

桐昆股份(601233)

报告日期: 2023年10月01日

涤纶景气向上, 炼化落子印尼, 长丝龙头成长可期

——桐昆股份深度报告

投资要点

□ 全球涤纶龙头, 上延下拓实现全产业链布局

桐昆股份起源于1981年成立的桐乡县化学纤维厂, 深耕化纤领域四十余载, 近年来公司持续扩产涤纶长丝, 此外公司还积极完善产业链布局, 向上建设PTA项目、参股进入民营炼化, 向下进入坯布和成品布领域, 形成“炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织”全产业链布局。公司现具备PTA产能1020万吨, 聚酯产能1120万吨, 长丝产能1170万吨, 长丝产能连续多年居全球首位。

□ 需求修复、扩张放缓, 看好涤纶长丝景气上行

近年来涤纶凭借高性价比持续对原有棉、毛需求进行替代, 根据PCI Redbook, 1980-2020期间, 全球天然纤维需求CAGR为1.4%, 而涤纶等人造纤维需求CAGR达4.2%。2011到2021年, 我国涤纶长丝供需持续增长, 产量复合增速达8.40%, 需求复合增速达8.09%, 10年间需求从未出现下滑。22年终端纺织服装需求不振, 我国涤纶长丝供需首次出现下滑。我们认为随着纺服内需改善, 海外库存去化, 涤纶长丝需求有望重回增长态势。此外供给端, 全球超70%供给来自中国, 国内约64.6%的产能集中在行业前6家。未来龙头依然为扩产主力, 23、24年集中投放后, 预计后续节奏有望放缓。需求修复, 供给扩张放缓, 看好涤纶长丝后续盈利修复。

□ 逆势扩张强化优势, 落子印尼延续成长

21、22年公司投资现金流净额分别为-105.21亿元、-162.92亿元, 连续2年投资超百亿, 持续推进几个百亿级项目建设, 一方面提高公司主要原材料PTA及乙二醇自给率, 另一方面持续巩固自身产能优势。随着规划项目落地, 公司将拥有超过1500吨的涤纶, 超1000万吨PTA以及120吨乙二醇产能。此外公司6月公告, 拟携手新凤鸣集团在印尼建设炼化项目, 初期规划1600万吨规模, 进一步往上游延伸。我们认为印尼炼化项目的投产, 有望助力公司盈利再上一个台阶, 助力未来成长。

□ 盈利预测与估值

随着涤纶长丝内外需逐步改善, 叠加供给端扩张逐步放缓, 未来涤纶长丝盈利有望向好。预计23-25年公司营收为827.80亿元、947.76亿元、1039.33亿元, 同比增速分别为+33.53%、+14.49%、+9.66%, 归母净利润为17.35亿元、33.38亿元、52.06亿元, 同比增速分别为+1232.37%、+92.40%、+55.98%。现价对应PE为20.50、10.65、6.83。桐昆股份涤纶长丝产能长期居全球首位, 具备一体化以及规模化优势, 同时未来拟在印尼布局炼化项目, 给予“增持”评级。

□ 风险提示

原材料及产品价格波动风险, 需求不及预期风险; 行业大幅扩产风险; 印尼项目进度不及预期风险

投资评级: 增持(首次)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

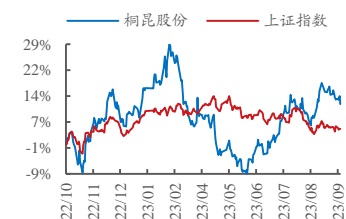
研究助理: 沈国琼

shenguoqiong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.75
总市值(百万元)	35,564.01
总股本(百万股)	2,411.12

股票走势图



相关报告

- 《一季度业绩超预期, 看好公司业绩持续回升》2019.04.30
- 《四季度业绩大幅下滑, 持续提升行业龙头地位》2019.03.18
- 《受益于PTA行业爆发, 三季度业绩大幅增长》2018.10.26

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	61,993	82,780	94,776	103,933
(+/-) (%)	4.79%	33.53%	14.49%	9.66%
归母净利润	130	1,735	3,338	5,206
(+/-) (%)	-98.26%	1232.37%	92.40%	55.98%
每股收益(元)	0.05	0.72	1.38	2.16
P/E	273.13	20.50	10.65	6.83

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测: 预计 23-25 年公司营收为 827.80 亿元、947.76 亿元、1039.33 亿元, 同比增速分别为+33.53%、+14.49%、+9.66%, 归母净利润为 17.35 亿元、33.38 亿元、52.06 亿元, 同比增速分别为+1232.37%、+92.40%、+55.98%。
- 2) 估值指标: 公司为涤纶长丝龙头, 同时向上游延伸布局 PTA 以及炼化领域, 选取新凤鸣、荣盛石化、恒力石化作为可比公司。根据万得, 可比公司 2023 年平均 PE/PB 分别为 19.59/1.92 倍, 桐昆股份涤纶长丝产能长期居全球首位, 具备一体化以及规模化优势, 同时未来拟在印尼布局炼化项目, 23 年 PE/PB 分别为 20.50/1.02 倍, 公司 PB 低于可比公司, 给予“增持”评级。
- 3) 增持

● 关键假设

- 1) 海外纺织服装库存去化, 下半年海外需求逐步修复, 进而带动涤纶长丝需求。
- 2) 行业龙头为扩产主力, 近 2 年集中投放之后, 预计后续行业扩产节奏放缓, 行业供给端优化。

● 我们与市场的观点的差异

- 1) 涤纶长丝需求: 市场担心纺服出口差, 拖累涤纶长丝需求。我们认为: 以美国市场为例, 自 5 月以来服装批发商库销比和零售商库销比开始环比下降, 随着后续海外纺服库存去化, 叠加内需向好, 涤纶长丝需求有望重回增长态势。
- 2) 涤纶长丝供给: 市场担心行业新增产能较多, 供需格局变差。我们认为: 据百川盈孚, 未来行业新增产能依然集中在龙头企业, 预计 23、24 年行业合计新增产能 897 万吨, 其中行业前 6 家新增 832 万吨, 占比高达 92.8%, 涤纶长丝行业集中度持续提升。此外根据万得和 Oerlikon 数据, 2023 年 1-8 月我国化纤行业固定资产投资额累计同比下降 10.7%, 23H1 巴马格聚酯卷绕头订单同比下降 33%, 无论是从固定资产投资还是巴马格卷绕头订单数据来看, 我国化纤行业扩产节奏均有所放缓。

● 股价上涨的催化因素

涤纶长丝价差扩大; 印尼炼化项目进展超预期等

● 风险提示

原材料及产品价格波动风险, 需求不及预期风险; 行业大幅扩产风险; 印尼项目进度不及预期风险。

正文目录

1 四十年辛勤耕耘，铸就全球涤纶龙头	5
1.1 专注化纤四十余载，实现全产业链发展	5
1.2 内生产能扩张+浙石化项目兑现，共同驱动业绩增长	6
2 需求有望修复，产业链景气向上	7
2.1 内需向好叠加海外去库，涤纶长丝需求有望改善	7
2.2 龙头为扩产主力，后续扩产增速有望放缓	9
2.3 高开工低库存，看好涤纶长丝盈利修复	11
3 成本护航公司穿越周期，逆势扩张强化竞争优势	12
3.1 强化一体化布局，提升公司盈利及抗周期能力	12
3.2 逆势加码产能，强化公司优势	13
4 布局印尼炼化，打造第二增长曲线	14
4.1 参股浙石化、初涉炼化领域	14
4.2 落子印尼，助力未来成长	15
5 盈利预测与估值	16
5.1 盈利预测	16
5.2 估值	17
6 风险提示	17

