



Research and
Development Center

配套 PTA 降成本效果显著，长丝绝对龙头稳中求胜！

—— 桐昆股份（601233.SH）首次覆盖报告

2019年5月17日

左前明 能源行业首席分析师
陈淑娴 研究助理
洪英东 研究助理

配套 PTA 降成本效果显著，长丝绝对龙头稳中求胜！

2019 年 5 月 17 日

本期内容提要：

- ◆ **寡头化格局初显，长丝龙头持续受益。** 公司是涤纶长丝的龙头企业，截止 2018 年底，拥有涤纶长丝产能 570 万吨，占全国产能的比例达到 15%。公司过去三年涤纶长丝售价高于行业平均，且随着行业集中度提升，公司产品溢价整体呈现上升的趋势，另外，龙头企业产能稳步扩张，在下游需求保持平稳的情况下，供需保持紧平衡，涤纶长丝行业整体开工率提升，使得行业整体盈利情况得到改善！经过近几年涤纶长丝行业破产洗牌重整后，我国涤纶长丝行业已经初步形成了寡头化的格局，前 6 企业的产能占比达到 45%，预计 2019 年将进一步提高到 48%。随着落后产能的淘汰，未来 1-3 年内边际上的新增产能主要来自于龙头企业，产业集中度将进一步提高，在下游高度分散的情况下，涤纶长丝龙头企业的议价权将得到显著提升！
- ◆ **上游 PX 产能快速扩张，利润向下游 PTA-长丝转移。** 涤纶长丝产业链涉及原油-PX-PTA-涤纶长丝，公司目前产能集中于中下游的 PTA 和长丝，而 PX 截止 2018 年对外依赖度仍高达 58%，这也造成了在整条产业链中 PX 利润较高挤压下游利润的情况。而随着恒力石化、浙江石化、恒逸文莱等大型炼化一体化一期和二期项目在未来 1-3 年内的集中投产，PX 自给率将大幅提升。2019 年 3 月至今，PX 已经暴跌超过 200 美金/吨，PX 价格下降利润向下游转移的趋势不可逆转！同时，作为生产涤纶长丝的原料乙二醇也迎来产能快速增长，进一步降低原料采购成本，增厚了下游长丝的利润。
- ◆ **PTA-长丝一体化优势显著，盈利稳定性增强。** 随着民营大炼化项目投产，PX 价格暴跌且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移是不可逆的趋势，但是不同阶段 PX 向 PTA 和涤纶长丝的转移程度有所不同，这凸显了已实现“PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。按照 1 吨涤纶长丝需要 0.86 吨 PTA 配套，2019 年 2 季度以来，（0.86 吨 PTA+1 吨涤纶长丝）行业平均毛利环比和同比均大幅增加，并且持续稳定在 800 元/吨左右（不含税）。2018 年，公司 PTA 自给率达到 90%，优势显著！从公司生产 PTA 的成本来看，公司第二套 200 万吨 PTA 装置单位投资低，且运用了最新的英威达 P8 技术，使得 2016-2018 年公司 PTA 平均单吨加工成本 307 元/吨（不含税），远低于行业平均的约 500-600 元/吨的加工费用。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司 2019-2021 年 EPS(摊薄)分别为 1.96 元、2.32 元和 3.36 元，对应 2019 年 5 月 17 日的收盘价 PE 为 7 倍、6 倍、4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：** PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；公司长丝项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；浙江石化炼化一体化项目投产滞后，盈利不及预期的风险。

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

桐昆股份（601233.SH）



首次评级

桐昆股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2019.5.17）

收盘价(元)	14.10
52 周内股价波动区间(元)	9.49-19.61
最近一月涨跌幅(%)	-15.67%
总股本(亿股)	18.22
流通 A 股比例(%)	97.94%
总市值(亿元)	257

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

左前明 能源行业首席分析师
职业编号：S1500518070001
联系电话：+86 10 83326795
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

陈淑娴 研究助理
联系电话：+86 10 83326791
邮箱：chenshuxian@cindasc.com

洪英东 研究助理
联系电话：+86 10 83326702
邮箱：hongyingdong@cindasc.com

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	32,813.78	41,600.75	47,121.83	53,298.17	56,903.44
增长率 YoY %	28.27%	26.78%	13.27%	13.11%	6.76%
归属母公司净利润(百万元)	1,760.74	2,120.25	3,574.00	4,221.73	6,125.65
增长率 YoY%	55.52%	20.42%	68.56%	18.12%	45.10%
毛利率%	10.36%	11.68%	13.99%	13.56%	14.74%
净资产收益率 ROE%	14.46%	14.40%	20.14%	19.60%	22.93%
EPS(摊薄)(元)	0.97	1.16	1.96	2.32	3.36
市盈率 P/E(倍)	15	12	7	6	4
市净率 P/B(倍)	1.92	1.60	1.32	1.09	0.86

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 注: 股价为 2019 年 5 月 17 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
涤纶长丝绝对龙头，业绩稳步增长	3
一、公司简介	3
二、经营状况	5
涤纶长丝需求稳定，寡头化格局持续利好龙头	7
一、终端需求稳定带动化纤稳步增长	7
二、行业集中度提升，产能平稳增长	9
上游利润向下转移，PTA-长丝产业一体化优势显著	11
一、上游产能爆发式增长，利润有望向下转移	11
二、长丝-PTA 一体化优势显著，原料自给自足对抗行业波动	15
盈利预测、估值与投资评级	18
重要假设	18
风险因素	20

表 目 录

表 1 公司产能分布	4
表 2 亚太地区 2018 年及之后新增 PX 产能	12
表 3 乙二醇新增产能计划	14
表 4 中国 2019 年及之后新增 PTA 产能	17
表 5 可比上市公司相对估值	20

图 目 录

图 1 桐昆股份股权结构图及下属子公司情况	3
图 2 公司主营业务	4
图 3 公司营业收入、营业成本及营收增速（亿元，%）	6
图 4 公司归母公司净利润及增速（亿元，%）	6
图 5 2018 年收入构成（%）	6
图 6 2018 年毛利构成（%）	6
图 7 公司毛利率和净利率（%）	7
图 8 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率（%）	7
图 9 我国 GDP（现价）同比增速和纺织服装零售额同比增速（%）	8
图 10 涤纶长丝产量和同比增速（万吨，%）	8
图 11 2018 年涤纶长丝产能及占比（万吨，%）	9
图 12 2019 年预计涤纶长丝产能及占比（万吨，%）	9
图 13 桐昆 POY 产品售价与行业平均对比（元/吨）	10
图 14 桐昆 FDY 产品售价与行业平均对比（元/吨）	10
图 15 桐昆 DTY 产品售价与行业平均对比（元/吨）	10
图 16 涤纶长丝开工率（%）	11
图 17 中国 PX 产能、产量和进口依赖度（万吨，%）	12
图 18 2019 年原油与 PX 价格走势（美元/吨，美元/桶）	13
图 19 2019 年乙二醇价格和库存（元/吨，万吨）	15
图 20 2019 年 0.86 吨 PTA 毛利+1 吨 POY 单吨毛利（元/吨）	15
图 21 2019 年 0.86 吨 PTA 毛利+1 吨 FDY 单吨毛利（元/吨）	15
图 22 2019 年 0.86 吨 PTA 毛利+1 吨 DTY 单吨毛利（元/吨）	16
图 23 公司自产和外购 PTA 及 PTA 自给率（万吨，%）	16
图 24 公司 PTA 加工成本及单位 PTA 消耗 PX（元/吨，吨）	16
图 25 公司与新凤鸣涤纶长丝原料成本对比（元/吨）	18
图 26 公司与新凤鸣涤纶长丝非原料加工成本对比（元/吨）	18
图 27 2019-2021 公司涤纶长丝营业收入和毛利率（百万元，%）	19

投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

寡头化格局初显，龙头持续受益。公司是涤纶长丝的龙头企业，截止 2018 年底，拥有涤纶长丝产能 570 万吨，占全国产能的比例达到 15%。公司过去三年涤纶长丝售价高于行业平均，且随着行业集中度提升，公司产品溢价整体呈现上升的趋势，另外，龙头企业产能稳步扩张，在下游需求保持平稳的情况下，供需保持紧平衡，涤纶长丝行业整体开工率提升，使得行业整体盈利情况得到改善！经过近几年涤纶长丝行业破产洗牌重整后，我国涤纶长丝行业已经初步形成了寡头化的格局，前 6 企业的产能占比达到 45%，预计 2019 年将进一步提高到 48%。随着落后产能的淘汰，未来 1-3 年内边际上的新增产能主要来自于龙头企业，产业集中度将进一步提高，在下游高度分散的情况下，涤纶长丝龙头企业的议价权将得到显著提升。

上游 PX 产能快速扩张，利润向下游 PTA-长丝转移。涤纶长丝产业链涉及原油-PX-PTA-涤纶长丝，公司目前产能集中于中下游的 PTA 和长丝，而 PX 截止 2018 年对外依赖度仍高达 58%，这也造成了在整条产业链中 PX 利润较高挤压下游利润的情况。而随着恒力石化、浙江石化、恒逸文莱等大型炼化一体化一期和二期项目在未来 1-3 年内的集中投产，PX 自给率将大幅提升。2019 年 3 月至今，PX 已经暴跌超过 200 美金/吨，PX 价格下降利润向下游转移的趋势不可逆转！同时，作为生产涤纶长丝的原料乙二醇也迎来产能快速增长，进一步降低原料采购成本，增厚了下游长丝的利润。

PTA-长丝一体化优势显著，盈利稳定性增强。随着民营大炼化项目投产，PX 价格暴跌且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移是不可逆的趋势，但是不同阶段 PX 向 PTA 和涤纶长丝的转移程度有所不同，这凸显了已实现“PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。按照 1 吨涤纶长丝需要 0.86 吨 PTA 配套，2019 年 2 季度以来，（0.86 吨 PTA+1 吨涤纶长丝）行业平均毛利环比和同比均大幅增加，并且持续稳定在 800 元/吨左右（不含税）。2018 年，公司 PTA 自给率达到 90%，优势显著！从公司生产 PTA 的成本来看，公司第二套 200 万吨 PTA 装置单位投资低，且运用了最新的英威达 P8 技术，使得 2016-2018 年公司 PTA 平均单吨加工成本 307 元/吨（不含税），远低于行业平均的约 500-600 元/吨的加工费用。

与市场不同之处:

市场普遍将公司定位为单一环节的长丝企业，担心长丝单一环节波动较大。但是，我们认为，公司配套一期 100 万吨和二期 220 万吨 PTA 装置，合计产能达 320 万吨，平均开工率在 130%左右，年产量可达 400 万吨左右，并且二期 PTA 单吨投资成本约 1500 元/吨，为国内已建成 PTA 装置中投资成本最小的装置，因此，近几年公司向上游 PTA 拓展，一方面将保障长丝原材料供应的稳定性，另一方面将大幅缩小公司长丝的原料采购成本，公司长丝盈利水平将高于行业同类型公司。

股价催化剂:

上游 PX 价格暴跌，利润已经向下游 PTA 和长丝转移。

盈利预测与投资评级:

我们预测公司 2019-2021 年 EPS(摊薄)分别为 1.96 元,2.32 元和 3.36 元,对应 2019 年 5 月 17 日的收盘价 PE 为 7 倍、6 倍、4 倍,首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素:

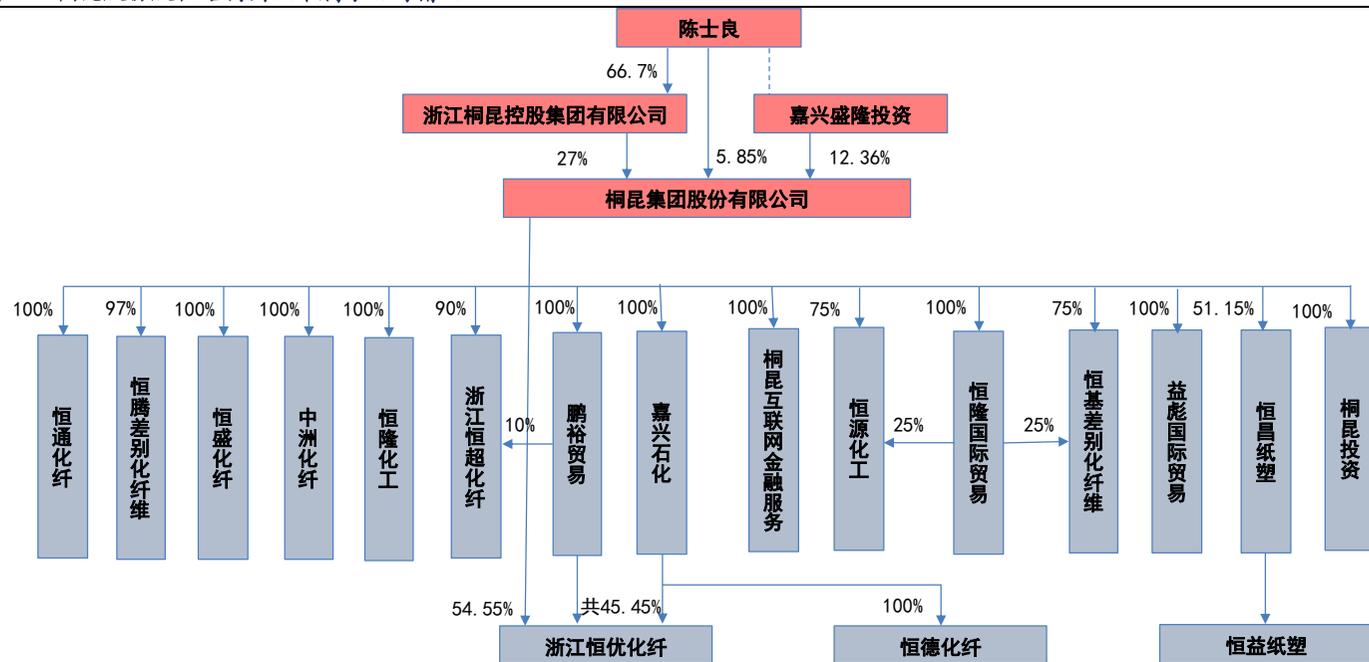
PX、PTA 和 MEG 产能投放不及预期,上游原材料价格上涨的风险;行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险;公司长丝项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险;原油和产成品价格剧烈波动的风险;浙江石化炼化一体化项目投产滞后,盈利不及预期的风险。

涤纶长丝绝对龙头，业绩稳步增长

一、公司简介

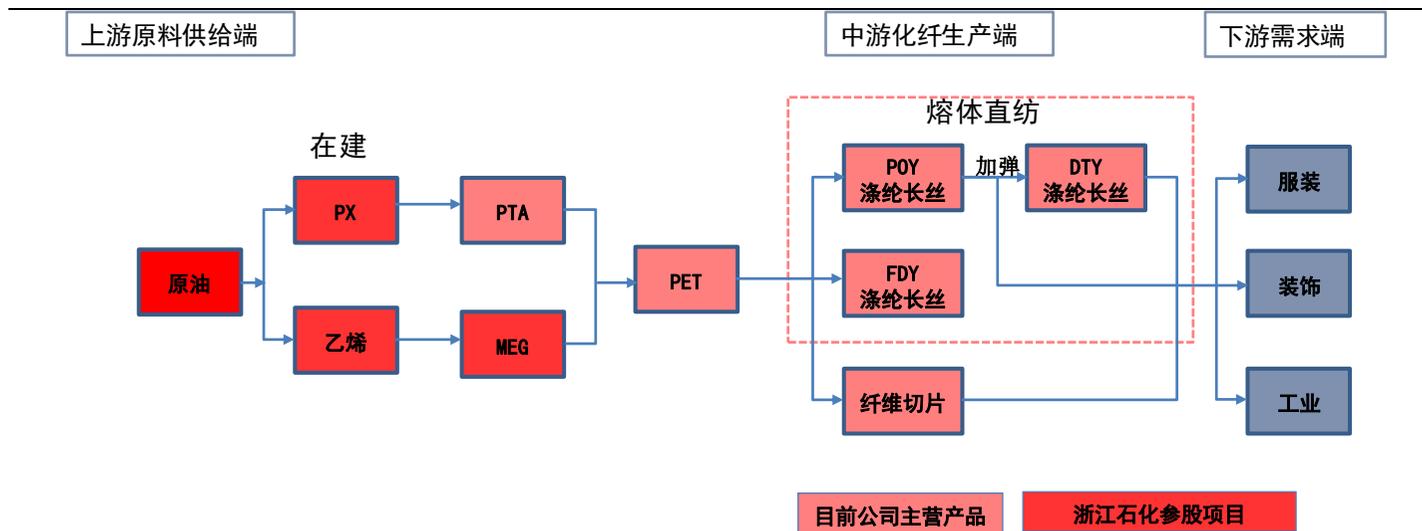
桐昆股份前身是成立于1982年的桐乡县化学纤维厂，创办于1982年，并于2011年5月成功上市。公司专注聚酯和涤纶长丝行业，主营PTA、聚酯和涤纶纤维制造等业务，下设恒通化纤、恒盛化纤、中洲化纤、恒隆化纤等多家子公司，拥国家认证实验室、国家级企业技术中心的平台及省级重点企业技术创新团队，技术研发实力强劲。作为行业龙头，桐昆的产品质量优良、品牌认可度高。凭借着扎实的技术和优异的产品，桐昆业绩持续增长，集团连续17年名列中国企业500强，并获得全国质量管理先进企业、中国工业行业排头兵企业等荣誉称号。

图1 桐昆股份股权结构图及下属子公司情况



资料来源：2019年1季报，信达证券研发中心（截止2019年3月31日）

公司自成立以来一直专注于民用涤纶长丝的研发、生产和销售，主导产品为“GOLDEN COCK”牌、“桐昆”牌涤纶长丝以及聚酯切片，涤纶长丝有POY、DTY、FDY（中强丝）、复合丝和平牵丝等五大系列1000多个品种，其产品主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等领域，以及小部分用于产业用（如缆绳、汽车用篷布、箱包布等），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。“桐昆”牌产品畅销国内，并远销南美洲、欧洲、中东、南非、韩国、越南等60多个国家和地区。

图 2 公司主营业务


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2018 年，公司涤纶长丝产能为 570 万吨，国内市场占有率接近 16%，全球占比接近 11%，居世界涤纶长丝企业产能和产量之首。根据公司 2018 年年报披露，公司预计到 2019 年底，公司产能将达到 708 万吨。公司预计恒邦四期 30 万吨项目、恒优化纤 POY30 万吨项目、恒优化纤 POY 技改项目 30 万吨、恒腾四期 30 万吨 2019 年第二季度投产；恒超项目 50 万吨产能 2020 年投产。公司在涤纶长丝的市场占有率有望进一步提高。同时，公司已经与江苏省如东洋口港经济开发区签订合作协议，拟在如东新建设约 500 万吨 PTA 和 240 万吨的长丝产能，从而使得公司在长丝产能扩张的同时 PTA 原料能够自给自足。从公司的产能分布来看，公司产能主要集中于浙江省嘉兴市的桐乡和平湖，除此以外还有部分产能位于浙江省湖州市，公司的嘉兴石化 PTA 原材料距离下游的桐乡地区产能不超过 50 公里、距离湖州长丝产能不超过 100 公里，可以有效的减少运输成本。

表 1 公司产能分布

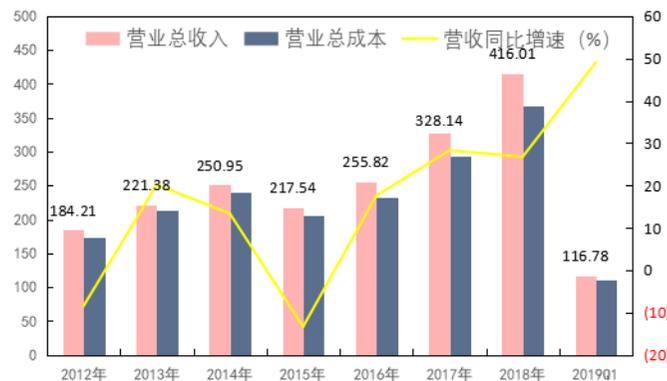
主要厂区或项目	设计产能	2018 年产能年均利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间	项目所在地址
中洲公司	7 万吨	124.94	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒基公司	5.2 万吨	116.24	已投产		浙江省嘉兴桐乡梧桐工业经济园区
恒通公司	40 万吨	114.55	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒腾一期	40 万吨	126.15	已投产		浙江省湖州市南太湖产业集聚区
恒腾二期	40 万吨	143.89	已投产		浙江省湖州市南太湖产业集聚区

恒腾三期	60 万吨	40.17	已投产		浙江省湖州南太湖产业集聚区
恒盛公司	70 万吨	87.77	已投产		浙江省嘉兴桐乡市经济开发区
恒达厂区	30 万吨	126.41	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒嘉厂区	27 万吨	132.03	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒邦一期	40 万吨	149.60	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒邦二期 CP1	30 万吨	104.57	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒邦二期 CP2	20 万吨	156.67	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒邦三期	20 万吨	84.68	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
园区厂区	29 万吨	105.80	已投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒瑞厂区	38 万吨	66.12	部分投产		浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
嘉兴石化一期 PTA	120 万吨	140.52	已投产		浙江省嘉兴平湖市乍浦经济开发区
嘉兴石化二期 PTA	200 万吨	89.84	已投产		浙江省嘉兴平湖市乍浦经济开发区
嘉兴石化 FDY 项目	30 万吨	65.34	已投产		浙江省嘉兴平湖市乍浦经济开发区
恒邦四期	30 万吨		30 万吨; 9.7 亿元	2019 年二季度	浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇
恒优化纤 POY 项目	30 万吨		30 万吨; 9.88 亿元	2019 年二季度	浙江省嘉兴平湖市乍浦经济开发区
恒优化纤 POY 技改项目	30 万吨		30 万吨; 9.58 亿元	2019 年二季度	浙江省嘉兴平湖市乍浦经济开发区
恒优化纤 POY 技改项目	30 万吨		30 万吨; 9.58 亿元	2019 年二季度	浙江省嘉兴平湖市乍浦经济开发区
恒腾四期	30 万吨		30 万吨; 9.91 亿	2019 年二季度	浙江省湖州市南太湖产业集聚区
恒超项目	50 万吨		50 万吨; 19.2 亿	2020 年	浙江省嘉兴桐乡市洲泉镇

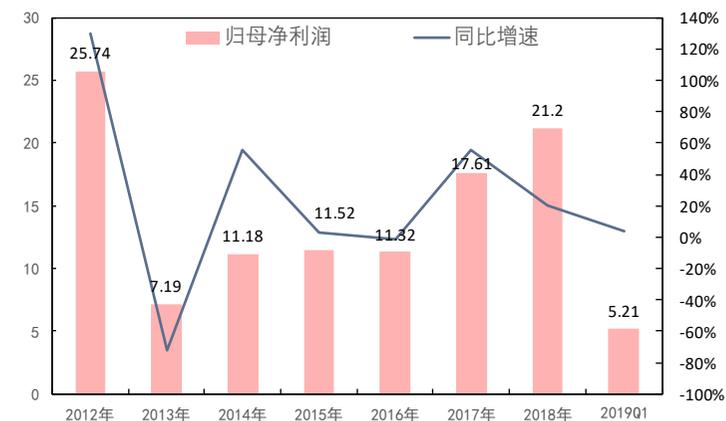
资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

二、经营状况

2018 年, 公司实现营业总收入 416.01 亿元, 同比增长 26.78%, 实现归母净利润 21.2 亿元, 同比上升 20.42%。在供给侧结构性改革持续推动下, 2018 年涤纶长丝行业在 2017 年获得较好效益的基础上, 总体上延续了良好的发展态势。过去 3 年, 涤纶长丝行业在龙头企业带动下, 产能扩张稳定, 并通过龙头企业的加快淘汰落后和兼并重组, 使得行业集中度进一步提高; 行业整体开工率在 2016 年、2017 年的基础上维持较高水平, 库存总体上保持低位运行, 产品价格为原料成本支撑下震荡上行, 涤纶长丝产品整体价格运行区间较 2017 年有明显提升。2019 年 1 季度, 公司实现营业收入 116.78 亿元, 归母净利润 5.21 亿元, 分别同比增长 49.10%和 4.05%。

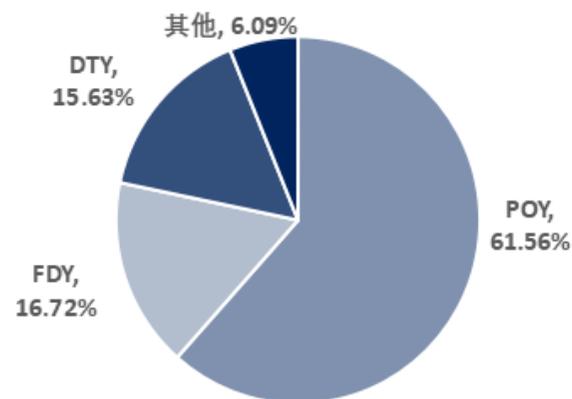
图 3 公司营业收入、营业成本及营收增速 (亿元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

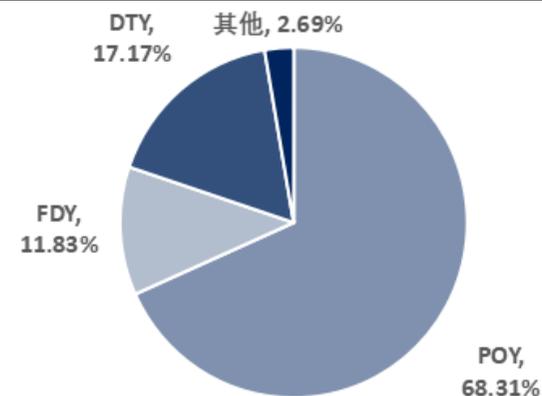
图 4 公司归母公司净利润及增速 (亿元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从公司的主营业务和毛利来看, 公司主营业务保持稳定, 2018年, 涤纶长丝收入占比稳定在90%以上, 毛利占比达到97%。其中, POY占收入和毛利的比例均超过60%。

图 5 2018 年收入构成 (%)


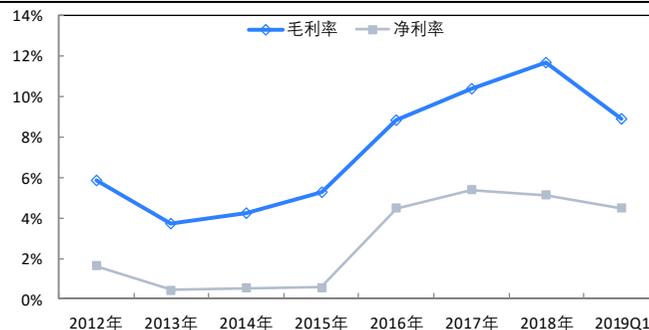
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6 2018 年毛利构成 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

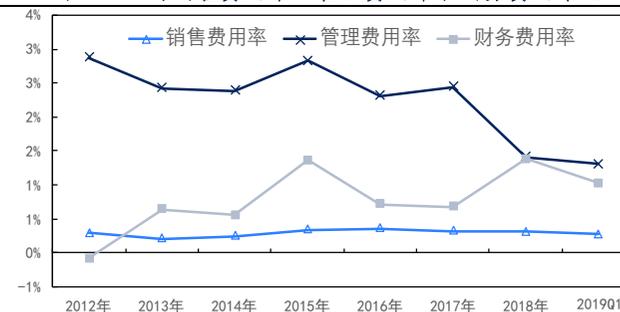
从公司毛利率和净利率来看,随着涤纶长丝行业供需格局改善和公司自建 PTA 的投产,2015 年以来公司毛利率逐渐提高,2018 年,公司毛利率和净利率都创下 5 年最高,毛利率达到 11.68%、净利率达到 5.12%。从公司的销售、管理和财务费用来看,公司销售费用较为稳定,持续维持在 0.5%以下的较低水平,财务费用在 2017 年以后略有提高,管理费用整体呈现下降的趋势。整体来看,公司三费维持在 3%-4%左右。

图 7 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率 (%)

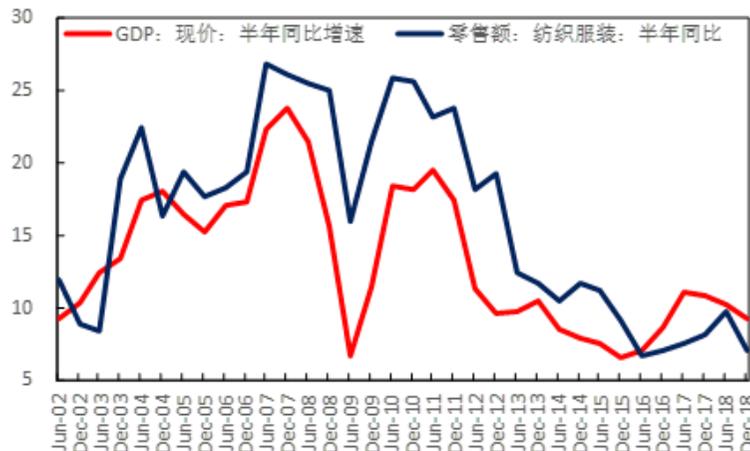


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

涤纶长丝需求稳定，寡头化格局持续利好龙头

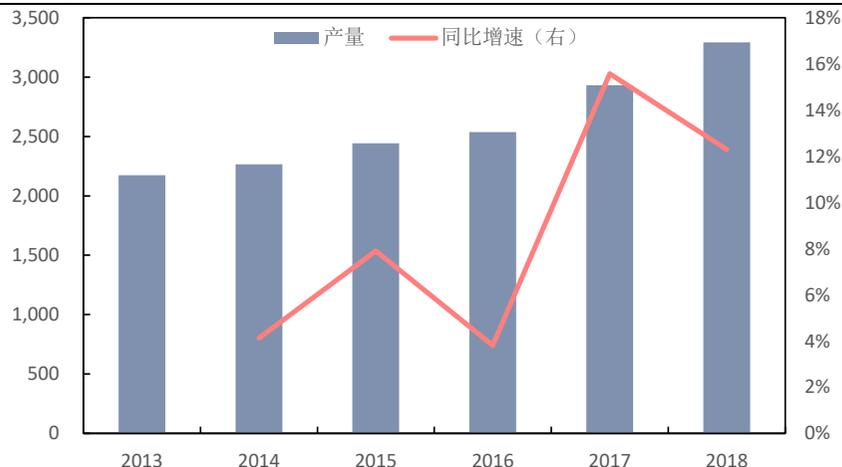
一、终端需求稳定带动化纤稳步增长

涤纶长丝的终端需求主要为纺织服装。作为“原油-PX-PTA-聚酯-长丝”产业链的下游,纺织服装属于消费行业“衣-食-住-行”中的衣,为居民必需消费品之一。根据国家统计局公布的纺织服装零售额和 GDP (现价)的同比增速,我们发现,纺织服装行业的增速与 GDP 增速高度正相关,从 2002 年至 2018 年间,二者的相关系数达到 0.82。同时,我们发现,尽管近年来随着我国 GDP 增速下降进入新常态阶段,但是在 GDP 增速高于 5%的情况下,纺织服装行业的增速一直保持正增长。过去 5 年(2014-2018 年),以零售额计算的纺织服装行业同比增速平均达到 8.8%,最低为 2016 年上半年的 6.7%。我们预计未来 3 年,涤纶长丝下游纺织服装增速在 5%左右。

图 9 我国 GDP（现价）同比增速和纺织服装零售额同比增速（%）


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

而具体到涤纶长丝来看, 2018 年, 我国涤纶长丝产量 3292 万吨, 同比增长 12.3%。自 2016 年以来, 涤纶长丝产量保持了高速增长。2019 年 1-4 月, 涤纶长丝产量 1086 万吨, 与 2018 年 1-4 月相比增速 5.82%, 增速仍然维持在 5% 以上。由于涤纶长丝的出口和进口量较小, 因此涤纶长丝产量与表观消费量基本一致。我们认为, 从 2013-2018 年过去 6 年的数据来看, 未来三年, 涤纶长丝的需求将会与下游纺织服装匹配, 同比增速持续保持在 5% 以上。

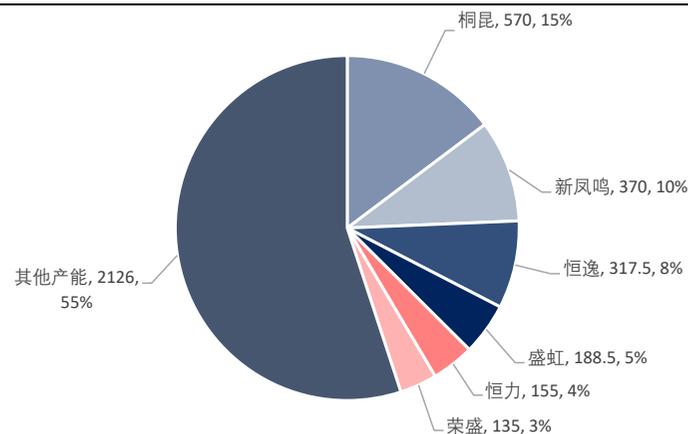
图 10 涤纶长丝产量和同比增速（万吨，%）


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、行业集中度提升，产能平稳增长

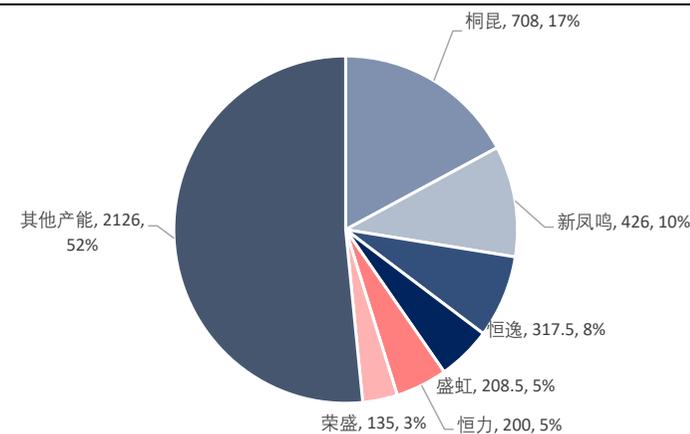
2018 年涤纶长丝行业全国共有 80 余家企业参与生产，产能总共约为 3862 万吨，其中 CR6（桐昆、恒力、恒逸、新凤鸣、盛虹、荣盛）产能共计 1601 万吨，占到总产能的 45%。而根据 CCFEI 和公司公布的投产计划，2019 年涤纶长丝新增产能也主要来自于龙头企业，2019 年 CR6 产能占比将进一步提高至 48%。产业集中度进一步提高。其中，桐昆占全国产能的比例将提高至 17%。产业集中度的提高有利于龙头议价权的提升，尤其是涤纶长丝行业的下游经编织布高度分散更有利于龙头企业的优质产品享受产业溢价。

图 11 2018 年涤纶长丝产能及占比（万吨，%）



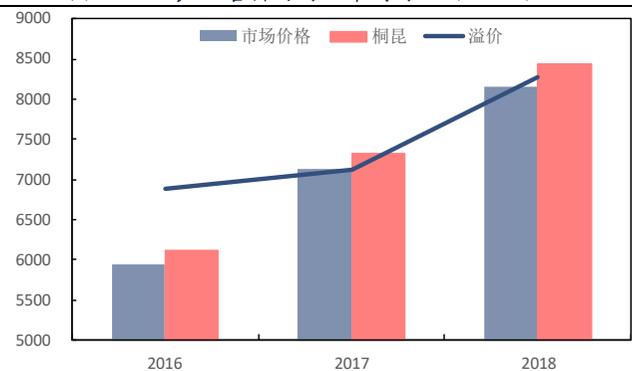
资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

图 12 2019 年预计涤纶长丝产能及占比（万吨，%）

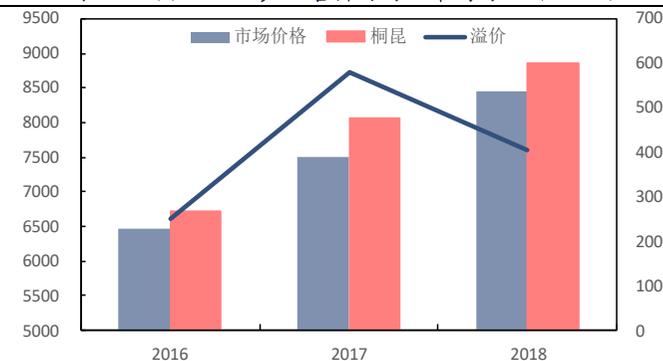


资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

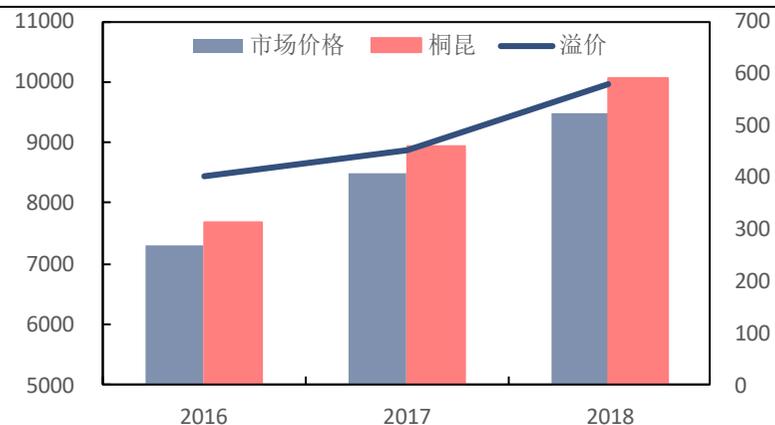
2018 年公司涤纶长丝平均销售价格（不含税）分别为 POY（8446 元/吨）、FDY（8858 元/吨）和 DTY（10069 元/吨），而根据 CCFEI 统计的 2018 年国内涤纶长丝市场中间价（不含税）分别为 POY（8160 元/吨）、FDY（8453 元/吨）和 DTY（9488 元/吨），与行业平均水平相比，桐昆涤纶长丝分别比行业平均高 POY（285 元/吨）、FDY（405 元/吨）和 DTY（581 元/吨）。由于公司是国内最大的涤纶长丝生产企业，产品品类齐全，公司产品售价高于行业平均进一步凸显了公司作为龙头企业的议价能力。2016-2018 年期间，公司涤纶长丝平均比国内市场中间价高 POY（211 元/吨）、FDY（410 元/吨）和 DTY（478 元/吨），且价差整体呈现扩大趋势。

图 13 桐昆 POY 产品售价与行业平均对比 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

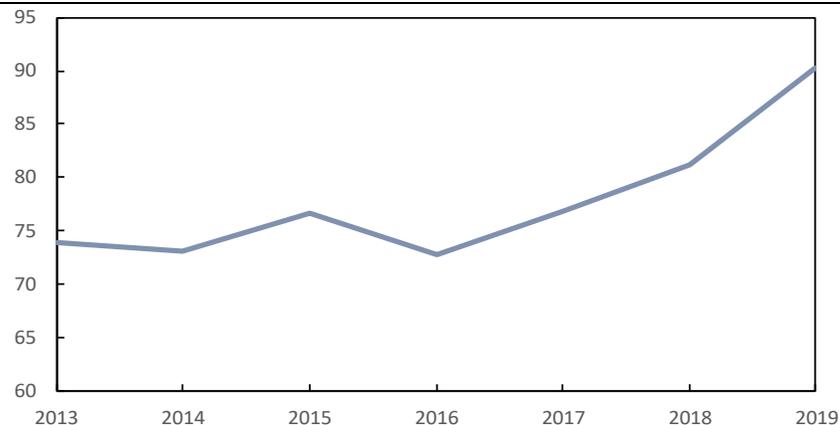
图 14 桐昆 FDY 产品售价与行业平均对比 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15 桐昆 DTY 产品售价与行业平均对比 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

随着涤纶长丝行业集中度提高, 落后产能淘汰, 涤纶长丝开工率自 2016 年以来逐步提升, 2019 年以来开工率达到 90% 的近 5 年来最高水平。同时, 从 2019-2021 年的产能扩张来看, 行业的新增产能主要来自龙头企业, 按照龙头企业的产能扩张计划, 每年新增产能在 200-300 万吨, 约为现有产能的 5% 左右, 与我们预测的未来下游需求增速匹配, 在下游需求平稳的情况下, 行业将继续保持供需紧平衡的格局。

图 16 涤纶长丝开工率 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心。

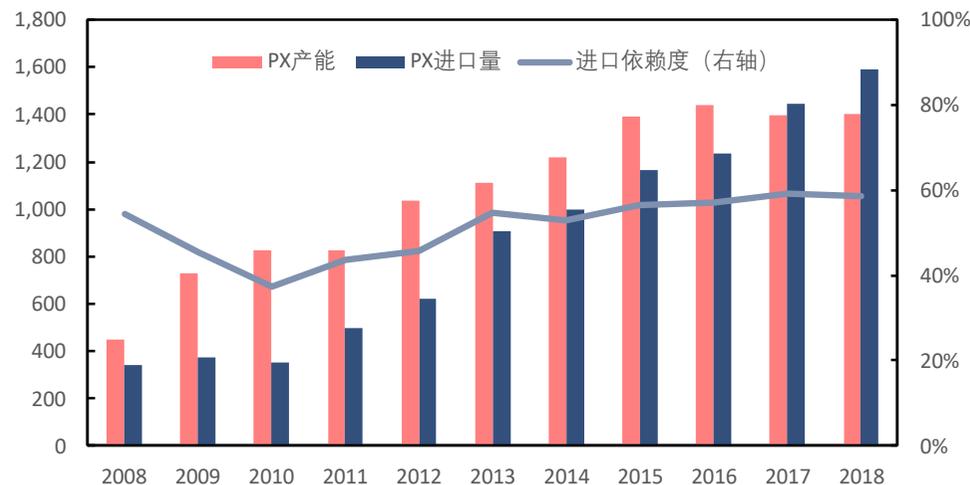
上游利润向下转移，PTA-长丝产业一体化优势显著

一、上游产能爆发式增长，利润有望向下转移

整个聚酯产业链从原油-PX-PTA-PET-长丝，上游环节较多。目前，公司的业务主要集中在下游涤纶长丝和 PTA 环节。而上游原料 PX 由于国内产能严重不足，高度依赖日韩进口，导致在整个产业链中，PX 的定价权掌握在日韩企业手中。不过，随着国内大量炼化一体化项目投产，PX 进口依赖度将大幅下降，产业链利润有望下移，公司目前拥有 320 万吨 PTA 产能，570 万吨长丝产能，公司自产 PTA 基本能够满足自身长丝的原料需求，因此可以充分享受上游原材料价格下降带来的利润提升。

(一) PX 产能爆发，利润向下游转移趋势不可逆转

中国是全球最大的 PX 需求国，2018 年 PX 消费量达 2990 万吨，而与此同时，2018 年，我国 PX 的产能仅为 1404 万吨，对外依赖度高达 58%。国内 PX 行业供需缺口仍在扩大。2015-2018 年，我国 PX 产能几乎没有增长，这也导致了原油-PX-PTA-长丝产业链的利润长期被 PX 垄断，而其他环节利润受到极大的压缩。

图 17 中国 PX 产能、产量和进口依赖度 (万吨, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

而进入 2019 年, 随着我国 7 大石化基地的各种大型炼化项目的陆续投产, 我国 PX 产能将迎来爆发式增长。2019 年, 对应约 430 万吨 PX 的恒力炼化一体化项目、浙江石化 400 万吨 PX 项目、恒逸文莱 160 万吨 PX 项目将先后投产, 新增产能将达到 1000 万吨左右, 相当于 2018 年供需缺口的 89%, 进口依赖度会大幅下降。随着进口货源受新增产能冲击, PX 生产企业定价权将会减弱, 下游环节将获得更大的利润空间。

表 2 亚太地区 2018 年及之后新增 PX 产能

国家	名称	产能 (万吨)
越南	Nghi Son	70
沙特	PetroRagigh	134
2018 年总计		204
中国	浙江石化一期	400
中国	恒力石化	434
中国	海南炼化二期	100
文莱	恒逸文莱一期	150
俄罗斯	Bashneft	10
2019 年总计		1094
中国	中金石化二期	160
中国	盛虹炼化	280

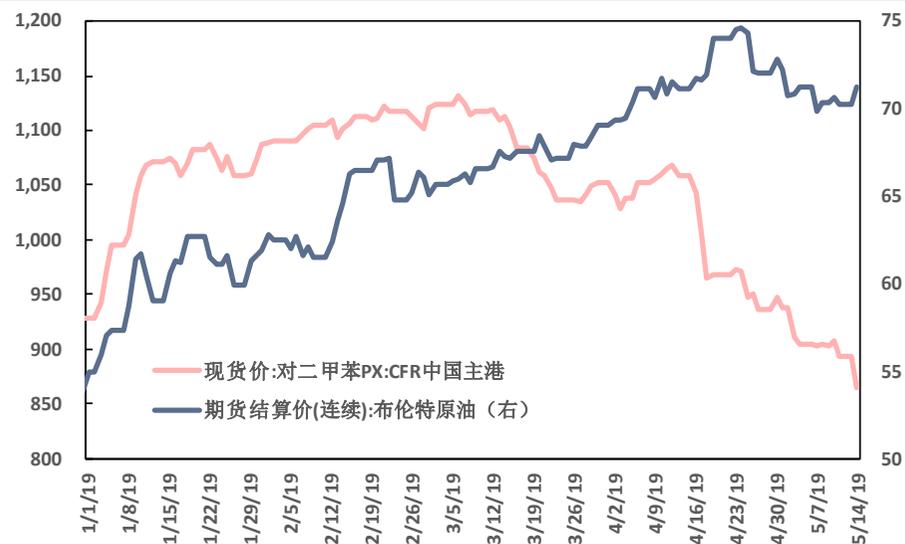
中国	中化泉州一期	80
科威特	科威特石化	140
2020 年总计		660
文莱	恒逸文莱二期	200
中国	浙江石化二期	400
2021 年总计		600

资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

到 2021 年, 随着浙石化二期项目等新增产能的陆续投产, 中国的 PX 产能将突破 3000 万吨, 有望初步实现自给自足。从亚洲地区整体产能来看, 到 2021 年 PX 产能可能会出现一定程度的过剩。需要强调的是, 由于部分项目现在仍处于投资规划的状态, 后续产能建设和投产情况具有不确定性。

从 2019 年截至目前来看, 受恒力大连 2000 万吨/年炼化一体化装置投产释放 PX 产能预期的影响, PX 中国主港 CFR 价格从 2019 年 3 月 2 日最高点 1124 美元/吨跌至 2019 年 5 月 16 日的 870 美元/吨, 暴降 254 美元/吨, 下跌幅度达到 23%, 而同期, Brent 原油价格则从 65 美元/桶上升至 72.6 美元/桶, 上涨 11.7%。PX 环节的利润大幅下降, PX 环节利润向下游转移的进程已经开始且不可逆!

图 18 2019 年原油与 PX 价格走势 (美元/吨, 美元/桶)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

(二) 乙二醇将迎来全面过剩，原材料成本进一步下降

除了上游原材料 PX，乙二醇也是涤纶长丝生产的重要原材料。近年随着煤制乙二醇工艺技术逐步成熟及大型炼化项目投产，乙二醇项目集中建设。根据 CCFEI 统计，2019 年中国预计将新增 450 万吨煤制乙二醇产能，中国、沙特、美国等国将新增 354 万吨油制乙二醇产能，2019 年全球累计将新增 834 万吨；2020 年中国预计将新增 144 万吨煤制乙二醇产能，中国、沙特、美国等国将新增 315 万吨油制乙二醇产能，2020 年全球累计将新增 514 万吨。因此，未来 2 年新增煤制和油制乙二醇项目均较多。

表 3 乙二醇新增产能计划

投产时间	设计产能 (万吨/年)	工艺路线
2019	30	甲醇制乙二醇
2019	450	煤制乙二醇
2019	354	油制乙二醇
合计	834	
2020	55	甲醇制乙二醇
2020	144	煤制乙二醇
2020	315	油制乙二醇
合计	514	

资料来源：万得，CCFEI，中国煤炭资源网，信达证券研发中心

随着乙二醇产能的全面投产，乙二醇的价格也与油价出现了分化。2019 年至今，Brent 原油价格已经累计上涨 39%，涤纶长丝产业链的产品价格基本上与油价一样均在上涨，而乙二醇的价格却暴跌 11%，随着乙二醇产能的进一步增加，乙二醇价格存在进一步下降的可能性。按照 0.34 吨乙二醇+0.86 吨 PTA 生产一吨涤纶长丝的物理比例来看，乙二醇价格每下降 100 元/吨，将使得长丝的成本下降 34 元/吨。

图 19 2019 年乙二醇价格和库存 (元/吨, 万吨)

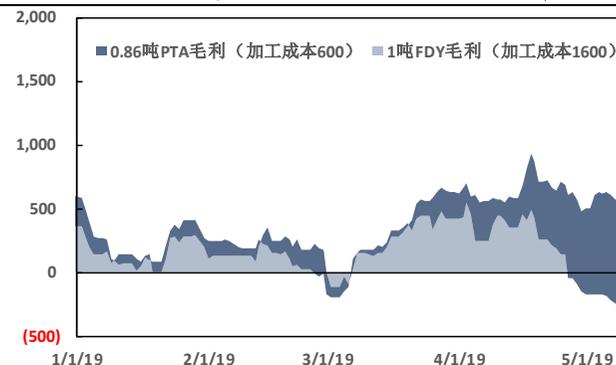

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、长丝-PTA 一体化优势显著, 原料自给自足对抗行业波动

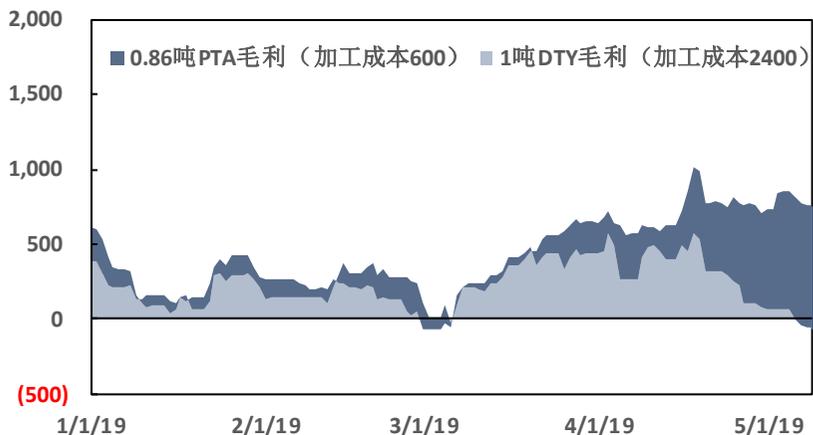
我们认为, 随着民营大炼化项目投产, PX 价格暴跌且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移是不可逆的趋势, 但是不同阶段 PX 向 PTA 和涤纶长丝的转移程度有所不同, 这凸显了已实现“PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。按照 1 吨涤纶长丝需要 0.86 吨 PTA 配套, 2019 年 2 季度以来, (0.86 吨 PTA+1 吨涤纶长丝) 行业平均毛利环比和同比均大幅增加, 并且持续稳定在 800 元/吨左右 (不含税)。2018 年, 公司 PTA 自给率达到 90%, 优势显著!

图 20 2019 年 0.86 吨 PTA 毛利+1 吨 POY 单吨毛利 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

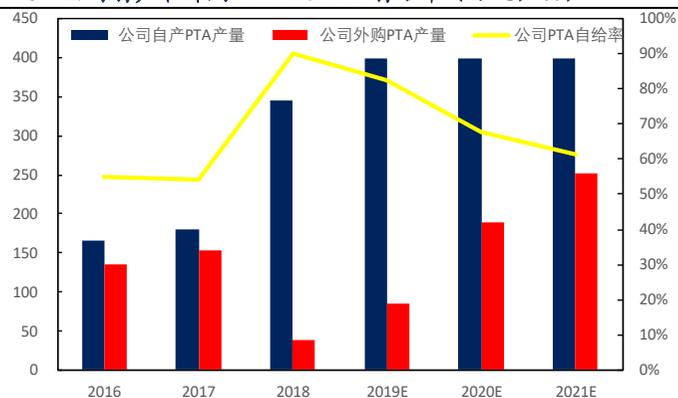
图 21 2019 年 0.86 吨 PTA 毛利+1 吨 FDY 单吨毛利(元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

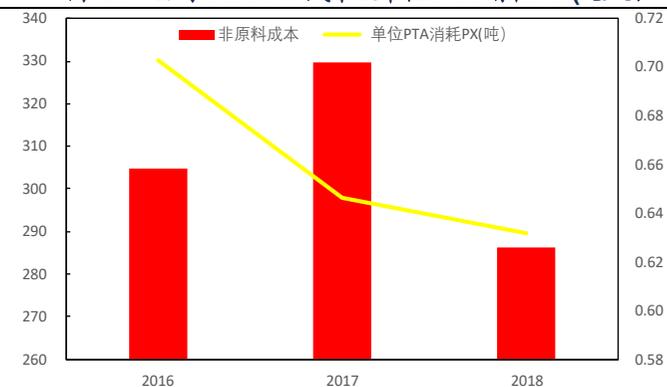
图 22 2019 年 0.86 吨 PTA 毛利+1 吨 DTY 单吨毛利 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从公司生产 PTA 的成本来看, 公司在 2012 年投产了第一套 120 万吨 PTA 装置, 采用了英伟达技术, 2017 年底第二套 200 万吨 PTA 装置的投产, 采用了英伟达最新的 P8 技术, 由于新装置在生产工艺和物料消耗上具有明显优势, 且第二套 PTA 装置单位投资小 (1500 元/吨), 因此在 PTA 加工费用上显著低于行业平均, 2016-2018 年, 公司 PTA 单吨加工成本 307 元/吨 (不含税), 远低于行业平均的 500-600 元/吨的加工费用, 同时, 2018 年, 公司单位 PTA 消耗的 PX 为 0.63, 也低于行业平均的 0.655。

图 23 公司自产和外购 PTA 及 PTA 自给率 (万吨, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24 公司 PTA 加工成本及单位 PTA 消耗 PX (元/吨, 吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

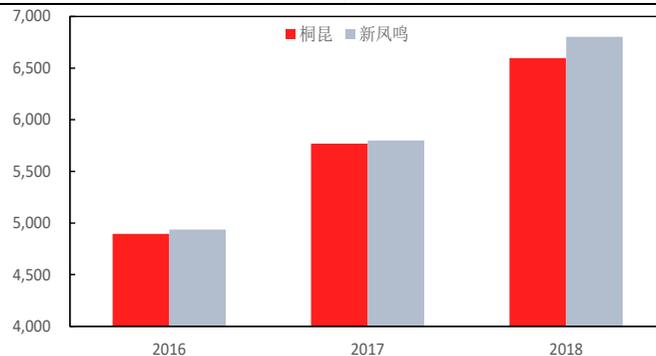
从未来 1-3 年新增 PTA 项目进度来看，一方面，新增产能充足，供给相对稳定，PTA 价格再次重现 2018 年 7-8 月暴涨行情可能性较小；另一方面，由于新增产能主要是 PTA 行业龙头投建，其有充裕的自主空间决定 PTA 的建设和投产进度，PTA 价格再次重现 2010-2014 年暴跌行情可能性较小，PTA 价格波动性将减弱。需要强调的是，由于部分项目现在仍处于投资规划的状态，后续产能建设和投产情况具有不确定性。

表 4 中国 2019 年及之后新增 PTA 产能

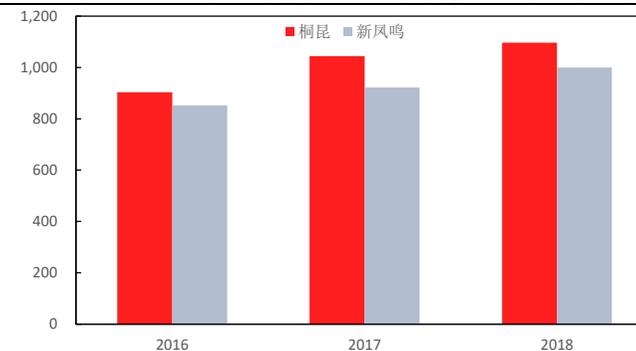
企业名称	产能 (万吨)	拟建成时间
四川晟达	120	2019 年中
新凤鸣	220	2019 年 Q3
2019 年总计	340	
恒力股份	250	2020 年
中金石化	350	2020 年
新凤鸣	220	2020 年 Q3
2020 年总计	820	
盛虹	240	2021 年
恒力股份	250	2021 年
2021 年总计	490	

资料来源: CCFEI, 公司公告, 信达证券研发中心

从涤纶长丝的生产来看，我们将公司与另一家涤纶长丝龙头新凤鸣进行对比，2018 年，新凤鸣的单吨涤纶长丝成本（三类涤纶长丝加权平均）为 7678 元/吨，而公司的单吨涤纶长丝成本为 7365 元/吨。公司的涤纶长丝生产成本比新凤鸣低 313 元/吨。进一步将涤纶长丝的生产成本拆分为原料成本与非原料加工成本（加工成本由燃料成本、人工成本及其他成本构成）之后，可以发现，公司的单吨非原料加工成本为 1057 元/吨，而新凤鸣为 983 元/吨，公司比新凤鸣高 74 元/吨。而公司整体成本比新凤鸣低的最大优势就是公司上下游一体化优势。从 2016-2018 年的对比来看，随着公司 2017 年底第二套 PTA 装置投产、PTA 自给率提升且 PTA 生产成本降低，公司相较于新凤鸣的原料成本优势进一步凸显。公司通过自产 PTA 供应长丝，一方面，在 PTA 环节供应紧张时可以防止 PTA 价格过高侵蚀长丝利润，另一方面，自产 PTA 在运输、包装等环节也可以进一步节省原材料成本！

图 25 公司与新凤鸣涤纶长丝原料成本对比 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26 公司与新凤鸣涤纶长丝非原料加工成本对比 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

重要假设

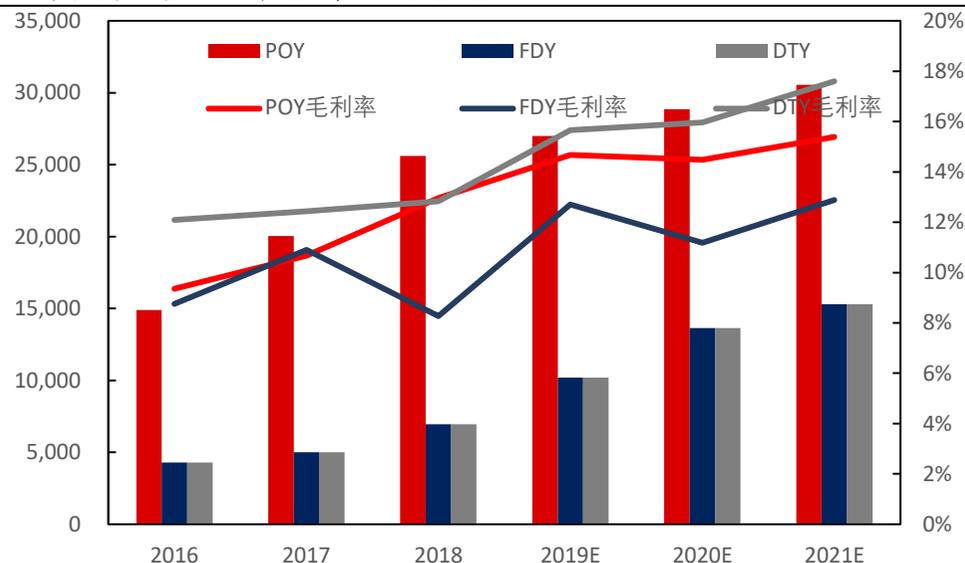
- 1、由于 2019 年涤纶长丝行业平均开工率达到 90%，公司作为龙头利用率高于行业平均，假设公司 2019、2020 及 2021 年的长丝平均产能利用率为 95%，根据公司 2018 年 PTA 产能利用率，我们假设 2019-2021 年公司 PTA 产能利用率在 125%。
- 2、假设未来 3 年内，原油价格呈小幅上升趋势。但由于 PX 和乙二醇产能快速增长，PX 和 MEG 价格有所下降，下游产品受益于 PX 和 MEG 价格下跌利润转移，因此价差扩大。
- 3、整体来看，桐昆在营业税金及附加率及三费（销售费用、管理费用和财务费用）费率上较为稳定，我们以过去 3 年均值作为参考假设 2019-2021 年费率。假设 2019-2021 年营业税金及附加率均为 0.2%。假设 2019-2021 年销售费用率均为 0.30%。假设 2019-2021 年财务费用率均为 1.1%。但是由于从 2018 年开始，管理费用和研发费用单独计算，我们以 2018 年管理费用率和研发费用率作为参考，假设 2019-2021 年管理费用率均为 1.41%，研发费用率均为 1.14%。
- 4、根据公司披露，公司 2019 年涤纶长丝产能预计达到 708 万吨，2020 年预计达到 758 万吨，2021 年为 758 万吨。一般来说，从聚酯装置投产到配套涤纶长丝生产线全部建成需要 6 个月左右，中间聚酯会先做成切片，随着涤纶长丝生产线逐渐建成，切片会越来越（桐昆自己有切片纺），长丝会生产越来越多，直至最终不生产切片只生产长丝。我们根据公司涤纶长丝产能预计投产的季度，按比例测算新增长丝产能对当年产量和营收的贡献。

5、我们假设浙江石化一体化项目在 2020 年 2 季度投产，第一年开工率 50%，第二年达到 100%。根据我们测算，在我们认为 PX 和乙二醇价格持续下降的情况下，浙江石化净利润为 90 亿元/年，按照公司 20%的股权比例计入投资收益。

盈利预测、估值及投资评级

PX 价格下降，PX 高利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移的趋势不可逆转，公司毛利率将逐年提升。根据我们的预计，桐昆 2019、2020 和 2021 年的营业收入将分别达到 471 亿元、533 亿元和 569 亿元，同比增速 13.27%、13.11%和 6.76%；对应毛利率分别为 13.99%、13.56%和 14.74%。2019-2021 年公司归母净利润 35.74 亿元、42.22 亿元和 61.26 亿元，对应每股收益（摊薄）分别为 1.96 元、2.32 元和 3.36 元。

图 27 2019-2021 公司涤纶长丝营业收入和毛利率（百万元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们采用相对估值法对公司进行估值。

表 5 可比上市公司相对估值

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	EPS				PE				PB
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
平均								22	13	9	8	3
002493	荣盛石化	11.97	753	0.26	0.60	0.95	1.14	47	20	13	10	3.6
603225	新凤鸣	12.53	149	1.67	1.52	2.25	2.75	7	8	6	5	1.8
002206	海利得	3.97	49	0.29	0.35	0.42	0.52	14	11	9	8	1.7
603332	苏州龙杰	29.29	35	1.73				17				4.4
601233	桐昆股份	14.10	257	1.16	1.96*	2.32*	3.36*	12	7*	6*	4*	1.6

资料来源: 标*为信达证研发中心预测, 其他引用 Wind 一致预期, 注: 股价为 2019/5/17 日收盘价

从可比公司未来三年的市盈率估值来看, 2019 年可比公司平均市盈率为 13 倍, 以当前股价计算公司对应的 2019 年市盈率为 7 倍, 公司估值显著低于可比公司平均水平。

盈利预测与投资评级: 我们预测 2019-2021 年公司 EPS(摊薄)分别为 1.96 元、2.32 元和 3.36 元。对应动态市盈率 (2019 年 5 月 17 日收盘价 14.10 元) 分别为 7 倍、6 倍和 4 倍。公司估值显著低于可比公司平均水平。首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

- 1、PX、和 MEG 产能投放不及预期, 上游原材料价格上涨的风险;
- 2、行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险;
- 3、公司长丝项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险;
- 4、原油和产成品价格剧烈波动的风险;
- 5、浙江石化炼化一体化项目投产滞后, 盈利不及预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,877.73	11,976.00	13,776.80	16,366.45	19,927.63
货币资金	3,255.10	5,646.27	6,882.78	8,674.14	11,870.65
应收票据	356.98	327.54	371.01	419.64	448.03
应收账款	409.94	285.12	322.96	365.29	390.00
预付账款	515.87	540.19	595.85	677.37	713.27
存货	2,666.99	4,147.15	4,574.47	5,200.28	5,475.95
其他	672.85	1,029.73	1,029.73	1,029.73	1,029.73
非流动资产	18,680.02	22,684.67	24,879.79	27,417.41	30,415.90
长期股权投资	3,859.24	5,247.01	5,247.01	5,247.01	5,247.01
固定资产(合计)	9,952.32	14,893.50	16,709.77	19,534.08	22,100.69
无形资产	789.43	1,067.55	1,233.23	1,439.68	1,633.47
其他	4,079.03	1,476.61	1,689.78	1,196.65	1,434.73
资产总计	26,557.75	34,660.67	38,656.59	43,783.86	50,343.53
流动负债	11,876.30	13,661.56	14,283.25	15,166.49	15,568.16
短期借款	5,205.87	7,581.34	7,581.34	7,581.34	7,581.34
应付票据	2,303.15	2,340.60	2,581.77	2,934.97	3,090.56
应付账款	2,298.73	2,929.15	3,230.97	3,672.98	3,867.68
其他	2,068.55	810.48	889.17	977.20	1,028.58
非流动负债	1,249.11	4,867.65	4,867.65	4,867.65	4,867.65
长期借款	1,176.00	1,715.00	1,715.00	1,715.00	1,715.00
其他	73.11	3,152.65	3,152.65	3,152.65	3,152.65
负债合计	13,125.41	18,529.22	19,150.90	20,034.14	20,435.82
少数股东权益	51.86	60.61	79.48	101.78	134.12
归属母公司股东权益	13,380.49	16,070.84	19,426.21	23,647.94	29,773.59
负债和股东权益	26,557.75	34,660.67	38,656.59	43,783.86	50,343.53

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	32,813.78	41,600.75	47,121.83	53,298.17	56,903.44
同比(%)	28.27%	26.78%	13.27%	13.11%	6.76%
归属母公司净利润	1,760.74	2,120.25	3,574.00	4,221.73	6,125.65
同比(%)	55.52%	20.42%	68.56%	18.12%	45.10%
毛利率(%)	10.36%	11.68%	13.99%	13.56%	14.74%
ROE%	14.46%	14.40%	20.14%	19.60%	22.93%
EPS(摊薄)(元)	0.97	1.16	1.96	2.32	3.36
P/E	15	12	7	6	4
P/B	1.92	1.60	1.32	1.09	0.86
EV/EBITDA	7.17	7.84	5.42	4.65	3.44

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	32,813.78	41,600.75	47,121.83	53,298.17	56,903.44
营业成本	29,414.59	36,742.47	40,528.39	46,072.89	48,515.20
营业税金及附加	80.62	81.13	91.90	103.95	110.98
销售费用	103.06	125.84	142.54	161.22	172.13
管理费用	800.13	584.85	662.47	749.30	799.99
研发费用	0.00	487.94	552.69	625.13	667.42
财务费用	220.10	573.22	426.53	414.03	393.72
减值损失合计	-14.26	293.54	108.59	159.58	228.47
投资净收益	23.21	19.90	33.58	475.57	1,976.35
其他	7.83	46.45	32.32	32.08	32.20
营业利润	2,240.57	2,778.10	4,674.62	5,519.70	8,024.08
营业外收支	14.29	9.62	24.49	31.05	29.96
利润总额	2,254.87	2,787.72	4,699.11	5,550.75	8,054.04
所得税	485.71	656.27	1,106.24	1,306.73	1,896.04
净利润	1,769.16	2,131.45	3,592.87	4,244.02	6,158.00
少数股东损益	8.42	11.20	18.87	22.29	32.35
归属母公司净利润	1,760.74	2,120.25	3,574.00	4,221.73	6,125.65
EBITDA	3,633.02	4,847.80	7,011.74	8,179.02	11,055.04
EPS(当年)(元)	1.35	1.16	1.96	2.32	3.36

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,190.46	2,426.05	5,904.75	6,444.45	7,166.65
净利润	1,769.16	2,131.45	3,592.87	4,244.02	6,158.00
折旧摊销	1,130.66	1,493.00	1,836.58	2,155.29	2,526.48
财务费用	247.49	567.08	476.05	472.98	474.52
投资损失	-23.21	-19.90	-33.58	-475.57	-1,976.35
营运资金变动	-926.19	-1,871.95	-51.20	-74.62	-191.46
其它	-7.45	126.37	84.04	122.34	175.47
投资活动现金流	-4,482.41	-7,714.70	-3,973.57	-4,180.10	-3,495.62
资本支出	-2,725.92	-2,898.46	-4,007.15	-4,655.67	-5,471.97
长期投资	51.17	21.45	33.58	475.57	1,976.35
其他	-1,807.67	-4,837.69	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	3,989.62	4,823.34	-694.68	-472.98	-474.52
吸收投资	989.62	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	3,532.26	5,304.24	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	603.39	668.38	694.68	472.98	474.52
现金流净增加额	1,685.73	-486.09	1,236.51	1,791.36	3,196.52

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责能源行业研究。

陈淑娴，北京大学数学科学学院（SMS）金融数学系学士，北京大学国家发展研究院（CCER）经济学双学士和西方经济学硕士。2017年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

洪英东，清华大学工学博士，2018年4月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。