

桐昆股份(601233)深度研究报告

强推(首次)

目标价: 18.83元

当前价: 12.74元

周期成长股, 长丝龙头价值凸显

- ❖ **四十年栉风沐雨, 县级化纤厂已成民营聚酯龙头。**公司起家于桐乡县化学纤维厂, 40年栉风沐雨成长为聚酯行业民营龙头, 坐拥320万吨PTA产能和570万吨长丝产能。作为龙头, 公司核心竞争力主要体现在原料和区位优势上, 聚酯原料中原油-PTA环节留存产业利润占比2019年接近85%, 为此公司通过自建PTA在2019年实现了该原料72%的自给率; 区位上, 东距上海110公里, 北临苏州74公里, 西邻杭州56公里, 属于以上海为中心的长江三角洲经济区, 在织机产能最为集中的区域, 物流成本显著低于同行, 正是因为原料和区位优势, 公司长丝毛利率比行业可比企业高3%。
- ❖ **涤纶在产业链中地位偏低, 龙头基本实现原料高度自给。**在长丝-成衣生产-品牌商-零售商这个产业链中, 无论是毛利率还是净利率, 长丝企业都是产业链中偏低的, 背后主要原因在于长丝单厂投资小, 进入门槛低, 使该环节有超额利润容易受到新进入者压制。从产业发展历史而言, 近40年长丝企业基本围绕一体化和智能化进行产业升级, 一体化主要是沿着核心原料PTA-PX-炼油厂不断上溯, 目前长丝龙头企业PTA自给率基本都超过70%; 智能化方面主要是通过应用5G等信息技术降低非原料成本, 按照4年为尺度, 近4年均值相对上4年均值下降52元/吨。
- ❖ **疫情的极端测试成绩不俗, 业绩风险基本已释放。**我国作为全球纺织服装产业的供应中心, 拥有全球77%的长丝产量。2020Q1作为突发性极端压力测试, 江浙地区长丝产销率均值只有50%, 导致生产企业库存可用天数一度超过40天, POY价格相对年初最大跌幅超过2400元/吨。极端考验下, 桐昆靠浙石化的投资实现了4亿元的归母净利润, 新凤鸣靠PTA的成本优势实现了1亿元的净利, 恒逸石化则依托海外炼厂实现了8亿元的净利, 业绩稳定性十分亮眼, 彰显了长丝龙头企业的业务结构日趋合理性和管理层强大的风险应对能力。
- ❖ **规模驱动发展, 原料自给率抬升毛利率中枢。**公司在过去10年的发展中, 发展核心驱动来自于产能扩张。自2018年开始, 嘉兴石化二期投产使得PTA自给率显著提升至72%, 长丝成本端相对竞争对手开始呈现出较为明显优势, 毛利率也相对行业趋势更为稳健且有明显抬升。在未来3年, 公司的产量增长主要来自于恒超项目、如东洋口港项目和浙江石化的股权投资, 如东项目满产后则可以贡献年15亿元净利润。
- ❖ **投资建议:**我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.56元/股、2.07元/股和2.61元/股, 对其2021业绩按照周期股常规的估值水平10倍PE进行定价, 公司合理市值为383亿元, 考虑到公司存续的35亿元可转债, 公司正股目标市值为348亿元, 折每股股价18.83元/股, 首次覆盖, 给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**长丝库存二次大幅累积。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	50,582	42,652	47,903	52,103
同比增速(%)	21.6%	-15.7%	12.3%	8.8%
归母净利润(百万)	2,884	2,887	3,827	4,827
同比增速(%)	36.0%	0.1%	32.5%	26.1%
每股盈利(元)	1.56	1.56	2.07	2.61
市盈率(倍)	8.2	8.2	6.2	4.9
市净率(倍)	1.2	1.1	1.0	0.8

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为20年06月30日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 任志强

电话: 021-20572571

邮箱: renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号: S0360518010002

证券分析师: 张文龙

电话: 010-66500983

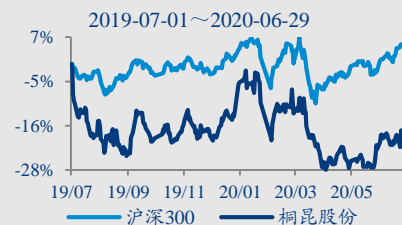
邮箱: zhangwenlong@hcyjs.com

执业编号: S0360520050003

公司基本数据

总股本(万股)	184,793
已上市流通股(万股)	184,793
总市值(亿元)	235.43
流通市值(亿元)	235.43
资产负债率(%)	56.9
每股净资产(元)	10.7
12个月内最高/最低价	15.98/11.25

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

深入产业发展史，寻找产业发展的命门和趋势。通过对长丝生产-成衣生产-品牌-零售进行挖掘和对比，发现长丝企业在产业链中处于相对偏低的位置，背后的主因在于单厂投资规模较小，进入壁垒不高。在产业发展趋势上，近40年长丝企业基本围绕一体化和智能化进行产业升级，一体化主要是沿着核心原料PTA-PX-炼油厂不断上溯，目前长丝龙头企业PTA自给率基本都超过70%；智能化方面主要是通过应用5G等信息技术降低非原料成本，按照4年为尺度，近4年均值相对上4年均值下降52元/吨。

投资逻辑

业绩风险已经释放，周期成长类型的白马股有望走出独立行情。在2020Q1的极端考验下，长丝生产企业经历了2400元/吨以上的价格暴跌和40天以上的库存，作为长丝龙头，桐昆、新凤鸣和恒逸分别依靠投资收益、PTA成本优势和海外炼厂实现了不错的净利润，这意味着企业业绩风险已经充分释放。着眼未来，公司在浙江石化、恒超项目和如东洋口港项目的规模驱动下，利润有望逐步上升到40亿元的水平，低估值+成长性在市场结构分化已臻极致的背景下，有望走出独立行情。

关键假设、估值与盈利预测

本报告的核心假设在于价格、投产进度和投资收益。本报告假设公司长丝2020-2022年均价依次为5517元/吨、5482元/吨和5461元/吨；未来三年长丝产量增加规模依次为50万吨、100万吨和80万吨；投资收益主要是针对于浙江石化，按照400元/吨的吨加工净利润折算，年投资收益约为16亿元，浙江石化二期按照300元/吨加工净利润保守计算，年投资收益约12亿元。经测算，预计公司在2020-2022年EPS分别为1.56元/股、2.07元/股和2.61元/股。

目 录

一、简介：四十年栉风沐雨，县级化纤厂已成民营聚酯龙头.....	6
二、行业：涤纶在产业链中地位偏低，龙头基本实现原料高度自给.....	8
（一）产业链中化纤较为弱势，外迁问题无须担忧.....	8
（二）原料高度自给+集中度提升趋势显著.....	10
（三）疫情的极端测试成绩不俗，业绩风险基本已释放.....	11
三、公司：规模驱动发展，市值有望迈上新台阶.....	13
（一）增长动力：以量增为主线，价格波动是次因.....	13
（二）扩规模：洋口港项目 2019 年开工建设，参股浙江石化.....	14
（三）控成本：把握区位优势，极力实现 PTA 完全自给.....	15
四、风险提示.....	17