图表目录

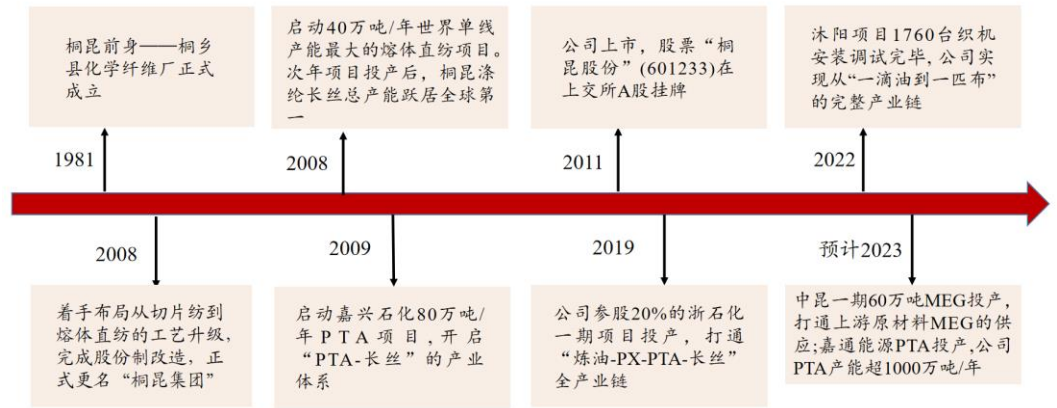
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构图.....	5
图 3: 公司收入规模持续扩大 (亿元, %)	6
图 4: 上市以来持续盈利 (亿元, %)	6
图 5: 涤纶长丝贡献公司主要毛利 (亿元)	6
图 6: 浙石化项目为公司贡献丰厚投资收益 (亿元)	6
图 7: 长丝需求承压, 公司盈利能力有所下滑 (%)	7
图 8: 就化纤业务, 桐昆盈利能力处于领先地位 (%)	7
图 9: 全球人造纤维需求增速高于天然纤维.....	7
图 10: 全球合成纤维消费占比持续提升 (%)	7
图 11: 近 10 年来我国涤纶长丝产量首次出现下滑 (万吨, %)	8
图 12: 近 10 年来我国涤纶长丝需求首次出现下滑 (万吨, %)	8
图 13: 国内纺织服装需求持续改善 (亿元, %)	8
图 14: 23 年 1-8 月纺服出口累计同比下滑 10.48%.....	8
图 15: 国内纺织服装存货持续下降 (%)	9
图 16: 美国服装批发商库存销售比开始下降.....	9
图 17: 2021 年全球人造纤维约 73%供给在中国.....	9
图 18: 当前涤纶长丝行业 CR6 达 64.6%	9
图 19: 涤纶长丝 CR6 产能占比持续提升.....	10
图 20: 23 年 1-8 月化纤行业固定资产投资额累计同比下降 10.7%.....	10
图 21: 巴马格和 TMT 占据了全球约 90%的高端卷绕头产能	10
图 22: 23H1 巴马格聚酯订单同比下降 33%.....	10
图 23: 当前涤纶长丝开工率处于同期高位.....	11
图 24: 涤纶长丝工厂库存持续下降 (天)	11
图 25: 涤纶长丝直接出口明显增加 (万吨)	11
图 26: PTA 及 POY 单吨盈利情况 (元/吨)	11
图 27: 公司业务产业链 (2022 年末)	12
图 28: 公司 PTA 自给率持续提升 (万吨, %)	12
图 29: PTA 自产与外购的成本差异 (元/吨)	12
图 30: 公司涤纶长丝产能持续增长.....	13
图 31: 公司涤纶长丝市占率持续增加.....	13
图 32: 公司现金流情况 (亿元)	14
图 33: 公司在建工程情况 (亿元)	14
图 34: 泰昆石化股权结构图.....	15
表 1: 近 2 年涤纶长丝产能集中投放后, 后续扩产节奏有望放缓	10
表 2: PTA 后发优势明显.....	13
表 3: 公司主要在建项目情况.....	14
表 4: 印尼炼化项目主要产品设计.....	15
表 5: 盈利预测主要假设.....	16
表 6: 可比公司估值.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	18

1 四十年辛勤耕耘，铸就全球涤纶龙头

1.1 专注化纤四十余载，实现全产业链发展

桐昆股份起源于1981年成立的桐乡县化学纤维厂，90年代涤纶长丝成为市场主流需求，公司由丙纶转向涤纶长丝生产，自此跨上了涤纶长丝专业化的经营之路。当前公司主营产品涵盖POY、FDY、DTY、复合丝四大系列1000多个品种，产品结构丰富且差异化率连续多年高于行业平均水平，公司也因此被称为涤纶长丝中的“沃尔玛超市”。近年来公司持续扩产涤纶长丝，此外公司还积极完善产业链布局，向上建设PTA项目、参股进入民营炼化，向下进入坯布和成品布领域，形成“炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织”全产业链布局。公司现具备PTA产能1020万吨，聚酯产能1120万吨，长丝产能1170万吨，长丝产能连续多年居全球首位。

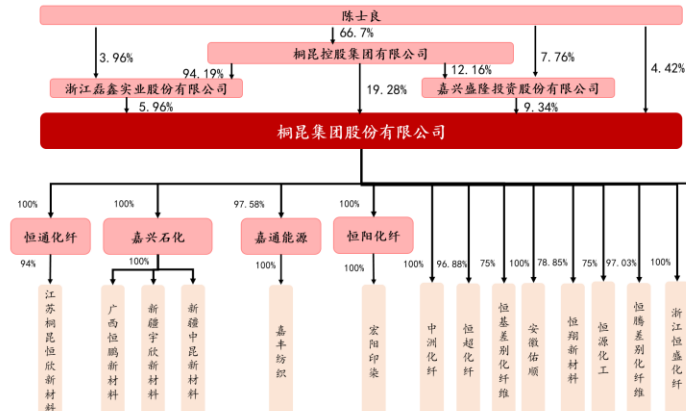
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司股权稳定，实控人深耕涤纶领域30余年。公司实际控制人为陈士良先生，深耕涤纶领域30余年，当前直接持有桐昆集团股份4.42%的股份，另通过桐昆控股、磊鑫实业、盛隆投资间接持有桐昆股份18.32%的股份。6月9日公司公告，公司已完成工商变更登记，选举陈蕾女士担任公司董事长。陈蕾女士系本公司实际控制人陈士良先生之女，于2010年11月加入桐昆集团，历任董事长秘书、董事长助理、副董事长等职位。本次换届使得桐昆股份管理层更加年轻化，赋予公司更多发展活力。

图2：公司股权结构图

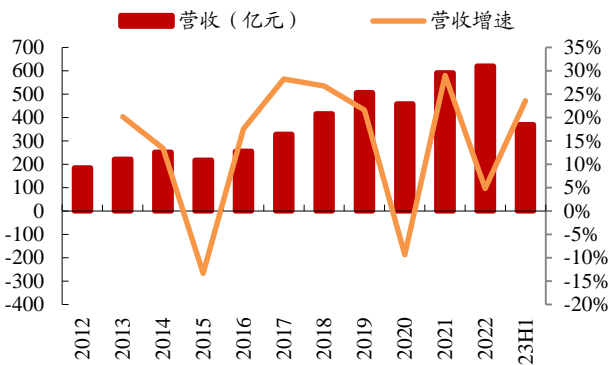


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 内生产能扩张+浙石化项目兑现，共同驱动业绩增长

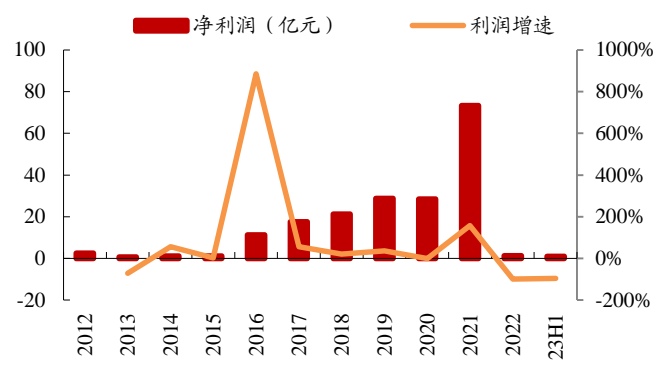
新产能的逐渐释放，助力公司营收持续增长。公司快速扩产，涤纶长丝产能由上市时的140万吨增长至23H1的1170万吨，居行业第一。得益于产能的扩张，公司的营收由12年的184.21亿元增长到22年的619.93亿元，CAGR达12.9%；归母净利润从2.57亿元增长到2021年的73.32亿元，CAGR达45.1%，22年受原材料上涨、涤纶长丝下游需求不振影响，公司主要产品盈利大幅下滑，全年仅实现净利润1.30亿元。23年年初以来，涤纶长丝持续去库，公司产品价差逐步修复，单季度业绩逐季环比改善，上半年实现营收368.97亿元，归母净利润1.05亿元。

