

化工

2017年02月27日

报告原因：强调原有的投资评级

增持（维持）

市场数据： 2017年02月24日	
收盘价（元）	16.79
一年内最高/最低（元）	17.39/10.39
市净率	2.0
息率（分红/股价）	0.30
流通A股市值（百万元）	16179
上证指数/深证成指	3253.43/10443.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日	
每股净资产（元）	8.49
资产负债率%	42.66
总股本/流通A股（百万）	1232/964
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《桐昆股份（601233）点评：四季度盈利超预期，涤纶长丝景气持续上行》  
2017/01/18

《桐昆股份（601233）点评：2016年Q1同比增长47%-77%，涤纶长丝龙头显弹性》  
2016/04/12

证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

研究支持

王玉龙 A0230117010004  
wangyl@swsresearch.com

联系人

王玉龙  
(8621)23297818 × 转  
wangyl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 桐昆股份 (601233)

## ——受益长丝景气周期，全产业链布局构建综合竞争优势

投资要点：

- **快速发展的聚酯纤维龙头。**公司是国内涤纶长丝行业龙头，产销量常年位居行业第一，目前拥有400万吨长丝产能，市场占有率接近13%。公司目前已公告100万吨扩产计划，未来市占率将进一步提高。同时公司涤纶长丝品类齐全，近几年每年投入3~4亿用于技改研发差异化产品，行业竞争能力不断增强。
- **公司盈利显著受益长丝景气周期。**涤纶长丝行业自2011年以来持续低迷，行业新增产能投放放缓，落后产能不断淘汰，伴随需求端纺织服装企稳回暖，2016年以来长丝景气明显回升，桐昆股份四季度单季盈利达到5.4~6亿，创近年来新高。2017年行业新增供给约4%，需求增速维持6%，供需格局将进一步改善。同时，涤纶长丝扩产周期接近两年，行业新一轮扩产尚未开启，但公司新增50万吨长丝产能2017年逐步投产，有望充分享受涤纶长丝景气周期。
- **涤纶长丝盈利受益油价中枢上移。**近期OPEC减产执行顺利，看好油价趋势上行，2016年石油均价45美金/桶左右，预计2017年油价中枢在50~65美金之间。油价上行利好聚酯产业链整体盈利的复苏，从PX—PTA—聚酯产业链分析，当前PX进口依存度超过50%，盈利稳定在高位，PTA行业洗牌尚未结束，盈利在低位徘徊，因此油价上行产业链超额利润将向涤纶长丝端转移。
- **全产业链布局不断推进，构筑综合成本优势。**公司目前拥有400万吨长丝产能配套150万吨PTA产能（实际产量达到170万吨），每年仍需外购接近180万吨PTA。按照扩产计划，公司今年将新增50万吨长丝产能与220万吨PTA产能，届时公司PTA将满足配套需求。中期看，PTA扩产高峰已于2014年结束，行业亏损运行状态长期不可持续，2018年PTA有望迎来景气回暖。同时公司集团层面参股20%浙江舟山项目，预计1期建设2000万吨/年炼油配套520万吨芳烃于2018年底投产，公司逐渐打通PX-PTA-长丝全产业链，综合竞争能力不断增强。
- **盈利预测和投资评级。**公司是国内涤纶长丝行业龙头，显著受益长丝景气周期；全产业链一体化布局不断推进，构筑综合竞争优势，给予公司一年目标价20元，对应2017年15倍，维持公司“增持”评级。预计16-18年EPS为0.91、1.30、1.69元（不考虑增发摊薄），当前股价对应16-18年PE为18.5X、12.9X、9.9X。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	21,754	17,704	25,927	32,168	38,824
同比增长率（%）	-13.31	6.79	19.18	24.07	20.69
净利润（百万元）	115	560	1,124	1,607	2,083
同比增长率（%）	3.00	458.83	875.66	42.97	29.62
每股收益（元/股）	0.12	0.45	0.91	1.30	1.69
毛利率（%）	5.3	7.6	9.8	10.5	11.0
ROE（%）	1.7	5.3	9.5	11.9	13.4
市盈率	140		19	13	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

看好 2017 年涤纶长丝景气持续,公司作为行业龙头充分受益;公司逐渐打通 PX-PTA-长丝全产业链,综合竞争力不断增强,维持公司“增持”评级。预计 16-18 年 EPS 为 0.91、1.30、1.69 元(不考虑增发摊薄),当前股价对应 16-18 年 PE 为 18.5X、12.9X、9.9X。

### 关键假设点

纺织服装企稳回暖,涤纶长丝供给端不陷入恶性竞争,油价稳步上涨。

### 有别于大众的认识

市场普遍认为涤纶长丝行业集中度不高,高景气难以持续。

我们认为经过几年纺织服装行业的去库存,需求端企稳回暖;涤纶长丝供给端进入良性扩张阶段,大厂商有序扩产替代小厂商高成本产能,行业集中度缓慢提升。2017 年行业新增产能增速低于需求增速,行业供需格局进一步优化。同时,涤纶长丝厂家协同定价加强,龙头公司定价能力不断增强。

市场普遍认为 PTA 景气低迷,公司新增 220 万吨装置将拖累公司业绩。

我们认为虽然 PTA 行业洗牌尚未结束,翔鹭、远东等有待复产产能对 2017 年 PTA 行业景气造成较大不确定性,但公司新建装置加工费处于行业较低水平,低成本优势明显;同时,新增 220 万吨投产后公司将完全打通 PTA-长丝环节,由于上游 PX 供应格局自 2018 年逐渐宽松,上游议价能力将逐渐降低,公司综合竞争优势逐渐增强。

### 股价表现的催化剂

OPEC 与非 OPEC 减产达到预期,油价持续温和上涨;新增产能逐渐释放,增厚上市公司业绩。

### 核心假设风险

1) 油价大幅波动风险; 2) 供给端行业陷入恶性竞争; 3) 下游需求复苏不达预期;

# 1

## 目录

<b>快速发展的聚酯纤维全产业链龙头 .....</b>	<b>6</b>
1.1 公司是国内最大的涤纶长丝民营企业 .....	6
1.2 涤纶长丝行业回暖，公司盈利回升 .....	7
<b>2.涤纶长丝景气回升，受益油价反弹 .....</b>	<b>8</b>
2.1 涤纶长丝行业逐步回暖，将维持 6%左右需求增长 .....	8
2.1.1 纺织服装经营好转，带动涤纶行业回暖 .....	8
2.1.2 棉价底部向上，对涤纶价格形成支撑 .....	9
2.1.3 涤纶长丝产能增速低于需求增速 .....	11
2.2PX 供应逐渐趋于宽松 .....	13
2.3 PTA 集中度提升，行业洗牌进行中 .....	14
2.4 需求回暖并且持续，油价底部反弹推动涤纶长丝 .....	16
<b>3. 不断扩展和延伸产业链，规模化构筑成本优势 .....</b>	<b>18</b>
3.1 全产业链布局不断推进 .....	18
3.2 积极布局产品差异化赚取超额利润 .....	19
<b>4. 关键结论与投资建议 .....</b>	<b>19</b>
<b>5. 风险揭示 .....</b>	<b>21</b>
<b>6. 附表 .....</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权及产能结构图 .....	6
图 2: 桐昆股份 16H1 主营业务构成.....	7
图 3: 桐昆股份毛利率不断向上.....	7
图 4: 受涤纶长丝行业回暖, 公司 EPS 逐年回升 .....	7
图 5: 公司是国内涤纶长丝龙头, 市占率 12%.....	7
图 6: 国内下游服装需求处于低位并逐渐企稳.....	8
图 7: 服装出口增长底部回暖 .....	8
图 8: 纺织品出口增长底部回暖.....	8
图 9: 纺织业成品存货低位企稳.....	8
图 10: 纺织服装成品存货处于合理水平, 增速放缓.....	9
图 11: 重点纺企经营性现金流大幅改善 .....	9
图 12: 全球棉花库存消费比拐点已现.....	10
图 13: 全球棉花种植面积三年持续下降 .....	10
图 14: 国内棉花播种面积下滑严重 .....	10
图 15: 国内外棉花产量下降明显 (百万包/月) .....	10
图 16: 国内外棉花价格低位反弹趋势一致.....	11
图 17: 棉花价格底部向上支撑涤纶长丝价格 .....	11
图 18: 涤纶在纺织服装中需求达到 85% .....	11
图 19: 涤纶纤维占化纤产量比重持续提升.....	11
图 20: 涤纶长丝价格远低于其他纤维.....	12
图 21: 涤纶长丝产能增速低于需求增速 .....	12
图 22: 我国 PX 进口主要来自韩、日、中国台湾 .....	14
图 23: 2018 年后亚洲 PX 产能加速扩张.....	14
图 24: 国内 PTA 产能快速扩张致开工率逐步下降 .....	15
图 25: 逸盛和恒力石化占据行业 53%有效产能.....	15
图 26: 中国 PTA 装置按产能分 .....	15
图 27: PTA 装置平均加工费 .....	15
图 28: 聚酯产业链产能结构日趋合理.....	16

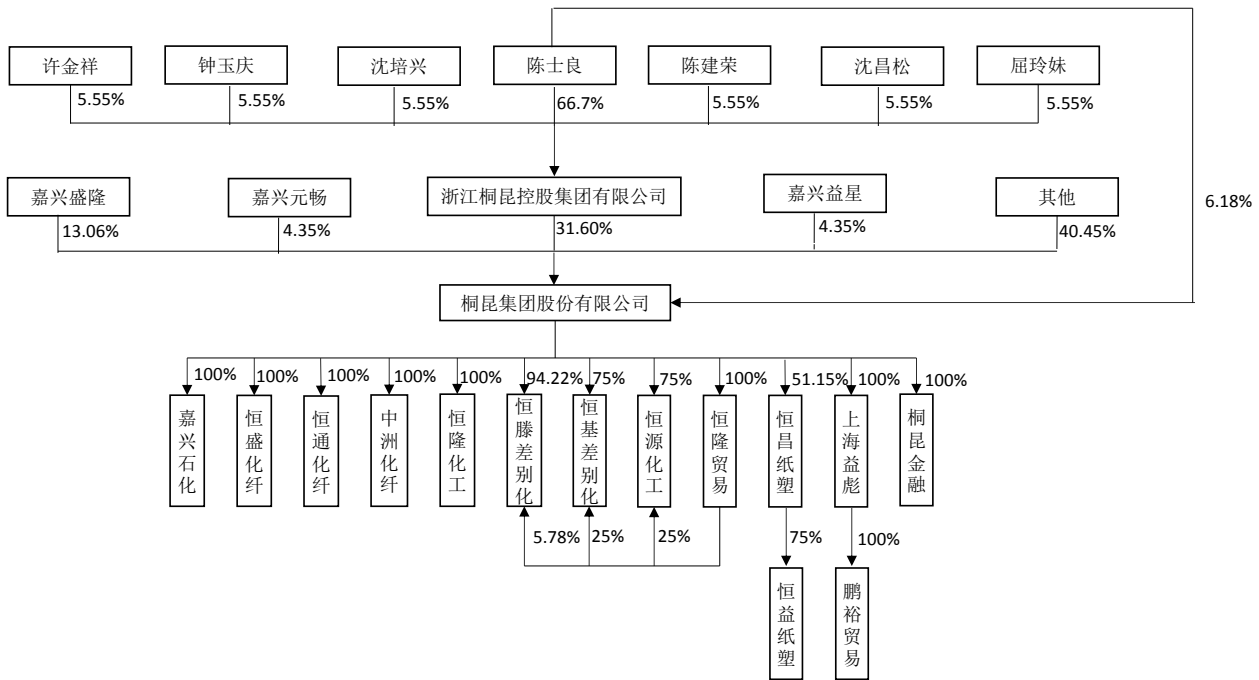
图 29: 原油、石脑油、PX 价格随原油底部反弹 .....	16
图 30: 涤纶长丝价格底部企稳反弹 .....	16
图 31: 各大机构对油价的预测(美元/桶) .....	17
图 32: 下游行业开工率企稳回暖 .....	17
图 33: 涤纶长丝开工率企稳回暖 .....	17
图 34: 涤纶长丝库存处于底部有望回升 .....	17
图 35: 涤纶长丝价差逐步扩大 .....	17
图 36: 公司逐渐打通产业链上下游 .....	18
表 1: 公司产能分布 .....	6
表 2: 国内棉花储备量消耗在加剧 (单位: 万吨) .....	10
表 3: 2017 年国内涤纶长丝产能投放 143 万吨 .....	12
表 4: 涤纶 2016 年淘汰产能 .....	12
表 5: 中国 PX 自给率长期处于 50% 左右 .....	13
表 6: 2016 年亚洲区新增 220 万吨 PX, 2017-2018 年亚洲将有 844 万吨 PX 投产 .	13
表 7: 国内 PTA 扩产步伐减缓 .....	15
表 8: 涤纶长丝价差每上涨 100 元/吨, 对应 EPS 增厚 0.19 元/股	错误!未定义书签。
附表 1: 2016 年国内涤纶长丝产能达 3527 万吨 .....	21
附表 2: 2016 年国内 PX 产能达 1393 万吨 .....	22
附表 3: 国内 PTA 生产企业基本情况 .....	23
附表 4: 利润表 .....	25

# 1.快速发展的聚酯纤维全产业链龙头

## 1.1 公司是国内最大的涤纶长丝民营企业

桐昆股份是国内涤纶长丝行业龙头，行业市场占有率接近 13%，连续十多年来在国内市场实现产量及销量第一。截至到 2016 年，公司拥有涤纶长丝产能 400 万吨。公司控股股东为浙江桐昆控股集团有限公司，持有上市公司股权 31.60%

图 1：公司股权及产能结构图



资料来源：申万宏源研究

公司自上市以来不断扩张涤纶长丝产能，目前已公告仍有 100 万吨扩产计划，市占率将进一步提高；同时公司涤纶长丝品类齐全，产品包含 POY、FDY、DTY、复合丝等四大系列 1000 多个品种，被称为化纤行业的“沃尔玛”超市，近几年公司每年投入 3~4 亿用于技改研发差异化产品，产品竞争能力不断增强。公司纵向一体化不断延伸，目前拥有 150 万 PTA 产能，后续将扩建 220 万吨 PTA 已满足自用需要，同时公司集团层面将与荣盛石化和巨化集团在浙江舟山筹建大炼化项目，一期产能 1500 万吨/年炼油项目，年产 PX 可达 390 万吨，预计 2018 年底前投产，届时公司将打通聚酯产业链上下游。

表 1：公司产能分布

产能	地点	投产时间
年产 80 万吨 POY	股份公司	2010 年前
年产 27 万吨 DTY	股份公司	2010 年前
年产 28 万吨 FDY	股份公司	2010 年前
年产 80 万吨 PTA	嘉兴石化	2012 年

年产 40 万吨 POY 及 FDY 差别化纤维	嘉兴石化	2012 年
年产 30 万吨差别化纤维	恒达厂区	2012 年
年产 40 万吨差别化纤维	恒达厂区	2013 年
年产 27 万吨差别化纤维	长兴恒腾	2014 年
年产 40 万吨超仿棉差别化纤维	恒嘉厂区	2014 年
年产 40 万吨差别化纤维	恒嘉厂区	2016 年
年产 38 万吨 DTY	桐昆股份	2016 年
年产 30 万吨 POY	恒邦厂区	预计 2017 年投产
年产 20 万吨差别化纤维技改	恒邦厂区	预计 2017 年投产
年产 220 万吨 PTA	嘉兴石化	预计 2017 年投产
年产 30 万吨差别化纤维	嘉兴石化	预计 2019 年投产
年产 20 万吨高性能全差别化纤维	恒邦厂区	预计 2019 年投产

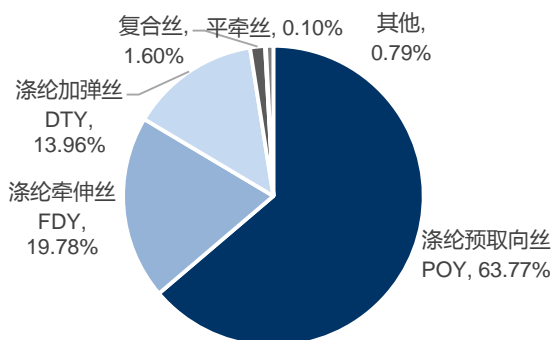
资料来源: wind,申万宏源研究

## 1.2 涤纶长丝行业回暖, 公司盈利回升

涤纶长丝行业自 2011 年以来持续低迷, 行业新增产能投放放缓, 落后产能不断淘汰, 需求端纺织服装增长平稳, 行业供需逐渐改善。近几年来长丝景气底部回暖, 公司毛利率从 2013 年 3.75% 增长到 2016 年 Q3 的 7.60%。

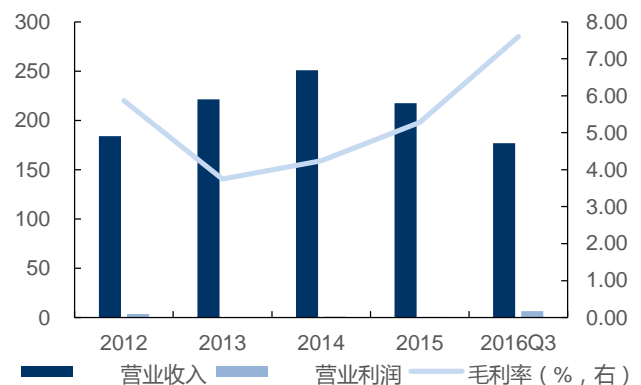
公司近期发布 2016 年业绩预告: 2016 年归属上市公司股东净利润区间为 11.0-11.6 亿元 (YoY+855-907%), 其中 Q4 归母净利润区间 5.4-6.0 亿元 (YoY+3500~3900%, QoQ +157~186%)。Q4 单季度盈利创历史新高, 主要受益长丝景气高企, 受 G20 停工影响, 涤纶长丝下游需求旺季延后, 造成四季度供不应求局面, 长丝销售量价齐升。以 POY 150D 为例, 四季度从 6900 元/吨上涨至 8700 元/吨, 涨幅接近 26%。长丝价差扩大至 1400 元/吨, 单吨盈利达到 600 元/吨, 已接近近年来高点。

图 2: 桐昆股份 16H1 主营业务构成



资料来源: wind,申万宏源研究

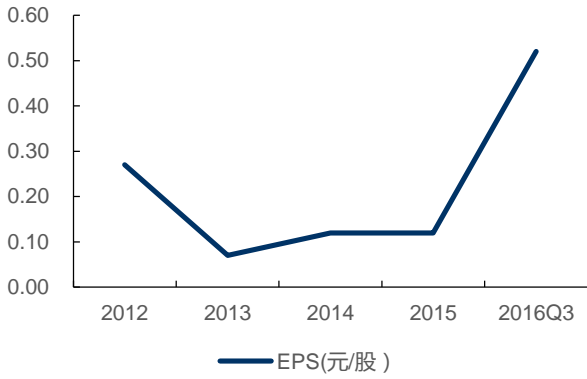
图 3: 桐昆股份毛利率不断向上



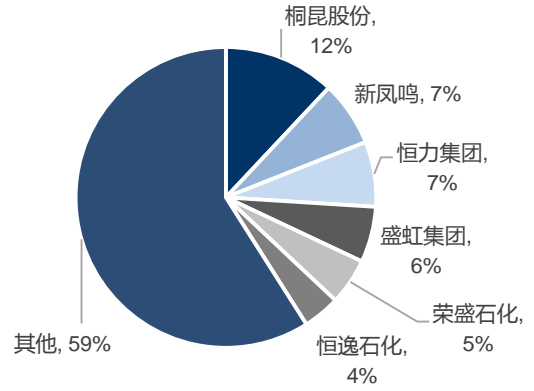
资料来源: wind,申万宏源研究

图 4: 受涤纶长丝行业回暖, 公司 EPS 逐年回升

图 5: 2016 年涤纶长丝行业市场份额统计



资料来源: wind,申万宏源研究



资料来源: 中纤网,申万宏源研究

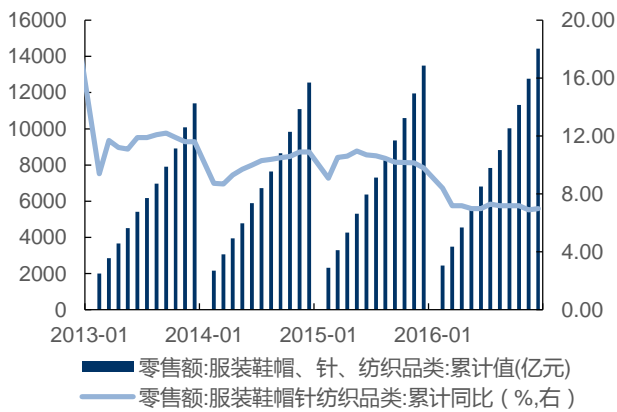
## 2.涤纶长丝景气回升, 受益油价反弹

### 2.1 涤纶长丝行业逐步回暖, 将维持 6%左右需求增长

#### 2.1.1 纺织服装经营好转, 带动涤纶行业回暖

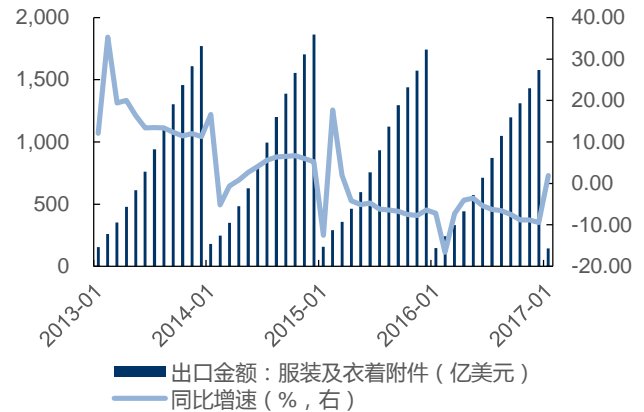
涤纶主要应用于服装、家纺、工业用品等领域。下游国内纺织服装行业正逐步走出低谷, 增长缓慢提升。2016 年 1-12 月, 国内零售额同比逐月回升, 合计达 1.4 万亿元, 同比增长 7.0%。2017 年 1 月, 纺织业、服装业出口分别为 143.2 和 95.8 亿美元, 同比上升 1.9 和 3.5%, 纺织服装业出口出现底部企稳回暖 (图 6-8)。

图 6: 国内下游服装需求处于低位并逐渐企稳



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 7: 服装出口增长底部回暖

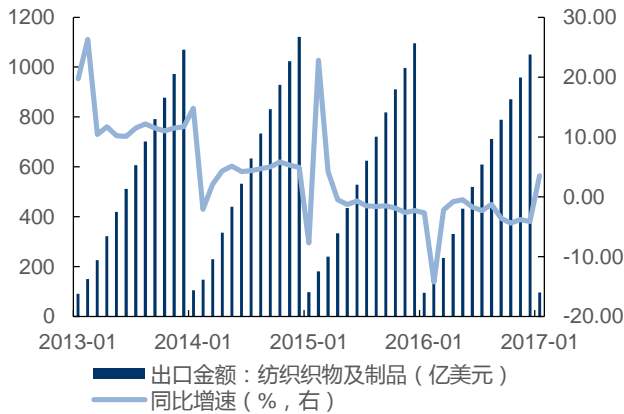


资料来源: wind, 申万宏源研究

图 8: 纺织品出口增长底部回暖

图 9: 纺织业成品存货低位企稳





资料来源：wind，申万宏源研究

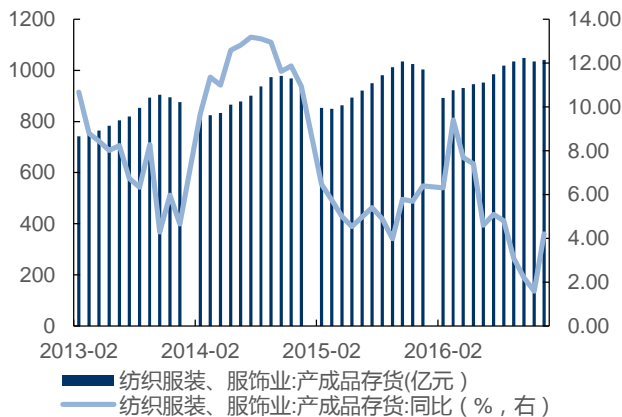


资料来源：wind，申万宏源研究

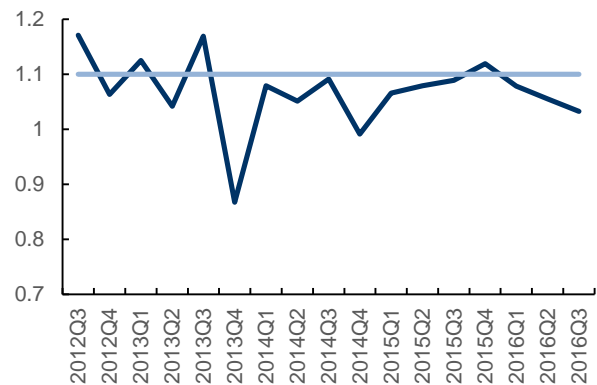
过去三年，纺织业整体处于清库存阶段（图 9、10），行业整体产成品存货同比增速从 10%以上快速回落至 2%的平均水平，纺织服装产成品存货也处于合理水平。库存改善使纺织企业经营性现金流得到了较大改善（图 11），行业整体经营状况逐渐改善。

图 10：纺织服装成品存货处于合理水平，增速放缓

图 11：重点纺企经营性现金流大幅改善



资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究

## 2.1.2 棉价底部向上，对涤纶价格形成支撑

棉价在经历了三年的棉花收储政策被取消后，国内棉花储备急剧减少目前库存只有 876 万吨，目前每年的产量不足 400 万吨，而总消费量高达 610 万吨，需求远远大于供给。考虑到目前的库存，以及明年需求也将保持在 610 万吨以上，同时国外棉花配额的限制和国内播种面积减少带来的产量持续减少，预计明年棉花消耗将超过 2016 年的 100 万吨以上，棉花储备将回到 2011~2012 年间的 770 万吨的水平（表 2）。产量的萎缩加上稳定的需求，将会为棉价带来支撑。

同时，全球棉花库存消费比自 14/15 达到 100%拐点出现以后发生了下降，全球棉花种植面积连续 3 年下滑（图 12-13）。国内棉花播种面积也出现严重下滑，2017 年 1 月份国内棉花播种面积只有 4.4 百万公顷，相比去年同时期下降了 8.3%（图 14）。国内外棉花播

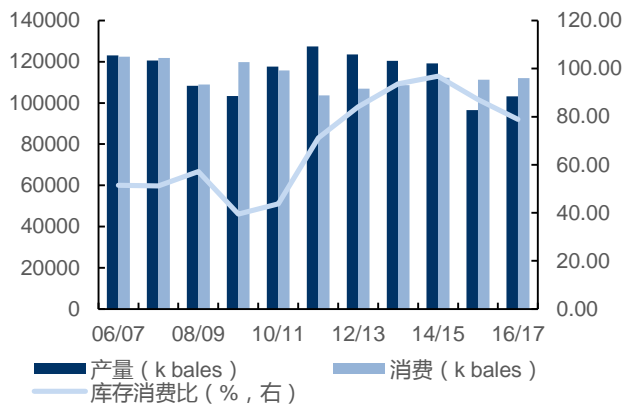
种面积的严重下降将带来棉花产量的下降(图15),2017年1月国内外产棉分别下降1.0%和8.4%,国内稳定的需求和棉花供给的紧缩,为棉花价格起到一个良好的支撑作用,国内外棉花价格也在低位企稳向上(图16)。目前棉花价格相比去年同期上涨了30.0%。同时国外棉花配额的限制,也将推动棉花价格上涨由而支撑涤纶长丝价格(图17)。

表 2: 国内棉花储备量消耗在加剧(单位:万吨)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
产量	575.80	514.70	571.50	570.00	544.00	515.00	425.50	<b>395.70</b>
进口量	250.00	258.00	544.00	439.60	300.30	167.10	96.00	<b>115.00</b>
出口量	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.50	1.20
国内总消费量	901.00	889.00	839.00	742.00	625.60	641.00	615.40	<b>611.00</b>
期末库存	378.00	260.70	549.00	815.60	1,033.30	1,073.40	978.00	<b>876.50</b>

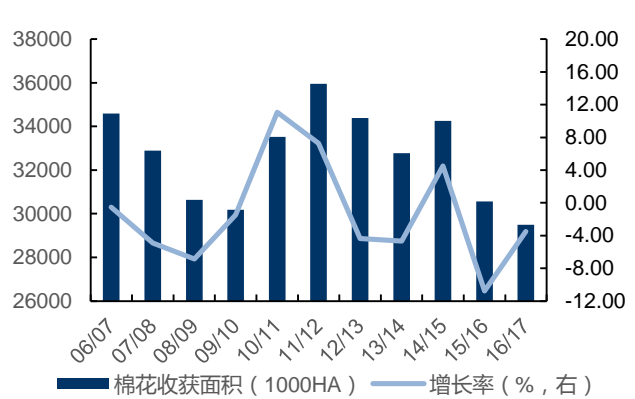
资料来源:wind,申万宏源研究

图 12: 全球棉花库存消费比拐点已现



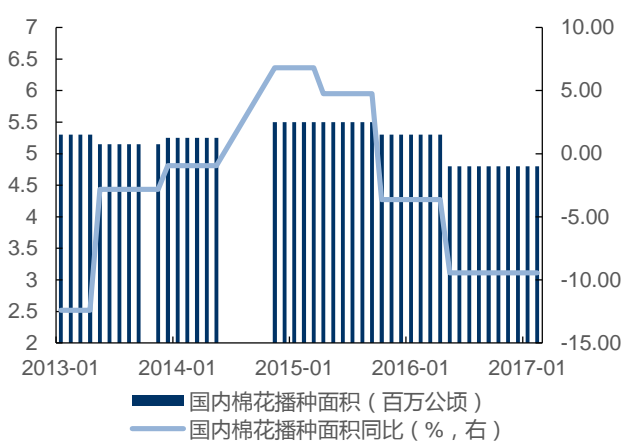
资料来源:USDA,申万宏源研究

图 13: 全球棉花种植面积三年持续下降



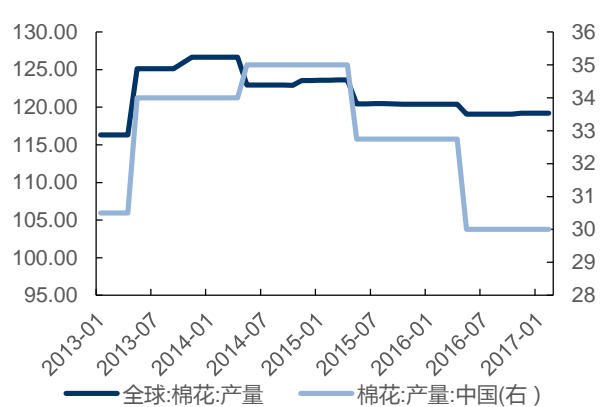
资料来源:USDA,申万宏源研究

图 14: 国内棉花播种面积下滑严重



资料来源:USDA,申万宏源研究

图 15: 国内外棉花产量下降明显(百万包/月)



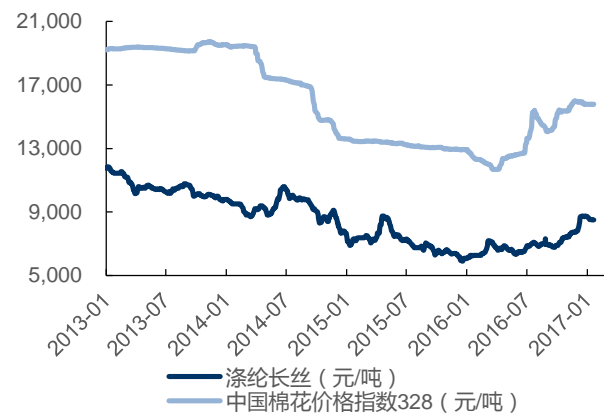
资料来源:USDA,申万宏源研究

图 16: 国内外棉花价格低位反弹趋势一致



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 17: 棉花价格底部向上支撑涤纶长丝价格



资料来源: wind, 申万宏源研究

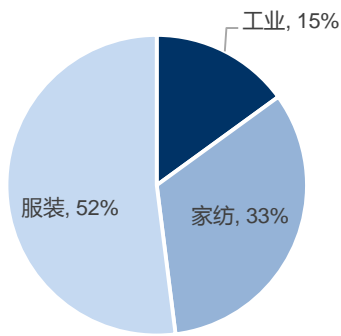
### 2.1.3 涤纶长丝产能增速低于需求增速

涤纶主要用于编制纺织服装中的面料,需求占比达到 80%,其中家纺占比 33%,服装占比 52%,剩余的为工业用丝(图 18)。涤纶作为化学纤维中的主力品种,随着其新产品推出及应用领域拓展,在合成纤维中占比逐渐提升(图 19)。

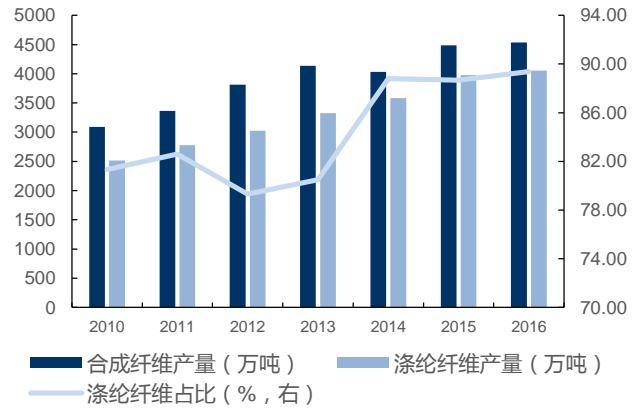
目前我国涤纶长丝总产能达到 3527 万吨(附表 1),2016 年实际投产产能 123 万吨,淘汰产能 78 万吨,实际产能增速仅 1.2%。根据规划,预计 2017 年行业新增产能 143 万吨,产能增速约 4%(表 3-4)。涤纶相比其他化学纤维具有明显的价格优势,差异化纤维的研发使得涤纶性能不断提高,因此涤纶在化学纤维中占比不断上升,整体增速高于化学纤维增速。近年来涤纶增速有所下滑,预计 2017 年整体需求增速在 6%左右,行业供需格局将进一步改善。同时,涤纶长丝新建周期需要 2 年,并且淘汰小产能由于近几年没钱进行技改与差异化研发,产品已经无法适应市场需求,因此虽然当前行业盈利处于高位,2017~2018 年不用担心供给端大规模新建与淘汰产能复产造成的冲击。

图 18: 涤纶在纺织服装中需求达到 85%

图 19: 涤纶纤维占化纤产量比重持续提升



资料来源：申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究

表 3：2017 年国内涤纶长丝产能投放 143 万吨

厂名	投放时间	产能 (万吨)
盛泽立新	2016Q1	8
桐乡桐昆恒腾	2016Q1	50
桐乡新凤鸣中盈	2016Q2	30
宁波华鑫	2016Q2	10
泗阳海欣	2016Q3	25
<b>2016 年合计</b>		<b>123</b>
福建山力	2017Q1-Q2	20
福建经纬	2017Q2-Q3	20
泗阳海欣	2017Q2-Q3	25
张家港欣欣	2017Q3-Q4	18
桐昆恒邦	2017Q3-Q4	30
恒逸石化	2017Q4	30
<b>2016 年合计</b>		<b>143</b>

资料来源：中纤网，申万宏源研究

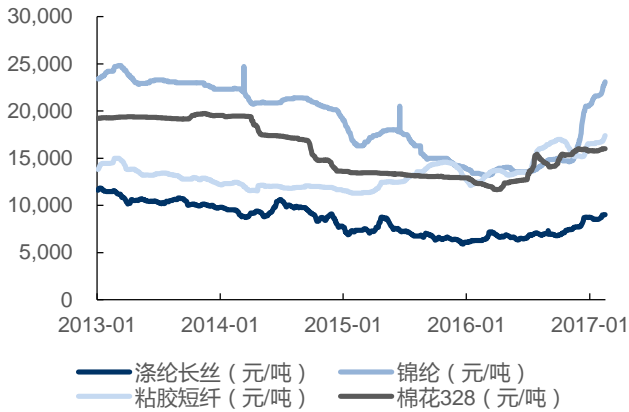
表 4：涤纶 2016 年淘汰产能

公司	产能	短纤	POY	停车时间
翔盛	60	20	40	2016 年
华鑫	20		20	2016 年
道远	18		18	2016 年
金桥	20			2016 年

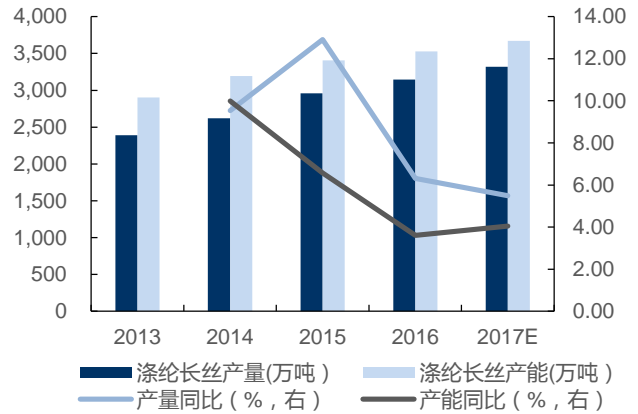
资料来源：中纤网,申万宏源研究

图 20：涤纶长丝价格远低于其他纤维

图 21：涤纶长丝产能增速低于需求增速



资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: wind, 申万宏源研究

## 2.2PX 供应逐渐趋于宽松

我国是全球最大的PX消费国,截至2016年底,我国PTA产能4693万吨,表观消费量3141万吨,折算PX需求量超过2050万吨。我国PX产能1393万吨(附表2),受宁波、厦门等公共事件影响,近年来扩产进度放缓,进口依存度逐渐攀升。2016年,我国进口PX1249万吨,同比增长7.2%,进口依存度达到54%。我国PX进口主要来自于韩国、日本及中国台湾等国家和地区(图22)。PX长期供不应求的格局,使得亚洲PX企业在聚酯产业链中处于强势地位,享受着较高的行业利润。

2015年开始亚洲PX产能增速有所放缓,新增产能220万吨,总产能达到4076.5万吨,增幅5%(表6)。预计2018年前后PX将面临新一轮投放高峰,规划超过490万吨产能被投放(表6,图23),随着国内盛虹、舟山、中科、恒力四大炼化一体化项目逐渐投产,PX供应格局将转向宽松。短期看PX端盈利稳定在高位,但随着未来亚洲产能的投放,PX-PTA-聚酯产业链下游议价能力逐渐增强。

表5: 中国PX自给率长期处于50%左右

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PX 产能 (万吨)	726	826	826	1,036	1,111	1,222	1,393	1,393
PX 产量 (万吨)	480	612	680	770	770	860	910	966
PX 进口量 (万吨)	371	353	498	620	905	997	1,165	1,249
PX 出口量 (万吨)	33	21	35	35	18	10	12	11
表观消费量 (万吨)	817	944	1,143	1,355	1,657	1,847	2,063	2,063
PX 自给率 (%)	55	63	56	54	45	47	44	46

资料来源: wind, 申万宏源研究

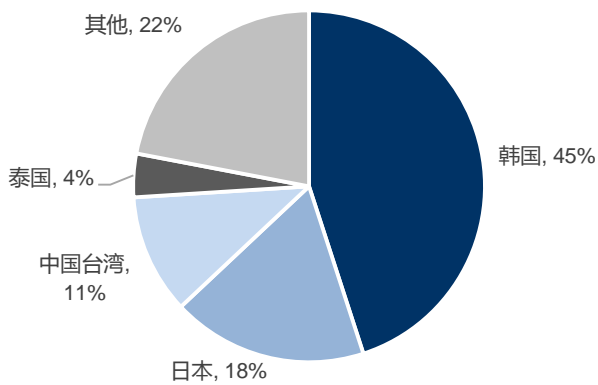
表6: 2016年亚洲区新增220万吨PX,2017-2018年亚洲将有844万吨PX投产

厂家	产能(万吨)	投产时间	厂家	产能(万吨)	投产时间
印度信赖	220	2016年	恒力石化	200	2018年

2016 年合计	220	2017 年	Indian Oil	40	2018 年
沙特 PetroRabigh	134	2017 年	盛虹炼化	100	2018 年
沙特 Aramco Jizan	65	2017 年	恒逸石化 (文莱)	150	2018 年
越南 Nghi Son	70	2017 年	2018 年合计	490	
中海油惠州炼化二期	85	2017 年			
2017 年合计	354				

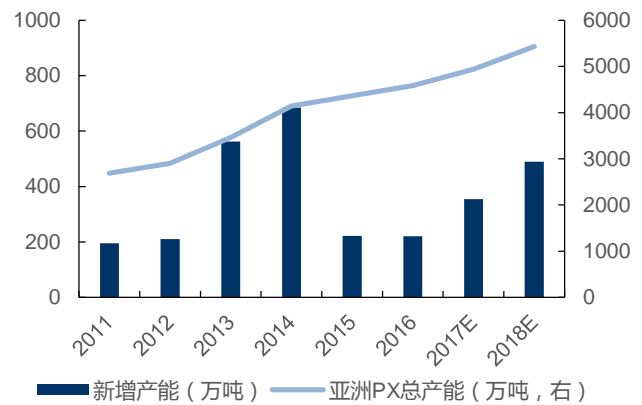
资料来源：中纤网，申万宏源研究

图 22：我国 PX 进口主要来自韩、日、中国台湾



资料来源：wind,申万宏源研究

图 23：2018 年后亚洲 PX 产能加速扩张



资料来源：wind,申万宏源研究

## 2.3 PTA 集中度提升，行业洗牌进行中

2011 年以前，国内聚酯市场需求快速增长，PTA 自给率不高，需大量进口，PTA 价格处于高位，国内生产企业利润丰厚。在高额利润吸引，2012 年以来大量 PTA 装置集中上马，PTA 行业由供不应求转变为供给过剩，产品价格走低，行业盈利不断恶化。

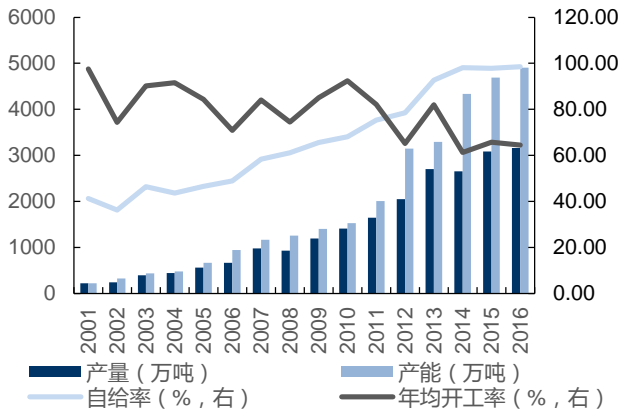
### ——PTA 高速扩张步入尾声，产能过剩将得到缓解

截止 2016 年底，我国 PTA 产能达到 4913 万吨（附表 3），PTA 行业过剩严重，名义开车率仅在 64.5% 左右，从 2015 年以来 PTA 扩产步伐明显放慢，且部分高成本产能被逐渐淘汰。目前 PTA 行业共 1235 万吨处于停车状态，国内现存 PTA 淘汰产能 840 万吨，问题产能 675 万吨，主要对应翔鹭石化、远东石化等，目前行业有效开工率超过 80%。

近年来 PTA 行业进入深度洗牌期，行业集中度不断提高。目前逸盛石化和恒力石化占据行业 53% 的有效产能，寡头格局初现，预计未来行业集中将进一步集中（图 25）。行业景气的低迷持续挤压高成本产能生存空间，根据国内 PTA 产能分布和对应平均加工费（图 26、27）情况，国内 PTA 平均加工成本在 610 元/吨，高成本产能主要集中在 0-100 万吨/年的装置，5% 的装置产能在 0-50 万吨加工费在 1000 元/吨以上，14% 的装置产能在 50-100 万吨加工费也超过 800 元/吨。近年来行业整体维持龙头企业不亏其他企业亏损状态，未来高成本产能将逐渐退出。短期看 2017 年蓬威石化、远东石化、翔鹭石化存在复产的可能性，

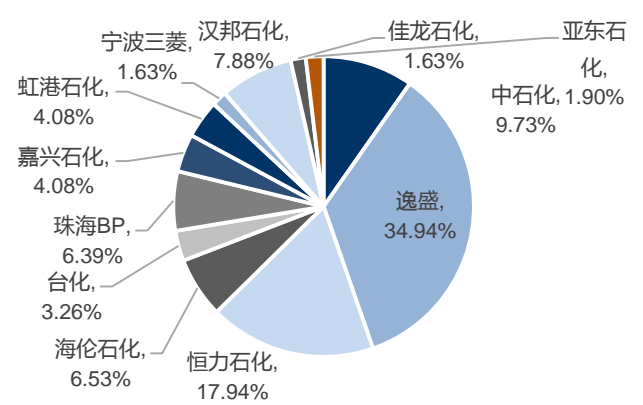
合计 650 万吨产能对 PTA 行业的景气造成一定的不确定性，但中期看行业亏损运行的状态不可持续，2018 年后 PTA 景气有望底部逐渐回暖。

图 24：国内 PTA 产能快速扩张致开工率逐步下降



资料来源：wind，申万宏源研究

图 25：逸盛和恒力石化占据行业 53%有效产能



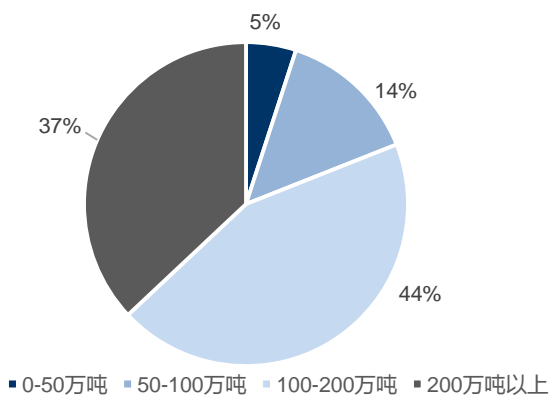
资料来源：wind，申万宏源研究

表 7：国内 PTA 扩产步伐减缓

厂名	产能	投产时间
BP 珠海石化	125	2015 年 Q1
恒力石化	220	2015Q3
<b>2015 年合计</b>	<b>345</b>	
江阴汉邦石化	220	2016
<b>2016 年合计</b>	<b>220</b>	
蓬威石化	90	2017 复产
翔鹭石化	420	2017 复产
远东石化	140	2017 复产
嘉兴石化	220	2017
<b>2017 年合计</b>	<b>900</b>	

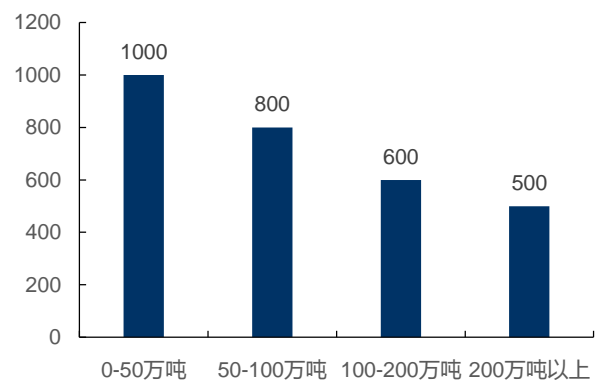
资料来源：中纤网，百川资讯，申万宏源研究

图 26：中国 PTA 装置按产能分



资料来源：wind，申万宏源研究

图 27：PTA 装置平均加工费

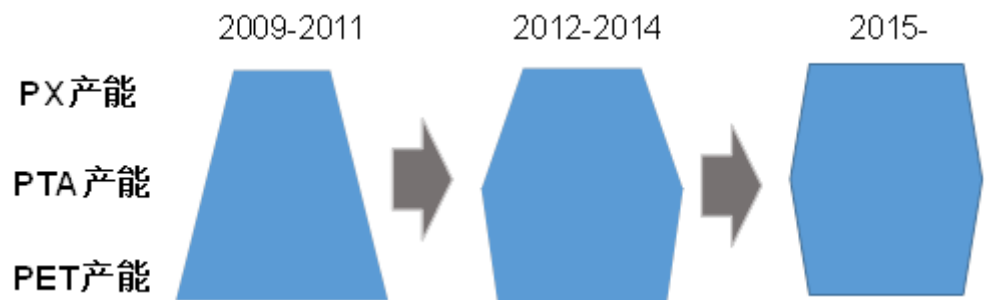


资料来源：wind，申万宏源研究

## 2.4 需求回暖并且持续，油价底部反弹推动涤纶长丝

基于以上分析，下游聚酯涤纶环节需求稳定复苏；上游PX盈利维持在高位，未来产能扩张供应将转向宽松，产业链话语权向下转移；PTA产能集中度将增强，虽然整体产能过剩，但龙头企业对PTA环节的掌控能力逐渐增强，伴随着行业洗牌的继续，PTA盈利有望底部回暖。总体而言，聚酯产业链产能趋于良性扩张，2015年之后聚酯产业链产能结构日趋合理（图28），供需结构也趋于良性疏导，产业链上下游价格传导更加顺畅，产业链利润有望下移，将不会出现以前PX环节独占大量产业链利润的情况。

图 28：聚酯产业链产能结构日趋合理



资料来源：wind，申万宏源研究

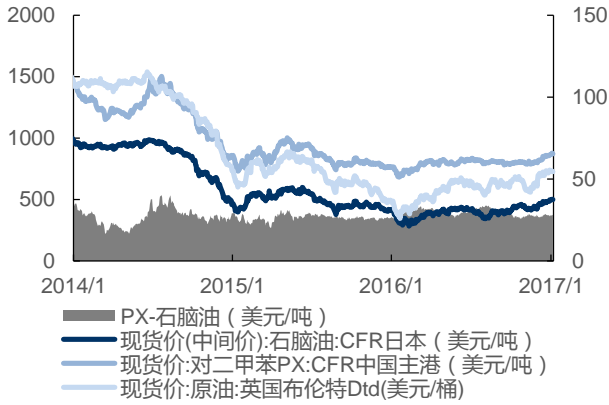
原油价格从 2014 年 7 月开始持续下行，并带动 PX、PTA、聚酯纤维等产业链各环节产品持续下跌，社会库存大幅降低，从而加重影响产品价格及产业链各环节开工率。油价和涤纶长丝价格在 2015 年年底跌至自金融危机以来的历史最低水平（图 29-30）。

伴随 2016 年以来油价企稳反弹，下游长丝企业开工率以及库存逐渐回归正常水平，PX-PTA-长丝全产业链盈利回升，PTA 受制于龙头企业销售策略盈利处于低位，产业链超额利润向长丝端转移（图 35）。受 G20 影响长丝旺季延后，四季度涤纶长丝景气高企，长丝产销两旺。春节后长丝需求恢复较往年更快，目前看行业库存处于低位，OPEC 减产执行顺利有利于油价中枢继续上移，看好长丝旺季盈利进一步扩大。

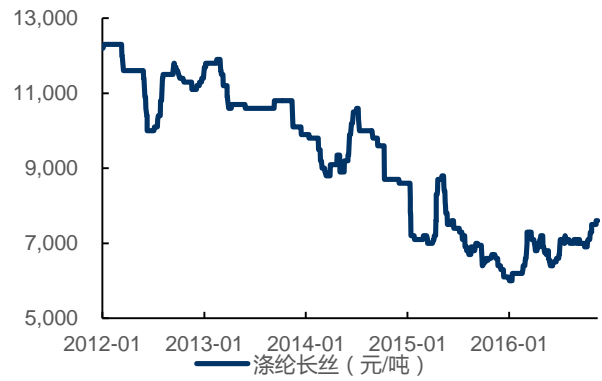
图 29：原油、石脑油、PX 价格随原油底部反弹

图 30：涤纶长丝价格底部企稳反弹



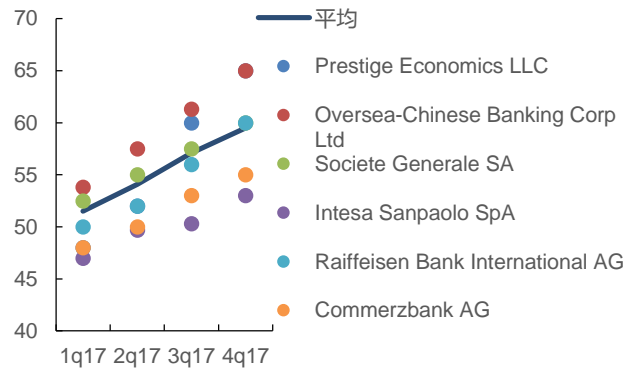


资料来源: wind, 申万宏源研究



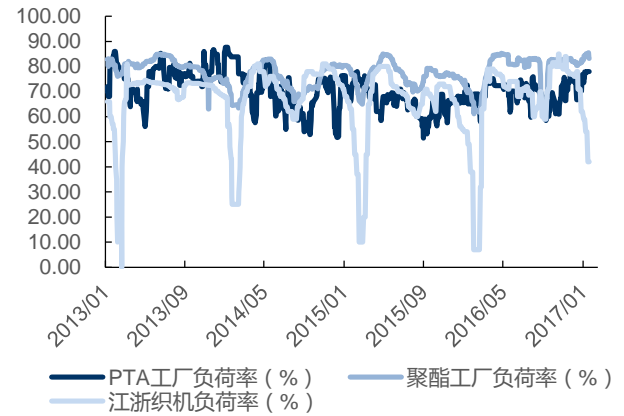
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 31: 各大机构对油价的预测(美元/桶)



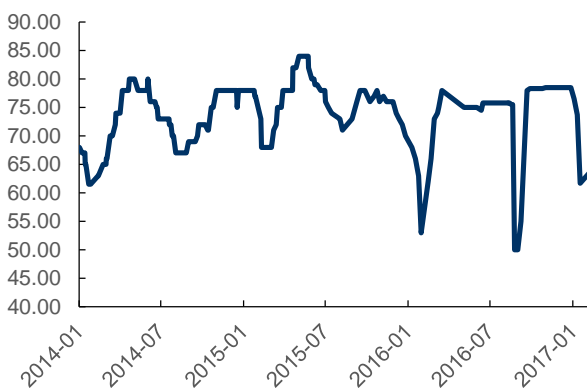
资料来源: 申万宏源研究

图 32: 下游行业开工率企稳回暖



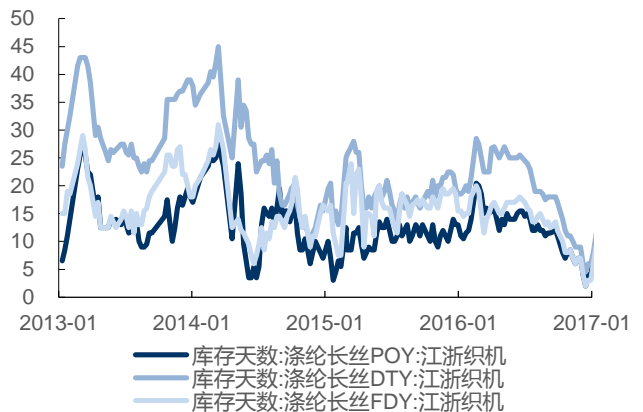
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 33: 涤纶长丝开工率企稳回暖

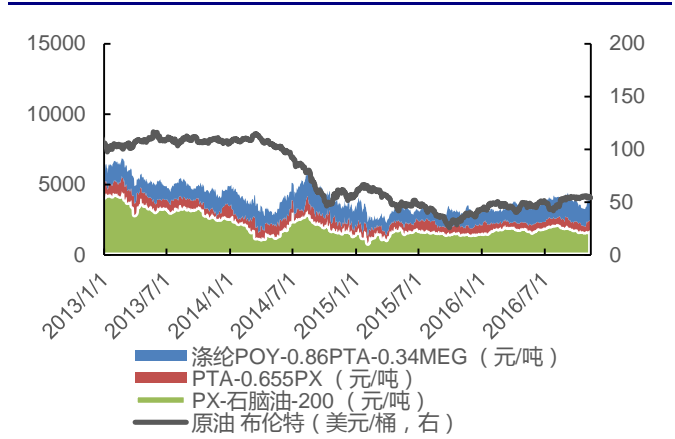


资料来源: wind, 申万宏源研究

图 34: 涤纶长丝库存处于底部有望回升



资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源：wind, 申万宏源研究

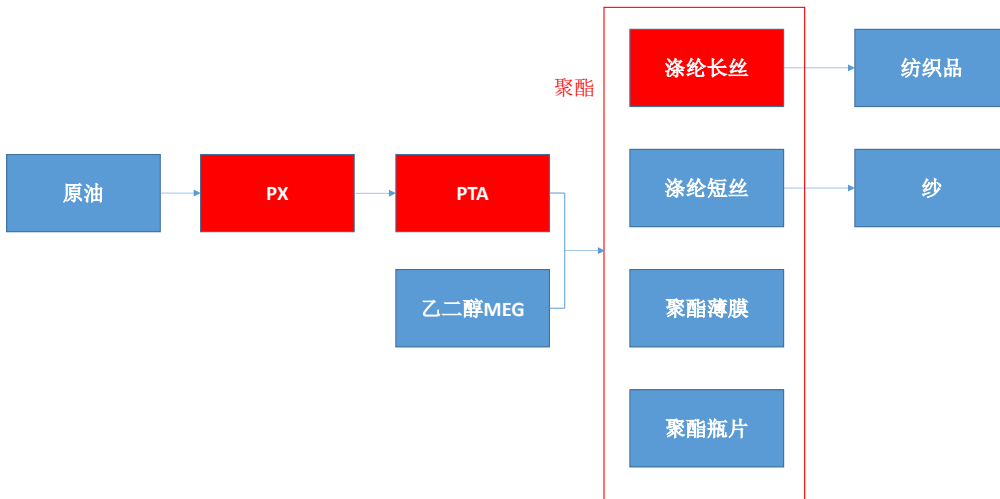
### 3. 不断扩展和延伸产业链，规模化构筑成本优势

#### 3.1 全产业链布局不断推进

桐昆股份自上市以来不断扩大涤纶长丝生产规模，通过市占率的提升来增强行业话语权，近年来，公司开始向产业链上游布局，意图打通PX-PTA-长丝全产业链。公司目前拥有150万吨PTA产能（实际产量170万吨），计划2017年四季度投产220万吨/年PTA二期项目，届时公司PTA产能达到370万吨可配套450万吨长丝，能够满足公司短期对涤纶长丝扩产规划的需求。此外，桐昆集团与荣盛控股、巨化股份计划在舟山筹建浙石化炼化项目（参股20%），其中一期1500万吨/年炼油项目，配套PX产能390万吨；二期2500万吨/年石油炼化项目，配套PX650万吨。预计浙石化一期项目将于2018年底投产，届时公司可实现全产业链布局。

通过向产业链上游不断延伸，一方面增强了公司的综合竞争力，有利于降低生产综合成本；另一方面通过原材料实现自给，也可以增强公司在产业的话语权。

图 36：公司逐渐打通产业链上下游



资料来源：申万宏源研究

## 3.2 积极布局产品差异化赚取超额利润

在产品战略方面，公司产品差异化来赚取超额利润，通过实施差别化纤维等项目，采用先进的技术工艺提升传统纤维工艺，丰富差别化、功能化涤纶长丝的品种，扩大生产规模，降低产品的成本，提高企业的综合盈利能力。公司涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、复合丝等四大系列 1000 多个品种，规格齐全，被称为化纤行业的“沃尔玛”超市，产品差别化率连续多年高于行业平均水平。

### ——定增 10 亿并启动两差别化纤维项目加码主业，公司业绩弹性大

公司于 2016 年 12 月 12 日晚发布非公开发行股票预案，拟非公开发行股票数量不超过 8019 万股，发行价格不低于 12.47 元/股，募集资金总额不超过 10 亿元，发行对象所认购的本次非公开发行股票自发行结束之日起 12 个月内不得转让，扣除相关发行费用后，拟投入项目包括，“年产 30 万吨功能性纤维项目”，“年产 20 万吨多孔扁平舒感纤维技改项目”，“引进全自动智能化包装流水线建设项目”，建设期 24 个月。募投项目投产后将实现涤纶长丝产能 430 万吨，市场份额将进一步扩大。

同时公司于今年计划启动年产 20 万吨高性能全差别化纤维（恒邦三期）项目和嘉兴石化年产 30 万吨差别化纤维项目，项目建设期均为 2 年。本次恒邦三期项目和嘉兴石化项目的投产将进一步扩大公司涤纶长丝产能，2019 年投产后预计分别新增营业收入 19.5 和 32.2 亿元，贡献利润 1.8 和 4.1 亿元，有利于进一步推进未来业绩增长。

## 4. 关键结论与投资建议

1、2017 年涤纶长丝景气持续向好。涤纶长丝行业自 11 年以来持续低迷，行业新增产能投放放缓，落后产能不断淘汰。需求端纺织服装经营好转，库存处于低位，出口回暖带动涤纶长丝行业回暖。棉价底部向上对涤纶长丝价格有效支撑。考虑到涤纶长丝产能增速低于需求增速，且产能投放周期需要两年，预计需求增速 6% 超过供给增速 4%，供需格局

进一步优化。短期节后织造企业陆续复工补库存，长丝 POY 价格已从节前 8550 元/吨上涨至 8950 元/吨，价差也从约 1200 元/吨扩大至 1400 元/吨，看好长丝旺季行情，去年 1 季度公司净利润仅 1.57 亿，预计公司 1 季度业绩将同比大幅增长。

2、涤纶长丝盈利显著受益油价中枢上移。近期 OPEC 减产执行顺利，看好油价趋势上行，2016 年石油均价 45 美金/桶左右，申万石化预计 2017 年油价中枢在 50~65 美金之间。油价上行利好聚酯产业链整体盈利的复苏，从 PX—PTA—聚酯产业链分析，PX 进口依存度接近 50%，目前盈利稳定在高位，PTA 行业洗牌进行中，盈利在低位徘徊。因此油价上行产业链超额利润向长丝端转移。

3、定增 10 亿并启动两差别化纤维项目扩充主业，中期看好 PTA 盈利复苏。公司今年计划投产 220 万吨/年 PTA 项目，达产后 PTA 产能可配套 470 万吨左右涤纶长丝，满足近年来对长丝扩产计划。定增 10 亿并启动两差别化纤维项目扩充主业，今年公司将投产 30 万吨差异化纤维和 20 万吨差异化技改项目，坐享涤纶长丝最景气周期带来的利润。

公司是国内涤纶长丝行业龙头，显著受益长丝景气周期，看好 2017 年长丝高景气持续，涤纶长丝价格每上涨 100 元/吨，增厚桐昆股份净利润约 2.4 亿元，EPS 约 0.19 元/股。公司全产业链布局不断推进，2017 年底将拥有 370 万吨 PTA 产能，伴随行业洗牌供需有望逐渐改善，2018 年 PTA 大概率进入上行周期，公司作为龙头公司也将显著受益。

公司 2017 年涤纶长丝产能将达到 450 万吨（新增 50 万吨），PTA 产能将达到 370 万吨（新增 220 万吨），基于对 2017 年油价温和上行、涤纶长丝供需格局进一步改善的判断，我们认为长丝高景气有望持续，公司 17 年业绩受益长丝均价上涨与销量增加；同时由于 2017 年 PTA 待复产产能较大，行业景气度存在较大的不确定性，我们假设 2017 年 PTA 行业盈利维持低迷，公司新建 220 万吨 PTA 预计将于 2017 年四季度投产，投产后 2018 年公司整体成本下降，我们看好 2018 年 PTA 行业景气底部回暖，PTA 将对 2018 年业绩贡献增量。基于以上假设，预计 16-18 年公司 EPS 分别为 0.91、1.30、1.69 元（不考虑增发摊薄），当前股价对应 16-18 年 PE 为 18.5X、12.9X、9.9X。通过与可比公司对比，公司当前 PE、PB 明显低估，考虑到公司各项业务趋势向好，给予一年期目标价 20 元，对应 2017 年 PE 为 15 倍，维持“增持”评级。

表 8：可比公司估值情况

证券代码	简称	股价 (2017/2/23)	EPS(元)		PE		PB
			2016E	2017E	2016E	2017E	
000703.SZ	恒逸石化	15.24	0.49	0.77	31.1	19.8	3.4
002493.SZ	荣盛石化	15.99	0.73	0.95	21.9	16.8	2.4
601233.SH	桐昆股份	17.15	0.91	1.30	18.5	12.9	2.0

资料来源：申万宏源研究

表 9：涤纶长丝价差每上涨 100 元/吨，对应 EPS 增厚 0.19 元/股

证券代码	简称	股价 (2017/2/23)	产能	吨市值 (万吨/亿)	价格上涨 100 元/吨，净利润增厚 (亿元)	股本 (亿股)	市值 (亿)	EPS 增厚 (元)

000703.SZ	恒逸石化	15.24	165	0.66	1	16.2	247	0.06
002493.SZ	荣盛石化	15.99	90	0.22	0.5	25.44	407	0.02
601233.SH	桐昆股份	17.15	400	1.92	2.4	12.32	211	0.19

资料来源：申万宏源研究

## 5. 风险揭示

- 1) 原油价格大幅波动风险;
- 2) 长丝供给端陷入无序竞争风险;
- 3) 下游需求复苏不达预期;

## 6. 附表

附表 1: 2016 年国内涤纶长丝产能达 3527 万吨

序号	厂家	产能 (万吨)	装置动态
1	仪征	80	
2	恒力	160	
3	盛虹	165	
4	鹰翔	40	
5	申久	40	
6	长乐	25	
7	振辉	38	
8	华亚	50	
9	新民	50	
10	神羊	18	停车
11	欣欣	33	
12	恒意	10	
13	三鑫	12	停车
14	沪东	12	
15	东丽	12	
16	金桥化工	20	
17	宏泰	25	
18	三房巷	40	
19	海欣	25	
20	立新	8	
21	桐昆	348	
22	新凤鸣	248	
23	恒逸	140	
24	荣盛	100	

25	双兔	100	
26	翔盛	36	停车
27	开氏集团	40	
28	华欣集团	36	
29	萧山龙达	25	停车
30	红山	25	停车
31	瑞成辉	18	停车
32	联达	18	
33	华鑫	75	
34	华星	20	
35	卓成	17	
36	金盛	10	
37	远东（重组）	50	停车
38	南方	40	
39	亿丰	80	
40	赐富	30	停车
41	佳宝	40	
42	华祥	20	
43	东南网架	40	
44	浙化联	30	停车
45	金鑫	18	
46	古纤道	124	
47	海富	10	
48	中浪	15	
49	华特斯	18	停车
50	海利得	12	
51	建杰	10	停车
52	龙腾	20	停车
53	翔鹭	18	
54	百宏	73	
55	金纶	45	
56	锦兴	50	
57	鑫东华	20	
58	开平	15	
59	飞马	15	停车
60	兴业	6	
61	上海石化	50	
62	龙溪湾	20	
63	其他	539	
	<b>合计</b>	<b>3527</b>	

资料来源：中纤网，申万宏源研究

附表 2：2016 年国内 PX 产能达 1393 万吨

序号	厂家	产能（万吨）	母公司	装置动态
----	----	--------	-----	------

1	腾龙芳烃	160	翔鹭腾龙	检修中
2	中金石化	160	荣盛石化	
3	大连福佳	140	福佳集团	
4	青岛丽东	100	韩国 GS	
5	乌鲁木齐石化	100	中石油	
6	扬子石化	85	中石化	
7	上海石化	85	中石化	
8	中海油惠州炼化	84	中海油	
9	福建联合	80	福建炼油	检修中
10	辽阳石化	70	中石化	
11	金陵石化	70	中石化	
12	镇海炼化	65	中石化	
13	海南炼化	60	中石化	
14	天津石化	40	中石化	
15	洛阳石化	22	中石化	
16	齐鲁石化	7	中石化	
17	四川彭州石化	65	中石化	
	<b>合计</b>	<b>1393</b>		

资料来源：中纤网，申万宏源研究

附表 3：国内 PTA 生产企业基本情况

企业名称	地区	隶属	PTA 产能 (万吨)	投产时间	技术来源	备注	聚酯产能 (万吨)
上海石化	上海	中石化	40	1984 年	三井油化		55
			35	1989 年	BP	技术改造, 原定 13 年底重 启, 现延期不确定	
扬子石化	江苏南京	中石化	35	1989 年	Amoco		
			65	2006 年	英威达		
天津石化	天津	中石化	35	2000 年	三井油化		20
洛阳石化	河南洛阳	中石化	32.5	2000 年	Amoco		20
仪征化纤	江苏仪征	中石化	35	1995 年	Amoco		223
			63	2003 年	英威达		
			27	1996 年	英威达	2012 年 10 月闲置, 准备 拆除	
辽阳石化	辽宁辽阳	中石化					50
			53	2007 年	英威达	2013 年 5 月闲置, 准备拆 除	
济南正昊	山东济南	中石化	10	2003 年	昆仑 (中纺院)	破产, 装置出售	
乌鲁木齐石化	新疆乌鲁木齐	中石化	7.5	1995 年	杜邦		
翔鹭石化	福建厦门	台湾东帝士	165	2003 年	日立	停产, 重启待定	翔鹭 (40)
	福建漳州		450	2014 年	日立	停产, 重启待定	腾龙 (32)
			50	2003 年	BP		
珠海 BP	广东珠海	BP	120	2008 年、2012 年扩容	BP-Amoco		

			125	2015 年	Amoco		
			60	2005 年	Eastman		
绍兴远东	浙江宁波	华联控股	60	2006 年	英威达	公司破产，全线停产	80
			60	2007 年	英威达		
			140	2012 年	英威达		
宁波三菱	浙江宁波	三菱	60	2007 年	三菱	亏损，有望停产	
			65	2006 年	英威达	2013 年 12 月 17 日停车检修，重启时间未定	
逸盛石化	浙江宁波	恒逸集团、荣盛控股	65	2007 年	英威达	2014 年 4 月初停车检修，重启时间未定	
			200	2011 年	日立		
			220	2014 年	日立		480
			220	2009 年	日立	停车检修，重启时间未定	
逸盛大化	辽宁大连	恒逸集团、荣盛控股	375	2012 年、2014 年扩容	日立		
逸盛海南	海南	恒逸集团、荣盛控股	210	2012 年	日立		
台化宁波	浙江宁波	台湾化纤	120	2008 年、2013 年扩容			
亚东石化	上海	台湾化纤	70	2006 年、2012 年扩容	英威达		
蓬威石化	重庆	新希望集团	90	2009 年	昆仑（中纺院）	亏损严重，停车至今	
佳龙石化	福建石狮	佳龙集团	60	2010 年	英威达		
汉邦石化	江苏江阴	澄星集团	70	2010 年	英威达		35
			220	2016 年	英威达		
海伦石化	江苏江阴	三房巷集团	120	2011 年	昆仑（中纺院）		320
			120	2014 年	昆仑（中纺院）		
嘉兴石化	浙江嘉兴	桐昆股份	150	2012 年	英威达		300
			220	2012 年	英威达		
恒力石化	辽宁大连 长兴岛	恒力集团	220	2012 年	英威达		240
			220	2015 年	英威达		
虹港石化	江苏连云港	盛虹集团	150	2014 年	昆仑（中纺院）		150
<b>合计：</b>			<b>4913</b>				<b>2045</b>

资料来源：中纤网、申万宏源研究



附表 4：利润表

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	20118	18421	22138	25095	21754	25927	32168	38824
二、营业总成本	18,574	18,082	22,119	25,020	21,660	24,456	30,030	36,043
其中：营业成本	17,981	17,339	21,308	24,032	20,605	23,383	28,795	34,552
营业税金及附加	37	17	14	17	13	16	20	24
销售费用	36	53	46	61	74	78	97	155
管理费用	530	536	598	616	668	778	965	1,165
财务费用	(17)	140	139	291	297	202	156	143
资产减值损失	5	(3)	12	4	3	(1)	(3)	5
加：公允价值变动收益	(9)	6	(3)	4	5	2	4	4
投资收益	(4)	3	8	22	(46)	0	0	0
三、营业利润	1,532	348	24	101	53	1,472	2,142	2,784
加：营业外收入	91	38	156	149	171	175	178	185
减：营业外支出	29	28	48	63	72	61	66	66
四、利润总额	1,595	358	132	187	151	1,586	2,254	2,903
减：所得税	351	60	33	57	31	40	43	38
五、净利润	1,243	298	99	130	120	1,546	2,211	2,865
少数股东损益	123	41	27	18	5	422	604	782
归属于母公司所有者的净利润	1,120	257	72	112	115	1,124	1,607	2,083
六、基本每股收益	1	0	0	0	0	1	1	2
全面摊薄每股收益	0.91	0.21	0.06	0.09	0.09	0.91	1.30	1.69

资料来源：WIND、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。