图表目录

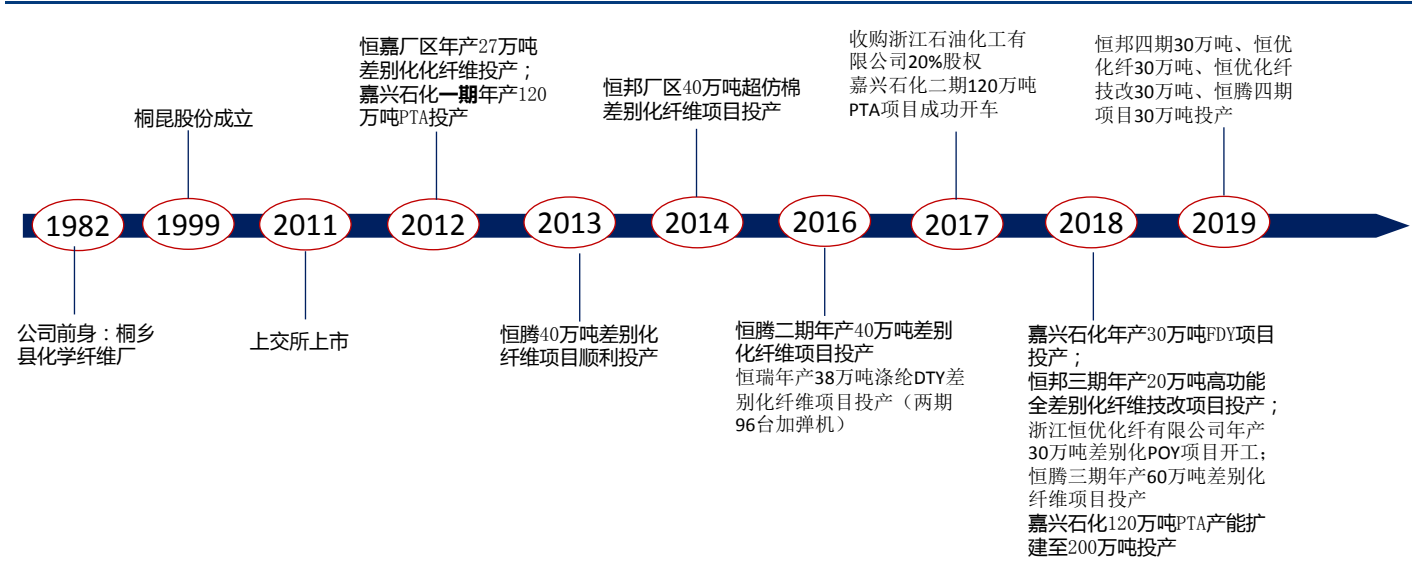
图表 1 公司发展历史.....	6
图表 2 股权结构及下属子公司.....	6
图表 3 公司 2019 年营收结构.....	7
图表 4 公司 2019 年涤纶长丝营收结构.....	7
图表 5 公司毛利率与涤纶长丝毛利率历史走势.....	7
图表 6 公司长丝中主要类别毛利率历史走势.....	7
图表 7 聚酯产业链的布局.....	8
图表 8 纺织服装产业已经完成深度专业化分工.....	8
图表 9 纺织服装产业链国内龙头企业毛利率.....	9
图表 10 纺织服装产业链国内龙头企业净利率.....	9
图表 11 聚酯产业链各环节.....	9
图表 12 桐昆股份 POY 销量和成本结构走势.....	10
图表 13 桐昆股份 POY 吨毛利和成本结构走势.....	10
图表 14 中国化纤行业发展的历史进程.....	10
图表 15 主要聚酯企业 PX-PTA 自给率.....	10
图表 16 部分石化企业重要在建工程情况.....	11
图表 17 我国是全球纺织服装的制造中心.....	12
图表 18 纺织服装出口额累计同比.....	12
图表 19 服装类产品零售额当月同比.....	12
图表 20 长丝库存走势.....	12
图表 21 江浙长丝产销率走势.....	12
图表 22 涤纶加权生产利润走势.....	13
图表 23 主要长丝企业单季度净利率走势.....	13
图表 24 涤纶长丝业务量价拆分.....	13
图表 25 公司上市以来的营收增速.....	14
图表 26 公司上市以来的毛利率、净利率走势.....	14
图表 27 产能扩张项目.....	14
图表 28 2000 万吨浙江石化项目利润简算.....	14
图表 29 涤纶长丝毛利率对比.....	15
图表 30 2019 年化纤业务成本结构对比.....	15
图表 31 涤纶主营厂家产能、产量对比.....	16
图表 32 主要聚酯企业区域分布.....	16
图表 33 2019 年原材料采购情况.....	16

图表 34 化纤吨生产成本构成（原料占比 85%）	16
图表 35 原材料采购量（万吨）	16

一、简介：四十年栉风沐雨，县级化纤厂已成民营聚酯龙头

桐昆股份前身是成立于 1982 年的桐乡县化学纤维厂，2011 年登陆上交所，经过多年发展，现拥有总资产超过 390 亿元。公司位于浙江省，地处杭嘉湖平原腹地桐乡市，居沪、杭、苏金三角之中。公司 2019 年 84% 的营收来自于各类民用涤纶长丝，上游主要原料中的 PTA 实现了近 70% 的自给率，而乙二醇主要靠外采，产品包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝四大系列一千多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列，在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称。

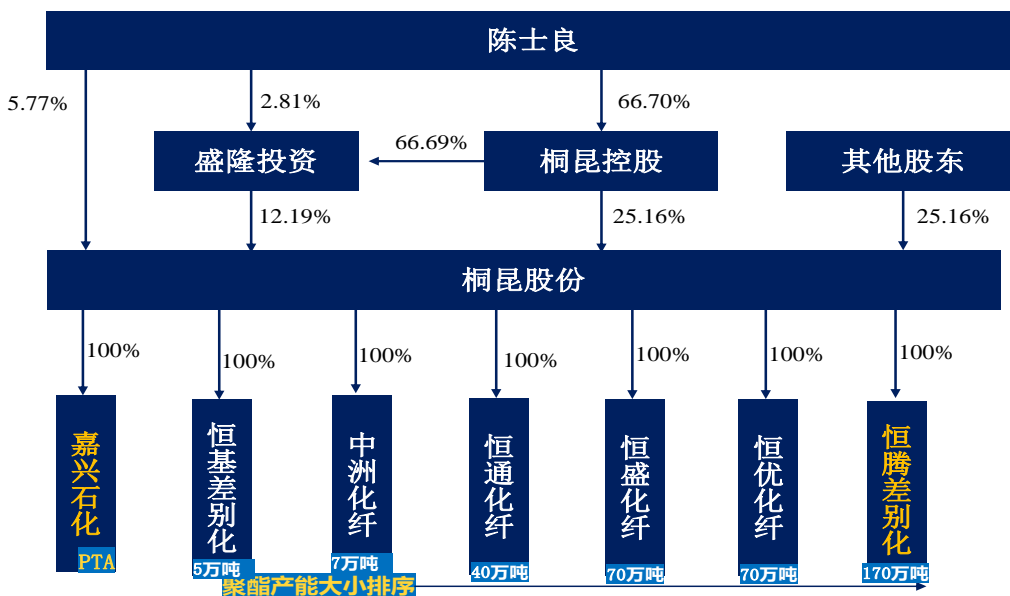
图表 1 公司发展历史



资料来源：wind、华创证券

公司为一家民营企业，实际控制人为陈士良，通过直接或间接方式持有公司 28% 的股权。除了本部，旗下主要盈利中心是嘉兴石化和恒腾差别化。在股权投资上，公司获取了浙江石化 20% 的股权。