图3：公司收入规模持续扩大（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

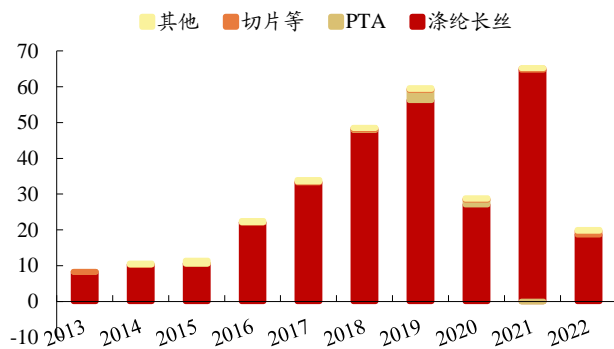
图4：上市以来持续盈利（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

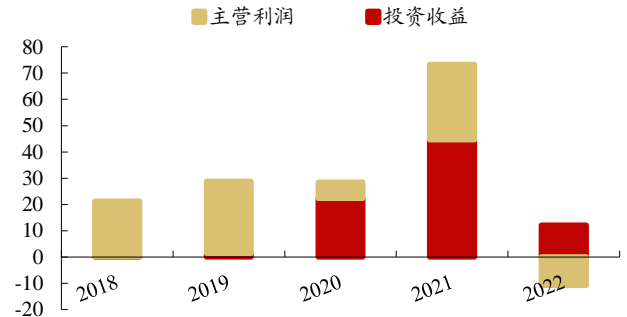
涤纶长丝盈利及浙石化投资收益，贡献公司主要业绩。自上市以来，公司坚持主业，持续深耕涤纶长丝行业，涤纶长丝为公司主要盈利来源，22年公司涤纶长丝毛利占比超过93%。2019年公司参股浙石化项目一期投产，随着一期负荷提升及二期的逐步投产，20、21年浙石化项目分别为公司贡献22.3亿元、44.6亿元投资收益。22年受行业下游需求放缓以及原材料成本上升等因素的影响，浙石化当期投资收益为12.11亿元，为公司主要利润来源，在一定程度上弥补了涤纶长丝的亏损。

图5：涤纶长丝贡献公司主要毛利（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

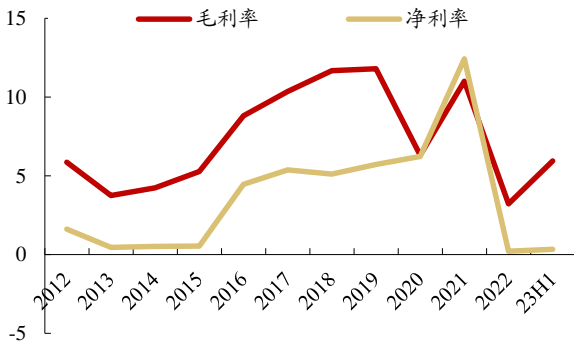
图6：浙石化项目为公司贡献丰厚投资收益（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

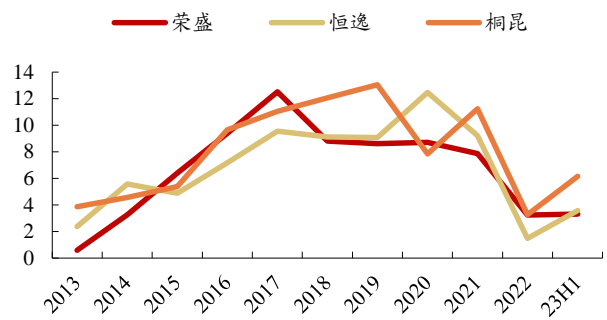
行业承压公司盈利能力有所下滑，但较同行仍具一定领先优势。2012-2021 年公司凭借规模优势、技术积累和一体化成本优势，毛利率逐步从 5.87% 上升至 11.02%，净利率从 1.62% 上升到 12.43%。20 年受宏观经济环境及原油价格暴跌影响，涤纶长丝价格持续下跌，公司毛利率为 6.32% 下滑至近 5 年低点。21 年随着大环境逐步好转，服装纺织品消费量环比改善，支撑了涤纶长丝市场，公司毛利逐步恢复至高位水平。22 年受俄乌冲突、需求转弱等国内外宏观环境影响，涤纶长丝行业整体承压，公司当期化纤毛利率仅为 3.23%，较 21 年下滑 7.97 PCT，但公司盈利能力仍优于同行。23 年上半年，随着内需复苏，涤纶行业盈利能力有所提升。

图7：长丝需求承压，公司盈利能力有所下滑（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：就化纤业务，桐昆盈利能力处于领先地位（%）



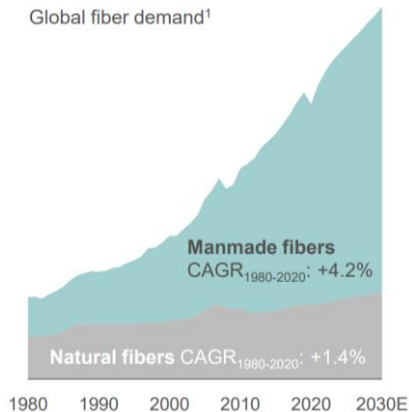
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 需求有望修复，产业链景气向上

2.1 内需向好叠加海外去库，涤纶长丝需求有望改善

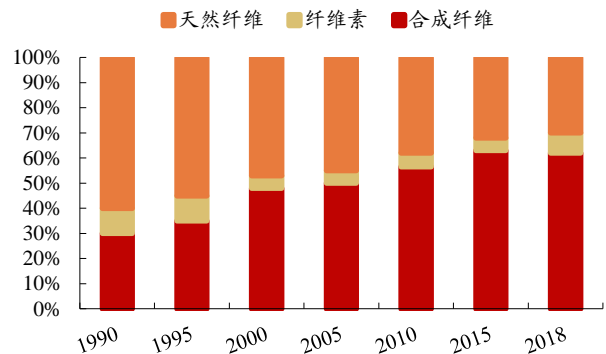
凭借高性价比优势，涤纶等合成纤维消费占比持续提升。鉴于棉花等天然纤维产量受到土地、环境的影响，长期以来终端纺织服装对于纤维的需求增量绝大部分被涤纶消化，此外随着涤纶产品性能以及差异化率的提升，涤纶凭借高性价比持续对原有棉、毛需求进行替代。根据 PCI Redbook，1980-2020 期间，全球天然纤维需求 CAGR 为 1.4%，而涤纶等人造纤维需求 CAGR 达 4.2%。在人造纤维需求快速增加背景下，全球纤维消费结构中，合成纤维占比由 1990 年的 30% 提升到 2018 年的 62%。我们认为随着涤纶产品性能的不断完善，未来其需求有望持续增长。

图9：全球人造纤维需求增速高于天然纤维



资料来源：PCI Redbook，浙商证券研究所

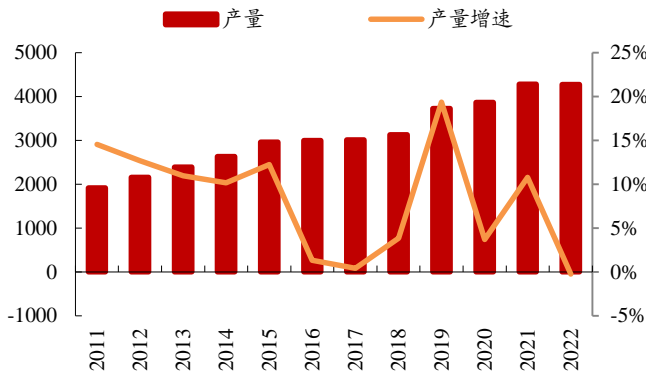
图10：全球合成纤维消费占比持续提升（%）



资料来源：The Fiber Year 2019，浙商证券研究所

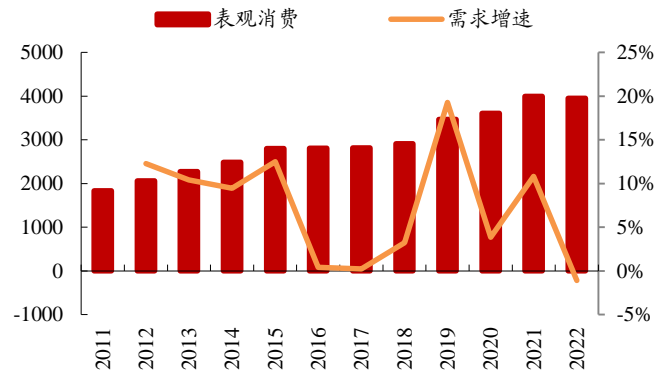
22 年国内终端纺服需求承压，我国涤纶长丝产销首次出现下滑。根据中国化学纤维工业协会统计，2011 到 2021 年，我国涤纶长丝产销持续增长，产量复合增速达 8.40%，需求复合增速达 8.09%，10 年间需求从未出现下滑。22 年终端纺织服装需求不振，根据国家统计局数据，22 年国内限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比减少 6.5%，22 年 3 月到 12 月增速持续为负。受上述影响，我国涤纶长丝产销首次出现下滑，22 年产量、需求同比分别下滑 0.2%、1.1%。

