

桐昆股份 (601233)

证券研究报告

2020 年 05 月 27 日

浙石化进入业绩释放期，疫情过后或迎双击

涤纶长丝龙头持续扩张，“慢”行业中的“快”公司

桐昆股份是聚酯行业持续扩张的全产业链龙头公司，涤纶长丝市占率行业第一，截止 2019 年末公司拥有总资产超过 400 亿，拥有涤纶长丝产能 690 万吨/年，420 万吨 PTA 年生产能力，并持有浙石化项目 20%股权权益。

公司成长能力出众，2010 年公司涤纶长丝产能 142 万吨/年，2019 年达到 690 万吨/年，CAGR19.2%远超涤纶长丝行业复合增速 11.9%；

运营能力稳健，资产负债率一直保持在 50%附近，从不过度举债经营；

盈利能力呈现较为明显的周期波动，2010-2019 年公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入这一指标均保持 100%以上，表明公司在产业链上下游话语权强势。

推荐公司的两点逻辑

1) 浙石化 2020 年进入业绩释放期对于公司来说是需要重视的关键变化，与国内主营炼厂相比，浙石化具有显著超额收益，浙石化有望为股东安排合理分红，届时对公司现金流贡献可能超市场预期；

2) 下游服装订单需求转弱、油价暴跌对公司短期经营造成一定的负面影响，我们认为股价对该预期已做充分反映，涤纶长丝环节 2020 年新增供给有限、行业格局优化，一旦疫情得到控制服装订单好转叠加油价向上，公司具有较大向上弹性。

盈利预测与投资建议

预测公司 2020/2021/2022 年实现归母净利润 33.7/35.4/45.3 亿元，EPS1.82/1.91/2.45 元，当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 6.4/6.1/4.8 倍。选取新凤鸣、恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹作为可比公司，按照 PE 同行平均 2021 年 8.5 倍，对应目标价 16.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：油价剧烈波动带来库存的风险；聚酯产业链供需弱势时间长过长的风险；生产安全的风险。

投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.64 元
目标价格	16.24 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,847.93
流通 A 股股本(百万股)	1,847.93
A 股总市值(百万元)	21,509.96
流通 A 股市值(百万元)	21,509.96
每股净资产(元)	10.14
资产负债率(%)	56.87
一年内最高/最低(元)	15.98/11.25

作者

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

贾广博 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519090001
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《桐昆股份-季报点评:PTA 盈利大幅改善，桐昆 Q3 净利润大增 117%》2018-10-28
- 《桐昆股份-半年报点评:新项目加速投产，长丝盈利高位，18Q3 值得期待》2018-08-16
- 《桐昆股份-公司点评:新项目投产，盈利向好，桐昆 H1 业绩超预期》2018-07-03

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,600.75	50,582.43	36,753.78	43,534.91	45,196.56
增长率(%)	26.78	21.59	(27.34)	18.45	3.82
EBITDA(百万元)	5,303.69	7,005.51	5,545.32	5,758.45	7,055.24
净利润(百万元)	2,120.25	2,884.41	3,367.08	3,535.62	4,532.97
增长率(%)	20.42	36.04	16.73	5.01	28.21
EPS(元/股)	1.15	1.56	1.82	1.91	2.45
市盈率(P/E)	10.14	7.46	6.39	6.08	4.75
市净率(P/B)	1.34	1.13	1.00	0.87	0.74
市销率(P/S)	0.52	0.43	0.59	0.49	0.48
EV/EBITDA	4.60	4.61	5.08	3.08	2.42

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

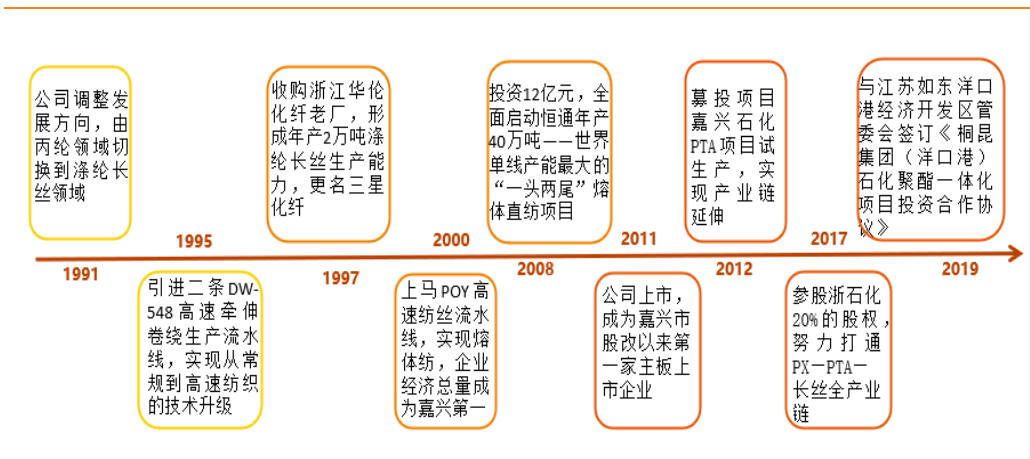
1. 公司介绍及投资逻辑梳理	3
1.1. 公司介绍	3
1.2. 股东情况	4
1.3. 投资逻辑梳理	5
2. 公司业务分析	6
2.1. 涤纶长丝：新增供给有限、行业格局优化	6
2.2. PTA：供给压力较大，装置竞争力分化	7
2.3. 浙石化：项目具有超额收益，2020 年进入业绩释放期	8
3. 财务分析：持续扩张，“慢”行业中的“快”公司	11
3.1. 盈利能力及收益质量	11
3.2. 运营能力	12
3.3. 成长能力	12
4. 盈利预测及估值分析	13
4.1. 盈利预测及核心假设	13
4.2. 估值和投资评级	15
5. 风险提示	16

1. 公司介绍及投资逻辑梳理

1.1. 公司介绍

桐昆股份是一家以 PTA、聚酯和涤纶纤维制造为主业的大型股份制上市企业，地处杭嘉湖平原腹地桐乡市。企业前身是成立于 1982 年的桐乡县化学纤维厂，从丙纶切入涤纶长丝领域，通过技术升级及低成本扩张不断做大做强，建设 PTA 项目实现产业链延伸，进军民营炼化参股浙石化，经过近 40 年的不懈发展，截止 2019 年末公司拥有总资产超过 400 亿元，拥有涤纶长丝产能 690 万吨/年，420 万吨 PTA 年生产能力，并持有浙石化项目 20% 股权权益（图 1）。

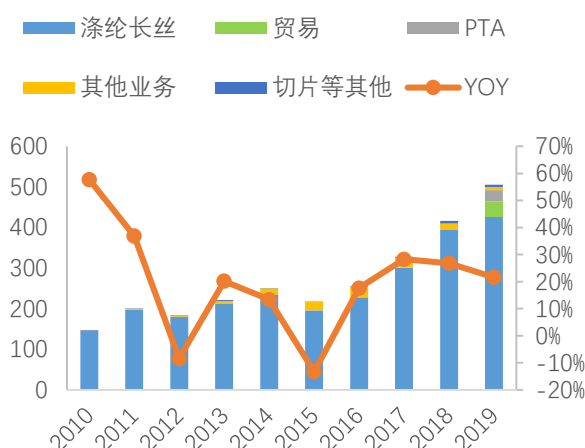
图 1：桐昆股份发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

