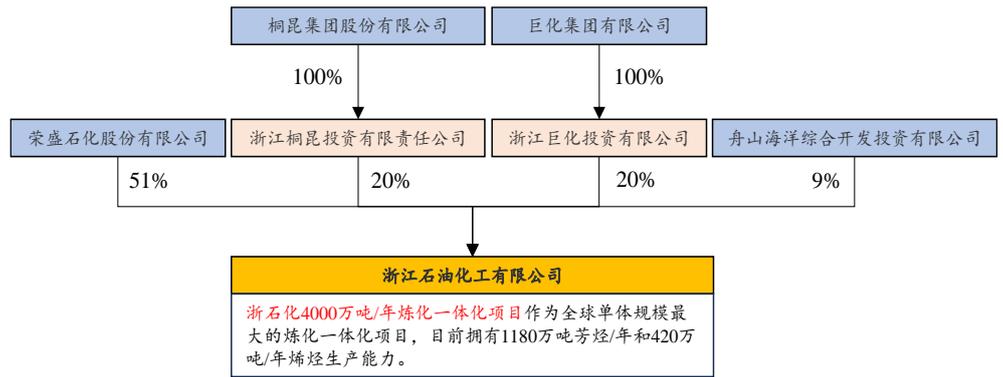


数据来源：Wind、开源证券研究所

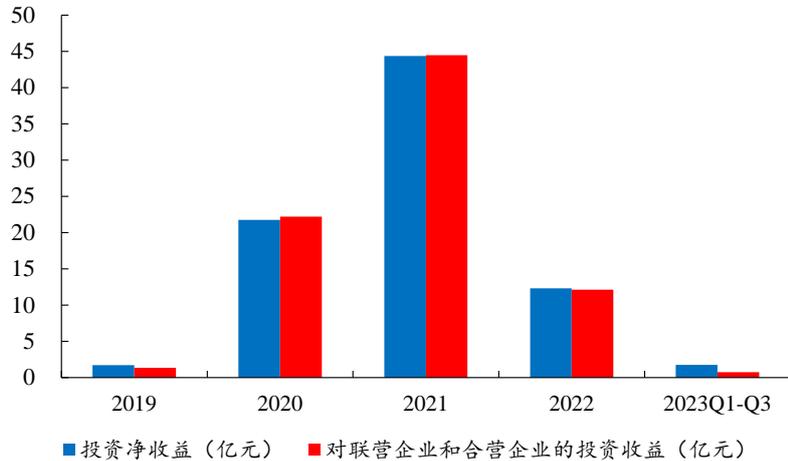
## 4、炼化业务：参股浙石化，控股泰昆石化印尼炼化项目

### 4.1、参股浙石化，投资收益十分丰厚

公司持有浙石化20%股权,有效保障原料供应稳定,同时贡献丰厚的投资收益。浙石化为荣盛石化控股子公司,其4000万吨/年炼化一体化项目作为全球单体规模最大的炼化一体化项目,目前拥有1180万吨芳烃/年和420万吨/年烯烃生产能力。根据公司公告,公司通过子公司浙江桐昆投资有限责任公司间接持有浙石化20%股权。通过参股浙石化,公司不仅有效保障了PX等原材料的供应稳定,同时还从中获取了丰厚的投资收益。根据Wind数据,2020-2022年间公司投资净收益分别高达21.73、44.38、12.32亿元,其中对联营企业和合营企业的投资收益分别达到22.21、44.48、12.12亿元。