图11：近10年来我国涤纶长丝产量首次出现下滑（万吨，%）



资料来源：中国化学纤维工业协会，浙商证券研究所

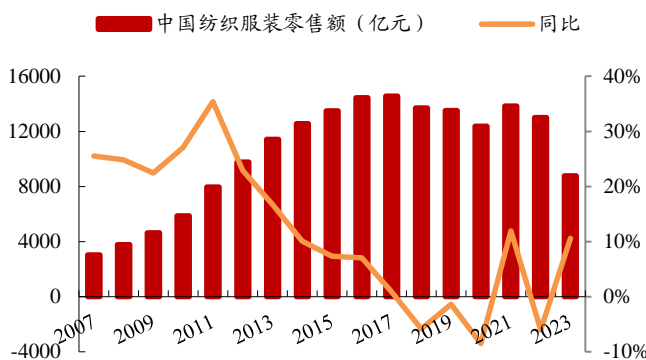
图12：近10年来我国涤纶长丝需求首次出现下滑（万吨，%）



资料来源：中国化学纤维工业协会，浙商证券研究所

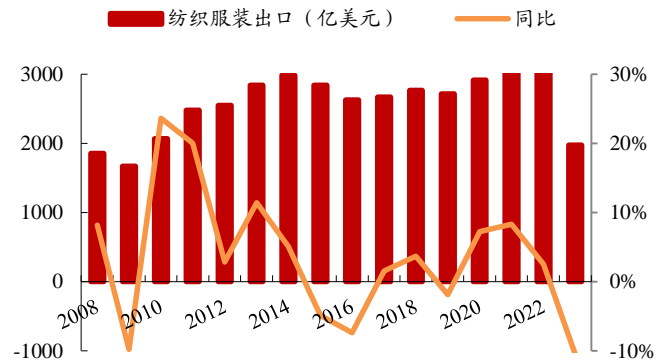
随着纺服内需改善，海外库存去化，涤纶长丝需求有望重回增长。国内市场，根据国家统计局，23 年 1-8 月国内纺织服装零售额为 8760 亿元，累计同比增加 10.6%，国内纺服需求持续改善。海外出口，当前海外终端库存仍未去化，叠加去年同期供应链恢复、出口基数高的影响，2023 年 1-8 月，纺织服装累计出口 1972.1 亿美元，累计同比下降 10.48%，其中纺织品出口 903.2 亿美元，累计同比下降 11.2%；服装出口 1068.9 亿美元，累计同比下降 8.9%。根据万得，23 年以来国内纺织服装库存持续下降，7 月存货 1859 亿元，同比下降 3.8%。23 年 7 月美国服装批发商库存销售比 3.01，零售库存销售比 2.37，环比连续 2 个月下降。我们认为随着下半年海外库存逐渐去化，叠加内需向好，涤纶长丝需求有望重回增长态势。

图13：国内纺织服装需求持续改善（亿元，%）



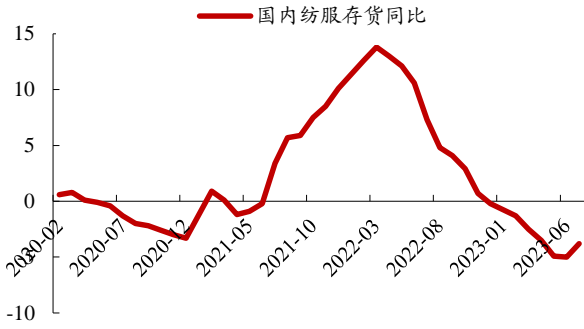
资料来源：Wind，浙商证券研究所（备注：2023 年数据为 1-8 月）

图14：23年1-8月纺服出口累计同比下滑10.48%



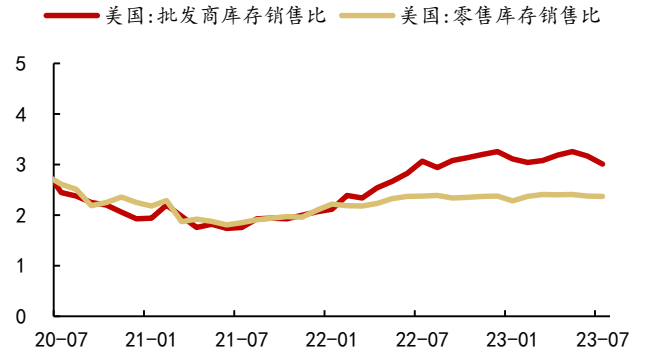
资料来源：Wind，浙商证券研究所（备注：2023 年数据为 1-8 月）

图15: 国内纺织服装存货持续下降(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 美国服装批发商库存销售比开始下降

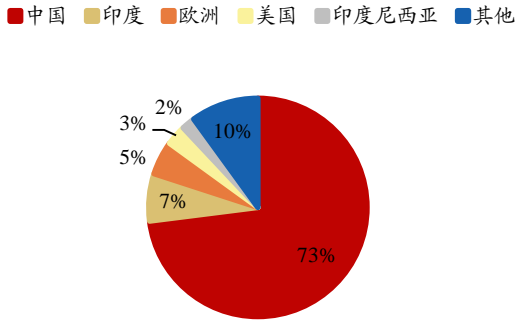


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 龙头为扩产主力, 后续扩产增速有望放缓

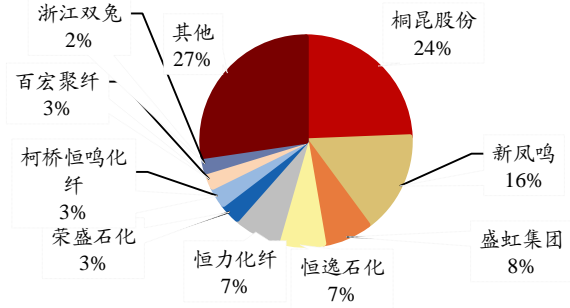
全球人造纤维超70%供给来自中国。根据 The Fiber Year, 22年全球人造纤维产能超过8000万吨, 分产地看, 21年中国、印度、欧洲、美国产能占比分别为73%、7%、5%、3%, 我国是人造纤维主要供应者。

图17: 2021年全球人造纤维约73%供给在中国



资料来源: The Fiber Year, 浙商证券研究所

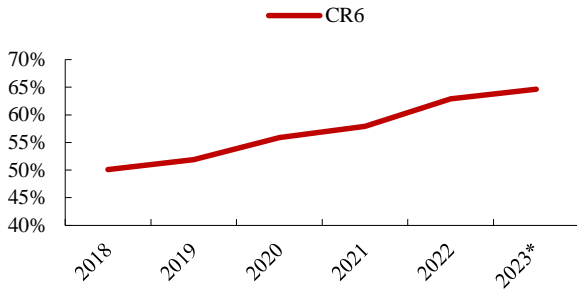
图18: 当前涤纶长丝行业CR6达64.6%



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所 (注: 截至到23.08)

涤纶长丝扩产主要集中在龙头企业, 行业集中度持续提升。近年来面对旺盛的需求, 涤纶长丝产能持续提升, 根据隆众石化, 2020年来行业产能净增加535万吨。根据公司公告, 桐昆股份、新凤鸣产能分别由20年的740/500万吨增加至22年的960/630万吨, 两者合计产能增加350万吨, 贡献了超65%的行业产能增量。在此背景下, 涤纶长丝行业集中度持续提升, 此外受行业景气不佳影响, 2022-23H1行业有近200万吨产能退出, 但头部企业仍有产能投放, 行业愈发集中化。根据百川盈孚, 涤纶CR6产能集中度由18年的50.1%提升到23年8月的64.6%。

图19: 涤纶长丝 CR6 产能占比持续提升



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所 (注: 截至到 23.08)