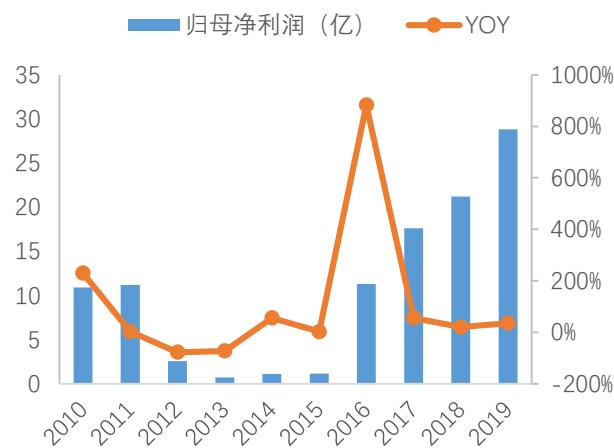
公司主要产品为各类民用涤纶长丝，包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝四大系列一千多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列，在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称，连续 19 年涤纶长丝销量位列市场第一。2010 年公司营业收入 147 亿元，2019 年营收达到 506 亿元，CAGR 15%（图 2）；2019 年公司归母净利润 28.8 亿元，创历史最高水平（图 3）。公司销售收入以涤纶长丝为主，2019 年长丝收入占比 84.5%；PTA 以配套自用为主，极少量外售；贸易及其他业务占比 9.8%（图 4/5）。

图 2：公司 2010-2019 年营业收入情况（亿元）



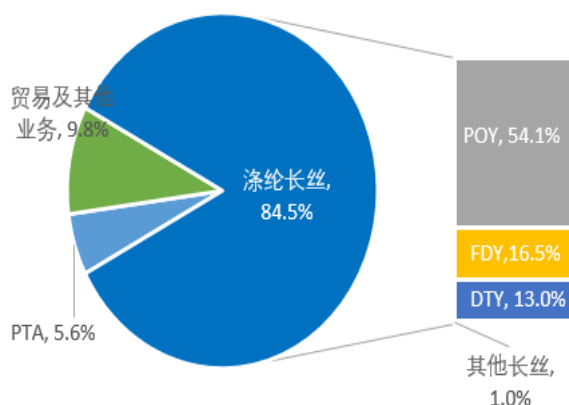
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司 2010-2019 年归母净利润（亿元）



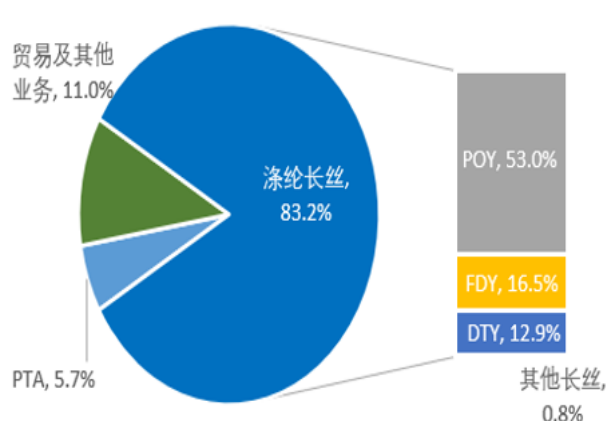
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2019 年公司营业收入占比拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2019 年公司营业成本占比拆分



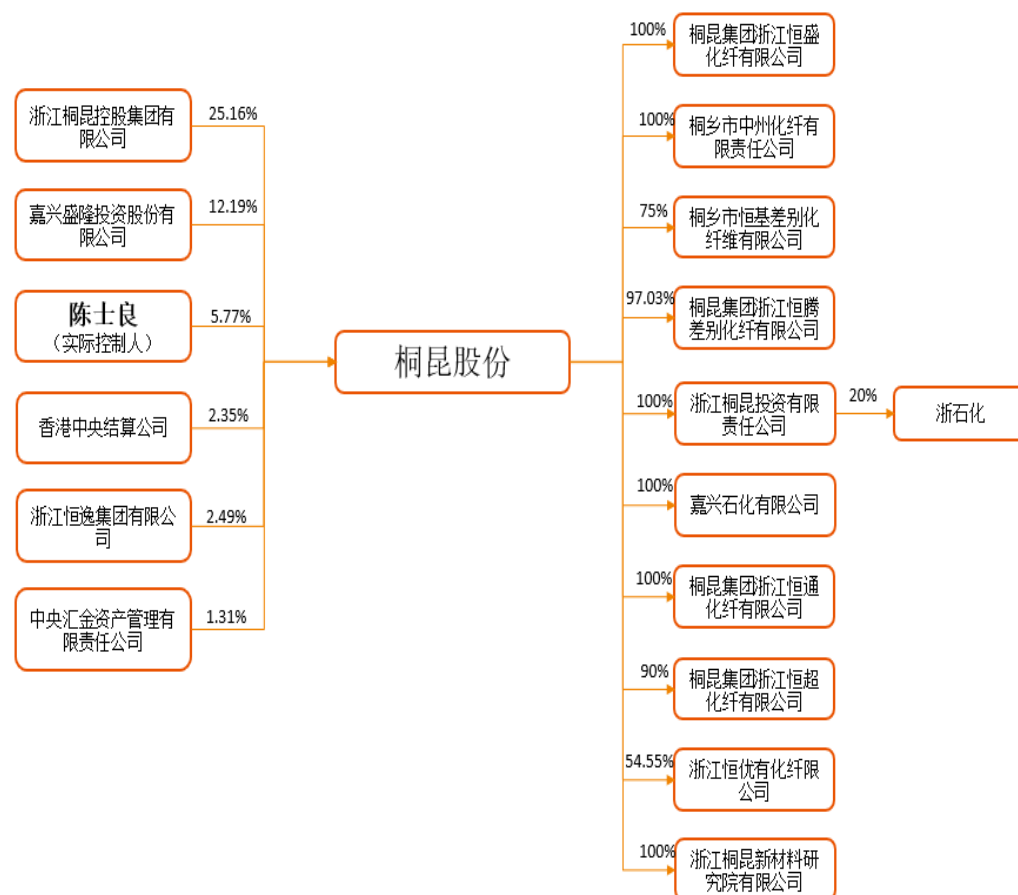
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 股东情况

公司控股股东为浙江桐昆控股集团有限公司，持股比例为 25.16%，实控人为陈士良先生。公司旗下参控股子公司众多，包括生产各种规格涤纶长丝的中洲化纤、恒通化纤、恒盛化纤、恒腾差别化化纤、恒基差别化化纤等，生产 PTA 生产基地嘉兴石化，桐昆投资持浙石化 20%股份。

公司在二级市场上机构投资者关注度较高，截止 2020 年一季度前十大股东包括中央汇金结算有限公司、香港中央结算公司（陆股通）。

图 6：桐昆股份股东构成，恒逸 2020 年一季度成为新进前十大股东



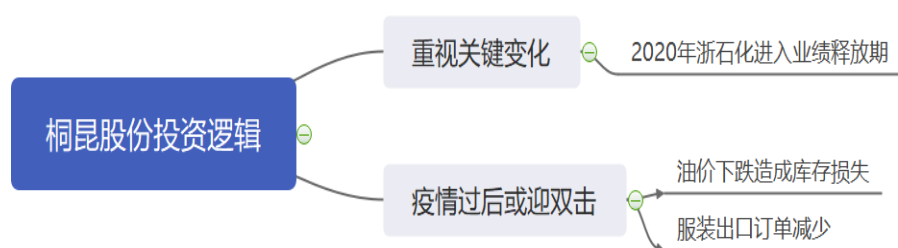
资料来源：公司公告，天眼查，天风证券研究所

1.3. 投资逻辑梳理

现阶段我们首次覆盖并推荐桐昆股份，原因有二：

- 1) 浙石化 2020 年进入业绩释放期对于公司是需要重视的关键变化，与国内主营炼厂相比，浙石化具有显著超额收益，浙石化有望为股东安排合理分红，届时对公司现金流贡献可能超市场预期；
- 2) 下游服装订单需求转弱、油价暴跌对公司短期经营造成一定的负面影响，我们认为股价对该预期已做充分反映，涤纶长丝环节 2020 年新增供给有限、行业格局优化，一旦疫情得到控制服装订单好转叠加油价向上，公司具有较大向上弹性；

