

# 信用等级公告

联合[2019]521号

桐昆集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对桐昆集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2019 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

**桐昆集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**桐昆集团股份有限公司拟发行的 2019 年可转换公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年四月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 桐昆集团股份有限公司

### 2019 年可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 23 亿元（含）

债券期限：自本次可转债发行之日起 6 年

转股期限：自可转债发行结束之日满 6 个月

后的第 1 个交易日起至可转债到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 4 月 12 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	190.01	265.58	346.61
所有者权益（亿元）	110.18	134.32	161.31
长期债务（亿元）	14.37	11.76	47.57
全部债务（亿元）	58.50	100.01	146.80
营业收入（亿元）	255.82	328.14	416.01
净利润（亿元）	11.43	17.69	21.31
EBITDA（亿元）	26.42	36.36	47.08
经营性净现金流（亿元）	30.41	22.27	24.26
营业利润率（%）	8.57	10.11	11.48
净资产收益率（%）	12.70	14.47	14.42
资产负债率（%）	42.01	49.42	53.46
全部债务资本化比率（%）	34.68	42.68	47.65
流动比率（倍）	1.15	0.66	0.88
EBITDA 全部债务比（倍）	0.45	0.36	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	12.58	14.52	11.00
EBITDA/本次额度（倍）	1.15	1.58	2.05

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2016 年底的其他流动负债已计入短期债务。

#### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对桐昆集团股份有限公司（以下简称“公司”或“桐昆股份”）的评级反映了公司作为涤纶行业龙头企业，在生产规模、产品质量、研发能力、品牌认可度及产品差异化等方面具备综合竞争优势。近年来，公司盈利水平持续提高，经营活动现金流状况较佳，债务负担适中。同时，联合评级也关注到涤纶长丝产品价格受原油价格波动影响大、公司债务规模增长较快，以及投资项目较多使得公司存在一定资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建产能的逐步达产，可进一步巩固和提升其市场竞争地位，在行业景气度良好的情况下，公司收入及利润规模有望扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力可能进一步增强。

综上，基于对公司主体及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

#### 优势

1. 随着化纤行业去产能政策推进，环保政策趋严，宏观经济逐渐复苏的背景下，涤纶产品整体供需关系得到改善，景气度逐渐回升，对行业内企业经营业绩的向好发展形成有效推力。

2. 公司系涤纶长丝加工行业龙头企业，行业知名度高，客户群体稳定；研发能力较强，生产设备技术水平领先。公司近年来积极将产业链进行向上延伸，原料自给率大幅提高，公司产能利用率和产销率均处于较高水平。

3. 近年来, 公司盈利能力增强, 经营活动现金流状况较佳, 经营活动现金净流入规模较大。

4. 本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款, 考虑到未来转股因素, 公司的资本实力有可能进一步增强。

#### 关注

1. 涤纶行业是石化产业链的中端行业, 主要生产原料 PTA、MEG 及涤纶产品价格受原油价格变化而波动较大, 不利于公司成本的整体控制和盈利水平的稳定。

2. 公司在建和拟投资项目规模较大, 随着相关在建项目建设进程的推进, 公司存在持续的资本支出压力。

3. 公司债务增长较快, 且短期债务较多, 债务结构有待完善。

#### 分析师

王安娜

电话: 010-85172818

邮箱: wangan@unitedratings.com.cn

龚 艺

电话: 010-85172818

邮箱: gongy@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

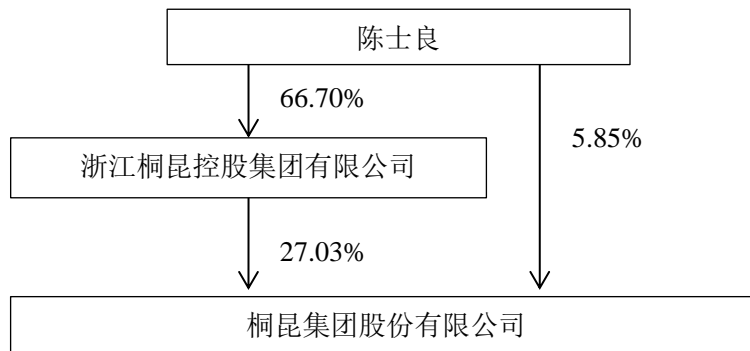


## 一、主体概况

桐昆集团股份有限公司（以下简称“公司”或“桐昆股份”）前身为桐乡县化学纤维厂，成立于1982年，并于1995年整体改组为浙江桐昆化纤集团有限公司，并在此基础上组建了浙江桐昆化纤集团有限责任公司；1999年桐乡市洲泉镇资产经营总公司、浙江桐昆化纤集团股份有限公司（筹）职工持股会、桐乡市桐纤职工劳动保障基金管理协会和陈士良、陈建荣、沈培兴共同发起设立浙江桐昆化纤集团股份有限公司，并于2004年变更为现名；其后经历了多次股东及股权变更。2011年5月18日，公司在上海证券交易所挂牌交易，股票简称为“桐昆股份”，股票代码为“601233.SH”。

经过历次增资，截至2018年底，公司总股本增至18.22亿股，其中，浙江桐昆控股集团有限公司（以下简称“桐昆控股”）直接持有公司4.05亿股（占比22.23%），此外，桐昆控股另持有的0.87亿股（占比4.80%）因发行“17桐昆EB”而质押在担保及信托财产专户，合计控制公司股份的比例为27.03%，为公司控股股东。陈士良先生持有桐昆控股66.70%股份，并直接持有公司5.85%股份，为公司实际控制人。

图1 截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售，以及涤纶长丝主要原料之一的PTA（精对苯二甲酸）的生产。公司的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产品。

截至2018年底，公司下设总裁办公室、投资发展部、安全环保部、生产技术部、技术中心、投资发展部、采购供应部、销售管理部、税务管理部、财务管理部10个职能部门，拥有嘉兴石化有限公司（以下简称“嘉兴石化”）、桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司、桐乡市中洲化纤有限责任公司等18个控股子公司，拥有在职员工17,463人。

截至2018年底，公司合并资产总额346.61亿元，负债合计185.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计161.31亿元，其中归属于母公司的所有者权益160.71亿元。2018年，公司实现营业收入416.01亿元，净利润（含少数股东损益）21.31亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.20亿元；经营活动产生的现金流量净额24.26亿元，现金及现金等价物净增加额-4.86亿元。

公司注册地址：浙江省桐乡市洲泉镇德胜路1号12幢；法定代表人：陈士良。

## 二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“桐昆集团股份有限公司 2019 年可转换公司债券”，发行规模为不超过人民币 23 亿元（含 23 亿元），票面金额 100 元/张，按面值平价发行。本次可转债期限为自本次可转债发行之日起 6 年。

本次可转债的发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司上海分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）。本次可转债的具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐人及主承销商确定。本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平由公司股东大会授权董事会根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。本次公司债券的付息方式为每年付息一次，计息起始日为本可转债发行首日；在本次发行的可转债到期日之后的 5 个工作日内，公司将偿还所有到期未转股的可转债本金及最后一年利息。本次发行的可转债转股期自本可转债发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债无担保。

#### (1) 转股条款

##### 转股价格的确定

本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公布日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会根据市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。若在上述二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前的交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算。

##### 转股价格调整

在本次发行之后，当公司因送红股、转增股本、增发新股或配股、派息等情况（不包括因可转债转股增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整：

送股或转增股本： $P_1 = P / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P + A \times k) / (1+k)$ ；

两项同时进行： $P_1 = (P + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派息： $P_1 = P - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中：P 为调整前转股价，n 为送股率，k 为增发新股或配股率，A 为增发新股价或配股价，D 为每股派息，P<sub>1</sub> 为调整后的转股价格。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为可转债持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本可转债持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

### 转股价格的向下修正

在本可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中有 15 个交易日的收盘价不高于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

如公司决定向下修正转股价格时，公司将在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第 1 个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

### 转股股数确定

可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算方式为  $Q=V/P$ ，并以去尾法取一股的整数倍，其中：

V：指可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额；

P：指申请转股当日有效的转股价格。

可转债持有人申请转换成的股份须是整数股。本可转债持有人经申请转股后，对所剩可转债不足转换为一股股票的余额，公司将按照上海证券交易所等部门的有关规定，在可转债持有人转股后的 5 个交易日内以现金兑付该部分可转债的票面金额以及利息，按照四舍五入原则精确到 0.01 元。

#### （2）赎回条款

##### 到期赎回条款

本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。

##### 有条件赎回条款

①在本可转债转股期内，如果公司股票任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照可转换公司债券面值加当期应计利息赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债。

若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

②在本可转债转股期内，当本次发行的可转债未转股的票面金额少于 3,000 万元（含 3,000 万元）时，公司有权按可转换公司债券面值加当期应计利息赎回价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

③当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t/365$ ；IA：指当期应计利息；B：指本次发行的可转债持有人持有的将赎回的可转债票面总金额；i：指可转债当年票面利率；t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

#### （3）回售条款

##### 有条件回售条款

在本可转债最后两个计息年度，如果公司 A 股股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格

的 70%时，本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

任一计息年度可转债持有人在回售条件首次满足后可以回售，但若首次不实施回售的，则该计息年度不应再行使回售权。

#### 附加回售条款

在本可转债存续期间内，如果本次发行所募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定可被视作改变募集资金用途或者被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人有权按面值加当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或全部可转换公司债券。持有人在附加回售申报期内未进行附加回售申报的，不应再行使本次附加回售权。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次发行可转债拟募集资金不超过人民币 23 亿元（含），扣除发行费用后拟用于以下项目：

表 1 募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	本次募集资金使用金额
1	年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	192,035	170,000
2	年产 30 万吨绿色纤维项目	99,100	60,000
合计		291,135	230,000

资料来源：公司提供

若本次发行扣除发行费用后的实际募集资金低于本次募集资金投资项目使用金额，公司将按照项目的轻重缓急投入募集资金投资项目，不足部分由公司自筹解决。

募集资金原则上将按上述项目顺序投入。在不改变募集资金投资项目的前提下，董事会将根据项目的实际需求，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行调整。

在本次公开发行可转债募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。

## 三、行业分析

公司及下属子公司主要经营涤纶生产、销售业务，所处行业为化学纤维行业中的涤纶细分行业。

### 1. 行业概况

涤纶，也称“聚酯纤维”，是合成纤维的第一大品种，它是以 PTA<sup>1</sup>和 MEG<sup>2</sup>为原料经酯化或酯交换和缩聚反应而制得的成纤高聚物——PET<sup>3</sup>，经纺丝和后处理制成的纤维。涤纶具有极优良的定型性能以及结实耐用、弹性好、不易变形、耐腐蚀、绝缘、挺括、易洗快干等特点。

涤纶行业是顺周期行业。从申万行业指数（涤纶）与我国宏观经济景气指数（先行指数）看，二者整体走势趋同。2004 年至今，涤纶行业进入结构性调整阶段，主要表现为产能增速合理回

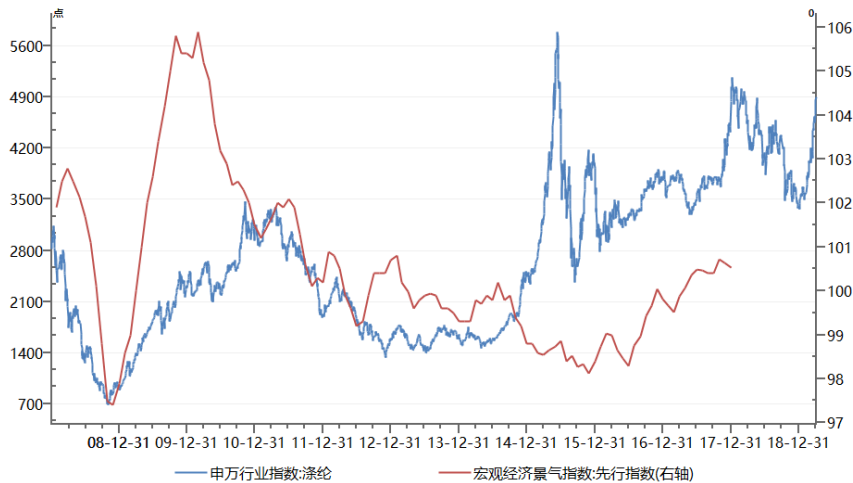
<sup>1</sup> 精对苯二甲酸，为石油的下游产品，是重要的大宗有机原料之一，广泛应用于化纤、轻工、电子、建筑等国民经济的各个方面。

<sup>2</sup> 乙二醇，又名“甘醇”，是一种重要的石油化工基础有机原料，常用作溶剂、防冻剂和合成涤纶的原料。

<sup>3</sup> 聚对苯二甲酸乙二醇酯，是热塑性聚酯中最重要的品种，俗称“涤纶树脂”，分为纤维级聚酯切片和非纤维级聚酯切片，用作生产涤纶短纤维和涤纶长丝、瓶类、薄膜等。

归，产量适度增长，行业集中度进一步提高，技术进步明显加快，差别化率大幅提高，产业竞争力不断增强。2008年，由美国次贷危机引起的全球性金融危机爆发，我国宏观经济出现了剧烈波动，同期，涤纶行业指数也由高位急速震荡回落。后我国推出“四万亿”经济刺激计划，宏观经济和行业景气指数得以短暂回升，但在2010年之后经历了较长时间的调整。2014年，涤纶行业受益于上游原油价格下跌，行业景气度出现一轮短暂回升，但受宏观经济整体状况不佳影响而迅速回落。2015年以来，受宏观经济回暖影响，涤纶行业景气度提升，并逐步攀升至近十年景气高位。当前，我国宏观经济处于逐步回暖阶段，可对于涤纶行业景气度形成一定支撑。

图2 2008年以来我国宏观经济景气指数（先行指数）和涤纶行业指数情况



资料来源：Wind

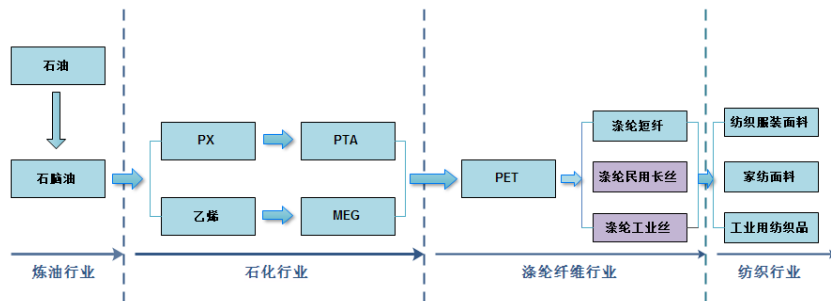
注：截至2019年3月底，国家统计局尚未公布2018年宏观经济景气指数（先行指数）相关数据。

总体看，涤纶行业为顺周期行业，目前仍处于结构性调整阶段，当前涤纶行业景气度较高。我国宏观经济处于逐步回暖阶段，可对于涤纶行业景气度形成一定支撑。

## 2. 行业上下游

涤纶纤维产业链上下游关系如下图所示。

图3 涤纶纤维行业产业链



资料来源：Wind

### (1) 行业上游

涤纶长丝行业的上游行业为石化行业，主要原材料 PTA、MEG 占涤纶长丝生产成本比重较大，平均每吨 PET 聚酯需 0.85~0.86 吨的 PTA 和 0.33~0.34 吨的 MEG。原油价格是决定涤纶原材料成本

长期走势的根本性因素。鉴于石油能源的战略地位，上游原材料行业的进入门槛较高，集中度和垄断性很强，涤纶长丝企业向上游议价能力较弱。

PTA 为生产涤纶的最主要原材料，目前生产地主要集中在亚洲、北美和西欧地区，其中，亚洲地区的产能占全球总产能的 80% 左右。近年来，涤纶行业龙头企业为更好地控制生产成本，保证原材料的稳定供应，加大了对产业链向上延伸的投入力度。2010 年以来，我国 PTA 产能快速扩张，2012 年增速高达 56.83%，2014~2015 年 PTA 经过产能过剩阵痛期，随后 2016 迎来落后产能出清，最终在 2017 年下半年后迎来供应平衡。截至 2017 年末，PTA 产能约为 4,900 万吨，与上年基本持平，产量约为 3,400 万吨。截至 2018 年底，PTA 产能约为 5,129 万吨，较上年底变化不大，年内并未有新投产产能，不过扬子石化 35 万吨装置复产，有效产能较去年增长。2018 年，PTA 产量约为 4,073.6 万吨，考虑到 PTA 部分产能长期停滞，2018 年 PTA 供需大致均衡，实际开工率进一步提升。PTA 消费量受下游涤纶需求增长整体呈增长趋势，2017 年，PTA 表观消费量约 3,370 万吨，消费量上年同期增长约 6%；2018 年 PTA 表观需求量超过 3,800 万吨，同比上涨超过 11%，PTA 消费需求的增长也促使行业供需矛盾的改善。

随着 PTA 产能和产量的增长，作为 PTA 的主要原材料 PX，长期以来在我国发展较为滞后，长期依赖进口，国内 PX 进口依赖度保持 50% 以上，以日、韩为首的 PX 厂家议价能力较强，获得了产业链大部分利润，但同时如荣盛石化股份有限公司、江苏恒力化纤股份有限公司（以下简称“恒力化纤”）和恒逸石化股份有限公司（以下简称“恒逸石化”）等国内涤纶行业巨头已经关注到 PX 滞后对我国涤纶产业链的束缚，纷纷向上游延伸，投建炼化一体化项目，随着项目投产来带的 PX 产能释放，未来国内需求缺口有望逐渐收窄，PX 相对于 PTA 环节的话语权将继续减弱，行业利润格局有望重塑，从上游往 PTA 环节转移。2019~2021 年中国 PX 新增产能呈现井喷式增长，新增产能或将达到 1,870 万吨。亚洲 PX 供需将迎来新格局，我国 PX 高进口依存度将得到扭转。

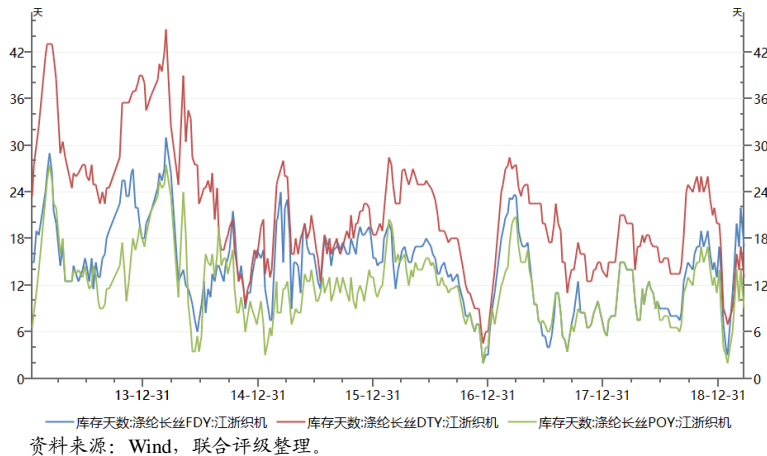
总体看，涤纶行业 PX—PTA—聚酯产业链中，PX 环节国内供给不足，高度依赖进口，但未来随着大型炼化一体化项目投产来带的 PX 产能释放，PX 供给将逐步增加；国内 PTA 环节产能过剩，随着下游消费增长，供需矛盾有望不断改善。

## （2）行业下游

涤纶长丝下游产业链长，各环节分别为涤纶长丝—（加弹）—（贸易商）—织造—贸易商（染整）—服装厂—渠道—终端。涤纶民用长丝下游行业主要是纺织服装业、家纺业和产业用纺织业，其中，纺织服装需求占比超过 50%。受益于全球经济复苏，我国服装行业微弱复苏。据 Wind 数据显示，在宏观经济下行大环境下，2013~2015 年，江浙织机负荷率保持在 70% 左右，且呈下降趋势；自 2016 年第三季度杭州 G20 峰会后，喷水织机逐渐开始恢复生产，加之终端纺织服装和家纺市场等景气回升，需求增加；2016 年 12 月，织造工厂开机率同比提高，全部工厂开机率均在 6 成以上，其中开机率在 8 成及以上占 92%。2017~2018 年，下游织机负荷率仍保持在 70% 左右。

从下游涤纶库存情况来看，2013 年底至 2014 年初纺织企业均保持较高的库存，2014 年下半年，国际原油价格大幅下跌，纺织企业为规避原材料价格风险，去库存效果明显；之后在原油价格低位震荡情形下，纺织企业均保持较低涤纶库存；2016 年下半年 G20 峰会在杭州召开，江浙作为化纤聚集区，会议召开减产限产导致的需求挤出效应，使得涤纶库存在 2016 年末降至底部。2017 年初受春节假期影响，库存量增加后随着纺织企业开工，库存降低。2018 年 1~8 月，纺织市场仍处于繁荣期，呈现高利润和低库存状况，纺织开工率高企，纺织产量保持两位数增长。2018 年 8 月 PTA 大涨导致下游纺织市场恶化，9 月部分纺织企业选择减产，造成纺织企业开工率大降，涤纶库存上升。

图 4 2013 年以来江浙织机涤纶库存情况

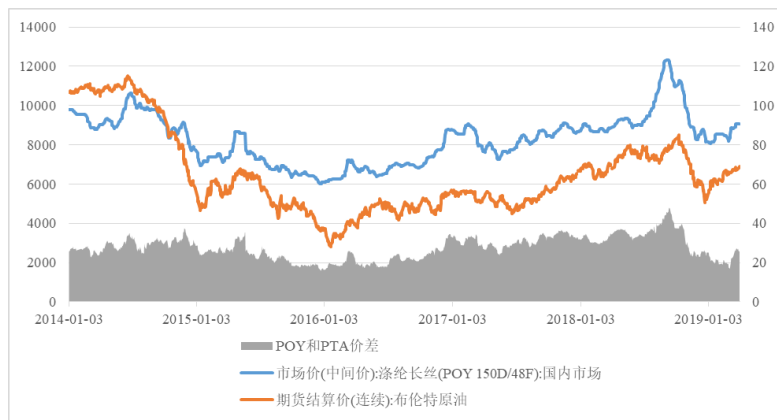


总体看，较长时间我国纺织企业织机负荷率持续较低，下游对产品的需求不足，但自 2016 年第三季度起，终端纺织服装和家纺市场等景气回升，拉动产品需求；同时，2017 年初下游纺织企业开始步入补库存周期，2018 年前三季度纺织产量保持高位增长，对涤纶行业景气度的提高形成持续支持。

### 3. 产品价格

涤纶丝等轻纺原料以 PTA 为主，而 PTA 的主要原料 PX 多为石油化工路径生成，与国际原油价格走势相关度高，原料价格的波动直接导致下游涤纶生产企业成本控制压力的增加，并将加大涤纶行业的经营风险。2014 年下半年国际原油价格断崖式下跌，涤纶价格亦大幅下跌。2015 年涤纶产品整体处于低位震荡态势，2016 年以来国际油价上行影响，涤纶长丝价格随之大幅上涨，行情好转。2017~2018 年三季度，涤纶长丝行情持续向好。2018 年四季度开始，受国际原油价格快速下跌以及前期聚酯产品价格被炒作过高影响，涤纶长丝产品价格大幅下降，截至 2018 年底，POY（150D/48F）价格在 8,200 元/吨左右，较 2018 年 9 月价格最高时下跌了约 34%。进入 2019 年，随着油价触底反弹，涤纶长丝行情好转。

图 5 近年来我国涤纶、涤纶与 PTA 价差和原油价格情况（单位：元/吨、美元/桶）



总体看，涤纶价格走势与国际原油价格走势一致性较高，2016 年下半年以来在成本端价格带动以及下游需求提升的双重作用下，涤纶价格逐渐回暖。2018 年四季度，国际原油价格快速下跌，涤

纶价格随之大幅走低。进入 2019 年，随着油价触底反弹，涤纶长丝行情好转。

#### 4. 行业竞争

近二十年来，国内涤纶长丝产能增长较快，1995~2005 年聚合产能年复合增速在 25% 以上，2009 年“四万亿投资”拉动各行业扩产热情，涤纶长丝行业产能迅速扩张。2011 年以来，由于下游需求持续低迷，加之行业本身产能的大量释放，造成涤纶长丝产品价格持续下降，行业的利润率也大幅下降，使得部分企业陷入亏损的境地。在行业低迷的背景下，竞争日趋激烈，部分体量较大、具备规模经营优势和品牌效应的企业尚能保持一定的盈利空间，一批“专、小、特、精”的企业优势明显，而中小企业由于成本较高、销售渠道有限、研发实力较弱、融资渠道不通畅等因素在竞争中惨遭淘汰。

随着涤纶长丝行业产业结构持续调整，落后产能不断被淘汰，大型生产企业凭借其规模和技术优势持续扩张，行业集中度稳步提升，行业内前三大公司（CR3）市场占有率从 2009 年的 26.50% 提高到 2018 年的接近 40%，行业竞争格局正由竞争型向寡占型转变。2018 年，中国最大的涤纶长丝生产企业桐昆股份拥有 570 万吨/年涤纶长丝生产能力，国内市场占有率超过 16%，全球占比接近 11%。

涤纶长丝行业的区域性特征明显。凭借市场和劳动力成本优势，中国、印度和东南亚地区承接世界化纤产业的转移。目前，全球产能主要分布在我国、印度、东盟、韩国和西欧。受下游化纤贸易集散地和主要原材料供应商的分布影响，目前我国的聚酯装置多数分布在江浙两地，两地聚酯装置的累计产能占到我国总产能的近 77%，福建省是我国华南地区的主要聚酯生产地，该省的产能占比为 8%；上海、广东、海南、辽宁地区的占比不相上下，其余四川省、河南、安徽、天津、黑龙江、新疆的占有率相对较小，原先我国聚酯产业向西部发展的计划也因终端配套设施无法及时跟进而放缓进度。

总体看，近年来，产业集中度提升明显，在宏观经济逐渐复苏大环境下，龙头企业有望保持较好的经营效益。

#### 5. 行业政策

2016 年 11 月，工业和信息化部发布《化纤工业“十三五”发展指导意见》，提出十三五期间化纤工业的发展目标是到 2020 年，规模以上化纤企业增加值年均增速保持 7% 左右，化纤产量约为 5,700 万吨/年，年均增速 3.3%；化纤加工量占纺织纤维加工总量比例为 86%；实现结构优化，到 2020 年，化纤差别化率提高到 65%，产业用化纤的比例提高到 31%，高性能纤维、生物基纤维有效产能进一步扩大；形成 2~3 家综合销售收入超过 1,500 亿的企业和一批具有国际竞争力的企业集团；科技创新能力显著提高，到 2020 年，大中型企业研发经费支出占主营业务收入比重由目前的 1% 提高到 1.2%，发明专利授权量年均增长 15%，产业创新平台建设进一步推进并发挥关键支撑作用。涤纶、锦纶、再生纤维素纤维等常规纤维品种继续保持世界领先地位，碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维、生物基化学纤维基本达到国际先进水平。

2017 年 6 月，中国化学纤维工业协会发布了《中国化纤工业绿色发展行动计划（2017~2020）》明确了到 2020 年，绿色发展理念成为化纤工业生产全过程的普遍要求，化纤工业绿色发展整体水平显著提升。能源利用效率、清洁生产水平、资源利用水平显著提升，绿色化纤制造体系初步建立。加大淘汰落后产能力度，化解部分过剩产能，绿色化纤制造能力稳步提高，化纤工业主要产品单耗、重点（粘胶、腈纶、维纶）行业主要污染物排放强度达到世界先进水平，部分专业绿色制造水平处

于世界领先地位。

总体看，国家政策鼓励涤纶化纤行业朝差别化、功能化、高技术方向发展，促进行业产品整体技术水平的升级换代及行业集中度的提高，同时强调绿色发展，促进化纤行业整体制造水平。

## 6. 行业关注

### (1) 行业周期性强、易受上下游景气度影响

涤纶长丝行业作为化纤行业的细分子行业，介于石化工业和纺织工业之间，石化工业和纺织工业特点均较为鲜明，属典型的周期性行业和出口导向型行业。上下游产业链的不稳定加剧了化纤行业的经营风险。

### (2) 上游原材料价格波动影响

涤纶长丝产品的主要原材料为石化产品中的 PTA、MEG、PET，与原油价格存在联动性；且上游石油炼化企业集中度和垄断性较强，涤纶长丝企业对上游议价能力偏弱。因此，石油价格波动会给涤纶长丝行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

### (3) 产品价格易被实施反倾销措施

从出口来看，我国涤纶长丝出口增长较快，在欧美经济复苏乏力的背景下，主要国家贸易保护倾向明显，欧、美、日等发达经济体以及印度、土耳其等国频繁对我国化纤及其制品的出口采取反倾销、特保等贸易救济措施，加上技术壁垒、知识产权、碳排放等新的贸易保护形式的运用，使我国化纤产品的出口受到了一定影响。

## 7. 未来发展

### (1) 产能将进一步集中规模化

涤纶长丝产能目前已经出现向行业领先企业集中的趋势，但是由于涤纶民用长丝技术的逐渐成熟，产品利润空间较小并且投资规模较大，大规模并以较低成本生产已经成为行业发展的必然趋势。再加上涤纶行业盈利水平随上游原材料波动较大，中小型企业技术水平、资金实力等方面均处劣势，将会在市场周期波动过程中逐渐被淘汰，使得产能将进一步集中。

随着聚酯工业技术水平的提高，聚酯装置趋向大型化、自动化和节能化，生产效率不断提高，单位投资、能耗和加工成本不断降低。涤纶长丝生产企业只有具有一定的规模优势，才能在充分竞争的行业中取得竞争优势。

### (2) 产业链投建重点转移到 PX 环节

PX—PTA—聚酯产业链中，国内 PX 供给不足，由于进口依赖度高，以日韩为首的 PX 厂家议价能力较强，获得了产业链大部分利润。受我国 PX 审批权下放影响，部分民企已开始投建 PX 装置，加之国内大型炼化一体化项目的顺利推进，其中恒力化纤 2,000 万吨/年炼化一体化项目已于 2018 年底正式投料开车，江苏东方盛虹股份有限公司 1,600 万吨/年炼化一体化项目、浙江石油化工有限公司（以下简称“浙江石化”）4,000 万吨/年炼化一体化项目目前正在建设过程中，后期成功建成投产后，我国 PX 自给率将有望大幅提高。

### (3) 产品的差异化程度、高科技程度、附加值将显著提高

随着经济全球化进程的加快，世界化纤产业已经向中国转移。美国、日本、欧洲已经退出常规品种的生产，转向发展高科技和高附加值产品，强化高新技术纤维的研发与生产应用。产品差异化有望成为未来涤纶纤维的发展方向；超细纤维纺丝技术、各种截面纤维纺丝技术、微小粒子混合纺丝技术、聚合物改性技术、复合纤维技术、热处理技术和化学处理技术等新合纤开发的关键技术是

未来技术的发展方向。目前，常规丝的竞争日趋激烈，而高附加值的差别化、功能性纤维市场发展空间较大，国内主要涤纶纤维企业已不断地在技术研发上增加投入，加大新产品开发力度，提高产品附加值。未来，我国涤纶长丝行业将致力于提高涤纶长丝产品的差别化、功能化率和附加值。

总体看，为提高原料自给率，行业内企业已开始将投建重点转移至产业链上游；同时产能规模化、产品差异化和功能化、应用广泛化是涤纶长丝行业的主要发展方向。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司为目前国内产能、产量、销量最大的涤纶长丝制造企业，2001~2018年公司连续18年在国内涤纶长丝行业中销量名列第一，2018年国内市场占有率超过16%，国际市场的占有率达11%，具有较大的市场话语权。截至2018年底，公司具备320万吨POY、80万吨FDY和65万吨DTY的年生产能力（合并抵消后）。公司PTA产品基本为自用，2018年PTA的实际生产量为348.3万吨。

##### （1）产品优势

公司涤纶长丝产品结构丰富，拥有包含POY、FDY、DTY、复合丝等多个系列的1,000余个涤纶长丝品种，为国内拥有涤纶长丝品种最多的制造企业，产品差别化率为70%，高于行业平均水平（行业平均水平约为65%）。此外，公司还拥有大有光、半消光、阳离子等诸多系列的聚酯切片产品。

基于产品种类众多的优势，公司可针对市场需求的变动，快速调整其生产计划和产品结构以适应市场需求。丰富的产品种类还有利于其满足各类不同目标客户的有效需求，并抵御单一产品受外部经济环境波动而产生的经营风险。

##### （2）产业链整合和协同发展优势

公司全资子公司嘉兴石化投建的一期年产120万吨PTA项目和2017年底建成投产的二期年产200万吨PTA项目，使公司形成了PTA、聚酯、纺丝、加弹上下游一体化的产业链格局，一方面增强了公司的整体综合实力，另一方面，公司的原料PTA大部分采购于嘉兴石化，运距短、成本低且供应稳定，与其他外购PTA的涤纶长丝企业相比，公司拥有更强的成本优势。此外，2017年上半年，公司通过收购桐昆控股持有的浙江石化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。

##### （3）技术优势

公司化纤板块现有两家下属企业为国家高新技术企业，同时公司也为国家新合纤产品开发基地，拥有国家认证实验室、国家级企业技术中心、省级企业研究院、院士专家工作站。2017年，公司成功设立博士后工作站，并顺利引入浙江理工大学博士后为进站博士。以此为平台，公司拥有一流的技术研发团队，多项产品、技术开发成果达到国内领先乃至世界领先水平，公司“年产40万吨差别化聚酯长丝成套技术及系列新产品开发”项目荣获了国家科学技术进步二等奖、浙江省科技进步一等奖、中国纺织工业联合会科技进步一等奖。公司绝大部分关键设备为德国、日本引进，达到国际一流装备水平。

截至2018年底，公司及子公司拥有境内专利权308项，其中发明专利29项，实用新型专利279项。2016~2018年，公司研发投入分别为19,927万元、32,676万元和48,794万元。

##### （4）区位优势

公司位于浙江嘉兴桐乡，地处浙江北部杭嘉湖平原，东距上海110公里，北临苏州74公里，西

邻杭州 56 公里，属以上海为中心的长江三角洲经济区。从下游消费看，公司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，整个长三角地区的涤纶长丝消费量约占国内总量的 80%。

#### (5) 品牌优势

公司历来重视品牌建设，主导产品 GOLDEN COCK 牌涤纶长丝在 1999 年 9 月评为“浙江省名牌产品”，2007 年 9 月被评为“中国名牌产品”，市场知名度较高。2011 年 5 月，“桐昆”牌商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。

总体看，公司为涤纶长丝行业龙头企业，产品种类丰富，差别化率高；区位优势突出，产业链较为完善；研发实力雄厚，品牌优势明显。

## 2. 人员素质

公司董事、监事、高级管理人员共 19 人，均有丰富的管理经验。

陈士良先生，1963 年出生，大专学历，高级工程师。历任桐乡县化学纤维厂厂长，公司总裁、董事长。现任公司董事长。

许金祥先生，1964 年出生，大专学历，高级经济师。曾任桐乡市化学纤维厂生产班长、厂办副主任、主任，浙江磊鑫实业股份有限公司常务副总经理，桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司总指挥、总经理、董事长，公司生产技术部经理、技术中心主任、副总裁、执行总裁，公司第五届董事会董事、执行总裁。现任公司第六届董事会董事、总裁。

截至 2018 年底，公司共有在职职工 17,463 人，其中生产人员、销售人员、技术人员、财务人员、行政人员分别占 89.03%、2.88%、6.53%、0.60% 和 0.96%；从学历构成来看，员工中本科及以上学历的占 7.46%，大专学历的占 14.68%，大专以下学历的占 77.87%。

总体看，公司高层管理人员具备丰富的行业及管理经验；公司岗位构成、员工素质符合行业特点，能够满足生产经营需要。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的公司治理架构。

公司股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构。股东大会享有的职权主要包括：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事，决定有关董事的报酬；选举和更换监事，决定有关监事的报酬；审议批准董事会的报告；审议批准监事会或者监事的报告；审议批准公司的年度财务预、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 11 位董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 4 人；董事任期 3 年，可以连任。董事会主要享有职权包括：执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中公司职工代表 2 名；监事会设主席 1 人。监事对股东会负责，监事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，每届任期 3 年，主持公司日常经营和管理，对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构符合《公司法》及《公司章程》的规定，运行情况较好。

## 2. 管理体制

公司实行董事会领导下的总裁负责制，建立了符合生产经营特点的组织结构，拥有完整的采购、生产、销售系统及配套部门，各部门独立运行、权责明晰。为加强内部控制，防范经营风险，促进公司规范和可持续发展，公司按照法律法规的要求，建立了较为完善的内部控制制度管理体系，内控制度贯穿于公司生产经营管理活动的各个环节。

具体看，在业务管控上，公司建立以总裁负责制为基础，各专业职能总监分级负责为补充的日常业务运作管控体系，有效实现流程管控。

在生产管理方面，公司先后制定了多项生产管理制度和规定，确保了公司集团化统一生产管理的正常进行。在安全管理方面，公司各分、子公司均相应设置了安全生产岗位，并建立了所有岗位安全责任制度和安全生产操作规程。

在财务管理方面，公司财务部负责定期及不定期的检查，并对下属子公司指派财务总监，落实公司的内部控制制度。公司已按《会计法》、《企业会计准则》等法律法规及其补充规定的要求制定了《会计核算规程》、《财务会计制度》等有关财务制度，公司的会计核算体系健全、制度完善，符合相关法律法规的规定。

在资金管理方面，公司有权统筹安排资金，根据实际情况要求子公司调整每月资金收支的时间表；公司根据整体资金需要确定融资规模和融资主体。

在子公司管理方面，公司通过行使股东权力决定各控股子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，以保证对控股子公司的控制权并确保自身的各种决策有效执行。公司对控股子公司实施资金管理、预算管理，制定财务预算、年度计划，并督促和指导控股子公司建立相应的内部控制制度，有效地形成对控股子公司重大业务事项和风险控制。

总体看，公司治理结构健全，符合现代企业管理的要求，内控制度基本覆盖了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要从事各类涤纶长丝产品的生产和销售，产品主要应用于服装和家纺等领域，包括窗帘、沙发布、床上用品、广告布、帐篷布等。根据生产工艺和性能的区别，公司生产的涤纶长丝产品主要可分为 POY、DTY、FDY 三类，其特性和用途各有差异。

2016~2018 年 9 月，受益于供给侧改革持续推进和国际原油价格回升，我国聚酯涤纶行业景气度逐步回升，主要涤纶丝产品价格持续上涨；2018 年三季度末开始，受原油价格快速下跌以及前期 PTA 价格过度上涨影响，聚酯长丝价格大幅下跌，利润大幅收窄，但 2018 年聚酯行业整体行情依旧延续了 2017 年良好的发展态势，聚酯长丝价格运行区间较 2017 年有明显提升；同时，公司为保持行业龙头地位，近年来大幅扩张产能，带动公司收入和利润规模快速增长。2016~2018 年，公司营业收入分别为 255.82 亿元、328.14 亿元和 416.01 亿元，年均复合增长 27.52%，其中主营业务收入分别占当期营业收入的 89.66%、92.51%和 96.64%，公司主营业务突出；净利润分别为 11.43 亿元、

17.69 亿元和 21.31 亿元，年均复合增长 36.58%。

从主营业务收入构成来看，2016~2018 年，公司主要收入来自 POY、DTY 和 FDY 三大板块，受益于景气度上行，公司新增产能市场拓展良好，各板块收入均呈快速增长态势。2016~2018 年，POY 板块收入分别为 148.90 亿元、200.31 亿元和 256.08 亿元，占主营业务收入比重分别为 64.92%、65.99%和 63.69%，POY 为公司最主要收入来源，收入占比较为稳定；DTY 板块收入分别为 32.38 亿元、45.76 亿元和 65.00 亿元，占主营业务收入比重分别为 14.12%、15.07%和 16.17%；FDY 板块收入分别为 42.96 亿元、50.18 亿元和 69.56 亿元，占主营业务收入比重分别为 18.73%、16.53%和 17.30%。2016~2018 年，公司复合丝和平牵丝非公司主导产品，PTA 为公司生产原材料、主要产量用于自用，销售收入占比很低，对公司主营业务收入规模的影响不明显。

表 1 近年来公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
POY	148.90	64.92	9.35	200.31	65.99	10.67	256.08	63.69	12.96
DTY	32.38	14.12	12.09	45.76	15.07	12.43	65.00	16.17	12.83
FDY	42.96	18.73	8.75	50.18	16.53	10.90	69.56	17.30	8.26
复合丝	3.47	1.51	11.28	4.32	1.42	15.32	4.68	1.17	13.00
平牵丝	0.18	0.08	8.53	0.13	0.04	15.28	0.06	0.02	20.53
PTA	0.23	0.10	3.78	0.06	0.02	5.22	0.78	0.19	7.48
切片等其他	1.25	0.54	6.88	2.81	0.93	9.77	5.88	1.46	7.75
<b>合计</b>	<b>229.36</b>	<b>100</b>	<b>9.64</b>	<b>303.56</b>	<b>100</b>	<b>11.03</b>	<b>402.05</b>	<b>100.00</b>	<b>12.04</b>

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2016~2018 年，公司主营业务毛利率呈逐年上升态势，分别为 9.64%、11.03%和 12.04%，主要系涤纶长丝景气度逐年上涨所致。其中，POY 毛利率分别为 9.35%、10.67%和 12.96%，DTY 毛利率分别为 12.09%、12.43%和 12.83%，受市场供需影响，DTY 价格涨幅小于 POY。FDY 毛利率分别为 8.75%、10.90%和 8.26%，2018 年毛利率同比下降，主要系当年 FDY 行情不佳，下游需求较弱所致。

总体看，受益于供给侧改革及国际油价波动上行，近三年公司产品价格快速上升，同时受益于产能不断扩大，公司收入及盈利持续快速增长。公司收入及利润主要来自 POY、DTY 和 FDY 三大板块，其中 POY 产能规模最大，系公司收入和利润的最主要来源。

## 2. 原材料采购

公司外购的涤纶长丝产品主要生产原料包括 PX、PTA、MEG 等。

采购模式方面，公司采取集中采购和分散采购相结合的采购模式，对诸如 PTA、MEG 等大宗原料主要采用集中采购方式，即由公司的采购供应部集中招标确定供应商，各相关子公司分别与之签订采购合同。为提高采购效率，公司对于日常生产所需的大批量备品备件、低值易耗品等物资，主要安排下属贸易子公司负责集中采购，其余辅料原则上由公司和各子公司的经营科（部）通过对外招标形式采购。

具体看，为保证原料供应，公司 PTA、MEG 的长期战略合作协议合同采购量约占总采购量的 80%。PTA 长协供应商为中国石油化工集团公司（以下简称“中国石化”）等大型石化企业，采购结算方式一般协议约定为三个月银行承兑汇票，因公司现金充足，在供应商价格可给予更大优惠的

前提下可进行现款结算；其余 PTA 原料主要通过市场渠道并根据价格优先的原则进行采购，公司通常在验货合格后再支付货款进行结算，账期为 1~3 天，供货商主要为江浙地区的石化企业，PTA 原料通常储备 7 天左右。MEG 主要由中国石化、沙伯亚太有限公司等供应，主要结算方式为三个月银行承兑汇票或 90 天美元信用证结算，账期约为 90 天，长协供货比例约占 80%。PET 主要由中石化供应，长期合同供货比例约占 70%，其余约 30% 从市场上购买，MEG 原料通常储备 10 天左右。PX 作为公司自产 PTA 的生产原料，主要依赖进口，由中国石化、丸红、三菱、伊藤忠等供应，PX 原料通常储备 20 天左右。另外，现阶段我国 PX 和 MEG 产能不足，公司目前正与业内企业合作建设大型炼化一体项目，以保障原材料供应。

采购策略方面，公司为价格接受者，原材料 PTA 和 PX 价格易受原油价格波动影响而波动，公司经营积极把握原辅料采购的时点和节点，最大限度地降低采购成本。

为保障未来业务的快速发展，公司近年来积极向上游产业链延伸。PTA 系涤纶长丝的重要原料，公司投建的嘉兴石化一期年产 120 万吨 PTA 项目和二期年产 200 万吨 PTA 项目分别于 2012 年底和 2017 年底建成投产，PTA 自给能力增强。此外，2017 年上半年，公司通过收购桐昆控股持有的浙江石化 20% 的股权，进入炼化一体化领域，使得公司产业链向上游进一步延伸。

从采购数量来看，除 PTA 外，近三年公司主要原材料的采购数量均呈上升趋势，主要系产能扩张所致。公司自有 PTA 产量不能完全满足其日常生产用量，近三年对外采购量分别为 126.69 万吨、149.70 万吨和 96.63 万吨，2017 年底嘉兴石化年产 200 万吨 PTA 投产，导致 2018 年 PTA 对外采购量较上年大幅减少，同时由于 PX 是 PTA 的上游原料，2018 年公司 PX 采购量较上年大幅增长。

从采购价格来看，公司主要原材料 PTA、MEG 和 PX 价格均与原油价格相关，2016~2018 年，主要原材料采购价格呈逐年上升态势，但同时受库存、主要厂商开工、价格传导和资金炒作等因素的影响，各原材料涨幅不一。

表 2 近年来公司主要原材料采购情况（不含税价格）

原材料名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
PX	总采购量（万吨）	112.50	127.99	228.62
	采购均价（元/吨）	5,282.39	5,801.91	7,277.68
PTA	总采购量（万吨）	126.69	149.70	96.63
	采购均价（元/吨）	3,949.72	4,449.52	5,587.62
MEG	总采购量（万吨）	114.10	130.10	165.32
	采购均价（元/吨）	4,621.81	6,111.05	6,254.50

资料来源：公司提供

注：PTA 为外购量，向嘉兴石化采购部分已抵消。

2016~2018 年，公司前五大供应商采购额占当期采购总额比例分别为 51.63%、41.32% 和 41.74%，公司供应商集中度较高且供应渠道较稳定，主要系上游原材料市场垄断程度较高所致。

表 3 近年来公司主要原材料采购情况（单位：万元、%）

年份	供应商	采购额	占当期采购总额比例
2016 年	恒力石化（大连）有限公司	236,355.15	12.71
	中国石化上海石油化工股份有限公司	228,852.18	12.31
	中国石化化工销售有限公司华东分公司	199,942.75	10.75
	SABIC ASIA PACIFIC PTE LED（沙伯亚太新加坡）	198,911.67	10.70
	汉邦（江阴）石化有限公司	96,235.47	5.17
	合计	960,297.21	51.63

2017 年	中国石化化工销售有限公司华东分公司	273,442.18	10.59
	SABIC ASIA PACIFIC PTE LED (沙伯亚太新加坡)	257,065.11	9.96
	中国石化上海石油化工股份有限公司	249,521.83	9.67
	浙江前程石化股份有限公司	179,950.65	6.97
	恒力石化(大连)有限公司	106,694.97	4.13
	<b>合计</b>	<b>1,066,674.74</b>	<b>41.32</b>
2018 年	中国石化上海石油化工股份有限公司	388,972.20	10.89
	中国石化化工销售有限公司华东分公司	376,610.21	10.54
	MARUBENI CORPORATION (丸红日本)	273,386.14	7.65
	SABIC ASIA PACIFIC PTE LED (沙伯亚太新加坡)	250,972.40	7.02
	MITSUBISHI CORPORATION (三菱商事日本)	201,376.39	5.64
	<b>合计</b>	<b>1,491,317.34</b>	<b>41.74</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司通过长协与市场供货相结合的方式来满足大宗原料的供应需求，集中度较高，近年来采购价格受原油价格影响呈逐年上涨态势。同时，公司向上游产业链的有效延伸，将进一步提升化纤板块原料的控制能力。

### 3. 产品生产

鉴于涤纶长丝下游客户主要为服装、家纺、面料生产类企业，该类企业具有数量众多、单一客户业务金额相对较小等特点，为提高生产效率，公司目前主要采用备货式的生产方式进行生产，每年年末根据当年的运营和销售情况制定下一年度的生产指标。

公司产品产能主要位于浙江省桐乡市，目前，涤纶长丝可采用由聚酯装置运送的聚酯熔体直接纺丝（即熔体直纺），亦能采用由干燥处理的聚酯切片经再熔融得到的熔体进行纺丝（即切片纺）。生产设备方面，公司拥有国内先进的化纤产品生产设备，其中 80% 以上的关键设备均从德国、日本等国引进，如德国巴马格全自动卷绕头和高速纺丝机、日本 TMT 双胞胎卷绕头、法国 Rieter 型高速加弹机等。截至 2018 年底，公司拥有熔体直纺 POY 生产线 153 条、FDY 生产线 47 条；切片纺 POY 螺杆 39 条、FDY 螺杆 21 条，加弹机 362 台，平牵机 48 台。

生产模式方面，公司及各子公司采用专业化分工生产的生产模式：公司各厂区及各子公司每年年底根据当年的运营和销售情况制定下一年度的生产指标，之后上报公司确认，公司据此考核公司各厂区及各子公司的生产情况。同时，公司即时根据客户需求及产品盈利性调节产品产能和产量；产量调整上，排产部每天根据市场人员反馈的信息调节产品生产结构，以保证产品时销率最高；产能方面，近年来涤纶长丝行业处于上行周期，公司为巩固自身在民用涤纶长丝领域的主导地位，加大了主要产品的产能扩张力度，截至 2018 年底，POY、FDY、DTY 的产能分别达 320 万吨、80 万吨和 65 万吨（合并抵消后）。得益于涤纶长丝产品能较好地满足市场需求，近三年，其产能利用率均保持在较高水平。

表 4 近年来公司化纤板块主要产品生产情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
POY	产能	250.00	270.00	320.00
	产量	240.57	274.93	320.39

	产能利用率	96.23	101.83	100.12
FDY	产能	60.00	60.00	80.00
	产量	62.88	62.01	80.96
	产能利用率	104.80	103.35	101.20
DTY	产能	40.00	50.00	65.00
	产量	41.83	51.97	65.91
	产能利用率	104.58	103.94	101.40

资料来源：公司提供

在质量控制方面，公司每日跟踪各类生产指标的变动情况，包括产量、等品率、优等率、废丝率、断头率和制成率等，均高于行业平均水平。公司通过生产技术部负责监督指导公司各厂区和各子公司的生产、工艺技术、生产管理线和质量控制线，每月召开生产例会，分析问题、指导生产、调整结构，使其能有序合理生产适销产品。

在安全保护方面，公司通过了浙江省的环保核查，同时内部制定了严格的环保流程，着重对生产过程中的废气、废水和废渣进行综合处理。公司注重环保方面的投入力度，2016~2018 年公司环保投入资金分别为 6,074.60 万元、7,119.79 万元和 7,755.78 万元。

生产能源耗费方面，公司所需主要能源包括电、蒸汽、天然气、煤等。其中，位于桐乡市的各厂、子公司，电、蒸汽、天然气分别由桐乡市供电局、桐乡泰爱斯热电有限公司、桐乡港华天然气有限公司供应；位于长兴县的子公司，电由长兴县供电局供应；位于嘉兴市的子公司，电、蒸汽、天然气分别由嘉兴市供电局、浙江嘉化能源化工股份有限公司、嘉兴市港区天然气有限公司供应。各家子公司需用煤均从周边市场购买。主要能源供应充足。

在成本控制方面，随着公司产量不断增长以及原材料价格上涨，2016~2018 年公司成本年均复合增长 30.56%。从成本构成来看，原料成本占比均在 84% 以上，为影响成本的主要元素。燃料动力成本和人力成本占比较小，对公司整体成本影响较小。

表 5 近年来公司化纤生产成本构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原料	174.55	84.31	228.55	84.62	302.61	85.74
燃料动力	9.00	4.35	11.34	4.20	13.33	3.78
直接人工	4.19	2.02	5.93	2.20	7.22	2.05
其他	19.30	9.32	24.25	8.98	29.75	8.43
合计	<b>207.04</b>	<b>100.00</b>	<b>270.07</b>	<b>100.00</b>	<b>352.92</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司年报

总体看，近几年涤纶长丝行业处于上行周期，公司为巩固自身在民用涤纶丝领域的主导地位，加大了 POY、FDY 和 DTY 的产能扩张力度，且基本处于满产状态；公司技术成熟，设备较为先进，整体生产运行情况稳定。

#### 4. 产品销售

销售模式方面，公司目前涤纶长丝产品主要面向服装企业、家纺企业及化纤贸易商，因下游客户数量众多，较为分散，公司实行库存销售的模式，并实行款到发货的原则；公司涉足涤纶长丝较早，经过几十年的发展已积累了一批优质、稳定的客户群体。

产品定价方面，公司根据市场行情、财务成本核算、供需状况初步制定产品价格并报送总裁审批后最终确定当期各类产品的销售价格。为熨平上游原料价格波动风险，公司在各类涤纶长丝产品的售价制定过程中将着重参考原材料 PTA、MEG 的价格走势。

近年来，公司基于市场需求组织生产，产销量总体呈增长趋势，主要产品 POY、FDY 和 DTY 产销率均处于较高水平，近年来产销率有小幅下降的趋势，主要系公司产能持续扩张以及 2018 年四季度销售行情较差所致。销售价格方面，受益于供给侧改革及油气价格回升等因素带动的行业景气度回暖，近年来公司产品价格均大幅提升。

表 6 近年来化纤板块主要产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
POY	产量	240.57	274.93	320.39
	销量	243.50	273.69	303.21
	产销率	101.22	99.55	94.64
	价格	6,115	7,319	8,446
FDY	产量	62.88	62.01	80.96
	销量	63.93	62.15	78.54
	产销率	101.67	100.23	97.01
	价格	6,720	8,073	8,858
DTY	产量	41.83	51.97	65.91
	销量	42.07	51.23	64.56
	产销率	100.57	98.58	97.95
	价格	7,698	8,931	10,069

资料来源：公司提供

销售客户方面，公司产品以“内销为主，出口为辅”，国内客户主要分布在浙江、江苏等周边地区，海外客户主要为中东、南美等地区的发展中国家。近三年，国内销售占比均在 93% 以上。

表 7 近年来公司产品主营业务收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	214.82	93.66	284.25	93.64	377.37	93.86
国外	14.54	6.34	19.30	6.36	24.68	6.14
合计	229.36	100.00	303.56	100.00	402.05	100.00

资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司中前五大客户销售收占营业收入比例分别为为 9.37%、7.76% 和 4.06%，客户集中度较低。

表 8 近年来公司主要产品销售情况（单位：万元、%）

年份	客户	销售额	占销售收入比例
2016 年	中艺远东进出口有限公司	77,636.37	3.03
	浙江前程石化股份有限公司	70,660.92	2.76
	苏州恒舞纺织科技有限公司	31,863.11	1.25
	太仓市威豪化纤有限公司	31,857.56	1.25
	海宁合丰纺织品有限公司	27,666.48	1.08
	合计	239,684.43	9.37

2017 年	中艺远东进出口有限公司	117,489.85	3.58
	苏州恒舞纺织科技有限公司	45,336.73	1.38
	海宁合丰纺织品有限公司	31,270.52	0.95
	太仓市威豪化纤有限公司	30,887.86	0.94
	苏州盛泽东方市场纺织电子交易中心有限公司	29,697.94	0.91
	<b>合计</b>	<b>254,682.89</b>	<b>7.76</b>
2018 年	苏州恒舞纺织科技有限公司	51,289.25	1.23
	海宁合丰纺织品有限公司	31,835.65	0.77
	太仓市威豪化纤有限公司	30,950.97	0.74
	苏州力佳新型材料有限公司	29,019.43	0.70
	太仓市吉隆化纤贸易有限公司	25,662.05	0.62
	<b>合计</b>	<b>168,757.35</b>	<b>4.06</b>

资料来源：公司提供

结算方式方面，在国内销售上，公司根据内部制定的产品价格自行直接销售，鉴于其对下游客户具有较强的议价能力，公司采用先款后货的销售原则，并采用现金、电汇、汇票等结算方式。外销上，公司通常在预计外销毛利率高于内销时开展外销业务，采取电汇、信用证等国际结算方式，平均收款期约为 50 天，基本在收取客户 10~30% 的预付款或 100% 信用证、电汇后安排发货。

总体看，公司化纤产品市场集中于国内，受益于供给侧改革及油气价格回升等因素带动的行业景气度回暖，近年来公司产品价格大幅提升，产品销量保持稳定增长态势。

## 5. 重大事项

### (1) 非公开发行股票

经中国证券监督管理委员会 2016 年 1 月 14 日出具的《关于核准桐昆集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2016〕101 号）核准，公司于 2016 年 5 月份非公开发行 26,833.63 万股，该次非公开发行股票完成后，公司总股本为 123,193.63 万股。2017 年 6 月 8 日，该次非公开发行股票中，认购股份的股东除桐昆控股外，其余股东限售期（12 个月）已届满，所持有限售条件的流通股自 2017 年 6 月 8 日起解除限售，可上市流通。

经中国证券监督管理委员会 2017 年 10 月 30 日出具的《关于核准桐昆集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2017〕1936 号）核准，公司于 2017 年 11 月份非公开发行 6,944.44 万股，该次非公开发行股票完成后，公司总股本为 130,138.07 万股。

总体看，公司非公开发行股票将对增强自身资本实力起到积极作用，但对实际控制人持股比例存在稀释效果。

### (2) 现金收购桐昆控股持有的浙江石油化工有限公司 20% 股权

浙江石化由浙江荣盛控股集团有限公司、巨化集团公司、舟山海洋综合开发投资有限公司和桐昆控股分别出资 51,000 万元、20,000 万元、9,000 万元和 20,000 万元于 2015 年 6 月 18 日成立，后经多次按比例增资，浙江石化实收资本达到 50,000.00 万元，其中桐昆控股出资 100,000.00 万元。2017 年 5 月，公司董事会审议了《关于子公司拟收购浙江桐昆控股集团有限公司持有的浙江石油化工有限公司 20% 股权的议案》，同意公司全资子公司浙江桐昆投资有限责任公司以支付现金方式收购桐昆控股所持有的浙江石化 20% 股权，交易价格为 101,413.10 万元。

浙江石化拟在舟山市岱山县绿色石化基地建设舟山炼化一体化项目，项目设计规模为 4,000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯。该项目目前尚处于筹建阶段，项目分两期建设，

一期将实现项目总规模一半的产能。项目总投资 1,730.85 亿元，建设投资 1,574.87 亿元，建设期利息 88.14 亿元，流动资金 67.83 亿元；项目总投资中，30%为企业自有资金，其余为银行贷款；项目投资后的内部收益率为 15.16%，项目回收期为 10.54 年。其中一期项目投资 901.56 亿元，建设期利息 45.99 亿元，流动资金 33.84 亿元，一期主体工程投资为 748.3 亿元，项目投资后一期内部收益率为 14.70%，一期投资回收期为 8.11 年。

公司分别于 2017 年和 2018 年对浙江石化进行追加投资，截至 2018 年底，公司对浙江石化的出资额达 52.44 亿元，持股比例 20%。浙江石化一期项目预计于 2019 年达产，公司对浙江石化二期项目的投资额预计为 30 亿元。

过去“PX-PTA-聚酯-涤纶长丝”产业链因产能投放不均衡、上游市场集中度高，利润多集中在上游 PX 企业。未来该项目投产后，PX 产能达 800 万吨左右，可改善公司 PX 的采购稳定性，控制采购成本，并进一步完善公司化纤产业链布局。

总体看，未来随着浙江石化项目 PX 产能释放，公司原材料成本将大幅降低，利润率有望大幅增长，同时需注意到该项目规划的未来投资规模仍较大，将增加公司的资金压力。

### (3) 洋口港石化聚酯一体化项目签订投资合作协议

2019 年 2 月，公司与江苏如东洋口港经济开发区管委会签订《桐昆集团股份有限公司（洋口港）石化聚酯一体化项目投资合作协议》。该项目总投资含税约 160 亿元，建设年产 2×250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 项目。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。资金筹集方面，公司将根据自身的财务状况和项目投资时的实际情况，以自有资金、项目公司银行固定资产贷款或通过其他再融资方式解决。

主厂区规划用地面积约为 2,330 亩，热电联产规划用地面积约为 125 亩，PX、MEG 物流码头配套用地约 125 亩，内河港物流用地约 30 亩。项目总用地面积约为 2,610 亩。实际用地面积根据项目可研、节地评估、专家评审情况由管委会审定。项目供地方式为招标拍卖挂牌方式有偿出让国有土地使用权，使用年限为 50 年。项目用地可一次性供地，需全额支付受让项目用地土地出让款。此外，江苏如东洋口港经济开发区管委会为公司提供洋口港新城区 50 亩生活配套用地。

项目投资进度方面，该项目计划在 2019 年 11 月底完成相关审批手续，一期开工建设时间为 2019 年 12 月~2022 年 12 月，二期开工建设时间为 2023 年 12 月~2025 年 12 月。

总体看，该项目建成投产后，将进一步巩固公司在聚酯行业的龙头地位，同时保障原材料 PTA 的充足供应，但该项目规划的未来投资规模较大，将使公司面临持续大规模投资压力。

## 6. 在建项目

公司为保持自身在涤纶长丝行业内规模方面的竞争优势，截至 2018 年底有较大规模扩产项目，项目预算总额 131.91 亿元，已投入 95.42 亿元，尚需投入 36.49 亿元。公司在建项目较多，加之浙江石化项目和洋口港聚酯一体化项目投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。若未来在建项目投产，其产业链将进一步完善，产品收入及利润规模有望进一步增长。目前，公司在建的主要项目（由于公司在建项目较多、仅选取重点项目列示）主要为：

表9 截至2018年底公司重点投资项目情况(单位:亿元)

项目名称	预算数	累计投入金额	未来资金投入	资金来源	预计投产进度安排
年产38万吨DTY差别化纤维项目	12.70	8.80	3.90	募集资金及自筹	部分装置已投产
年产30万吨绿色智能化纤维项目	9.40	3.34	6.06	募集资金及自筹	2019年二季度
恒优年产30万吨差别化POY项目	9.48	3.12	6.36	募集资金及自筹	2019年二季度
恒优年产30万吨差别化POY技改项目	7.12	2.02	5.10	募集资金及自筹	2019年二季度
恒腾年产30万吨绿色纤维项目	9.55	1.57	7.98	自筹资金	2019年二季度
<b>合计</b>	<b>48.25</b>	<b>18.85</b>	<b>29.40</b>	--	--

资料来源:公司提供

总体看,随着公司新增项目的稳步推进,公司生产能力和原料自给能力将逐步增强,但公司在建及拟建投资规模较大,未来存在一定的资本支出压力及产能释放压力。

## 7. 经营效率

2016~2018年,公司应收账款周转率分别为61.30次、60.38次和113.68次,2018年指标大幅提升主要系应收账款下降的同时营业收入大幅增长所致,整体周转效率较高;公司存货周转率分别为11.13次、12.37次和10.33次,2018年末聚酯行情较差,公司存货同比有所增长;受总资产规模快速增长的影响,公司总资产周转率呈持续下降趋势,分别为1.50次、1.44次和1.36次。与同行业企业比较,公司经营效率处于行业一般水平。

表10 2017年主要同行业企业经营效率指标(单位:次)

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
新凤鸣	124.73	26.93	2.31
恒力股份	227.60	5.04	0.83
<b>桐昆股份</b>	<b>119.70</b>	<b>10.78</b>	<b>1.36</b>

资料来源:Wind

注:为便于同业比较,本表数据引自Wind,应收账款及存货计算均为净额口径,与本报告附表口径有一定差异;

总体看,公司整体经营效率较高。

## 8. 经营关注

### (1) 产业链延伸和产能扩张的风险

公司已形成PTA、聚酯、纺丝、加弹上下游一体化的涤纶长丝全产业链,并不断通过扩建项目优化产品结构。产业链的延伸和拓展对公司的管理、营销、技术等方面提出了更高要求。目前,公司在建项目规模较大,后续的资金投入压力较大,相关项目的产能释放程度以及项目能否实现预期收益存在一定不确定性。

### (2) 原材料和产品价格波动的风险

涤纶行业是石化产业链的中端行业,经营业绩受国际原油价格波动影响明显。影响国际油价的因素较多,虽然公司已将部分原材料价格波动的风险转移给下游客户,但原材料和产品价格宽幅波动仍将增大公司存货管理的难度,以致面临存货跌价损失的风险,进一步影响公司盈利稳定性。

### (3) 安全及环保风险

涤纶在生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物，随着整个社会环境保护意识的不断增强，政府可能会颁布更为严格的环保法规，从而加大公司经营成本；此外，公司可能因管理疏忽、操作不当、不可抗力等因素造成环境污染而受到政府主管部门的行政处罚。PTA 工艺流程复杂，在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险。

## 9. 未来发展

作为涤纶长丝行业中的龙头企业，2018 年，公司以新项目建设、节能降耗、减员增效和提升经济效益为中心，追求技术进步，追求成本控制，通过抓源头、抓过程、抓促销、抓效益，有效保障了公司的稳定运营状况。2019 年，公司将始终以企业经济效益为中心，努力挖掘和培育效益增长新动力，继续坚持将“稳中求进”作为 2019 年工作的总基调，以提高企业发展质量和经济效益为中心，突出改革创新驱动。公司将通过全方位的用工改革、生产改革、销售改革、产品布局改革等措施，强化执行绩效提升的效果，在全力推进项目建设的基础上，进一步提升公司产品市场占有率，同时在企业继续做大做强聚酯涤纶产业、稳固公司在长丝行业的龙头地位和市场占有率的基础上，积极推进产业链上游项目的建设，真正实现向产业链上游的延伸，继续保持企业持续快速、健康发展。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2016~2018 年度审计报告已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。合并范围方面，2017 年，公司投资设立浙江桐昆投资有限责任公司、桐昆集团浙江恒超化纤有限公司、浙江恒优化纤有限公司和浙江恒德化纤有限公司；2018 年，公司合并范围无变化。截至 2018 年底，公司合并范围包括 18 个控股子公司。2016~2018 年，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 346.61 亿元，负债合计 185.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 161.31 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 160.71 亿元。2018 年，公司实现营业收入 416.01 亿元，净利润（含少数股东损益）21.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 24.26 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.86 亿元。

### 2. 资产质量

随着公司生产规模的不断扩大，2016~2018 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 35.06%。截至 2018 年底，公司资产合计 346.61 亿元，较年初增长 30.51%；其中，流动资产 119.76 亿元（占 34.55%），非流动资产 226.85 亿元（占 65.45%），资产结构以非流动资产为主。

#### (1) 流动资产

2016~2018 年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 26.64%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 119.76 亿元，较年初增长 52.02%，主要系货币资金和存货大幅增长所致；流动资产主要由货币资金（占 47.15%）、存货（占 34.63%）和其他流动资产（占 8.27%）构成。

2016~2018 年，公司货币资金呈逐年增长态势，年均复合增长 82.22%。截至 2018 年底，公司货币资金为 56.46 亿元，较年初增长 73.46%，主要系公司发行可转债募集资金 38 亿元所致；公司货币

资金主要由银行存款（占 94.69%）和其他货币资金（占 5.25%）构成，其中银行存款中包含结构性存款 30.50 亿元；其他货币资金中包含存出投资款 2.66 亿元，其余为各类保证金。

2016~2018 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 40.92%。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 41.47 亿元，较年初增长 55.50%，主要系 2018 年四季度涤纶产品价格大幅下降，下游客户较多持观望心态，需求相对减少导致库存增加所致。公司存货主要由原材料（占 33.05%）和库存商品（占 56.56%）构成，共计提跌价准备 2.96 亿元，主要为库存商品计提的跌价准备，主要系由于 2018 年第四季度原油价格下滑导致行业景气度下降，引起了原材料和产成品市场价格下跌，致使公司部分存货可变现净值小于其账面价值所致。2019 年初开始，公司产品价格回暖反弹，存货短期内不存在进一步减值的风险。

2016~2018 年，公司其他流动资产呈波动减少态势，年均复合减少 36.54%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 6.50 亿元，较年初减少 73.58%，主要系公司银行理财产品到期所致。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 9.91 亿元，较年初增长 52.45%，主要系期末理财及国债逆回购增加所致。公司其他流动资产主要由待抵扣增值税进项税（4.09 亿元）、银行理财产品（2.50 亿元）和国债回购交易资金（3.00 亿元）构成。

## （2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 40.25%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 226.85 亿元，较年初增长 21.44%，主要系长期股权投资和固定资产大幅增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占 23.13%）、固定资产（占 65.65%）和在建工程（占 5.87%）构成。

2016~2018 年，公司长期股权投资分别为 0.38 亿元、38.59 亿元和 52.47 亿元，逐年大幅增长，主要系公司 2017 年和 2018 年均增加了对浙江石化的股权投资所致。截至 2018 年底，公司对浙江石化股权投资的期末余额为 51.78 亿元。

2016~2018 年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长 29.28%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 148.93 亿元，较年初增长 49.65%，主要系部分在建工程投产转固所致。公司固定资产主要由机器设备（占 83.50%）和房屋及建筑物（占 15.96%）构成，累计计提折旧 78.59 亿元，固定资产成新率为 65.46%，成新率尚可。

2016~2018 年，公司在建工程呈波动减少态势，年均复合减少 16.96%。截至 2017 年底，公司在建工程为 39.20 亿元，较年初增长 103.04%，主要系公司为保持自身在涤纶长丝行业规模方面的龙头地位、较高的产品差别化率以及确保对未来新增产能持续稳定的原料供应，加大产业链投资所致。截至 2018 年底，公司在建工程为 13.31 亿元，较年初减少 66.04%，主要系嘉兴石化年产 200 万吨 PTA 项目等在建工程投产转固所致。

截至 2018 年底，公司各类受限资产合计 2.00 亿元，主要为银行融资质押或抵押的票据和固定资产，以及各类保证金。公司受限资产占总资产的比例为 0.58%，受限比例较小。

总体看，得益于行业景气度回升、利润大幅增长以及生产规模的不断扩大，公司资产增速较快；公司资金较为充裕，资产流动性较好，公司整体资产质量较好。

## 3. 负债及所有者权益

### （1）负债

2016~2018 年，公司负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 52.36%，流动负债和非流动负债均有所增长。截至 2018 年底，公司负债规模合计 185.29 亿元，较年初增长 41.17%，其中流动负债

136.62 亿元（占 73.73%），非流动负债 48.68 亿元（占 26.27%），负债结构以流动负债为主。

### 流动负债

2016~2018 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 44.95%，主要系短期借款增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债合计 136.62 亿元，较年初增长 15.03%；流动负债主要由短期借款（占 55.49%）、应付票据（占 17.13%）和应付账款（占 21.44%）构成。

2016~2018 年，公司短期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 102.10%，主要系投资需求增长所致。截至 2018 年底，公司短期借款为 75.81 亿元，较年初增长 45.63%，主要为保证借款（占 66.69%）和信用借款（占 23.21%）。

2016~2018 年，公司应付票据及应付账款呈逐年增长态势，年均复合增长 27.67%，主要系业务规模扩大所致。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 52.70 亿元，较年初增长 14.51%，其中应付票据为 23.41 亿元，应付账款为 29.29 亿元，主要为货款和设备及工程款。

### 非流动负债

2016~2018 年，公司非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 81.36%，主要系长期借款和应付债券所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 48.68 亿元，较年初增长 289.69%；非流动负债主要由长期借款（占 35.23%）和应付债券（占 62.50%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款分别为 1.40 亿元、11.76 亿元和 17.15 亿元，年均复合增长 250.00%，主要系公司投资项目所需资金较多所致。截至 2018 年底，公司长期借款主要为保证借款，贷款利率为 4.75% 左右，1~3 年到期金额为 15.00 亿元，3 年以上到期为 3.06 亿元。

2016~2018 年，公司应付债券分别为 12.97 亿元、0 亿元和 30.42 亿元。2018 年 5 月，公司发行 38 亿元可转债，期限为 6 年，扣除发行费用后，对应负债部分金额为 30.22 亿元，计入应付债券；对应权益部分金额为 7.55 亿元，计入其他权益工具。

2016~2018 年，随着公司经营规模扩大以及投资在建项目的增加，公司融资需求增加，全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长 58.41%。截至 2018 年底，公司短期债务为 99.23 亿元（占 67.59%），较年初增长 12.44%，主要系短期借款增长所致；公司长期债务为 47.57 亿元（占 32.41%），较年初增长 304.53%，主要系发行可转债所致。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 42.01%、49.42% 和 53.46%，全部债务资本化比率分别为 34.68%、42.68% 和 47.65%，长期债务资本化比率分别为 11.54%、8.05% 和 22.77%，公司债务负担有所加重，但仍在合理范围内。

总体看，公司债务规模增长较快，但整体债务负担仍处合理范围。公司债务结构有待完善。

#### （2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 21.00%，主要系利润留存增加、定向增发以及发行可转债所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 161.31 亿元，较年初增长 20.09%；其中，归属于母公司的所有者权益占 99.62%，主要由股本（占 11.34%）、其它权益工具（占 4.70%）、资本公积（占 36.83%）、盈余公积（占 4.72%）和未分配利润（占 42.45%）构成；未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

总体看，受公司利润的逐渐积累以及使用权益融资方式影响，公司所有者权益持续快速增长；公司权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

### 4. 盈利能力

近年来，随着公司经营规模扩大以及产品价格上涨，公司收入和利润规模快速增长。2016~2018 年，公司营业收入分别为 255.82 亿元、328.14 亿元和 416.01 亿元，年均复合增长 27.52%；净利润

分别为 11.43 亿元、17.69 亿元和 21.31 亿元，年均复合增长 36.58%。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司期间费用呈波动增长态势，分别为 8.64 亿元、11.23 亿元和 17.72 亿元，2018 年期间费用较上年大幅增长，主要系财务费用大幅增长所致。具体看，2018 年，公司销售费用为 1.26 亿元，较上年增长 22.10%，主要系随着销售收入增长，销售人员薪资、外销报关费及港杂费、货物运保费等随之增长所致；管理费用为 5.85 亿元，较上年增长 23.55%，主要系公司新增投产项目增多，职工人数增长，相应的职工薪酬、无形资产摊销及保险费和办公费等增长所致；财务费用为 5.73 亿元，较上年增长 160.43%，主要系公司融资规模大幅增加所致；研发费用为 4.88 亿元，较上年增长 49.32%，主要系公司为了保持竞争优势加大研发投入所致。2016~2018 年，公司费用收入比分别为 3.38%、3.42%和 4.26%，公司费用控制较强。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 8.57%，10.11%和 11.48%，逐年提升，主要系行业景气度上升，产品价格上涨所致；总资本收益率分别为 8.95%，10.02%和 9.43%，总资产报酬率分别为 9.46%，11.00%和 10.50%，净资产收益率分别为 12.70%，14.47%和 14.42%，呈波动上升态势。与同行业上市公司 2017 年相关盈利指标比较来看，公司盈利处于行业一般水平。

表 11 主要同行业上市公司 2018 年盈利能力比较（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
新凤鸣	19.23	10.09	8.94
恒力股份	19.13	4.59	12.27
<b>桐昆股份</b>	<b>14.40</b>	<b>6.93</b>	<b>11.51</b>

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 数据。

总体看，在近年行业景气度回升以及公司新建产能投产的带动下，公司收入和利润规模持续增长，费用能力控制能力较强，盈利指标有所提升。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入呈逐年增长态势，分别为 292.78 亿元、335.78 亿元和 495.29 亿元，年均复合增长 30.06%，与公司收入规模变化趋势基本保持一致；公司经营活动现金流出规模呈逐年增长态势，分别为 262.37 亿元、313.51 亿元和 471.03 亿元，年均复合增长 33.99%，其增速略高于经营活动现金流入增速；综上影响，2016~2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 30.41 亿元、22.27 亿元和 24.26 亿元。2016~2018 年，公司现金收入比率分别为 112.63%、100.23%和 116.78%，公司收入实现质量高。

从投资活动来看，公司为巩固持续领先的行业地位，不断完善产业链和扩张产能，持续增加债务融资以进行长期资产投资，公司投资活动现金流入规模及流出规模均呈逐年增长态势。2016~2018 年，公司投资活动现金流入分别为 38.46 亿元、53.13 亿元和 87.01 亿元，年均复合增长 50.42%；公司投资活动现金流出分别为 80.54 亿元、98.33 亿元和 164.16 亿元，年均复合增长 42.76%。综上影响，2016~2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-42.09 亿元、-45.19 亿元和-77.15 亿元，呈持续大规模净流出状态。

2016~2018 年，公司筹资活动现金流入呈逐年增长态势，分别为 118.15 亿元、135.01 亿元和 180.98 亿元，年均复合增长 23.76%；公司筹资活动现金流出呈波动增长态势，分别为 98.57 亿元、95.11 亿元和 132.75 亿元，年均复合增长 16.05%。综上影响，2016~2018 年，公司筹资活动现金流量净额分

别为 19.59 亿元、39.90 亿元和 48.23 亿元，呈逐年增长态势。公司经营活动产生的现金流量净额无法满足公司投资活动需求，公司对外部融资有较大需求。

总体看，得益于公司产品销量及价格持续增长，经营活动现金流持续增长，但由于公司筹建及拟建项目投资规模较大，使得公司将面临持续的外部筹资压力。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 1.15 倍、0.66 倍和 0.88 倍，速动比率分别为 0.83 倍、0.44 倍和 0.57 倍，均呈波动下降趋势；现金短期债务比分别为 0.45 倍、0.41 倍和 0.60 倍，呈波动上升趋势，主要系发行可转债募集资金导致货币资金增长所致。公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 26.42 亿元、36.36 亿元和 47.08 亿元，呈逐年上升态势，主要系利润总额增长所致。公司 2018 年 EBITDA 中，利润总额占 59.22%，计入财务费用的利息支出占 9.07%，折旧占 30.62%。2016~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.45 倍、0.36 倍和 0.32 倍，EBITDA 利息倍数分别为 12.58 倍、14.52 倍和 11.00 倍。公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

截至 2018 年底，公司不存在任何对公司财务状况、经营成果、未来经营业绩可能产生较大影响的未决诉讼、仲裁事项及行政处罚案件。

截至 2018 年底，公司共获银行授信额度 266.23 亿元，尚未使用额度为 118.41 亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10330483000038802），截至 2019 年 2 月 25 日，公司无未结清和已结清的不良信贷，存在 3 笔已结清关注类贷款记录。

总体看，公司作为涤纶行业龙头企业，在近年行业景气度回升带动下，盈利能力大幅增强，但短期债务规模大，短期偿债能力指标偏弱；公司融资渠道畅通，过往履约记录较好，公司整体偿债能力很强。

## 八、本次可转债偿债能力分析

### 1. 本次可转换公司债的发行对目前负债的影响

截至 2018 年底，公司债务总额为 146.80 亿元，本次拟发行可转换公司债规模不超过 23.00 亿元，相对目前公司债务规模，本次债券发债额度较大。

以 2018 年底财务数据为基础，假设募集资金规模为 23.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别由 22.77%、47.65% 和 53.46% 上升至 30.43%、51.28%、56.36%，债务负担有所加重，但仍属可控。

### 2. 本次可转换公司债偿债能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 47.08 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（23.00 亿元）的 2.05 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。2018 年，公司经营活动产生的现金流入 495.29 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（23.00 亿元）的 21.53 倍；公司经营活动产生的现金流量净额为 24.26 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（23.00 亿元）的 1.05 倍，公司

经营活动现金流入及净流入规模对本次债券覆盖程度高。

从本次债券的发行条款看，公司设置了转股价格下修条款及有条件赎回条款（详见“二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途”）。联合评级认为，公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款，一方面能够根据公司送股、派息等情况自然调整转股价格，同时，能够预防由于预期之外的事件导致公司股票在二级市场大幅下跌，致使转股不能顺利进行。设定的赎回条款可以有效促进债券持有人在市场行情高涨时进行转股。

本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模、行业地位、技术水平、盈利能力、股东支持等因素，以及转股可能，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

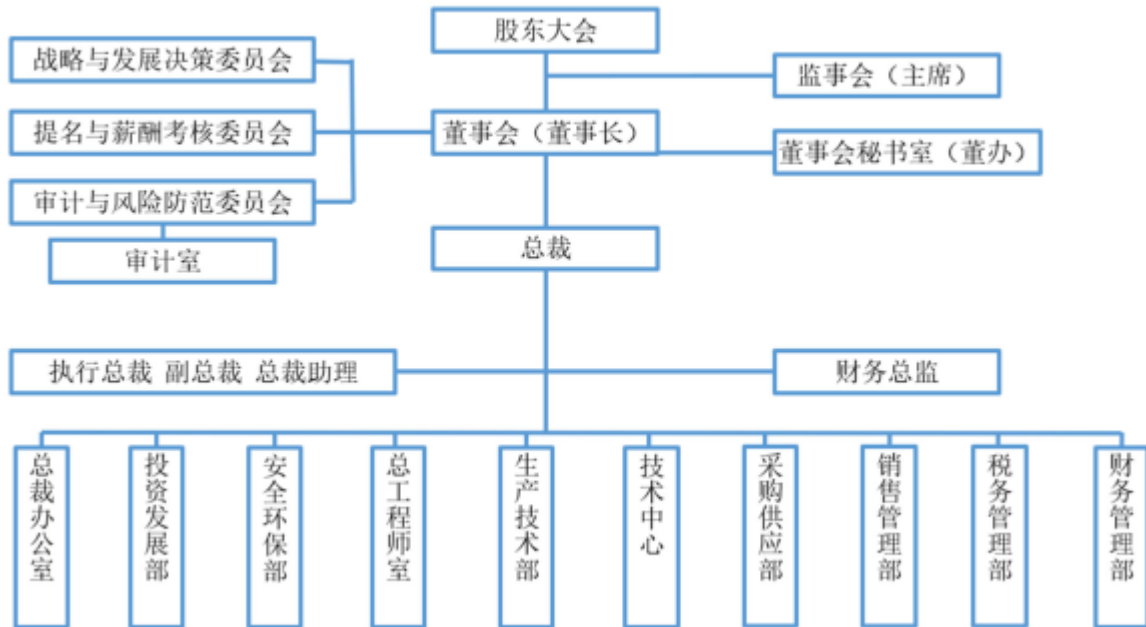
公司作为涤纶行业龙头企业，在生产规模、产品质量、研发能力、品牌认可度及产品差异化等方面具备综合竞争优势。近年来，公司盈利水平持续提高，经营活动现金流状况较佳，债务负担适中。同时，联合评级也关注到涤纶长丝产品价格受原油价格波动影响大、公司债务规模增长较快，以及投资项目较多使得公司存在一定资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建产能的逐步达产，可进一步巩固和提升其市场竞争地位，在行业景气度良好的情况下，公司收入及利润规模有望扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力可能进一步增强。

综上，基于对公司主体及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 桐昆集团股份有限公司组织结构图



## 附件 2 桐昆集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	190.01	265.58	346.61
所有者权益 (亿元)	110.18	134.32	161.31
短期债务 (亿元)	44.13	88.25	99.23
长期债务 (亿元)	14.37	11.76	47.57
全部债务 (亿元)	58.50	100.01	146.80
营业收入 (亿元)	255.82	328.14	416.01
净利润 (亿元)	11.43	17.69	21.31
EBITDA (亿元)	26.42	36.36	47.08
经营性净现金流 (亿元)	30.41	22.27	24.26
应收账款周转次数 (次)	61.30	60.38	113.68
存货周转次数 (次)	11.13	12.37	10.33
总资产周转次数 (次)	1.50	1.44	1.36
现金收入比率 (%)	112.63	100.23	116.78
总资本收益率 (%)	8.95	10.02	9.43
总资产报酬率 (%)	9.46	11.00	10.50
净资产收益率 (%)	12.70	14.47	14.42
营业利润率 (%)	8.57	10.11	11.48
费用收入比 (%)	3.38	3.42	4.26
资产负债率 (%)	42.01	49.42	53.46
全部债务资本化比率 (%)	34.68	42.68	47.65
长期债务资本化比率 (%)	11.54	8.05	22.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.58	14.52	11.00
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.45	0.36	0.32
流动比率 (倍)	1.15	0.66	0.88
速动比率 (倍)	0.83	0.44	0.57
现金短期债务比 (倍)	0.45	0.41	0.60
经营现金流动负债比率 (%)	46.76	18.75	17.76
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.15	1.58	2.05

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、其他流动负债已计入短期债务。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 桐昆集团股份有限公司 2019 年可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年桐昆集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

桐昆集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。桐昆集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注桐昆集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现桐昆集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如桐昆集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至桐昆集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送桐昆集团股份有限公司、监管部门等。