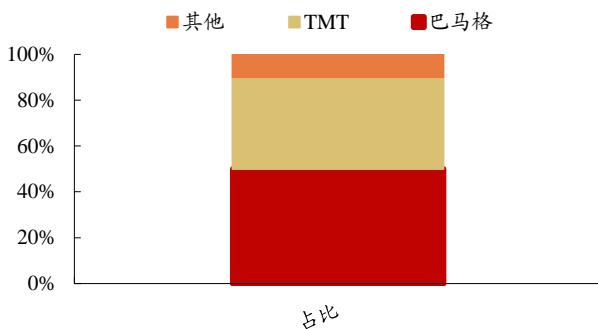
图20: 23年1-8月化纤行业固定资产投资额累计同比下降10.7%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

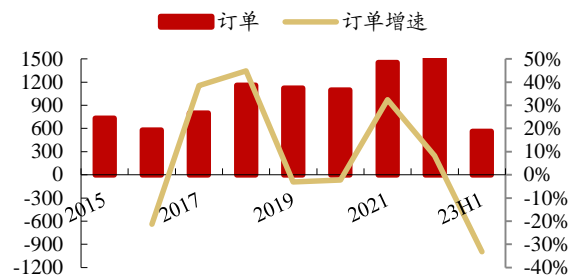
龙头依然为扩产主力, 23-24年集中投产后, 后续扩产节奏有望放缓。根据百川盈孚, 未来行业新增产能依然集中在龙头企业, 预计 23、24 年行业新增产能 897 万吨, 其中行业前 6 家新增 832 万吨, 占比高达 92.8%, 涤纶长丝行业集中度持续提升。此外根据万得和 Oerlikon 数据, 2023 年 1-8 月我国化纤行业固定资产投资额累计同比下降 10.7%, 23H1 巴马格聚酯卷绕头订单同比下降 33%, 无论是从固定投资还是巴马格卷绕头订单数据来看, 我国化纤行业扩产节奏均有所放缓。

图21: 巴马格和 TMT 占据了全球约 90%的高端卷绕头产能



资料来源: Oerlikon, 浙商证券研究所

图22: 23H1 巴马格聚酯订单同比下降 33%



资料来源: Oerlikon, 浙商证券研究所

表1: 近 2 年涤纶长丝产能集中投放后, 后续扩产节奏有望放缓

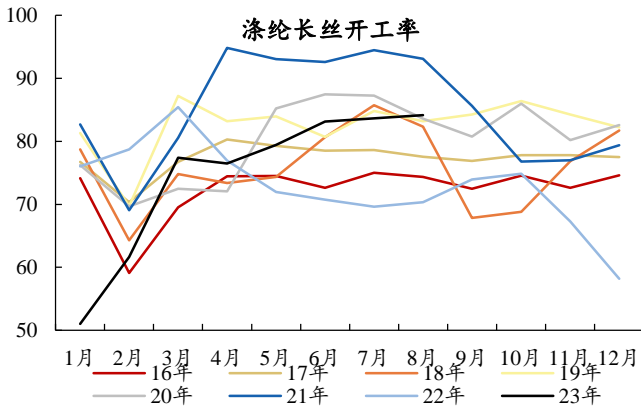
厂家	所属集团	产能	预计投产时间
江苏国望高科纤维有限公司	盛虹集团	45	2023
新凤鸣江苏新拓新材料有限公司	新凤鸣	80	2023
江苏新视界先进功能纤维创新中心有限公司	盛虹集团	2	2023
绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司	恒逸集团	20	2023
桐昆集团股份有限公司	桐昆集团	150	2023
新疆宇欣新材料有限公司	桐昆集团	30	2023
江苏恒力化纤股份有限公司	恒力集团	25	2023
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	桐昆集团	120	2023
江苏国望高科纤维有限公司	盛虹集团	75	2024
浙江古纤道绿色纤维有限公司	古纤道	65	2024
浙江恒逸石化有限公司	恒逸集团	25	2024
桐昆集团股份有限公司	桐昆集团	210	2024
荣盛石化股份有限公司	荣盛石化	50	2024
合计产能		897	
CR6 企业		832	92.8%

资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

2.3 高开工低库存，看好涤纶长丝盈利修复

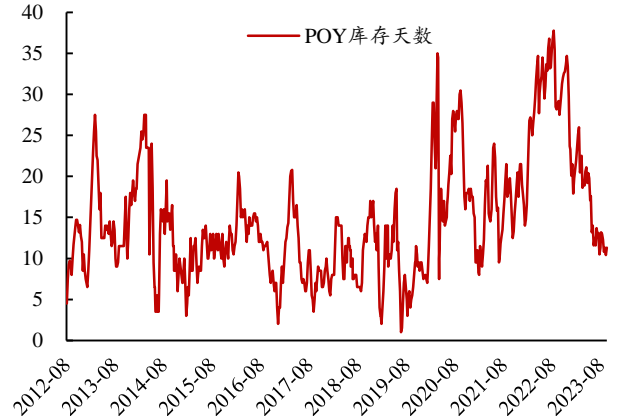
涤纶开工率持续回升，库存下降，需求逐步修复。根据百川盈孚，23年1-2月受下游需求不佳及春节影响，涤纶长丝行业阶段性减产，开工率一度跌至51.05%。3月以来涤纶长丝开工快速回升，8月开工率达84.17%，处于历史较高水平。库存方面，在开工持续提升的同时，库存持续去化，POY/FDY库存分别由23年初的21.5/25.5天降至9月21日的11.3/17.1天。我们认为涤纶行业在保持高开工的同时，库存还能持续去化，主要系国内纺服需求修复叠加海外出口大幅增加。根据百川盈孚，23年1-8月涤纶长丝直接出口229.64万吨，同比大幅增加31.89%。

图23: 当前涤纶长丝开工率处于同期高位



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

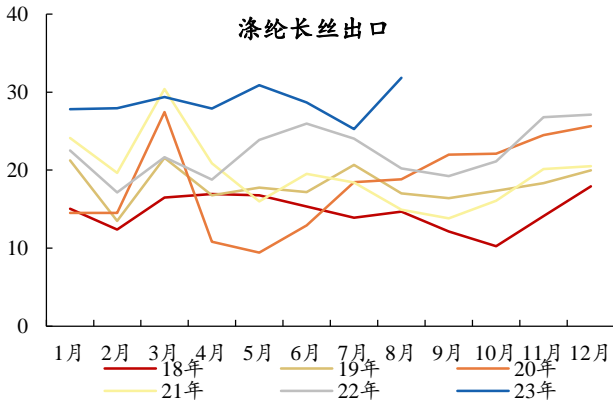
图24: 涤纶长丝工厂库存持续下降(天)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

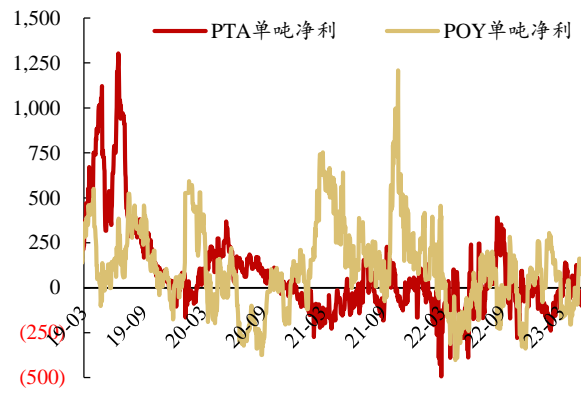
高开工低库存下，看好后续涤纶长丝盈利修复。年初以来涤纶长丝利润波动较大，根据我们测算，2月在行业低开工情况下，长丝单吨利润一度达305元/吨；随后受PX价格上涨影响，利润快速下滑，一度出现亏损；5-6月涤纶长丝出口旺盛，单吨利润快速修复。当前涤纶单吨利润101元/吨，随着下半年海外纺服库存逐渐去化，叠加内需持续修复，我们认为后续涤纶长丝盈利有望进一步修复。

图25: 涤纶长丝直接出口明显增加(万吨)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图26: PTA及POY单吨盈利情况(元/吨)



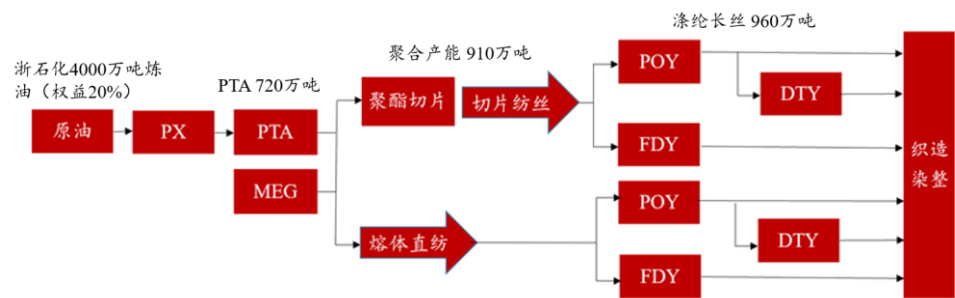
资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

3 成本护航公司穿越周期，逆势扩张强化竞争优势

3.1 强化一体化布局，提升公司盈利及抗周期能力

完善一体化布局，强化公司竞争力。公司在聚焦主业的同时还积极进行上下游产业链布局。2009 年公司启动嘉兴石化一期，首次布局 PTA，近年来持续加码产能以提高 PTA 自给率。此外 2019 年公司参股的浙石化一期投产，使得桐昆实现了“炼油-PX-PTA-涤纶长丝”的产业布局，浙石化项目持续兑现。22 年公司拟建设新疆中昆 120 万吨乙二醇项目，布局另一主原料乙二醇；同年公司恒阳项目织造车间顺利投产，至此公司成功实现从“一滴油到一匹布”的完整纵向产业链。我们认为产业链的持续延伸一方面可以让公司获取多环节利润，增厚盈利；另一方面可以提高公司抗周期能力，平抑业绩的大幅波动。

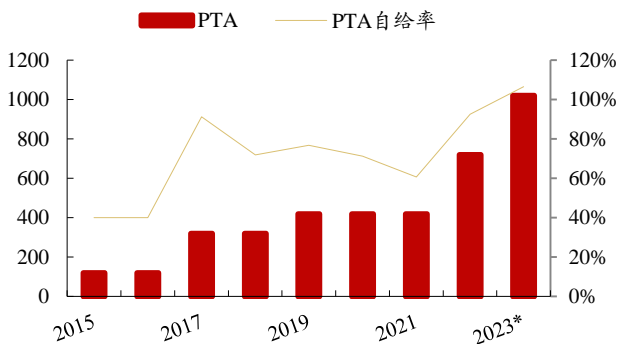
图27：公司业务产业链（2022 年末）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

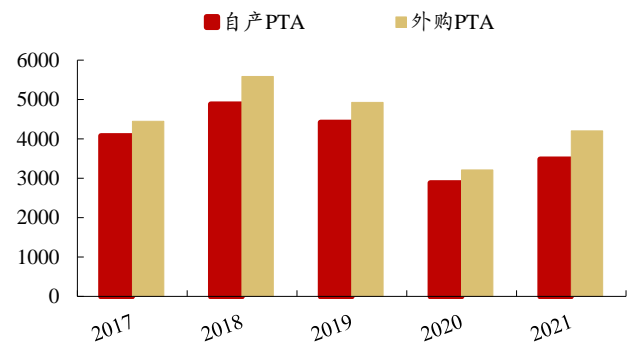
自产 PTA 成本优势明显，自给率持续提升。近年来公司持续加码 PTA 产能，由 2015 年的 120 万吨增加至 23 年 9 月的 1020 万吨，当前以 1120 万吨聚合产能，PTA 单耗 0.855 测算，公司 PTA 产能自给率超过 100%。根据公司公告，17-21 年公司自产 PTA 较外购价格少 369/704/503/330/719 元/吨，自产 PTA 成本优势明显。除了原材料优势，公司在嘉兴石化、嘉通石化 PTA 工厂附近布局长丝生产基地，极大的降低了 PTA 运输的物流、仓储、包装成本，进一步降低公司长丝成本。当前公司 PTA 产能 1020 万吨，随着嘉通项目产能负荷提升，公司将持续保持高 PTA 自给率。

图28：公司 PTA 自给率持续提升（万吨，%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所（2023*截止到 23H1）

图29：PTA 自产与外购的成本差异（元/吨）



资料来源：公司年报，公司经营数据公告，浙商证券研究所

积极把握后发优势，持续优化 PTA 生产成本。近年来随着生产技术的不断发展，PTA 装置规模日趋大型化，行业主流投资规模已经从过去的 60 万吨提升至 300 万吨。产能规模的扩大以及产品工艺的持续提升，PTA 新装置后发优势明显。根据卓创，百万吨 PTA 装置生产

成本较 12 年之前装置有超 500 元/吨的优势，19 年炼化一体化以及桐昆嘉兴石化等 PTA 单装置产能更是超过 200 万吨，加工费进一步降低。根据环评，嘉通能源项目选用英威达 P8++ 工艺技术，相较于 P7 工艺，单吨产成品，PX 单耗降低 6.45 千克，综合能耗降低 35.32 千克标油，此外该装置通过超低压蒸汽回收技术每小时发电量在 8 万度左右，可将多余电能并网上网，进一步降低成本。

表2: PTA 后发优势明显

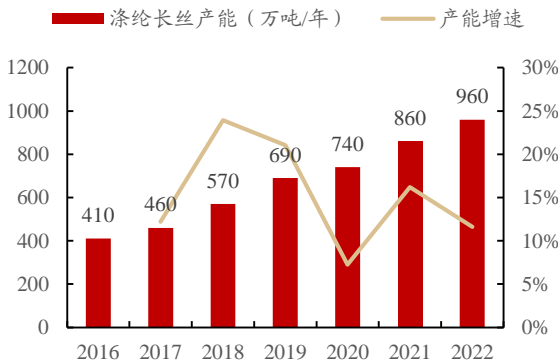
指标	单位	嘉兴石化一期	嘉兴石化二期	嘉通能源	评价基准值	独山能源三期
PX 消耗	千克/吨产品	654.45	652	648	654	648
HAC 消耗	千克/吨产品	35.8	33	28	41.37	28
综合能耗	千克标油/吨产品	90	60	54.68	134	54.68
取水量	吨/吨产品	5.59	5.58	5.08	3.77	5.08
催化剂消耗(钴、锰)	千克/吨产品	0.017	0.044	0.0154	0.0258	0.0154
溴促进剂消耗(溴)	千克/吨产品	0.606	0.573	0.498	0.25	0.498
钨炭催化剂消耗	千克/吨产品	0.016	0.02	0.02	0.017	0.02
工艺技术		NVISTA P7	NVISTA P8	NVISTA P8++	—	NVISTA P8++
产能规模(万吨)		180	200	500		540

资料来源：环评报告，浙商证券研究所

3.2 逆势加码产能，强化公司优势

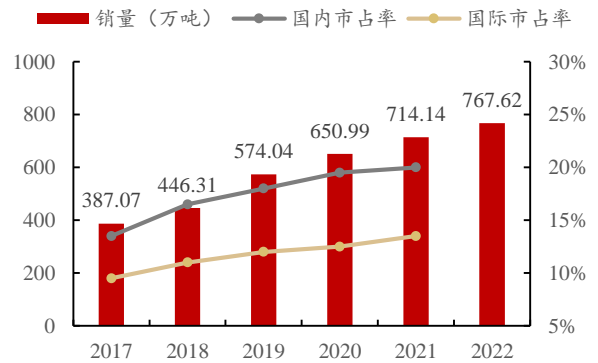
聚焦长丝主业，持续加码产能构筑长期竞争优势。截至 23H1，公司长丝产能已从上市时的 140 万吨增长至 1170 万吨，居行业第一，自从 2001 年以来，公司已连续 22 年在我国涤纶长丝行业销量名列第一。随着产能的持续扩张，公司长丝市占率不断提升，根据公司公告，21 年公司国内市占率超 20%，国际占比超 13%。公司长丝产能连续多年居全球首位，后续将在提高产品差别化率的基础上继续扩充产能，我们认为随着公司规划项目逐渐落地，公司未来涤纶产能有望超过 1500 万吨，持续巩固其竞争优势。