图 7：桐昆股份投资逻辑梳理



资料来源：天风证券研究所

2. 公司业务分析

2.1. 涤纶长丝：新增供给有限、行业格局优化

供给方面，预计涤纶长丝 2020 年依然维持温和扩张。据中纤网统计，2020 年涤纶新增产能预计 305 万吨，按 75%装置能够顺利投产估算，2019 年底涤纶长丝产能 4155 万吨/年，涤纶长丝产能扩张幅度在 5.5%（表 1）。需求方面，涤纶长丝下游纺织服装占比 52%，家纺和产业用纺织品占比分别达到 33%/15%，受疫情影响服装出口订单大幅萎缩，但防疫相关防护服需求一定程度上支撑了涤纶需求，家纺等地产后周期需求也较为旺盛。

表 1：2020 年涤纶长丝新增产能列表

公司名称	产能（万吨/年）	配套产品
新凤鸣中益	60	涤纶长丝
盛虹虹港	25	涤纶长丝
嘉兴逸鹏	25	涤纶长丝
宿迁逸达	50	涤纶长丝+短纤
福建逸锦	50	涤纶长丝+短纤
恒逸逸凯	75	涤纶长丝
桐昆恒超	50	涤纶长丝
天龙新材料	20	涤纶长丝
合计	305	

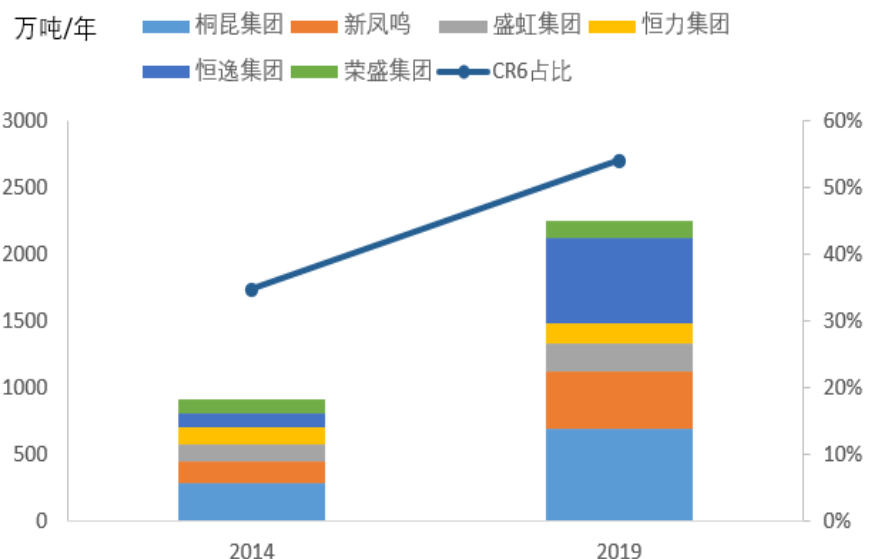
资料来源：中纤网，天风证券研究所

注：假设宿迁逸达和福建逸锦长丝：短纤比例 50%：50%

据中国化学纤维工业协会统计，我国涤纶工业营业收入规模在 2000 万以上的企业数量为 776 家（2015 年），其中桐昆集团、新凤鸣、盛虹集团、恒力集团、恒逸集团和荣盛集团 6 家公司（CR6）在规模、管理、品牌和创新方面具有竞争优势，其产能规模超过 100 万吨/年以上。

2014 年桐昆集团、新凤鸣、盛虹集团、恒力集团、恒逸集团、荣盛集团涤纶长丝产能分别为 279/167/126/128/110/102 万吨/年，行业总产能 2628 万吨/年，CR6 占比 35%；经过 5 年发展 2019 年桐昆集团、新凤鸣、盛虹集团、恒力集团、恒逸集团、荣盛集团涤纶长丝产能分别扩张至 690/430/210/155/635/125 万吨/年，行业总产能 4155 万吨/年，CR6 占比 54%，行业集中度大幅提升。

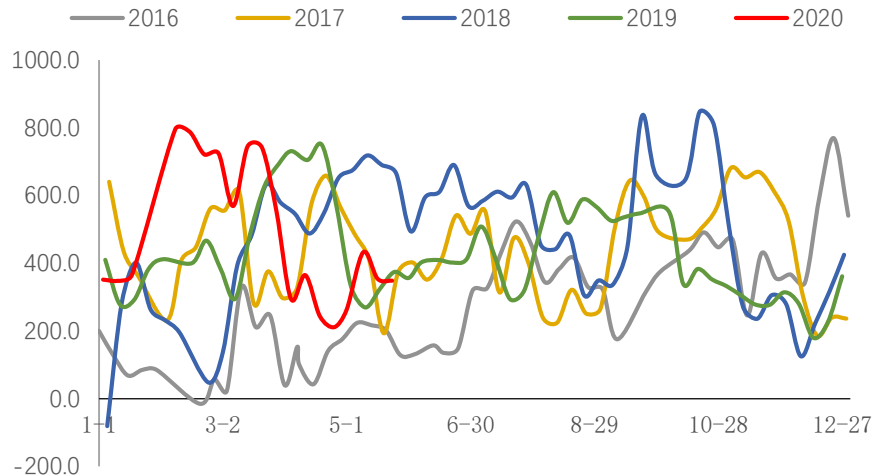
图 8：涤纶长丝行业集中度显著提升，未来将进一步提升



资料来源：各公司公告，中纤网，天风证券研究所

因聚酯原料 PTA/MEG 均供应过剩，而涤纶环节自身供需较好，2020 年一季度涤纶环节单位利润大幅高于历史同期水准，近期因终端织造订单尤其是外贸订单推迟，盈利有所下滑（图 9）。我们认为涤纶行业格局大幅优化，龙头企业在各自区域形成了事实上的销售优势，公司涤纶长丝产能达到 690 万吨/年，规模优势显著，产品品类齐全，有望取得更多的产业利润。

图 9：涤纶长丝环节单位利润（元/吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

2.2. PTA：供给压力较大，装置竞争力分化

2019 年下半年开始，国内 PTA 市场再度迎来产能投放高峰，据中纤网统计 2019H2-2020 年 PTA 新增产能合计 1425 万吨/年（表 2），预计 2020 年 PTA 将呈现明显的供需过剩局面。

表 2：2019H2-2020 年 PTA 新增产能列表

公司名称	产能（万吨/年）	投产时间
新凤鸣独山	220	2019 四季度
新疆中泰	120	2019 四季度
恒力 PTA4#	250	2019 四季度
恒力 PTA5#	250	2020 一季度
逸盛新材料	330	2020 二季度
合计	1425	