**图25：公司间接持有浙石化 20%股权**


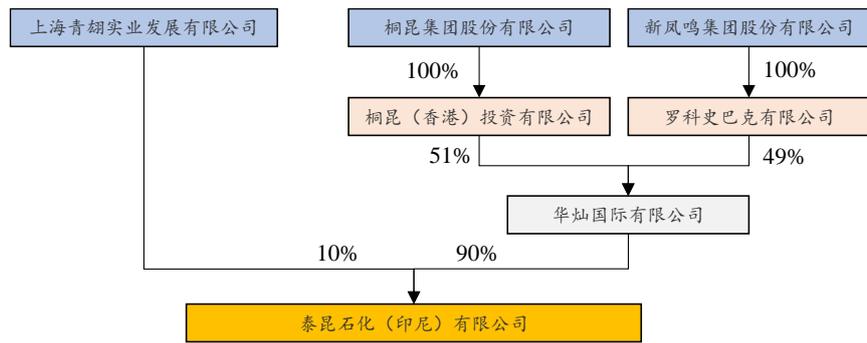
资料来源：Wind、桐昆股份公司公告、荣盛石化公司公告、开源证券研究所

**图26：2020-2022 年公司投资净收益十分丰厚**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、控股泰昆石化，投资建设印尼炼化项目

公司控股泰昆石化，投资建设印尼炼化项目。根据公司公告，公司拟与新凤鸣集团股份有限公司、上海青翎实业发展有限公司共同合作投资建设泰昆石化(印尼)有限公司印尼北加炼化一体化项目。该项目含增值税筹资金额(报批总投资)合计 86.24 亿美元，建设期 4 年，实施主体为泰昆石化(印尼)有限公司。根据公司公告，公司为泰昆石化控股股东，间接持有泰昆石化 45.9%股权。

**图27：公司间接持有泰昆石化 45.9%股权**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司印尼炼化项目产业链完整，产品品类丰富，规划销售去向为中国、印尼及东盟。根据公司公告，公司炼化项目建设内容包括炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施。项目规模为 1600 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）520 万吨/年，乙烯 80 万吨/年。项目主要产品包括成品油、对二甲苯、醋酸、苯、硫磺、丙烷、正丁烷、聚乙烯 FDPE、EVA（光伏级）、聚丙烯等，产品规划销售去向为中国、印尼及东盟。

**表7：公司炼化项目产品规划销售去向为中国、印尼及东盟**

产品	产能规模（万吨/年）	产品市场
成品油	430	印尼
对二甲苯（PX）	485	中国
醋酸	52	中国
苯	170	中国
硫磺	45	印尼
丙烷	70	中国
正丁烷	72	中国
聚乙烯 FDPE	50	中国、印尼及东盟
EVA（光伏级）	37	中国、印尼及东盟
聚丙烯	24	中国、印尼及东盟

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

结合公司产能扩张情况以及第二章内容中我们对于涤纶长丝未来盈利走势的判断，我们对公司盈利预测做出以下主要假设：

- **POY**：假设 2023-2025 年公司 POY 产品销量分别为 830、900、900 万吨，不含税均价分别为 6925、7000、7100 元/吨，毛利率为 8.42%、9.40%、11.31%。
- **FDY**：假设 2023-2025 年公司 FDY 产品销量分别为 145、180、180 万吨，不含税均价分别为 7320、7400、7500 元/吨，毛利率为 8.41%、9.33%、10.97%。

- **DTY**: 假设 2023-2025 年公司 DTY 产品销量分别为 105、130、130 万吨, 不含税均价分别为 8120、8250、8350 元/吨, 毛利率为-0.51%、0.87%、2.22%。