图30: 公司涤纶长丝产能持续增长



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图31: 公司涤纶长丝市占率持续增加

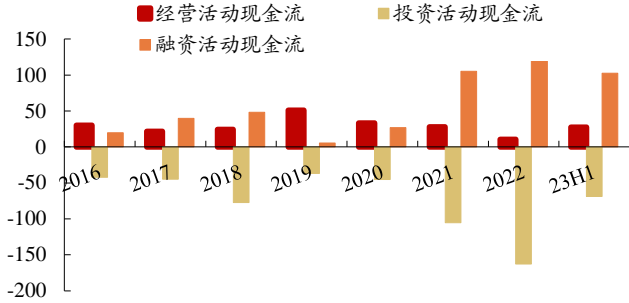


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

逆势扩张，连续 2 年投资超百亿，开启新一轮扩产周期。21、22 年公司投资现金流净额分别为 -105.21 亿元、-162.92 亿元，连续 2 年投资超百亿，持续推进几个百亿级项目建设，在建工程快速增加。根据公司年报，嘉通一期、嘉通二期、恒阳项目、恒海项目、新疆中昆仑乙二醇项目预计投资额分别为 180、117、125、117、99 亿元。随着规划项目落地，公司

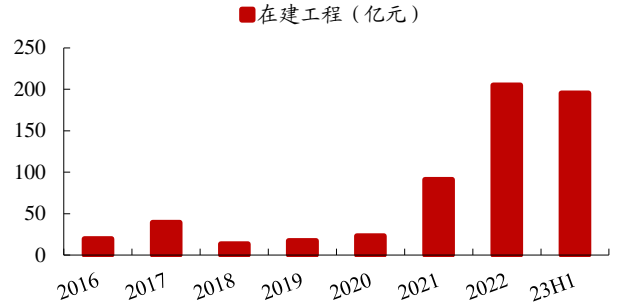
将拥有超过 1500 吨的涤纶，超 1000 吨 PTA 以及 120 吨乙二醇产能。公司连续两年投资超百亿元推进规划项目建设，一方面提高公司主要原材料 PTA 及乙二醇自给率，另一方面持续巩固自身产能优势，我们看好公司的长期成长性。

图32: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图33: 公司在建工程情况 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表3: 公司主要在建项目情况

项目主体	项目名称	建设主要内容	预计投资 (亿元)	工程进度
嘉通能源	嘉通一期	500万吨PTA, 150万吨POY, 90万吨FDY	170	93.84%
	嘉通二期	250万吨PTA, 180万吨瓶片, 120万吨短纤	117	0.16%
恒阳化纤	恒阳项目	90万吨POY, 60万吨FDY, 90万吨DTY, 90万吨短纤, 25万吨坯布	125	33.48%
恒翔新材料	活性剂、助剂项目	15万吨表面活性剂、20万吨纺织专用助剂项目	12.8	35.52%
恒欣新材料	60万吨智能化项目	30万吨POY及30万吨DTY	30.2	1.07%
宏阳印染	印染7亿米绿色纺织面料项目	家纺面料4亿米; 服装面料3亿米	18.6	0.05%
安徽佑顺新材料	120万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目	100万吨POY, 20万吨FDY	54	1.75%
中昆化工	2×60万吨/年天然气制乙二醇项目	120万吨乙二醇, 分两期建设	99	3.41%
恒海新材料	240万吨智能化纤维及20万吨DTY项目	180万吨POY (20自用), 60万吨FDY, 20万吨DTY	117	0.26%
嘉恒纺织	32.5万吨弹力变形纤维、4.5亿米纺织面料、22万吨针织面料项目	32.5万吨弹力变形纤维, 4.5亿米纺织面料、22万吨针织面料	51	0.01%

资料来源: 公司年报, 环评报告, 浙商证券研究所

4 布局印尼炼化，打造第二增长曲线

4.1 参股浙石化、初涉炼化领域

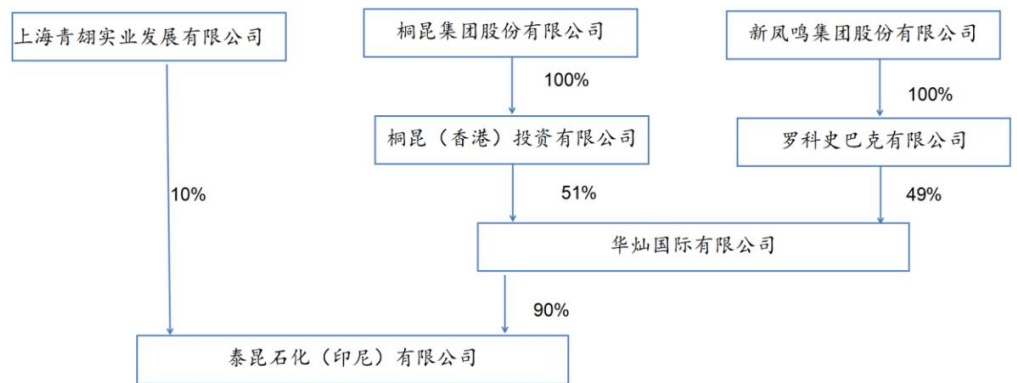
炼化资源稀缺，浙江石化项目投资回报丰厚。2017年公司通过收购桐昆控股持有的浙石化20%的股权，进入炼化一体化领域，使公司的产业链延伸更进一步。浙石化4000万吨/年炼化一体化项目是全球单体规模最大的炼化一体化项目，2019年浙石化一期工程炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置全面投料试车，打通全流程，实现稳定运行并产出合格产品，此后浙石化项目盈利能力逐步提升，2019-2022年浙石化净利润分别为6.67亿、112.31亿、222.96亿、60.52亿元，累计利润达402.45亿元。同期为公司带来1.33亿、22.30亿、44.60亿、12.11亿元的投资收益，累计收益超80亿元。我们认为公司参股浙石化，一方面为公司带来了丰厚的投资收益，另一方面也保障了公司上游原料的稳定供应。当前浙石化一、

二期已全面投产，未来随着下游需求逐步回暖，预计浙石化项目将持续为公司贡献较为丰厚的投资收益。

4.2 落子印尼，助力未来成长

启动印尼炼化项目，强化一体化优势。2023年6月，公司公告拟与新凤鸣集团合作，在印度尼西亚北加里曼丹工业园区建设泰昆石化印尼北加1600万吨炼化一体化项目。上海青翎和华灿国际直接控股泰昆石化，上海青翎股权占比10%，华灿国际股权占比90%，桐昆股份和新凤鸣分别持有华灿国际51%、49%的股权。桐昆股份和新凤鸣为涤纶长丝行业龙头，据公告，预计到“十四五”末，两集团将拥有超2,000万吨PTA、2,500万吨涤纶长丝年生产能力，对PX的年需求量达1,300万吨。近年来随着国内炼化项目的逐步投产，我国PX进口依赖度逐渐下降，但22年仍然近30%。泰昆石化项目规划了520万吨PX产能，上述产能的落地一方面可以有效降低我国PX对外依存度，另一方面也保障了桐昆股份和新凤鸣的原料供应，强化一体化优势。

图34：泰昆石化股权结构图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

谋定后动，布局长远、未来可期。当前桐昆股份和新凤鸣是涤纶长丝龙头唯二两家未直接布局炼化项目的企业，但桐昆股份早在2017年就参股了浙石化项目。我们认为此次印尼炼化项目在一定程度上可以借鉴浙石化装置、工艺以及运行的成功经验，助力项目稳步推进。当前项目规模为1,600万吨/年炼油，对二甲苯(PX)产能520万吨/年，乙烯80万吨/年。预计项目建成后，年均营收1,043,821万美元，年均税后利润132,762万美元，税后财务内部收益率16.68%，税后投资回收期9年(含建设期4年)。我们认为印尼炼化项目的投产，有望助力公司盈利再上一个台阶，助力未来成长。

表4：印尼炼化项目主要产品设计

产品/装置名称	规模/万吨	产品消化方式
炼油	1600	-
成品油	430	印尼市场消化
PX	520	国内市场消化
醋酸	52	国内市场消化
苯	170	国内市场消化
硫磺	45	印尼市场消化
丙烷	70	国内市场消化
正丁烷	72	-

聚乙烯	50	中国、印尼及东盟市场
EVA (光伏)	37	中国、印尼及东盟市场
聚丙烯	24	中国、印尼及东盟市场

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

涤纶产品：据桐昆集团 2023 年超短期融资募集说明书，截至 2022 年公司拥有涤纶长丝（POY\FDY\DTY）产能合计 810 万吨，23-24 年公司将集中投放一波新产能，我们预计 23-24 年分别增加 300 万吨、150 万吨产能。公司产能利用率与产销率维持高位，我们预计 23-25 年公司涤纶销量分别为 1031、1171 与 1260 万吨。随着涤纶长丝内外需改善，叠加供给端扩张放缓，预计毛利率有望逐步回升，预计 23-25 年涤纶板块毛利率为 6.79%、7.47%、8.31%。

石化产品：公司 PTA 产能主要是为了涤纶长丝一体化配套，富裕产量才会外销。23H1 公司 PTA 销量 34.38 万吨，预计 23 年全年外销 50 万吨，24 和 25 年维持 23 年水平。随着新工艺产能逐步释放，公司 PTA 毛利率有望逐步改善，预计 23-25 年该产品毛利率为 2.54%、3.99%、5.70%。

表5： 盈利预测主要假设

主要产品	22A	23E	24E	25E
涤纶长丝				
销量 (万吨)	764	1031	1171	1260
营收 (百万元)	55980	75701	87446	96354
毛利率	3.34%	6.79%	7.47%	8.31%
POY 销量 (万吨)	579	717	801	860
营收 (百万元)	40622	49676	56463	62392
毛利率	2.87%	6.02%	6.97%	8.15%
FDY 销量 (万吨)	106	186	214	230
营收 (百万元)	8180	14583	16871	18370
毛利率	7.43%	10.87%	10.87%	10.79%
DTY 销量 (万吨)	78	128	157	170
营收 (百万元)	6792	11037	13686	15146
毛利率	0.54%	4.70%	5.20%	5.88%
石化				
销量 (万吨)	0	50	50	50
营收 (百万元)	0.36	2554	2579	2591
毛利率	0.71%	2.54%	3.99%	5.70%
其他				
收入 (百万元)	6013	4525	4751	4988
毛利率	2.34%	2.53%	2.53%	2.53%

资料来源：浙商证券研究所（备注：涤纶长丝历史产能数据来自桐昆集团 2023 年超短期融资募集说明书）

随着涤纶长丝内外需逐步改善，叠加供给端扩张逐步放缓，未来涤纶长丝盈利有望向好。预计23-25年公司营收为827.80亿元、947.76亿元、1039.33亿元，同比增速分别为+33.53%、+14.49%、+9.66%，归母净利润为17.35亿元、33.38亿元、52.06亿元，同比增速分别为+1232.37%、+92.40%、+55.98%。

5.2 估值

随着涤纶长丝内外需逐步改善，叠加供给端扩张逐步放缓，未来涤纶长丝盈利有望向好。公司为涤纶长丝龙头，同时向上游延伸布局PTA以及炼化领域，选取新凤鸣、荣盛石化、恒力石化作为可比公司。根据万得，可比公司2023年平均PE/PB分别为19.59/1.92倍，桐昆股份涤纶长丝产能长期居全球首位，具备一体化以及规模化优势，同时未来拟在印尼布局炼化项目，23年PE/PB分别为20.50/1.02倍，公司PB低于可比公司，给予“增持”评级。

表6: 可比公司估值

股票代码	简称	20231001			EPS (元)			PE (倍)			PB
		收盘价(元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E		
603225.SH	新凤鸣	13.15	0.70	1.18	1.58	18.69	11.16	8.32	1.26		
002493.SZ	荣盛石化	11.91	0.44	0.91	1.28	27.35	13.10	9.28	2.69		
600346.SH	恒力石化	14.40	1.13	1.66	2.06	12.74	8.69	6.97	1.81		
	平均					19.59	10.98	8.19	1.92		
601233.SH	桐昆股份	14.75	0.72	1.38	2.16	20.50	10.65	6.83	1.02		

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 除桐昆股份为浙商证券预测, 其他为万得一致预期)

6 风险提示

- 1 原材料及价格波动影响: 公司主要原材料以及产品价格会受到大宗商品、宏观经济环境影响, 若原材料价格上行, 而公司未及时向下游传导, 会对公司业绩产品较大影响。
- 2 涤纶需求不及预期风险: 当前国内纺服需求已经修复, 若海外如美国等纺服需求恢复不及预期, 涤纶盈利修复会具有较大不确定性。
- 3 行业大幅扩产风险: 23年之后预期涤纶长丝行业扩产节奏放缓, 行业供需格局优化, 若后续行业新增产能较多, 长丝盈利或有走弱风险。
- 4 印尼项目进展不及预期风险: 公司为首次到海外投资项目, 审批、政策都具有不确定性。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22,462	30,539	41,534	55,488
现金	11,670	17,845	27,354	40,225
交易性金融资产	490	310	310	310
应收账款	795	1,518	1,738	1,905
其它应收款	48	57	66	72
预付账款	380	620	704	765
存货	7,386	8,607	9,780	10,628
其他	1,694	1,583	1,583	1,583
非流动资产	67,678	72,179	77,280	81,593
金融资产类	22	67	67	67
长期投资	18,502	18,502	18,502	18,502
固定资产	23,399	31,511	37,928	43,030
无形资产	2,294	2,694	2,694	2,694
在建工程	20,483	18,290	16,974	16,184
其他	2,979	1,115	1,115	1,115
资产总计	90,140	102,718	118,814	137,081
流动负债	39,077	44,712	51,460	57,506
短期借款	19,507	24,507	30,007	36,007
应付款项	12,499	12,480	13,448	13,285
预收账款	11	0	0	0
其他	7,061	7,726	8,005	8,214
非流动负债	16,056	21,232	27,232	34,232
长期借款	15,315	20,315	26,315	33,315
其他	741	916	916	916
负债合计	55,134	65,944	78,692	91,737
少数股东权益	308	317	327	343
归属母公司股东权益	34,698	36,457	39,795	45,001
负债和股东权益	90,140	102,718	118,814	137,081

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,073	3,769	7,367	8,453
净利润	136	1,744	3,348	5,222
折旧摊销	2,723	4,080	4,899	5,687
财务费用	693	1,130	1,443	1,803
投资损失	(1,232)	(911)	(2,085)	(3,222)
营运资金变动	(860)	(2,193)	(239)	(1,037)
其它	(388)	(82)	(0)	0
投资活动现金流	(16,292)	(7,406)	(7,915)	(6,778)
资本支出	(15,019)	(10,400)	(10,000)	(10,000)
长期投资	(1,227)	180	0	0
其他	(46)	2,814	2,085	3,222
筹资活动现金流	12,825	9,763	10,057	11,197
短期借款	6,731	5,000	5,500	6,000
长期借款	8,939	5,000	6,000	7,000
其他	(2,845)	(237)	(1,443)	(1,803)
现金净增加额	(2,390)	6,175	9,509	12,872

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	61,993	82,780	94,776	103,933
营业成本	59,988	77,460	88,024	95,649
营业税金及附加	152	207	237	260
营业费用	101	116	142	156
管理费用	1,193	1,407	1,611	1,767
研发费用	1,655	1,904	2,369	2,598
财务费用	427	896	1,086	1,256
资产减值损失	(140)	0	0	0
公允价值变动损益	30	0	0	0
投资净收益	1,232	911	2,085	3,222
其他经营收益	88	116	133	146
营业利润	(363)	1,816	3,524	5,615
营业外收支	37	0	0	0
利润总额	(325)	1,816	3,524	5,615
所得税	(462)	73	176	393
净利润	136	1,744	3,348	5,222
少数股东损益	6	9	10	16
归属母公司净利润	130	1,735	3,338	5,206
EBITDA	1,542	6,793	9,510	12,557
EPS (最新摊薄)	0.05	0.72	1.38	2.16

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	4.79%	33.53%	14.49%	9.66%
营业利润	-104.46%	601.01%	94.03%	59.33%
归属母公司净利润	-98.26%	1232.37%	92.40%	55.98%
获利能力				
毛利率	3.23%	6.43%	7.12%	7.97%
净利率	0.21%	2.10%	3.52%	5.01%
ROE	0.38%	4.76%	8.39%	11.57%
ROIC	0.68%	3.04%	4.36%	5.38%
偿债能力				
资产负债率	61.16%	64.20%	66.23%	66.92%
净负债比率	157.50%	179.32%	196.13%	202.31%
流动比率	0.57	0.68	0.81	0.96
速动比率	0.35	0.44	0.57	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.86	0.86	0.81
应收账款周转率	107.03	111.53	128.11	125.53
应付账款周转率	8.86	8.63	9.84	10.29
每股指标(元)				
每股收益	0.05	0.72	1.38	2.16
每股经营现金	0.44	1.56	3.06	3.51
每股净资产	14.39	15.12	16.50	18.66
估值比率				
P/E	273.13	20.50	10.65	6.83
P/B	1.02	0.98	0.89	0.79
EV/EBITDA	39.79	9.81	7.22	5.48

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>