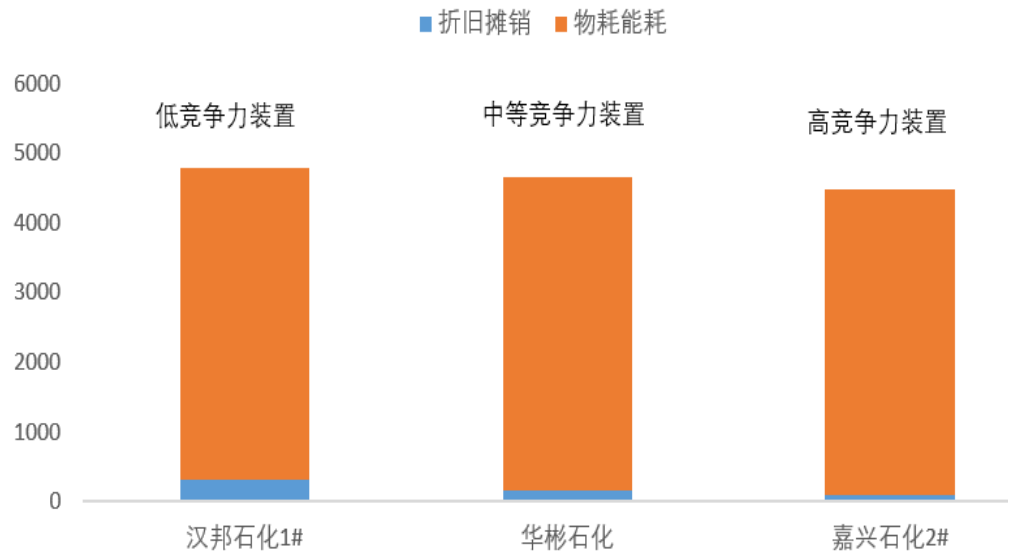
资料来源：中纤网，天风证券研究所

公司 PTA 竞争力分析，嘉兴石化 2#位于成本曲线左侧，具有竞争优势

PTA 技术自诞生以来工艺水平一直不断革新进步，新投产的 PTA 装置具有明显的后发优势。这种优势主要体现在两方面，一是单位投资强度上的区别，二是单位产品物耗、能耗上的差异，而大宗商品最核心的竞争力便在于生产成本。公司嘉兴石化 PTA 项目选择国际上先进成熟、稳定可靠的 INVISTA 工艺技术，特别是二期 PTA 项目选择 INVISTA 优化后的 P8 工艺技术，在能耗、物耗、投资成本方面综合竞争力更强。

我们将产能规模为 50-60 万吨/年的 PTA 装置归类为低竞争力类别，比如汉邦石化 1#60 万吨/年装置；产能规模为 90-140 万吨/年的 PTA 装置归类为中等竞争力类别，比如华彬石化 120 万吨/年装置；产能规模在 200-250 万吨/年的 PTA 装置归类为高竞争力类别，比如嘉兴石化 2#。嘉兴石化 2#较汉邦石化 1#相比生产单吨 PTA 成本优势在 340 元/吨，较华彬石化成本优势为 179 元/吨（图 10）。

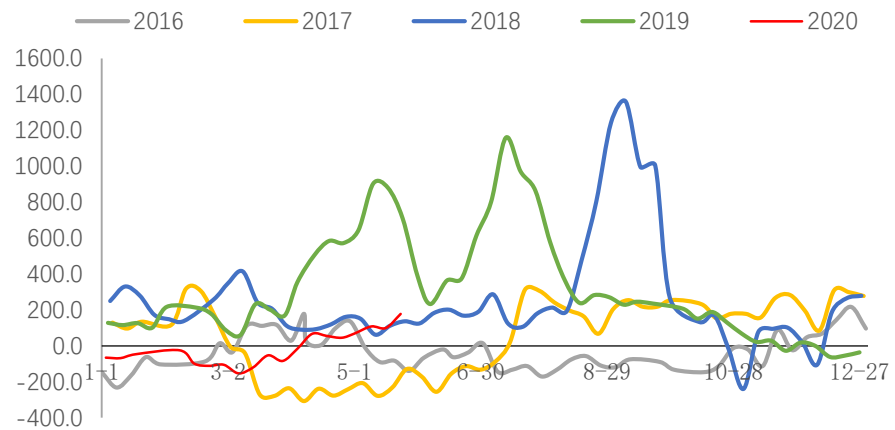
图 10： 嘉兴石化 2#为代表性的高竞争力 PTA 装置成本方面优势显著（元/吨）



资料来源：项目环评文件，中纤网，天风证券研究所

随着新凤鸣独山能源 220 万吨/年 PTA 项目及恒力 4#250 万吨/年 PTA 项目在 19Q4 及 20Q1 先后投产，PTA 供给压力加大，尽管原料 PX 供应宽松价格承压，19Q4 以来 PTA 环节逐步进入低效益时期(图 11)。我们认为不应对公司 2020 年 PTA 环节盈利预期过于悲观，一方面公司 PTA 以配套自用为主，另一方面公司嘉兴石化 PTA 装置属于高竞争力类别，在低竞争力装置（如汉邦石化 1#）盈亏平衡时嘉兴石化 2#PTA 吨净利润在 340 元/吨，在中等竞争力装置（如华彬石化）盈亏平衡时嘉兴石化 2#PTA 吨净利润在 179 元/吨

图 11： PTA 环节单位利润，19Q4 以来进入低效益时期（元/吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

2.3. 浙石化：项目具有超额收益，2020 年进入业绩释放期

浙石化一期项目包括 2000 万吨原油加工能力，140 万吨乙烯，项目按照“炼化一体化、装置大型化、生产清洁化、产品高端化”原则规划建设。炼油总加工流程为：“渣油加氢脱硫/重油催化裂化+加氢裂化+延迟焦化”核心加工流程，在多产 PX 的原则下增产市场需求前景好的汽油和航煤产品，并配套大型乙烯装置解决一体化项目轻烃资源利用问题，从而具备在成品油、芳烃和乙烯三条产业链方面进行优势互补。该项目 2019 年 5 月常减压装置投入运行，19 年底炼油、芳烃、乙烯及下游化工装置打通全流程全面投产，度过调试期后

2020 年即将进入业绩释放期。公司持有浙石化 20%股权权益，浙石化业绩兑现释放将成为公司重要业绩增长点。

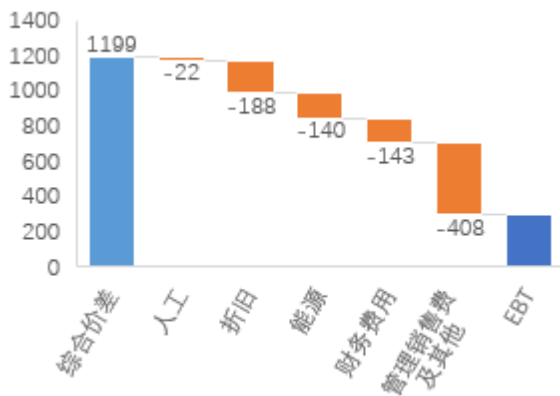
我们认为浙石化项目具有 4 大优势：1) 加工中质、重质原油，具有成本优势；2) 多产 PX 并配套乙烯，化工产品定位高端；3) 牵手浙能，油品销售有保障；4) 政策红利，取得燃料油出口资质。相比于国内存量炼厂，浙石化是一个具有显著超额收益的项目。

从年报数据看浙石化项目的竞争力

2019 年年报数据，浙石化在边调试边生产的情况下全年吨油 EBT 为 297 元/吨，上海石化装置全年稳定运行，吨油 EBT 为 115 元/吨（图 12/13）；

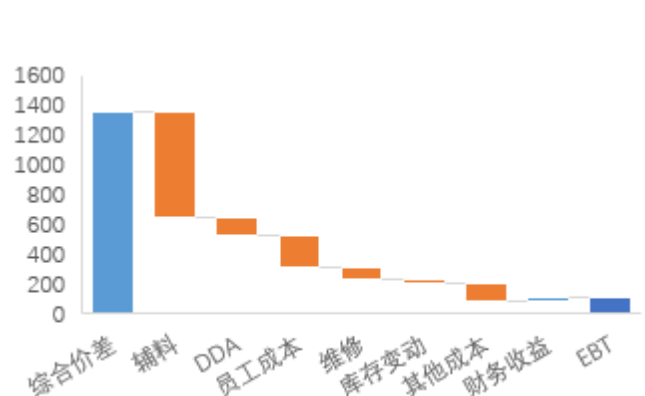
2020 年一季报数据，受疫情及油价暴跌影响，20Q1 上海石化实现净利润-12.2 亿元，华锦股份实现净利润-8.8 亿元，浙石化实现净利润 18.2 亿元，在同样的外部环境下，浙石化盈利能力极为突出（图 14）。

图 12：浙石化一期 2019 年单吨 EBT 拆分（元/吨）



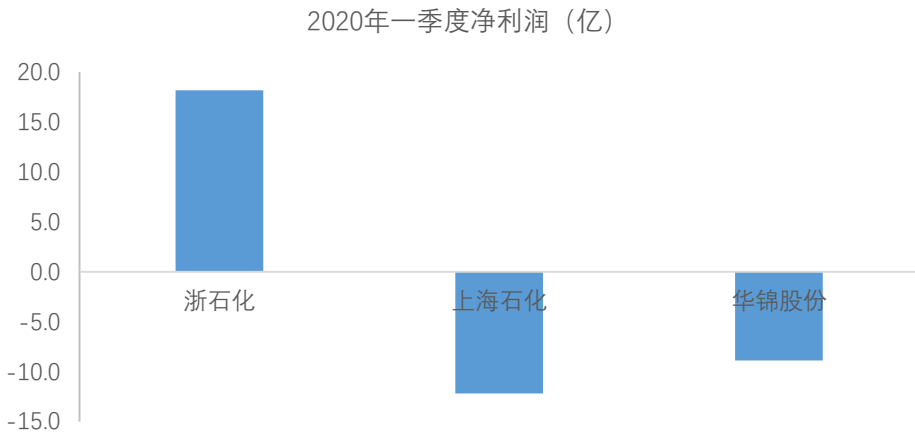
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：上海石化 2019 年单吨 EBT 拆分（元/吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：2020 年一季度浙石化效益显著优于上海石化与华锦股份



资料来源：公司公告，天风证券研究所

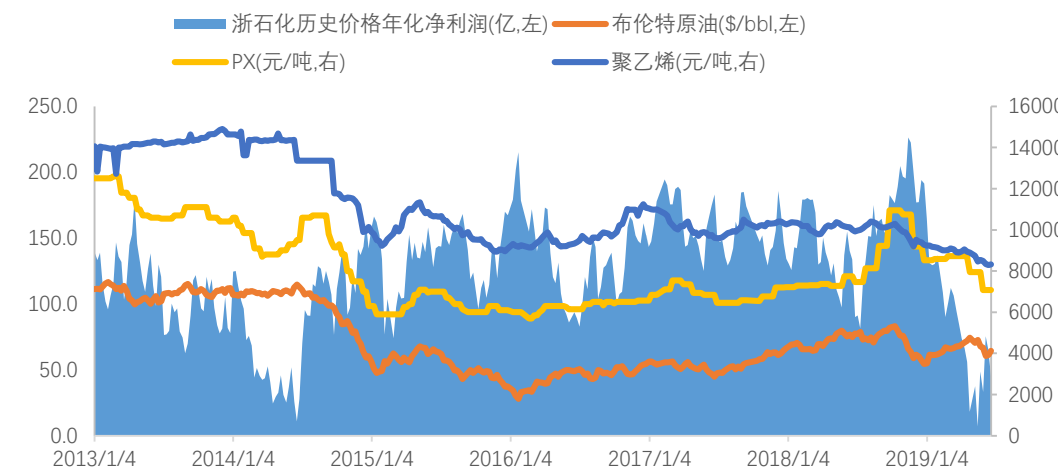
注：浙石化 20Q1 业绩由桐昆 20Q1 投资收益推算，即桐昆投资收益 100%由浙石化贡献

浙石化项目盈利预测

我们根据 2013-2019 期间油价、汇率、主要产品及原材料的年度价格，回溯了浙石化项目盈利能力。期间油价曾长期 100 美元/桶以上，也曾处于 30 美元/桶以下的低位，各类化工品景气度也几多轮回，能够较好反映合理盈利区间。

历史回溯结果显示，浙石化炼化项目年化利润 50%分位为 126 亿（常态利润情形）；年化利润 20%分位为 63 亿（低利润情形）。

图 15：浙江石化一期项目历史业绩回溯



资料来源：Wind，隆众资讯，天风证券研究所

3. 财务分析：持续扩张，“慢”行业中的“快”公司

公司于 2011 年登陆资本市场，回顾上市以后公司财务表现，尽管行业几经周期起伏，桐昆在经营稳健之中保持持续扩张态势，长丝产能规模持续行业第一，并且向产业链上游 PTA 甚至 PX 环节延伸拓展，堪称“慢”行业中的“快”公司（表 3）。

表 3：桐昆股份财务报表透视

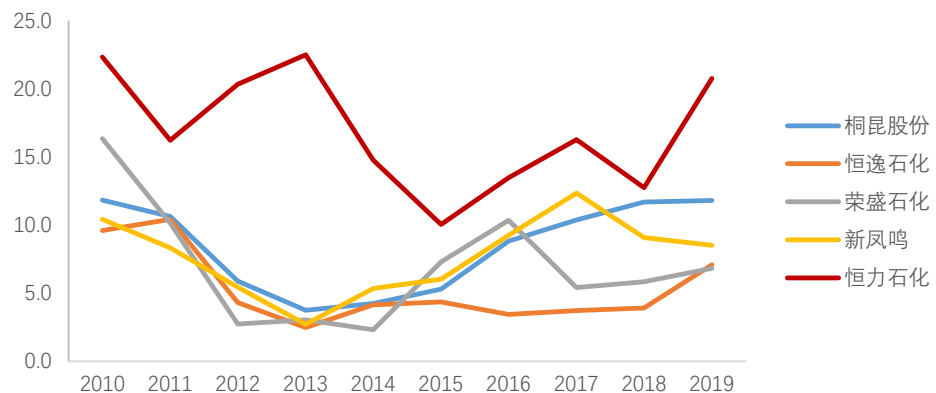
项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
毛利率 (%)	11.8	10.6	5.9	3.7	4.2	5.3	8.8	10.4	11.7	11.8
费用率 (%)										
盈利 能力										
销售费用率 (%)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
管理费用率 (%)	1.8	2.6	2.9	2.7	2.5	3.1	2.3	2.4	2.6	3.5
研发费用率 (%)								0.0	2.3	4.4
财务费用率 (%)	0.2	-0.1	0.8	0.6	1.2	1.4	0.7	0.7	1.4	0.8
收益 质量										
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	114.6	111.1	116.7	112.1	124.0	115.8	112.6	100.2	116.8	107.4
经营性现金流净额/净利润	73.0	44.4	54.9	1233.6	4799.9	1676.1	233.3	99.1	89.5	146.5
运营 能力										
净资产收益率(ROE) (%)	53.7	24.5	3.9	1.1	1.7	1.7	12.6	14.5	14.4	16.4
总资产周转率 (次)	3.04	2.43	1.54	1.55	1.72	1.51	1.50	1.44	1.36	1.36
权益系数	2.0	1.6	1.8	2.2	2.0	2.2	1.7	2.0	2.1	2.1
净利润率 (%)	8.2	6.2	1.6	0.4	0.5	0.6	4.5	5.4	5.1	5.7
资产负债率 (%)	49.5	36.6	45.6	54.2	50.0	53.8	42.0	49.4	53.5	52.3
固定资产比重 (%)	51.5	50.3	61.2	58.1	68.3	65.2	60.7	70.3	65.4	68.1
成长 能力										
营业收入增速 (%)	57.7	36.8	-8.4	20.2	13.4	-13.3	17.6	28.3	26.8	21.6
扣非净利润增速 (%)	235.4	1.9	-77.3	-95.9	248.3	122.1	1236.4	66.8	19.7	35.1
总资产增速 (%)	45.9	89.2	20.4	17.9	-10.7	9.8	25.8	39.8	30.5	15.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 盈利能力及收益质量

公司毛利率波动较大，景气高点达到 11.8%（2010 年和 2019 年），景气底部仅为 3.7%（2013 年），周期属性明显。与同行相比，桐昆股份 10 年毛利率均值为 8.4%，高于恒逸、荣盛、新凤鸣 5.3%/7.0%/7.7%（有关盈利能力及营业收入中贸易占比），低于恒力 16.9%主要原因系恒力主打差别化产品。

图 16：桐昆股份毛利率 (%) 与同行对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

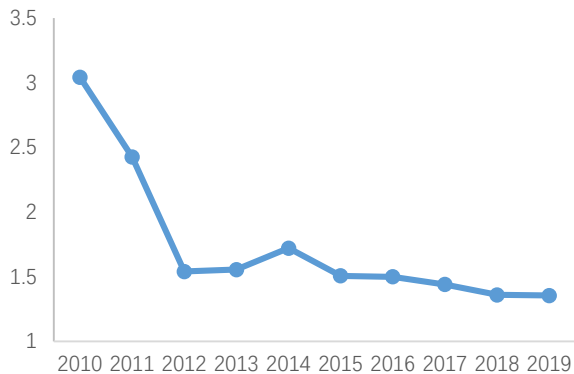
盈利质量方面，2010-2019 年公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入这一指标均保持 100%以上，对制造业企业来说是很好的水平，表明公司在产业链上下游处于优势地位；经营性现金流净额/净利润这一指标波动较大，主要原因系公司在景气底部净利润基数过低所致。

3.2. 运营能力

总资产周转率：2010 年公司以涤纶长丝为主业，为高周转生意模式，2010 年资产周转率 3.04，随着公司不断扩张并向产业链上游延伸，资产越来越重，周转率呈逐年下降趋势，截止 2019 年公司总资产周转率为 1.36（图 17）。

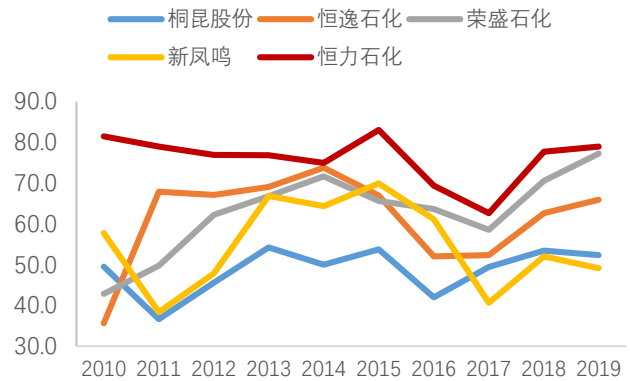
资产负债率：上市以来资产负债率一直保持在 50%附近，与同行略显激进的高杠杆扩张战略相比，公司经营风格稳健，从不过度举债经营（图 18）。

图 17：公司总资产周转率呈下降趋势（次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司经营稳健，资产负债率较低（%）



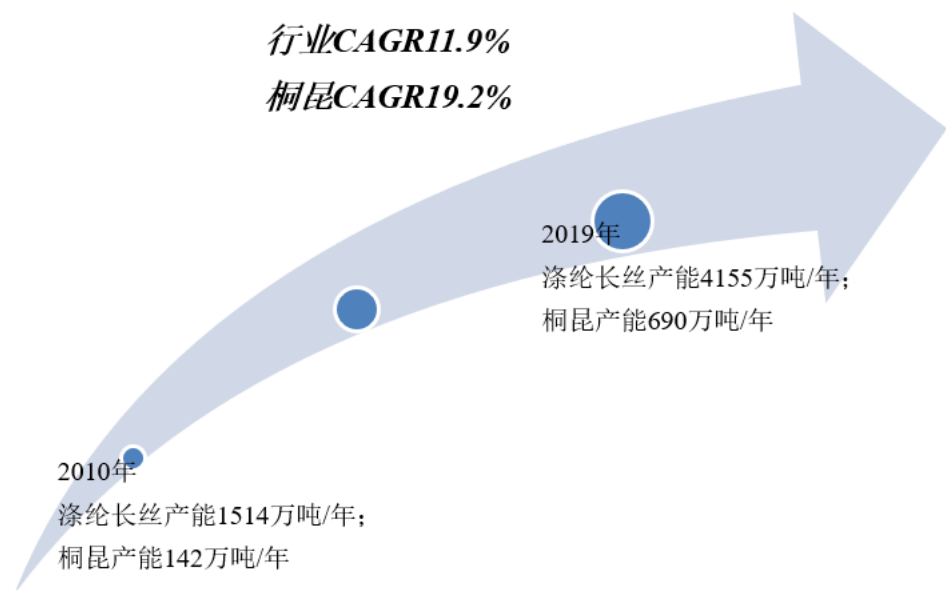
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 成长能力

登录资本市场以来，公司不断上马涤纶新项目巩固行业地位，建设 PTA 项目延伸产业链，一直处于持续扩张状态，2010 年公司总资产规模 57 亿元，2019 年底总资产规模 400 亿元，CAGR 24.1%，公司营收、利润体量也迎来飞跃。

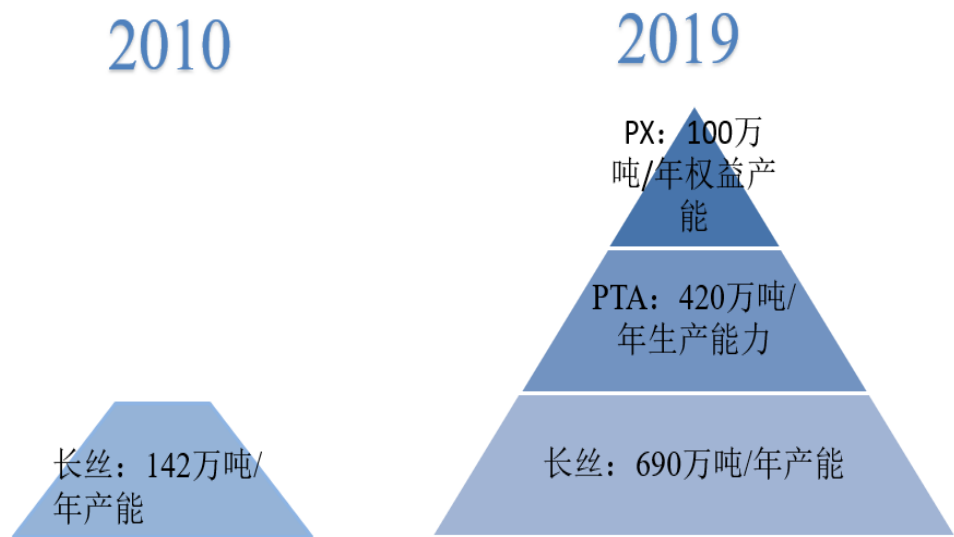
2010 年公司涤纶长丝产能 142 万吨/年，2019 年达到 690 万吨/年，CAGR19.2%远超涤纶长丝行业复合增速 11.9%；并且公司从涤纶长丝单一环节，逐步形成 PX-PTA-涤纶长丝“金字塔”型一体化产能布局，堪称“慢”行业中的“快”公司。

图 19：涤纶长丝领域桐昆公司扩张速度远大于行业增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20： 从涤纶长丝单一环节，逐步形成 PX-PTA-涤纶长丝“金字塔”型一体化产能布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值分析

4.1. 盈利预测及核心假设

1) 涤纶长丝业务：

涤纶长丝 POY：假设 2020/2021/2022 年销量分别为 449.9/497.7/526.4 万吨，含税价格分别为 5316.3/6539.1/6539.1 元/吨，单位原料成本为 3587.3/4213.4/4084.8 元/吨，单位加工成本为 860.2/860.2/860.2 元/吨；

涤纶长丝 FDY：假设 2020/2021/2022 年销量分别为 93.8/93.8/93.8 万吨，含税价格分别为 6043.8/7131.7/7131.7 元/吨，单位原料成本为 3689.0/4315.1/4186.5 元/吨，单位加工成本为 1356/1356/1356 元/吨；

涤纶长丝 DTY：假设 2020/2021/2022 年销量分别为 65.9/65.9/65.9 万吨，含税价格分别为 6888.8/8128.8/8128.8 元/吨，单位原料成本为 4304.7/4930.9/4802.3 元/吨，单位加工成本为 1430.9/1430.9/1430.9 元/吨；

2) PTA 业务：

假设 2020/2021/2022 年外售销量分别为 40/40/40 万吨，含税价格分别为 3800/4560/4560 元/吨，单位原料成本 2632.4/3174.2/3174.2 元/吨，单位加工成本 286.4/286.4/286.4 元/吨；

3) 其他业务：

其他长丝、切片及其他业务与 19 年持平；

据此推算 2020/2021/2022 年公司实现营业收入分别为 367.5 /435.3 /452.0 亿元，营业成本 320.8 /385.4/391.2 亿元（表 4/5）。

4) 投资收益：

2020/2021/2022 年浙石化项目实现净利润 86/100/118 亿元（表 6），对应投资收益 17.2/20.0/23.6 亿元。

表 4：桐昆股份 2020-2022 年营业收入预测表

主要产品		2020E	2021E	2022E
涤纶长丝 POY	销量（万吨）	449.9	497.7	526.4
	含税价格平均（元/吨）	5316.3	6539.1	6539.1
	营业收入（亿元）	239.2	288.0	304.6
涤纶长丝 FDY	销量（万吨）	93.8	93.8	93.8
	含税价格平均（元/吨）	6043.8	7131.7	7131.7
	营业收入（亿元）	50.2	59.2	59.2
涤纶长丝 DTY	销量（万吨）	65.9	65.9	65.9
	含税价格平均（元/吨）	6888.8	8128.8	8128.8
	营业收入（亿元）	40.2	47.4	47.4
PTA	销量（万吨）	40	40	40
	含税价格（元/吨）	3800	4560	4560
	营业收入（亿元）	13.5	16.1	16.1
其他长丝	营业收入（亿元）	4.7	4.7	4.7
其他业务	营业收入（亿元）	14.0	14.0	14.0
切片及其他	营业收入（亿元）	5.9	5.9	5.9
营业收入合计(亿元)		367.5	435.3	452.0

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 5：桐昆股份 2020-2022 年营业成本预测表

主要产品		2020E	2021E	2022E
涤纶长丝 POY	销量（万吨）	449.9	497.7	526.4
	单位原料成本（元/吨）	3587.3	4213.4	4084.8
	单位加工成本（元/吨）	860.2	860.2	860.2
	营业成本（亿元）	200.1	252.5	260.3
涤纶长丝 FDY	销量（万吨）	93.8	93.8	93.8
	单位原料成本（元/吨）	3689.0	4315.1	4186.5
	单位加工成本（元/吨）	1356.0	1356.0	1356.0
	营业成本（亿元）	47.3	53.2	52.0
涤纶长丝 DTY	销量（万吨）	65.9	65.9	65.9
	单位原料成本（元/吨）	4304.7	4930.9	4802.3
	单位加工成本（元/吨）	1430.9	1430.9	1430.9
	营业成本（亿元）	37.8	41.9	41.1
PTA	销量（万吨）	40	40	40
	单位原料成本（元/吨）	2632.4	3174.2	3174.2
	单位加工成本（元/吨）	286.4	286.4	286.4
	营业成本（亿元）	11.7	13.8	13.8
其他长丝	营业成本（亿元）	4.74	4.74	4.74
其他业务	营业成本（亿元）	13.79	13.79	13.79
切片及其他	营业成本（亿元）	5.42	5.42	5.42
营业成本合计(亿元)		320.8	385.4	391.2

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 6：浙石化项目一期 2020-2022 年盈利预测表

项目	2020E	2021E	2022E
----	-------	-------	-------

人民币汇率	7.03	7.03	7.03
Brent 原油 (美元/桶)	37.32	44.78	53.74
原料成本 (亿元)	435	522	627
销售收入合计 (亿元)	809	914	1042
加工成本 (亿元)	30	30	30
消费税 (亿元)	105	105	105
城市维护建设税 (亿元)	11	11	11
教育费附加 (亿元)	9	9	9
销售费用 (亿元)	5	5	5
管理费用 (亿元)	23	23	23
财务费用 (亿元)	31	31	31
折旧费用 (亿元)	45	45	45
满负荷税后利润 (亿元)	86	100	118

资料来源: Wind, 百川资讯, 天风证券研究所

预测公司 2020/2021/2022 年实现归母净利润 33.7/35.4/45.3 亿元, EPS1.82/1.91/2.45 元。

4.2. 估值和投资评级

公司基本面亮点: 1) 参股 20%的浙石化进入业绩释放期。与国内主营炼厂相比, 浙石化具有显著超额收益, 市场对此变化反映不足。2) 尽管下游服装订单需求弱、油价暴跌对公司短期经营造成一定的负面影响。我们认为股价对于悲观预期已做充分反映, 涤纶长丝环节 2020 年新增供给有限、行业格局优化, 一旦疫情得到控制服装订单好转, 公司具有较大向上弹性。

公司相对估值存在低估: 当前时点公司 PB 估值 1.13 倍, 处于历史中枢偏下位置 (图 21), 动态 PE7.6 倍, 同样处于中枢偏下 (图 22)。当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 6.4/6.1/4.8 倍, 低于可比公司平均水平。

目标价和投资评级: 选取新凤鸣、恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹作为可比公司, 按照 PE 同行平均 2021 年 8.5 倍, 对应目标价 16.24 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

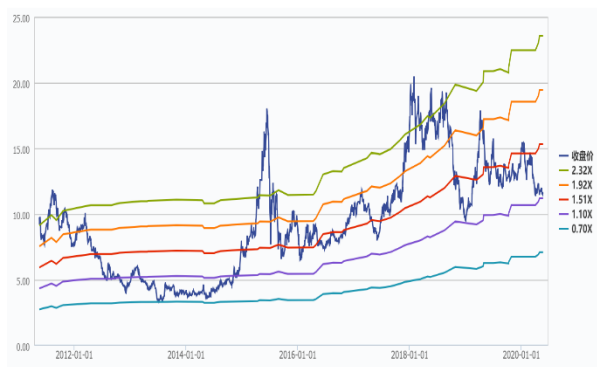
表 7: 可比公司估值情况 (Wind 一致预期)

	每股收益 (元/股)		PE	
	2020E	2021E	2020E	2021E
新凤鸣	1.08	1.42	8.98	6.83
恒逸石化	1.47	1.75	8.1	6.84
荣盛石化	0.83	1.05	14.09	11.07
恒力石化	1.7	2.05	7.55	6.44
东方盛虹	0.34	0.4	13.36	11.36
平均			10.4	8.5

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: PB 处于历史中枢偏下位置

图 22: PE 也处于历史中枢偏下位置



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

5.风险提示

1.油价剧烈波动带来库存风险：原油价格 2020 年上半年大幅波动，公司 2020Q1 承受较大库存损失，尽管我们认为油价已经处于底部区间，但仍需警惕进一步下跌带来库存损失的可能性；

2.聚酯产业链供需弱势时间长过长的风险：PTA 环节 2019-2021 年处于投产高峰期，涤纶环节供给增速尚可，如果疫情全球流行时间长导致可选消费需求（服装）转弱，聚酯产业链面临竞争加剧、盈利长期低迷的风险。

3.生产安全性的风险：公司从事大宗化工商品的生产加工及销售，生产基地众多，对生产管理的安全性提出很高的要求，若管理不善存在生产安全性的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,646.27	8,518.88	7,063.67	18,024.11	18,809.24
应收票据及应收账款	612.66	264.21	982.93	(596.69)	(619.47)
预付账款	540.19	573.56	271.78	755.81	260.56
存货	4,147.15	2,717.06	2,630.37	3,864.55	2,671.77
其他	1,029.73	670.97	798.18	827.75	774.34
流动资产合计	11,976.00	12,744.67	11,746.93	22,875.53	21,896.44
长期股权投资	5,247.01	6,829.86	6,829.86	6,829.86	6,829.86
固定资产	14,893.50	17,072.52	17,003.01	16,658.30	16,135.47
在建工程	1,331.23	1,716.74	1,066.04	687.63	442.58
无形资产	1,067.55	1,501.91	1,432.60	1,363.30	1,293.99
其他	145.38	135.24	147.90	139.57	140.90
非流动资产合计	22,684.67	27,256.27	26,479.42	25,678.65	24,842.80
资产总计	34,660.67	40,000.94	38,226.35	48,554.18	46,739.24
短期借款	7,581.34	8,247.25	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付票据及应付账款	5,269.75	6,257.70	2,016.69	8,059.11	2,077.98
其他	810.48	2,465.11	1,572.35	1,834.08	1,765.30
流动负债合计	13,661.56	16,970.06	13,589.04	19,893.19	13,843.28
长期借款	1,715.00	891.05	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付债券	3,042.30	2,944.07	1,995.46	2,660.61	2,533.38
其他	110.35	118.80	100.75	109.97	109.84
非流动负债合计	4,867.65	3,953.92	3,096.21	3,770.58	3,643.22
负债合计	18,529.22	20,923.98	16,685.25	23,663.77	17,486.50
少数股东权益	60.61	71.03	86.15	102.53	122.56
股本	1,821.93	1,847.93	1,847.93	1,847.93	1,847.93
资本公积	5,918.47	6,226.04	6,226.04	6,226.04	6,226.04
留存收益	13,498.45	16,471.81	19,607.02	22,939.95	27,282.25
其他	(5,168.01)	(5,539.85)	(6,226.04)	(6,226.04)	(6,226.04)
股东权益合计	16,131.45	19,076.97	21,541.10	24,890.41	29,252.74
负债和股东权益总	34,660.67	40,000.94	38,226.35	48,554.18	46,739.24

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,131.45	2,896.30	3,367.08	3,535.62	4,532.97
折旧摊销	1,493.00	1,805.52	849.51	872.44	887.19
财务费用	567.08	513.71	311.00	340.00	338.00
投资损失	(19.90)	(171.54)	(1,720.00)	(2,000.00)	(2,360.00)
营运资金变动	(2,007.67)	839.97	(5,311.21)	6,320.24	(4,501.87)
其它	262.09	(767.96)	22.61	12.40	21.09
经营活动现金流	2,426.05	5,116.00	(2,481.01)	9,080.70	(1,082.62)
资本支出	5,474.44	6,378.82	78.04	70.79	50.13
长期投资	1,387.77	1,582.85	0.00	0.00	0.00
其他	(14,576.91)	(11,625.48)	1,579.61	1,850.89	2,259.54
投资活动现金流	(7,714.70)	(3,663.81)	1,657.66	1,921.68	2,309.66
债权融资	12,338.64	13,204.92	13,802.92	14,303.95	14,391.16
股权融资	179.07	(145.75)	(997.19)	(340.00)	(338.00)
其他	(7,694.37)	(12,489.83)	(13,437.58)	(14,005.89)	(14,495.08)
筹资活动现金流	4,823.34	569.33	(631.85)	(41.94)	(441.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(465.31)	2,021.53	(1,455.21)	10,960.43	785.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,600.75	50,582.43	36,753.78	43,534.91	45,196.56
营业成本	36,742.47	44,610.35	32,021.24	38,482.86	39,057.33
营业税金及附加	81.13	121.67	88.41	104.72	108.72
营业费用	125.84	163.37	128.64	152.37	158.19
管理费用	584.85	659.56	551.31	696.56	768.34
研发费用	487.94	1,118.11	918.84	1,131.91	1,220.31
财务费用	573.22	415.06	311.00	340.00	338.00
资产减值损失	293.54	0.00	76.23	76.23	76.23
公允价值变动收益	17.88	0.97	6.69	(4.25)	0.60
投资净收益	19.90	171.54	1,720.00	2,000.00	2,360.00
其他	(104.14)	(435.27)	(3,453.39)	(3,991.50)	(4,721.21)
营业利润	2,778.10	3,757.07	4,384.81	4,546.01	5,830.05
营业外收入	16.18	38.19	25.08	26.48	29.92
营业外支出	6.56	32.96	15.37	18.30	22.21
利润总额	2,787.72	3,762.30	4,394.52	4,554.20	5,837.76
所得税	656.27	866.00	1,011.53	1,001.92	1,284.31
净利润	2,131.45	2,896.30	3,382.99	3,552.28	4,553.45
少数股东损益	11.20	11.89	15.92	16.65	20.49
归属于母公司净利润	2,120.25	2,884.41	3,367.08	3,535.62	4,532.97
每股收益（元）	1.15	1.56	1.82	1.91	2.45

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.78%	21.59%	-27.34%	18.45%	3.82%
营业利润	23.99%	35.24%	16.71%	3.68%	28.25%
归属于母公司净利润	20.42%	36.04%	16.73%	5.01%	28.21%
获利能力					
毛利率	11.68%	11.81%	12.88%	11.60%	13.58%
净利率	5.10%	5.70%	9.16%	8.12%	10.03%
ROE	13.19%	15.18%	15.69%	14.26%	15.56%
ROIC	14.48%	14.16%	15.30%	13.55%	22.88%
偿债能力					
资产负债率	53.46%	52.31%	43.65%	48.74%	37.41%
净负债率	41.49%	24.56%	31.29%	-14.95%	-15.10%
流动比率	0.88	0.75	0.86	1.15	1.58
速动比率	0.57	0.59	0.67	0.96	1.39
营运能力					
应收账款周转率	60.31	115.37	58.94	225.43	-74.33
存货周转率	12.21	14.74	13.75	13.41	13.83
总资产周转率	1.36	1.35	0.94	1.00	0.95
每股指标（元）					
每股收益	1.15	1.56	1.82	1.91	2.45
每股经营现金流	1.31	2.77	-1.34	4.91	-0.59
每股净资产	8.70	10.28	11.61	13.41	15.76
估值比率					
市盈率	10.14	7.46	6.39	6.08	4.75
市净率	1.34	1.13	1.00	0.87	0.74
EV/EBITDA	4.60	4.61	5.08	3.08	2.42
EV/EBIT	6.40	6.22	6.00	3.63	2.77

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com