**表8: 公司业绩拆分与盈利预测**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>POY</b>					
营业收入 (亿元)	359.59	406.22	574.78	630.00	639.00
营业收入 YOY		13.0%	41.5%	9.6%	1.4%
营业成本 (亿元)	310.30	394.54	530.12	575.89	574.09
毛利 (亿元)	49.29	11.68	44.65	54.11	64.91
毛利率	13.7%	2.9%	7.8%	8.6%	10.2%
<b>FDY</b>					
营业收入 (亿元)	68.62	81.80	106.14	133.20	135.00
营业收入 YOY		19.2%	29.8%	25.5%	1.4%
营业成本 (亿元)	61.26	75.73	97.90	121.84	121.66
毛利 (亿元)	7.36	6.07	8.24	11.36	13.34
毛利率	10.7%	7.4%	7.8%	8.5%	9.9%
<b>DTY</b>					
营业收入 (亿元)	66.97	67.92	85.26	107.25	108.55
营业收入 YOY		1.4%	25.5%	25.8%	1.2%
营业成本 (亿元)	59.11	67.60	85.70	106.32	106.19
毛利 (亿元)	7.86	0.32	-0.44	0.93	2.36
毛利率	11.7%	0.5%	-0.5%	0.9%	2.2%
<b>其他业务</b>					
营业收入 (亿元)	96.14	63.99	75.00	75.00	75.00
营业收入 YOY		-33.4%	17.2%	0.0%	0.0%
营业成本 (亿元)	95.46	62.01	74.00	74.00	74.00
毛利 (亿元)	0.68	1.98	1.00	1.00	1.00
毛利率	0.7%	3.1%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>合计</b>					
营业收入 (亿元)	591.32	619.93	841.18	945.45	957.55
营业收入 YOY		4.8%	35.7%	12.4%	1.3%
营业成本 (亿元)	526.13	599.88	787.73	878.05	875.94
毛利 (亿元)	65.19	20.05	53.45	67.40	81.61
毛利率	11.0%	3.2%	6.4%	7.1%	8.5%

数据来源: Wind、开源证券研究所

作为涤纶长丝行业龙头, 未来伴随长丝行业供需格局稳步向好, 公司或将充分享受业绩弹性。同时, 通过控股泰昆石化, 投资建设印尼炼化项目, 公司也有望为自身远期成长打开广阔空间。我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年公司盈利预测, 预计归母净利润分别为 15.78 (-78.86)、36.60 (-72.43)、56.59 亿元, EPS 分别为 0.65 (-3.28)、1.52 (-3.00)、2.35 元, 当前股价对应 PE 分别为 22.1、9.5、6.2 倍, 维持

“买入”评级。

同时，我们选取了业务同样涵盖涤纶长丝与大炼化业务的上市公司荣盛石化、新凤鸣与恒逸石化进行估值比较。我们预计公司当前股价对应2023年PE为22.1倍，低于可比公司36.9倍的平均PE，同时预计公司当前股价对应2025年PE为6.2倍，同样低于可比公司9.1倍平均PE。

表9：预计2025年公司PE低于可比公司平均值

股票代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	EPS（摊薄/元）				PE（倍）			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002493.SZ	荣盛石化	1035	10.22	0.33	0.19	1.01	1.71	37.3	53.8	10.1	6.0
603225.SH	新凤鸣	206	13.45	-0.13	0.89	1.34	1.66	-81.2	15.1	10.0	8.1
000703.SZ	恒逸石化	247	6.75	-0.29	0.16	0.34	0.51	-23.9	41.7	19.9	13.2
			平均值					-22.6	36.9	13.4	9.1
601233.SH	桐昆股份	349	14.48	0.05	0.65	1.52	2.35	267.6	22.1	9.5	6.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、恒逸石化盈利预测与估值数据来自Wind一致预期，其余均来自开源证券研究所；2、估值数据均以2023年12月13日为基础。