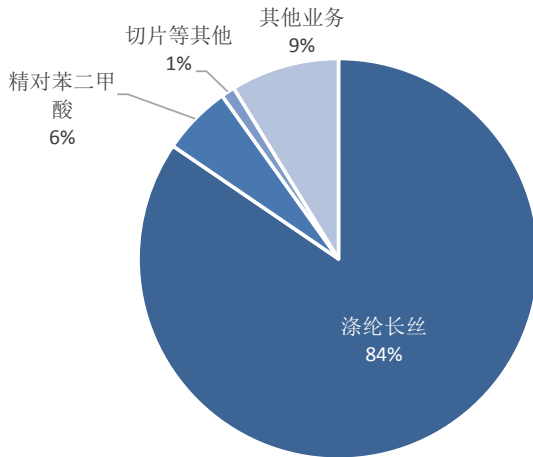
图表 2 股权结构及下属子公司



资料来源：公司公告，华创证券

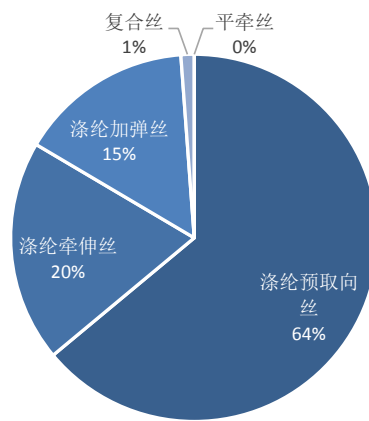
在业务结构上, 2019 财年公司 84% 的营收来自于涤纶长丝, 其中 POY (预取向丝) 占比 64%, FDY (牵引丝) 占 20%, DTY (加弹丝) 占 15%, 复合丝+平牵丝合计占 1%。在长丝主导的业务结构中, 涤纶长丝基本决定了公司业务毛利率水平, 其中预取向丝是核心变量。

图表 3 公司 2019 年营收结构



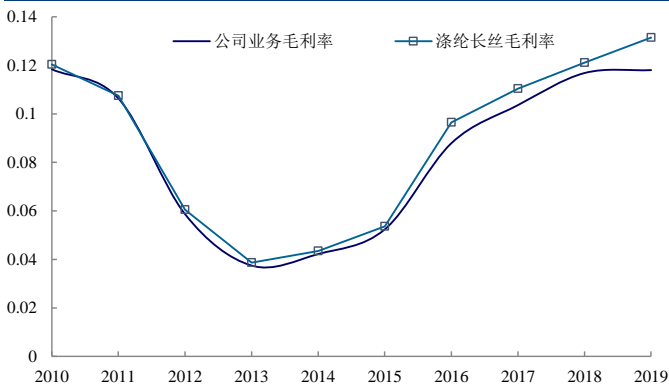
资料来源: wind、华创证券

图表 4 公司 2019 年涤纶长丝营收结构



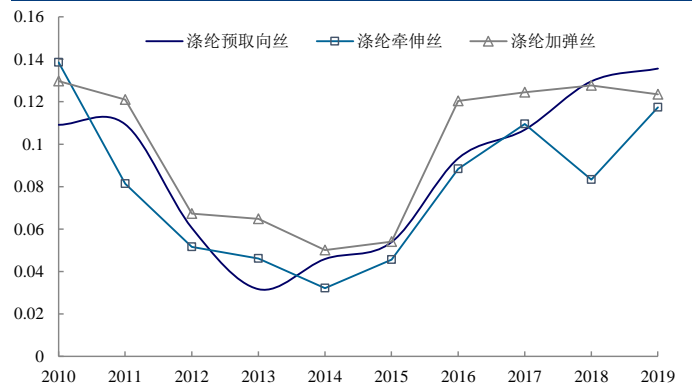
资料来源: wind、华创证券

图表 5 公司毛利率与涤纶长丝毛利率历史走势



资料来源: wind、华创证券

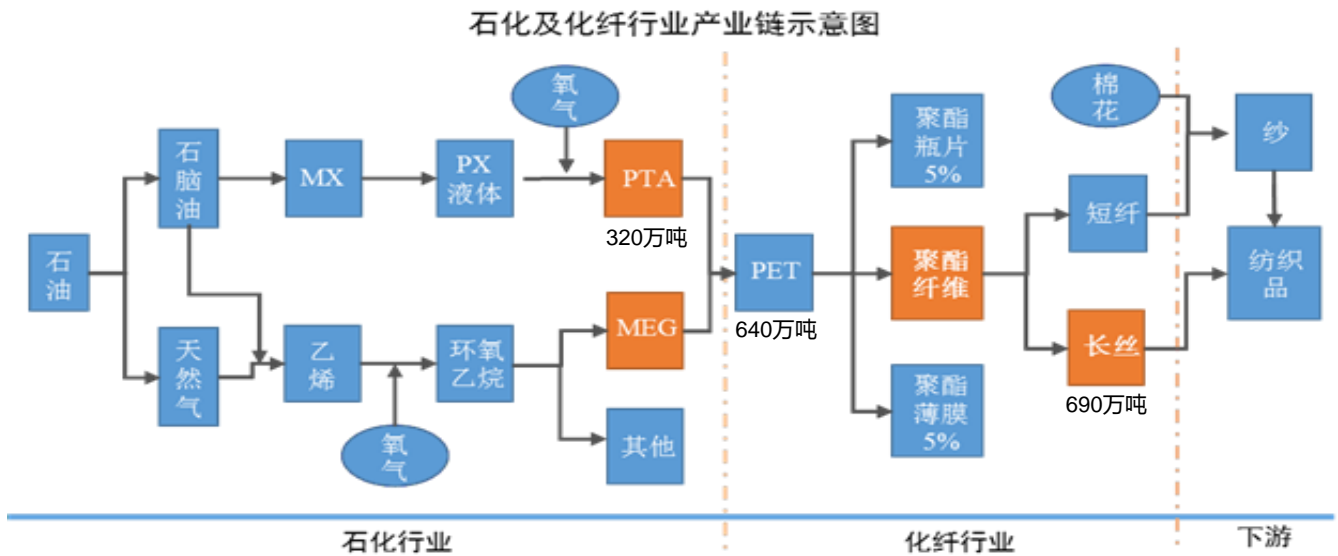
图表 6 公司长丝中主要类别毛利率历史走势



资料来源: wind、华创证券

在产业链上的布局上, 公司拥有 640 万吨聚酯切片产能 (规模为行业最大), 320 万吨 PTA 产能 (从中石化外购或者进口 PX), MEG 完全依赖于从新加坡进口。为了加大对上游原料的控制力, 公司参股浙江石化 20% 的股权。

图表 7 聚酯产业链的布局



资料来源：公司公告、华创证券

二、行业：涤纶在产业链中地位偏低，龙头基本实现原料高度自给

（一）产业链中化纤较为弱势，外迁问题无须担忧

长丝作为化工纤维中最大的一支，与天然动植物纤维共同作为织布工业的原料。在当前，纺丝环节桐昆股份、新凤鸣和恒逸石化三足鼎立，织布成衣环节申洲国际一家独大，品牌商则是内外品牌商共存，零售则以单品牌门店模式的滔博引领。

图表 8 纺织服装产业已经完成深度专业化分工

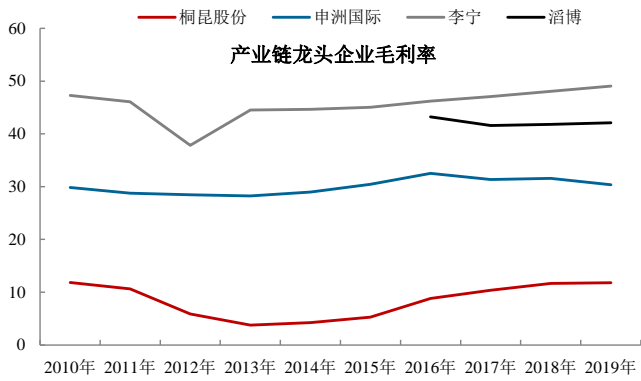


资料来源：华创证券整理

从产业链利润分配的角度，桐昆股份、申洲国际、李宁和滔博四家企业作为国内各环节的龙头，其 2019 财年毛利率排序依次为李宁>滔博>申洲国际>桐昆股份，净利率排序为申洲国际>李宁>滔博>桐昆股份，费率排序为李宁>滔博>申洲国际>桐昆股份。申洲国际凭借规模效应从相对中性的毛利率中沉淀出最为丰厚的净利率，而李宁和滔博

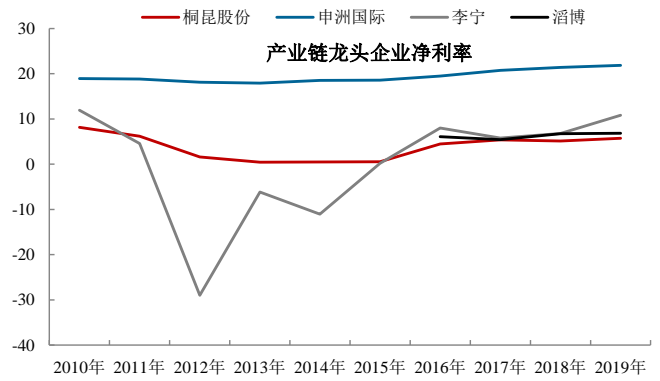
则是通过高毛利率来保障相对中性的净利率水平，而桐昆股份则是在低毛利率的条件下通过经营能力保障中性偏低的净利率水平，这意味着产业链中化纤当下是处于最为弱势的地位中的。

图表 9 纺织服装产业链国内龙头企业毛利率



资料来源: wind, 华创证券

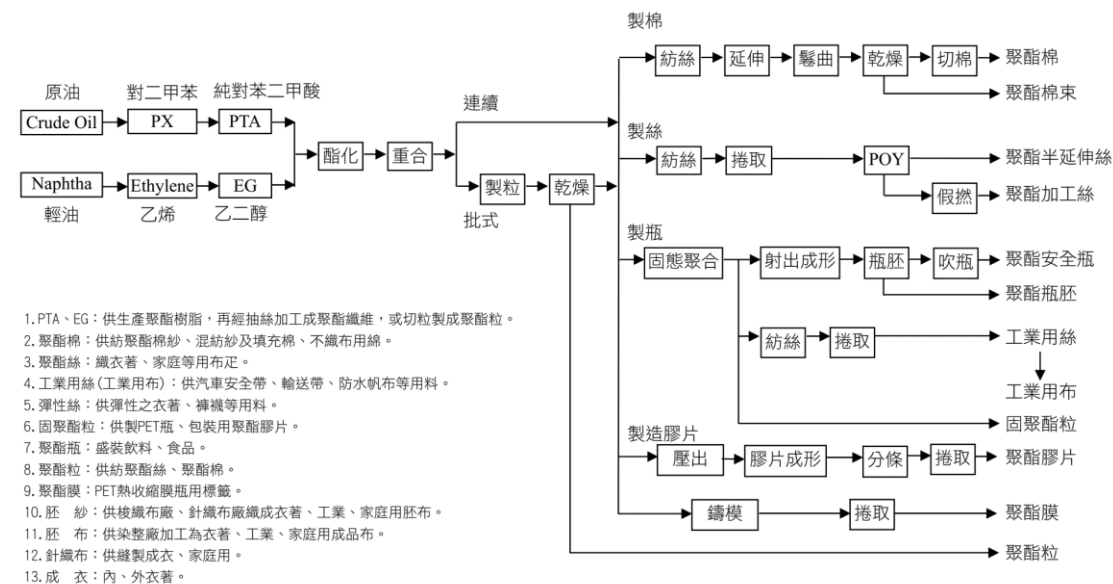
图表 10 纺织服装产业链国内龙头企业净利率



资料来源: wind, 华创证券

长丝在纺织服装产业链中地位弱势，究其原因在于其进入壁垒相对偏低，下游客户较为分散。以一座30万吨长丝厂为例，12亿左右的初始投资，配置400个工人，便可以形成一个年收入2亿元的中型企业，一般10-15年可以收回投资。作为长丝生产设备的核心部件，稳定优质的卷绕头基本在海外企业TMT和巴马格手中，但是由于国内低端纺织品需求的存在，超额利润容易吸引大量采用国产低端卷绕头的新进入者。

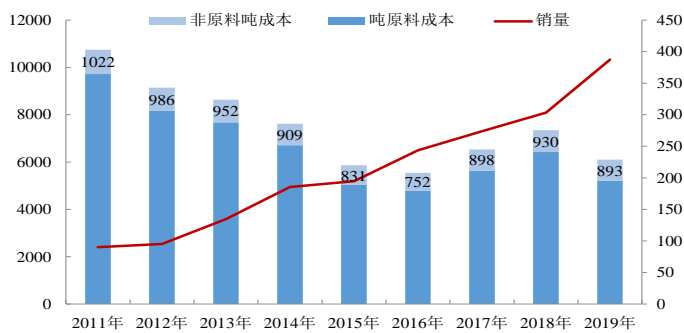
图表 11 聚酯产业链各环节



资料来源: 公司公告, 华创证券

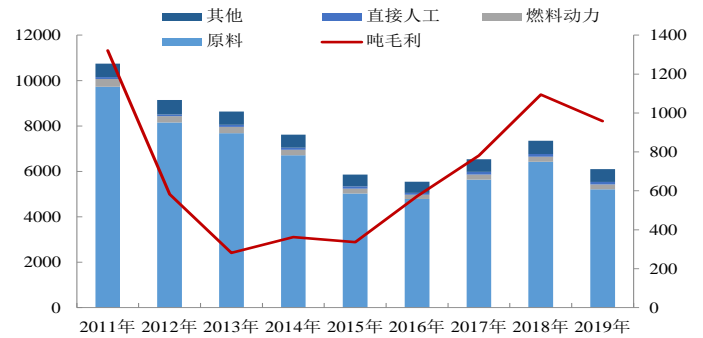
在长丝的成本结构中，长丝生产的直接人工成本占比持续低于2%，与下游成衣代工企业的20%有者天壤之别，这意味着长丝不是“劳动密集型”产业，不存在刘易斯拐点后人工成本上升的剧烈冲击，换言之，即无需向东南亚或者我国中西部地区进行产业转移。这同时意味着，长丝企业之间的竞争核心在于规模优势附带的原材料优势和公用设施共享，与此同时区位优势带来的物流费率优化和客户粘性也至为关键。

图表 12 桐昆股份 POY 销量和成本结构走势



资料来源: wind、华创证券

图表 13 桐昆股份 POY 吨毛利和成本结构走势



资料来源: wind、华创证券

(二) 原料高度自给+集中度提升趋势显著

从发展的角度而言,我国长丝产业作为化纤行业最重要的一支,近 40 年最重要的两个变化在于经营主体民营化和技术装备升级,前者使其在“原料自给”这条路上从 PTA→PX→炼油厂不断上溯,暂时 PTA 自给率偏低的新凤鸣随着独山能源一期 PTA 产能的投放也将升至 70%以上, PX 自给率提升则主要是靠自建炼油厂。

技术装备升级则主要集中在智能制造领域,不断应用新装备和 5G、工业互联网等新技术,以压低非原料成本,使得 2016-2019 年吨 POY 非原料成本均值从 2012-2015 年的 920 元/吨下降至 868 元/吨。

图表 14 中国化纤行业发展的历史进程



资料来源:季柳炎《技术革新推动中国化纤70年变迁》,华创证券整理

图表 15 主要聚酯企业 PX-PTA 自给率

主要聚酯企业	PX(设计年产能)	产量 (PTA)	产量 (聚酯)	PX 自给率	PTA 自给率
荣盛石化	600	555	226	179%	284%
恒逸石化	150	503	563	49%	103%
恒力股份	450	706	266	105%	306%
桐昆股份	-	358	568	-	73%
新凤鸣	-	29	390	-	9%
东方盛虹	-	151	182	-	96%

资料来源:公司公告、华创证券

在实现原料高度自给的同时，长丝龙头市占率预计将持续提升。按照 2019 年全国 5023 万吨聚酯产量计算，桐昆+恒逸+新凤鸣三家的市场份额为 30%。按照 2019 年全国 3117 万吨聚酯长丝产量计算，桐昆+恒逸+新凤鸣三家市场份额为 44%，且未来新投放产能也基本集中在前三家手中。

图表 16 部分石化企业重要在建工程情况

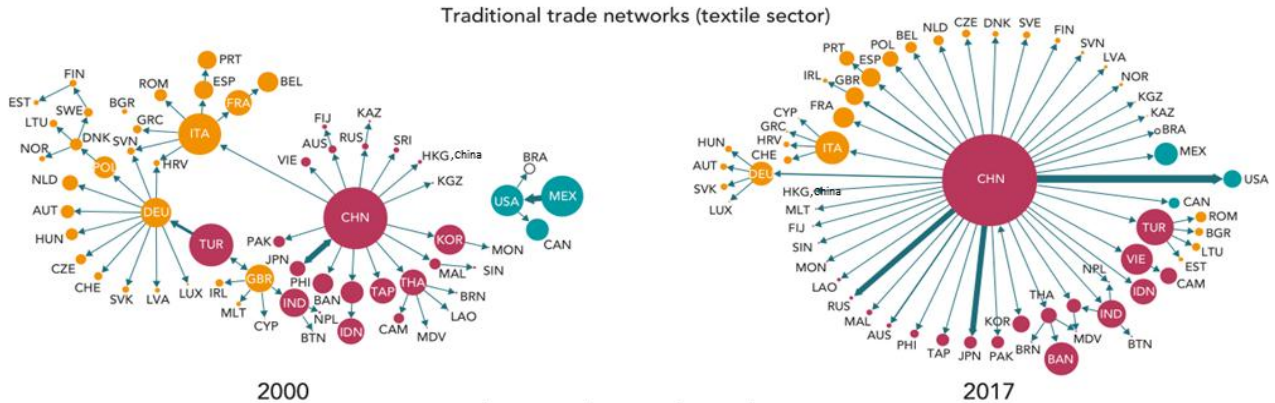
企业名称	项目名称	总投资	项目进展
荣盛石化	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目一期	901.56 亿元	全面投产
	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目二期	829.29 亿元	建设中
	逸盛新材料投资建设年产 600 万吨 PTA 工程	67.31 亿元	建设中
	100 万吨多功能聚酯切片项目	25.20 亿元	建设中
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目	34.50 亿美元	一期全面投产，二期筹备中
	年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目	22.72 亿元	已投产
	海宁新材料年产 100 万吨差别化环保功能性纤维建设项目	63.60 亿元	第一套 2 月投产生产线已于 2020 年
	逸盛新材料投资建设年产 600 万吨 PTA 工程	67.31 亿元	建设中
	福建逸锦新型功能性纤维项目	15.88 亿元	建设中
	海南逸盛年产 50 万吨多功能新型材料项目	8.36 亿元	建设中
恒力石化	年产 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目	123.00 亿元	计划 2020 年投产（分批投产）
	年产 250 万吨 PTA-4 项目	29.00 亿元	计划 2020 年二季度投产
	年产 250 万吨 PTA-5 项目	29.00 亿元	计划 2020 年二季度投产
	恒力化工 150 万吨乙烯项目	240 亿元	计划 2020 年二季度投产
桐昆股份	年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	12.70 亿元	计划 2021 年投产
	恒超化纤年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	17.98 亿元	计划 2020 年三季度投产
	嘉通能源年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10000 吨苯甲酸、5600 吨乙醛石化聚酯一体化项目	170.00 亿元	建设中
新凤鸣	独山能源年产 220 万吨 PTA 项目（二期）	32.00 亿元	计划 2020 年三季度投产
	中益化纤年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	18.97 亿元	ZCP11 30 万吨已经于 4 月投产
	中跃化纤年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料智能生产线项目	9.94 亿元	建设中
	嘉兴年产 400 万吨 PTA 和 210 万吨差别化功能性纤维项目	130 亿元	建设中
	桐乡年产 200 万吨功能柔性定制化短纤新材料及 100 万吨功能性差别化纤维项目	110 亿元	建设中

资料来源：公司公告、华创证券

（三）疫情的极端测试成绩不俗，业绩风险基本已释放

按照远东新的统计，截至 2019 年，中国大陆长丝产量高达 3117 万吨，占全球产量的 77%，与之类似，我国也是全球纺织物的供应中心。

图表 17 我国是全球纺织服装的制造中心



资料来源: Xin Li, Bo Meng, and Zhi Wang, "Recent patterns of global production and GVC participation", in World Bank and WTO, Global Value Chain Development Report 2019, 华创证券

在疫情和贸易摩擦的背景下, 纺织服装产业需求端遭遇外贸和内需双杀。若以长丝的口径计算, 我国 1-4 月表观需求下降 14%。

图表 18 纺织服装出口额累计同比



资料来源: wind、华创证券

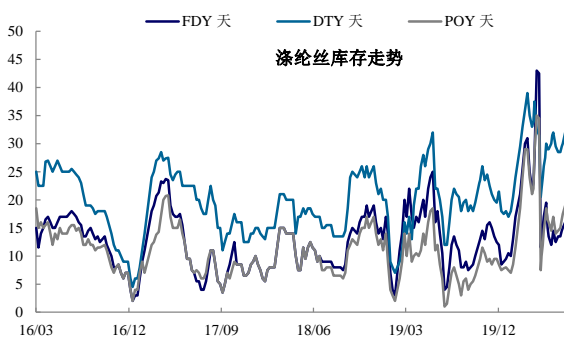
图表 19 服装类产品零售额当月同比



资料来源: wind、华创证券

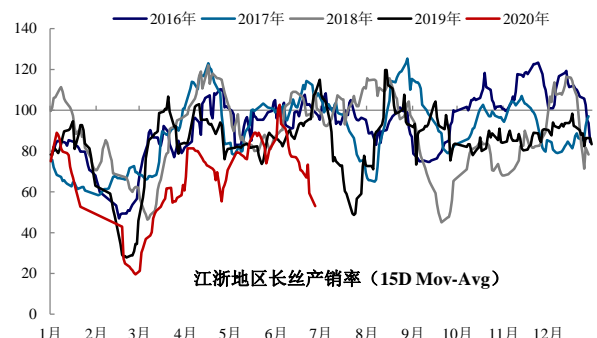
随着国内疫情的好转+海外疫情的持续恶化, 内需驱动国内纺织服装产业复苏, 防护服等防疫物资驱动纺织品出口额大幅增长, 使得长丝企业库存经过 4-5 月的持续去化, 当前基本已经处于正常的水平区间。

图表 20 长丝库存走势



资料来源: wind、华创证券

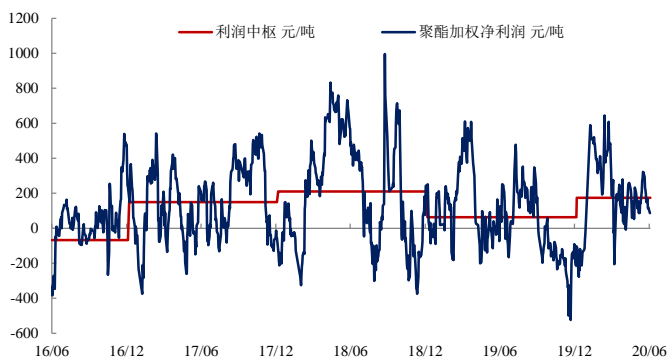
图表 21 江浙长丝产销率走势



资料来源: wind、华创证券

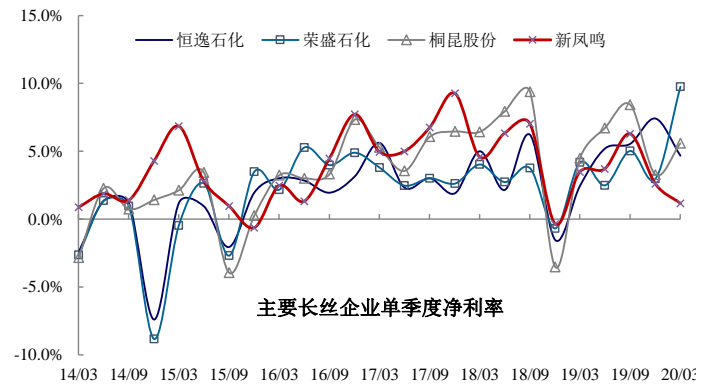
2020Q1 作为一种极端的压力测试,江浙地区长丝产销率均值只有 50%,导致生产企业库存大幅积压,部分企业出现一半产量积压在仓库里的极端情形,这种情形下长丝价格随着原油价格剧烈下跌 2400 元/吨,模拟吨丝净利跌至-300 元/吨。在这样极端的情形下,桐昆靠浙石化的投资实现了 4 亿元的归母净利,新凤鸣靠 PTA 的成本优势实现了 1 亿元的净利,恒逸石化则依托海外炼厂实现了 8 亿元的净利,业绩稳定性十分亮眼,彰显了业务结构的合理性和管理层应对风险的能力。

图表 22 涤纶加权生产利润走势



资料来源: wind、华创证券

图表 23 主要长丝企业单季度净利率走势



资料来源: wind、华创证券

三、公司: 规模驱动发展, 市值有望迈上新台阶

(一) 增长动力: 以量增为主线, 价格波动是次因

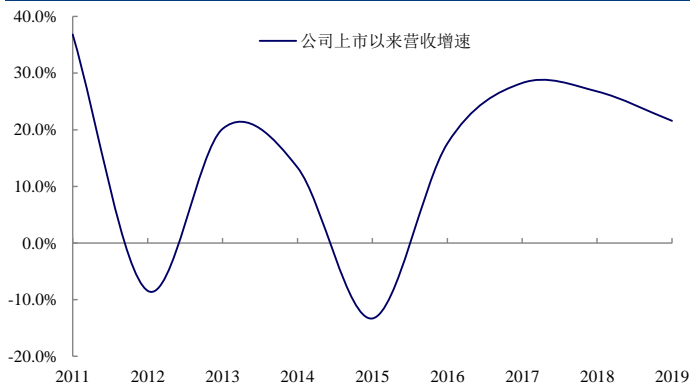
公司高速发展期主要集中在 2013-2014 年和 2016-2019 年两个时期,都是公司产能持续释放的阶段。以 2016-2019 年为例,按照量价对涤纶业务进行拆分(单价变化影响额=(本期销售单价-上期销售单价)*本期销售量;销量变化影响额=(本期销售量-上期销售量)*上期销售单价),可以发现 2016 年度主营业务收入增加主要受销量增加所致,2017 年度主营业务收入增加受销量和销售价格增加双重影响,并且价格影响较大。2018 年、2019 年主营业务收入增加受销量和销售价格增加双重影响,同样价格影响较大。

图表 24 涤纶长丝业务量价拆分

项 目	2016 年销售额增长因素分析			2017 年销售额增长因素分析		
	销售收入增长额	单价变化影响额	销量变化影响额	销售收入增长额	单价变化影响额	销量变化影响额
POY	28.2	-2.03	30.22	51.41	32.95	18.46
FDY	1.3	-0.67	1.98	7.22	8.41	-1.20
DTY	2.75	-0.44	3.20	13.38	6.32	7.05
项 目	2018 年销售额增长因素分析			2019 年销售额增长因素分析		
	销售收入增长额	单价变化影响额	销量变化影响额	销售收入增长额	单价变化影响额	销量变化影响额
POY	55.77	34.17	21.60	17.40	-53.62	71.02
FDY	19.38	6.15	13.23	13.90	-14.97	28.87
DTY	19.24	7.34	11.90	0.60	-10.51	11.11

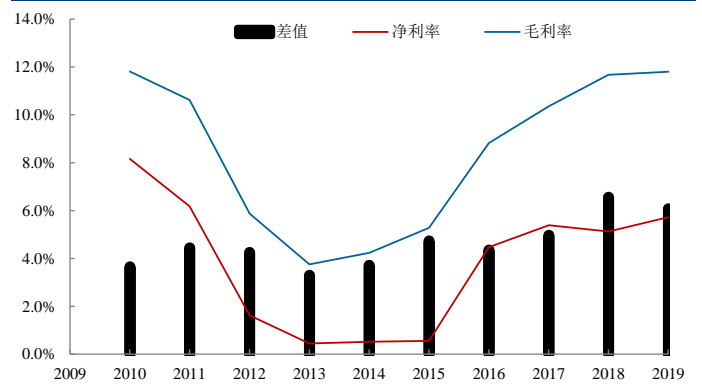
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 25 公司上市以来的营收增速



资料来源: wind、华创证券

图表 26 公司上市以来的毛利率、净利率走势



资料来源: wind、华创证券

(二) 扩规模: 洋口港项目 2019 年开工建设, 参股浙江石化

随着规划产能陆续投产, 公司量的逻辑主要集中在如东洋口港聚酯一体化项目和浙江石化 20% 股权上。

如东洋口港项目的进度方面, 公司于 2019 年 2 月 3 日审议通过了《关于与江苏如东洋口港经济开发区管委会签订<桐昆集团(洋口港)石化聚酯一体化项目投资合作协议>的议案》, 项目总投资约 160 亿元, 形成年产 2*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 的生产能力。若按照 PTA 净利 200 元/吨聚酯 200 元/吨进行概算, 该项目完全满产年利润预计为 15 亿元。

洋口港项目分两期执行, 其中一期投资额为 120 亿元, 建设 2*250 万吨 PTA、30 万吨 FDY、90 万吨 POY, 配套相应的公用系统, 同时在临港工业区一期热源点扩建燃煤热电联产项目。二期投资额为 40 亿元, 计划在原主厂区规划预留上建设 60 万吨 FDY、60 万吨 POY, 在热电联产预留地上新增建设燃煤热电联产项目。一期开工建设时间为 2019 年 12 月至 2022 年 12 月, 二期开工建设时间为 2023 年 12 月至 2025 年 12 月。

图表 27 产能扩张项目

项目简称	设计产能	项目建设与投产情况	概算利润
与江苏如东洋口港经济开发区管委会签订<桐昆集团(洋口港)石化聚酯一体化项目投资合作协议>	2*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY	一期预计开工建设时间为 2019 年 12 月至 2022 年 12 月, 投资 120 亿元; 二期开工建设时间为 2023 年 12 月至 2025 年 12 月, 投资 40 亿元。	15 亿元

资料来源: 公司公告、华创证券

浙石化项目上, 若按照 400 元/吨加工量利润简算, 该项目年净利约为 80 亿元(详细核算数据也与之相近), 加入按照 20% 长期股权投资获取投资收益, 公司一年可从浙江石化拿到 16 亿元的投资收益, 该项目在 2019 年 12 月底已经全面投产, 在 2020 年便可为公司带来投资收益。

图表 28 2000 万吨浙江石化项目利润简算

一 原料汇总		三 利润测算	
原(料)油名称	加工量	原(料)加工量	2000
合计	2292	营业收入	948
原油小计	2000	三大成品油	527
沙轻	500	化工产品	387

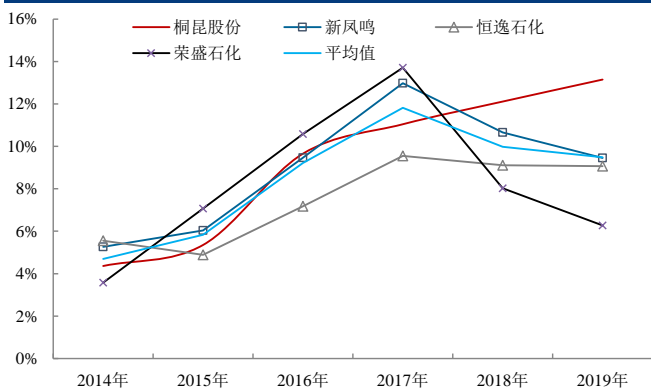
一 原料汇总		三 利润测算	
沙中	500	其他产品	35
伊朗重油	700	营业成本	648
巴西 Frade	300	原料成本	573
煤	200	加工费	30
甲醇	11	折旧摊销	45
二 产品汇总		营业税金及附加	123
合计	2028	销售费用	6
商品小计	1897	管理费用	28
汽油	379	财务费用	32
柴油	173	利润总额	112
煤油	284	所得税	28
石油芳烃	553	净利润	84
硫磺	39	单位营收	4742
丙烯	28	单位营业成本	3242
丙烷	48	单位费用	324
乙烯原料	393	单位净利润	420

资料来源：华创证券测算

(三) 控成本：把握区位优势，极力实现 PTA 完全自给

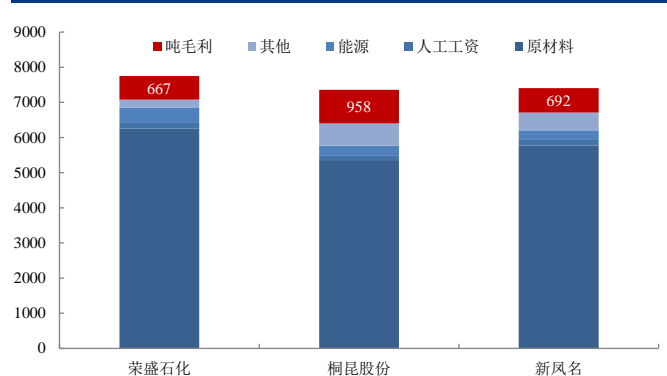
公司的长丝产品在市场上没有明显的溢价，且在 2018 年以前，成本端也无明显的竞争力。随着嘉兴石化二期项目投产 PTA 自给率的提升和区位优势的体现，公司因为成本端的优势显化，POY 毛利率较行业优势明显，且持续改善。

图表 29 涤纶长丝毛利率对比



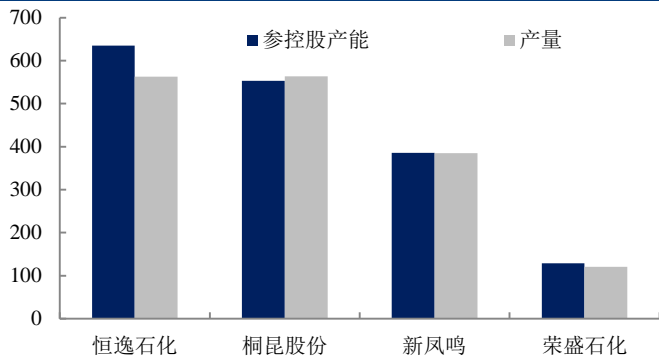
资料来源：wind、华创证券（注：POY+FDY+DTY 口径）

图表 30 2019 年化纤业务成本结构对比



资料来源：wind、华创证券

图表 31 涤纶主营厂家产能、产量对比



资料来源: wind、华创证券 (注: 恒逸石化口径为聚酯纤维, 其余均为 POY+FDY+DTY, 后一口径恒逸石化产能 471 万吨)

图表 32 主要聚酯企业区域分布



资料来源: wind、华创证券

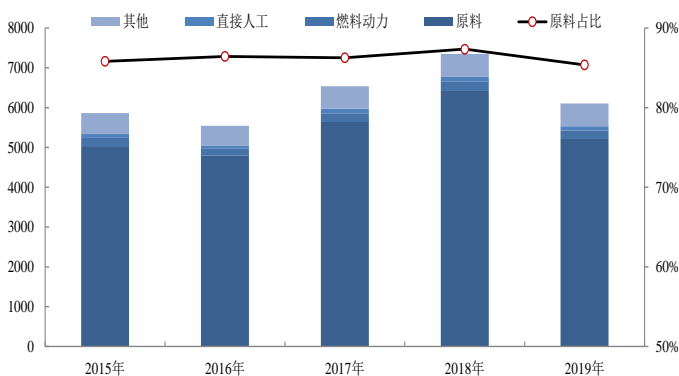
在长丝生产中, 85%的生产成本由原料产生。公司的三大原料中, PX 由中石化供应, MEG 由沙伯亚太供应, 均为 100%外采, 自给率存在显著变化的是 PTA。截至 2019 年底, 公司 PTA 自给率已经从 55%上升至 72%。随着洋口港项目投产后, 公司的 PTA 将实现完全自给。

图表 33 2019 年原材料采购情况

原材料	采购模式	采购量 (万吨)	价格变动	供货方
PX	合约、现货	267	随市场行情变化	中国石化
PTA	合约、现货	139	随市场行情变化	中国石化、逸盛大石化有限公司、恒力石化 (大连) 有限公司
MEG	合约、现货	187	随市场行情变化	SABICASIAPACIFICPTELED (沙伯亚太新加坡)

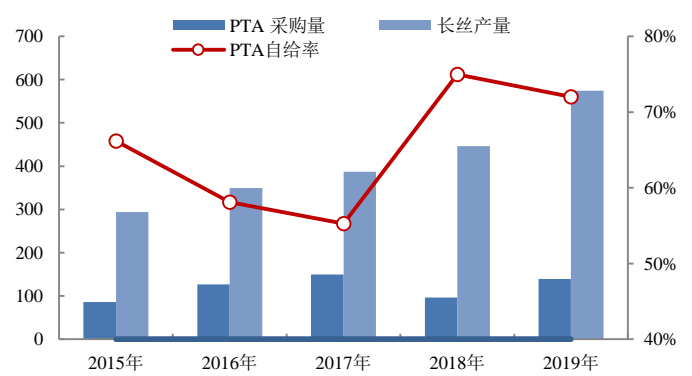
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 34 化纤吨生产成本构成 (原料占比 85%)



资料来源: wind、华创证券

图表 35 原材料采购量 (万吨)



资料来源: wind、华创证券

公司的部分产品向外国销售, 外销收入占主营业务收入的 6%左右, 为了降低汇率变动的影响, 公司与银行签订远期结售汇合约。PTA 期货和远期结售汇的浮动盈亏计入公允价值变动损益, 而交割损益计入投资收益。近五年公允价值变动收益及投资收益金额合计占利润总额的比例分别为 13.82%、-26.98%、3.67%、0.18%、1.36%。2014-2015 年, 公司盈利较低, 导致占比较大, 而 2016-2019 年的行业盈利年, 其所占比例较低, 对公司的经营成果影响较小。

四、风险提示

长丝库存二次大幅累积。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,519	10,401	14,888	20,680
应收票据	0	0	0	0
应收账款	264	223	250	272
预付账款	574	493	549	592
存货	2,717	2,334	2,602	2,805
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	671	565	636	691
流动资产合计	12,745	14,016	18,925	25,040
其他长期投资	33	33	33	33
长期股权投资	6,830	6,830	6,830	6,830
固定资产	17,073	19,507	23,576	25,140
在建工程	1,717	2,717	1,717	2,717
无形资产	1,502	1,352	1,217	1,095
其他非流动资产	101	102	102	102
非流动资产合计	27,256	30,541	33,475	35,917
资产合计	40,001	44,557	52,400	60,957
短期借款	8,247	8,913	9,579	10,245
应付票据	3,153	2,708	3,020	3,255
应付账款	3,104	2,666	2,973	3,205
预收款项	251	211	237	258
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	77	77	77	77
一年内到期的非流动负债	1,123	1,123	1,123	1,123
其他流动负债	1,015	1,049	1,173	1,305
流动负债合计	16,970	16,747	18,182	19,468
长期借款	891	3,891	6,891	9,891
应付债券	2,944	2,944	2,944	2,944
其他非流动负债	119	119	119	119
非流动负债合计	3,954	6,954	9,954	12,954
负债合计	20,924	23,701	28,136	32,422
归属母公司所有者权益	19,006	20,773	24,165	28,416
少数股东权益	71	83	99	119
所有者权益合计	19,077	20,856	24,264	28,535
负债和股东权益	40,001	44,557	52,400	60,957

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,116	3,489	4,785	5,564
现金收益	5,117	5,417	6,705	8,149
存货影响	1,430	384	-269	-202
经营性应收影响	315	122	-84	-65
经营性应付影响	1,065	-923	645	487
其他影响	-2,812	-1,511	-2,212	-2,805
投资活动现金流	-3,664	-5,300	-5,200	-5,140
资本支出	-4,804	-5,300	-5,200	-5,140
股权投资	-1,583	0	0	0
其他长期资产变化	2,723	0	0	0
融资活动现金流	569	3,693	4,902	5,368
借款增加	866	3,666	3,666	3,666
股利及利息支付	-677	-974	-1,211	-1,431
股东融资	0	0	0	0
其他影响	380	1,001	2,447	3,133

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,582	42,652	47,903	52,103
营业成本	44,610	38,313	42,725	46,050
税金及附加	122	103	115	125
销售费用	163	138	155	168
管理费用	660	556	529	575
研发费用	1,118	943	1,059	1,152
财务费用	415	502	596	604
信用减值损失	-2	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	172	1,572	2,172	2,772
其他收益	91	91	91	91
营业利润	3,757	3,761	4,986	6,291
营业外收入	38	38	38	38
营业外支出	33	33	33	33
利润总额	3,762	3,766	4,991	6,296
所得税	866	867	1,148	1,449
净利润	2,896	2,899	3,843	4,847
少数股东损益	12	12	16	20
归属母公司净利润	2,884	2,887	3,827	4,827
NOPLAT	3,216	3,286	4,301	5,312
EPS(摊薄) (元)	1.56	1.56	2.07	2.61

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.6%	-15.7%	12.3%	8.8%
EBIT 增长率	24.3%	2.2%	30.9%	23.5%
归母净利润增长率	36.0%	0.1%	32.5%	26.1%
获利能力				
毛利率	11.8%	10.2%	10.8%	11.6%
净利率	5.7%	6.8%	8.0%	9.3%
ROE	15.1%	13.8%	15.8%	16.9%
ROIC	15.9%	13.4%	14.3%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	53.2%	53.7%	53.2%
债务权益比	69.8%	81.5%	85.1%	85.2%
流动比率	75.1%	83.7%	104.1%	128.6%
速动比率	59.1%	69.8%	89.8%	114.2%
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.0	0.9	0.9
应收账款周转天数	2	2	2	2
应付账款周转天数	24	27	24	24
存货周转天数	28	24	21	21
每股指标(元)				
每股收益	1.56	1.56	2.07	2.61
每股经营现金流	2.77	1.89	2.59	3.01
每股净资产	10.28	11.24	13.08	15.38
估值比率				
P/E	8.2	8.2	6.2	4.9
P/B	1.2	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	17.2	16.4	13.1	10.7

煤炭石化团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017年加入华创证券研究所。2015年-2017年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

分析师：张文龙

上海交通大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500