## 6、风险提示

下游需求不及预期、产能投放不及预期、原油价格大幅波动等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	18746	22469	32496	37910	43222
现金	11332	11676	19306	21999	27950
应收票据及应收账款	364	795	808	1083	933
其他应收款	54	48	92	118	107
预付账款	578	380	741	1150	1244
存货	5356	7386	9374	11285	10613
其他流动资产	1063	2185	2174	2274	2374
<b>非流动资产</b>	51080	67970	76244	82008	83688
长期投资	17275	18502	20109	23377	28084
固定资产	18661	23399	38741	41469	39685
无形资产	1990	2574	2816	3059	3276
其他非流动资产	13155	23495	14578	14103	12642
<b>资产总计</b>	69826	90439	108740	119918	126909
<b>流动负债</b>	26821	39081	49259	56240	56990
短期借款	12776	19507	27800	30000	32000
应付票据及应付账款	8566	12499	12008	15309	11942
其他流动负债	5480	7075	9451	10931	13048
<b>非流动负债</b>	6868	16056	22593	23530	24467
长期借款	6376	15315	21852	22789	23726
其他非流动负债	492	741	741	741	741
<b>负债合计</b>	33689	55137	71852	79771	81457
少数股东权益	169	411	419	438	466
股本	2411	2411	2411	2411	2411
资本公积	13732	13932	13932	13932	13932
留存收益	19813	19151	20595	24000	29304
<b>归属母公司股东权益</b>	35969	34891	36469	39710	44986
<b>负债和股东权益</b>	69826	90439	108740	119918	126909

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2794	1073	2444	7244	5361
净利润	7485	136	1586	3678	5687
折旧摊销	2382	2711	3153	4348	4821
财务费用	327	427	715	787	944
投资损失	-4584	-1232	-380	-2031	-3480
营运资金变动	-3236	-864	-2630	461	-2611
其他经营现金流	420	-106	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-10521	-16292	-11047	-8081	-3021
资本支出	10063	15035	9820	6845	1794
长期投资	-30	-20	-1607	-3267	-4707
其他投资现金流	-428	-1236	380	2031	3480
<b>筹资活动现金流</b>	10541	12825	16233	3531	3611
短期借款	5139	6731	8293	2200	2000
长期借款	1591	8939	6537	937	937
普通股增加	214	0	0	0	0
资本公积增加	3004	201	0	0	0
其他筹资现金流	593	-3046	1403	394	674
<b>现金净增加额</b>	2812	-2390	7630	2693	5951

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	59157	61993	84118	94545	95755
营业成本	52656	59988	78773	87805	87594
营业税金及附加	147	152	195	236	249
营业费用	80	101	107	133	149
管理费用	995	1193	1265	1539	1690
研发费用	1460	1655	1751	2053	2187
财务费用	327	427	715	787	944
资产减值损失	-17	-140	0	0	0
其他收益	103	88	200	200	200
公允价值变动收益	-20	30	0	0	0
投资净收益	4584	1232	380	2031	3480
资产处置收益	-1	-16	0	0	0
<b>营业利润</b>	8126	-363	1892	4222	6622
营业外收入	40	45	40	40	40
营业外支出	58	8	10	10	10
<b>利润总额</b>	8108	-325	1922	4252	6652
所得税	623	-462	336	574	965
<b>净利润</b>	7485	136	1586	3678	5687
少数股东损益	20	6	8	18	28
<b>归属母公司净利润</b>	7464	130	1578	3660	5659
EBITDA	11345	4228	6758	10569	13470
EPS(元)	3.10	0.05	0.65	1.52	2.35

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.1	4.8	35.7	12.4	1.3
营业利润(%)	174.5	-104.5	622.0	123.1	56.8
归属于母公司净利润(%)	163.1	-98.3	1111.8	131.9	54.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.0	3.2	6.4	7.1	8.5
净利率(%)	12.6	0.2	1.9	3.9	5.9
ROE(%)	20.7	0.4	4.3	9.2	12.5
ROIC(%)	14.3	-0.9	3.2	5.4	6.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.2	61.0	66.1	66.5	64.2
净负债比率(%)	28.7	76.9	98.9	95.9	82.5
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	223.3	107.0	105.0	100.0	95.0
应付账款周转率	14.6	8.9	10.0	10.0	10.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.10	0.05	0.65	1.52	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	0.44	1.01	3.00	2.22
每股净资产(最新摊薄)	14.92	14.47	15.13	16.47	18.66
<b>估值比率</b>					
P/E	4.7	268.1	22.1	9.5	6.2
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.0	14.7	10.6	6.9	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn