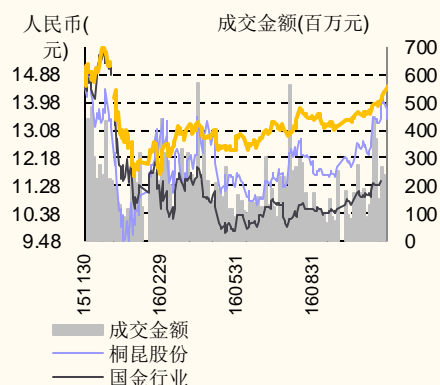


市场价格(人民币): 13.47元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	963.60
总市值(百万元)	16,594.18
年内股价最高最低(元)	17.20/10.83
沪深300指数	3668.09
上证指数	3185.44



化工行业龙头系列深度报告：桐昆股份——涤纶长丝景气度回升，打造产业链一体化龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.120	0.919	1.222	1.466	1.692
每股净资产(元)	7.21	8.91	10.03	11.40	12.99
每股经营性现金流(元)	1.62	2.47	2.44	2.41	2.65
市盈率(倍)	109.99	15.63	11.03	9.19	7.96
行业优化市盈率(倍)	22.66	22.66	22.66	22.66	22.66
净利润增长率(%)	3.00%	882.73%	32.94%	20.03%	15.38%
净资产收益率(%)	1.66%	10.32%	12.18%	12.87%	13.03%
总股本(百万股)	963.60	1,231.94	1,231.94	1,231.94	1,231.94

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **涤纶长丝行业供需格局好转，盈利中枢有望上移。**供给端新增产能有限，2017年预计仅新增130万吨，增速3.5%。需求端下游纺织服装业增速企稳，预计年均增长7%，世界经济复苏利好海外需求。按照去年开工水平，预计今年涤纶长丝新增产量107万吨，新增需求213万吨，供需格局向好。
- **淡季不淡，看好三季度旺季涤纶长丝景气度持续提升。**库存方面，6月长丝库存已降低至历史较低位置，目前库存天数仅5.5天。需求方面，下游织机开工率高于去年，且三季度为涤纶长丝传统需求旺季。供应方面，4、5月长丝开工率达到77%，已接近去年较高水平，一般三季度长丝开工率会季节性下降，供给端扩产空间有限。从上游看，前期油价下跌给产业链带来压力，预计后期油价将逐步企稳。
- **差别化产能逐步达产，保障未来业绩增长。**公司410万吨涤纶长丝产能国内第一，并且自2016年底陆续启动差别化丝项目建设，总计新增产能达190万吨，其中POY145万吨、FDY45万吨，预计将于未来三年陆续投产。随着公司差别化率的提升，盈利能力也将增强。
- **收购浙石化股权，打造涤纶全产业链。**10亿收购浙石化20%股权，炼化项目分两期，每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年对二甲苯、140万吨/年乙烯及下游化工装置，预计18年底投产。投产后，公司将打通全产业链，成为一体化龙头，并将进一步增强公司的盈利能力。

推荐意见

涤纶长丝供需格局好转，公司行业龙头率先受益；公司190万吨差别化丝在建，盈利性高构筑未来；注入浙石化，打造全产业链龙头，炼化环节高利润打开未来盈利空间。由于浙石化投产时间存在不确定性，不考虑浙石化利润的情况下，预计2017-2019年归母净利润15.05亿元，18.07亿元，20.84亿元，对应PE为11, 9, 8倍；考虑定增，则全面摊薄EPS为1.15, 1.38, 1.59元/股，对应PE为11, 9, 8倍。给予买入评级。

风险

油价大幅下跌；行业需求疲软；新增产能超预期投产；募投项目达产进度不及预期。

郭一凡 分析师 SAC 执业编号: S1130517050005
guoyf@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈铖 联系人
chencheng02@gjzq.com.cn

内容目录

一、桐昆股份—涤纶长丝龙头，连续 16 年销量第一	5
二、涤纶长丝景气复苏，公司龙头率先受益	9
2.1、涤纶长丝是化纤的主要产品	9
2.2、2015 年是涤纶长丝周期性底部	10
2.3、2016 年行业景气进入上行周期，供需格局已经悄然生变。	10
2.4、2017 年 1-4 月份涤纶长丝行情经过了高位回落、逐步企稳的过程，预计三季度行业景气度有望持续提升	11
三、化纤行业“沃尔玛”，大力布局差异化丝	17
四、现金 10 亿收购浙石化 20% 股权，进军炼化上游，打通全产业链	22
五、加码 PTA 打造全产业链，受益于行业景气度回升	24
六、公司股票价格位于增发价以及大股东增持价附近，具备高安全边际	27
七、盈利预测	27
八、推荐意见	28

图表目录

图表 1：公司涤纶长丝产能 410 万吨	5
图表 2：涤纶长丝价格回升收入大增	6
图表 3：行业景气度好转公司利润水平大幅上涨	6
图表 4：公司 2017 年一季度营收同比继续增长	6
图表 5：公司 2017 年一季度归母净利润同比继续增长	6
图表 6：POY 收入占比升至 64.92%	7
图表 7：POY 毛利占比超过 60%	7
图表 8：涤纶丝产量稳定上升	7
图表 9：涤纶丝销量稳定上升	7
图表 10：涤纶丝库存下降 42.7%	8
图表 11：2016 年 FDY 成本构成	8
图表 12：2016 年 DTY 成本构成	8
图表 13：2016 年 POY 成本构成	8
图表 14：16 年公司毛利率大幅提升	8
图表 15：2016 年公司三费率大幅下滑	8
图表 16：16 年避免汇兑损失公司财务费用下降	9
图表 17：2016 年公司管理费用下降	9
图表 18：陈士良是公司实际控制人	9
图表 19：全球涤纶产量已超过 5000 万吨	10
图表 20：聚酯纤维占合成纤维比重超过 75%	10
图表 21：涤纶长丝在涤纶纤维中比例超过 75%	10
图表 22：涤纶长丝 2012 年至今退出产能达 230 万吨	11

图表 23: 涤纶长丝产能增速放缓.....	11
图表 24: 行业前 7 家企业市场份额 37%.....	11
图表 25: 长丝库存回落.....	11
图表 26: 2017 年油价回调.....	12
图表 27: 美国原油产量不断上升.....	12
图表 28: 2017 年聚酯工厂负荷率上升.....	12
图表 29: 1-5 月涤纶纤维产量同比上升 3.9%.....	12
图表 30: 江浙织机低负荷时期长于聚酯工厂.....	13
图表 31: 1 季度长丝库存迅速上升.....	13
图表 32: 预计 2017 年涤纶长丝新增产能 130 万吨.....	14
图表 33: 涤纶长丝新增产能增速放缓.....	14
图表 34: 预计长丝消费量平稳增长出口回暖.....	14
图表 35: 纺织服装业收入增速稳定.....	14
图表 36: 柯桥纺织景气度指数趋势向上.....	14
图表 37: 各大经济体逐渐复苏.....	15
图表 38: 服装出口 3 月开始回暖.....	15
图表 39: 库存天数已下降至低位.....	15
图表 40: 涤纶长丝价格回升.....	15
图表 41: 下游织机平均开工率好于去年.....	16
图表 42: 下半年是服装行业消费旺季.....	16
图表 43: 三季度为出口旺季.....	16
图表 44: 涤纶长丝平均开工率已达较高水平.....	17
图表 45: 公司为涤纶长丝行业龙头, 产能占比 11%.....	17
图表 46: 公司销售费用率长期低于行业.....	18
图表 47: 公司管理费用率远低于行业.....	18
图表 48: 公司资产负债率基本与行业相当.....	18
图表 49: 公司财务费用率基本低于行业.....	18
图表 50: 桐昆毛利率水平较上年提升较大.....	19
图表 51: 桐昆销售净利率处于业内较高水平.....	19
图表 52: 公司还将新增 190 万吨差别化丝项目, 大力布局差别化丝.....	19
图表 53: 恒腾 40 万吨差别化纤维项目.....	20
图表 54: 年产 38 万吨 DTY 差别化丝项目实际种类.....	20
图表 55: 恒邦二期 (年产 30 万吨功能性纤维项目).....	20
图表 56: 年产 20 万吨多孔扁平舒感纤维技改项目.....	20
图表 57: 恒腾三期 (年产 60 万吨功能性差别化纤维项目).....	20
图表 58: 恒邦三期 (20 万吨高功能全差别化纤维项目).....	21
图表 59: 嘉兴石化年产 30 万吨差别化 POY 项目.....	21
图表 60: 嘉兴石化年产 30 万吨差别化纤维项目.....	21
图表 61: 政府制定多项政策鼓励差别化纤维发展.....	21

图表 62: 价差上涨百元 EPS 弹性	22
图表 63: 浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”主要装置.....	22
图表 64: 浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”主要产品.....	23
图表 65: 主要化工产品价差情况 (截止 6 月 23 日)	23
图表 66: 炼化相关上市公司盈利情况.....	24
图表 67: PTA 新增产能减少	24
图表 68: PTA 长期停车产能达 1070 万吨.....	24
图表 69: PTA 行业实际开工率达到 86%-93%.....	25
图表 70: PTA 库存降至历史低位.....	25
图表 71: 长期停车 (停车超过一年) PTA 产能达 1070 万吨, 占比 21.8% ...	25
图表 72: PTA 下游需求稳定.....	26
图表 73: PTA 需求趋于平稳.....	26
图表 74: 嘉兴石化 120 万吨 PTA 装置盈利 1.04 亿元.....	26
图表 75: 浙江逸盛 550 万吨 PTA 盈利 1.32 亿元.....	26
图表 76: 主流上市公司 PTA 上涨百元 EPS 弹性	26
图表 77: 公司股价位于增发价以及大股东增持价附近.....	27
图表 78: 盈利预测.....	27

一、桐昆股份—涤纶长丝龙头，连续 16 年销量第一

桐昆股份是国内第一大涤纶长丝厂商，桐昆股份前身是成立于 1982 年的桐乡化纤厂，后经国企改制，于 1999 年成立股份集团公司；2011 年桐昆股份集团公司在上交所上市。公司主营业务是涤纶长丝生产销售研发，目前公司拥有 350 万吨聚酯能力，近 410 万吨涤纶长丝产能，已经连续 16 年在国内市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率超过 13%，全球占比超过 9%。公司还在继续扩产中，预计 2019 年涤纶丝产能将提升 190 万吨。

图表 1：公司涤纶长丝产能 410 万吨

主要厂区或项目	设计产能 (万吨)	产能利用率 (%)	目前产能及投资情况	近期在建产能完工情况
中洲公司	7	102.81	已投产	
恒基公司	5.2	100.21	已投产	
恒通公司	40	116.83	已投产	
恒腾一期	40	121.44	已投产	
恒腾二期	40	121.44	已投产	2016 年 4 月投产
恒盛公司	70	91.88	已投产	
恒达厂区	30	128.41	已投产	
恒嘉厂区	27	111.1	已投产	
恒邦厂区	40	133.43	已投产	
园区厂区	29	107.14	已投产	
恒瑞厂区	38	20.79	部分投产	2016 年 30 万吨投产，一期 2017 年 1 月全部达产
嘉兴石化一期 PTA	120	138.32	已投产	
嘉兴石化二期 PTA	120		120 万吨；30.4 亿	预计 2017 年 9 月投产
恒邦二期（年产 30 万吨 功能性纤维项目）	30		30 万吨；9.92 亿	预计 2018 年 3 月投产
年产 20 万吨多孔扁平舒 感纤维技改项目（POY 系列）	20		20 万吨；3.99 亿	建设期 2 年
恒邦三期（20 万吨高功 能全差别化纤维项目）	20		20 万吨；9 亿	预计 2019 年 2 月投产
嘉兴石化年产 30 万吨差 别化纤维项目	30		30 万吨；9.95 亿	预计 2019 年 2 月投产
恒腾三期（年产 60 万吨 功能性差别化纤维项 目）	60		60 万吨；25.2 亿	预计 2019 年 3 月投产
嘉兴石化年产 30 万吨差 别化 POY 项目	30		30 万吨；9.88 亿	预计 2019 年 3 月投产
聚酯产能合计	350		涤纶丝产能	410
在建涤纶丝产能合计	190			
PTA 现有产能合计	120			
PTA 在建产能合计	120			

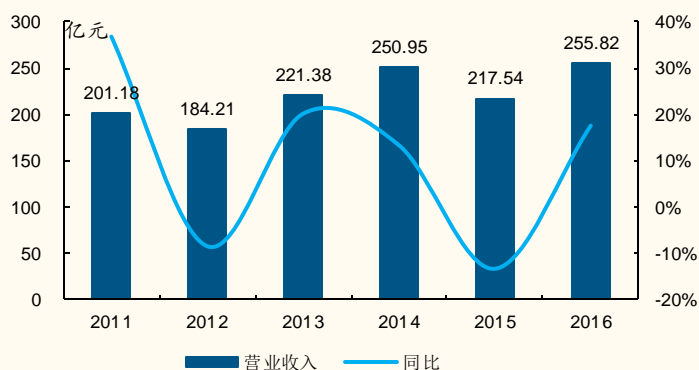
来源：公司公告，国金证券研究所

- 行业随油价复苏，盈利水平出现明显好转。2010 年以来由于快速产能扩张，导致行业过剩严重，行业进入低谷，受此影响公司收入虽保持上涨但归母净利润一路下滑。但公司作为国内第一大涤纶长丝企业，利用规模优势和管理优势，逐步控制成本，在行业低谷期依然实现了利润逐年上涨，2013-2015 年，公司归母净利润分别为 0.71，1.11，1.15 亿元。2016 年，随着

油价见底回升，成本支撑产品价格上扬，带动库存增值，同时涤纶长丝本身供需结构好转，行业盈利能力增强，2016年公司归母净利润11.32亿元，同比大涨882.73%。效益大幅提高。其中四季度由于长丝行情火爆，价差迅速扩大，公司产品盈利能力快速拉升，使得公司四季度营收78.78亿元，归母公司净利润5.73亿元，实现了全年过半的利润。

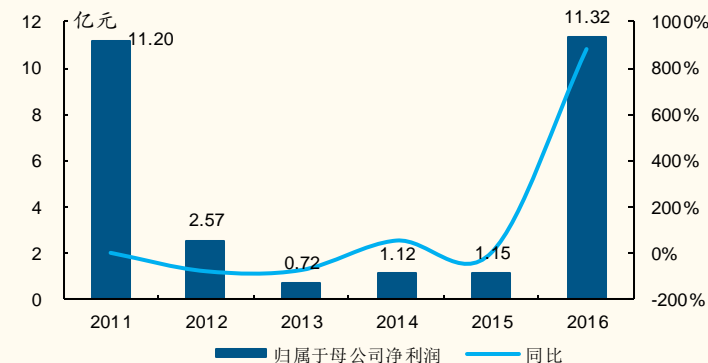
- **2017年一季度业绩低于预期。**2017年1季度营收61.45亿元，(YOY26.41%)，净利3.22亿元(YOY105.63%)，业绩略低于市场预期。主要由于以下两点：第一，2017年一季度长丝平均价差为2009元，较2016年四季度有所下降；第二，春节前下游提前备货需求提前兑付，春节后以消耗库存为主，备货量下降；第三，一季度支付职工薪酬同比增加0.5亿元；第四，油价和涤纶长丝价格下跌，存货有所跌价。
- **二季度价差继续收窄，三季度景气度回升。**一季度由于春节期间下游织机停工以及聚酯工厂开工率较高，导致库存高企，行业景气度下降，价差收窄。二季度由于油价下跌，市场备货情绪底，价差进一步收窄。展望三季度，6月长丝库存已降低至历史较低位置，目前库存天数仅5.5天。需求方面，下游织机开工率高于去年，且三季度为涤纶长丝传统需求旺季。供应方面，4、5月长丝开工率达到77%，已接近去年较高水平，一般三季度长丝开工率会季节性下降，供给端扩产空间有限。当前国际原油价格已经处于低位，未来进一步下跌的空间不大，在库存去化的大背景下，未来油价将逐步企稳回升，从成本端给价格提供支撑。预计三季度涤纶长丝景气度持续提升，价差将有所扩大。

图表 2：涤纶长丝价格回升收入大增



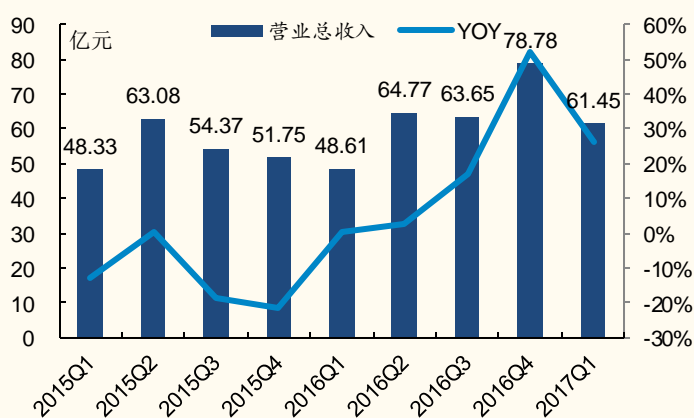
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：行业景气度好转公司利润水平大幅上涨



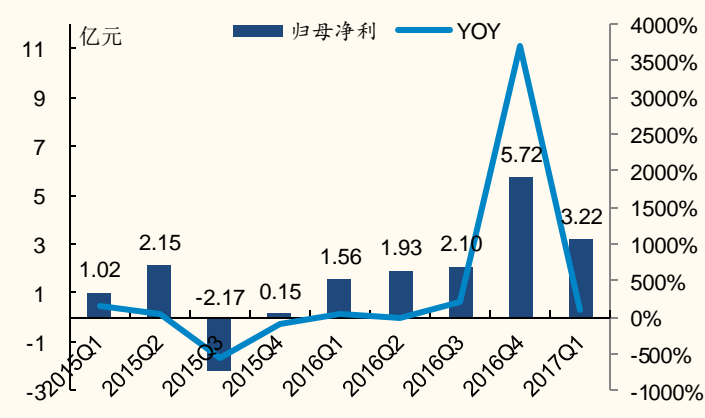
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司 2017 年一季度营收同比继续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司 2017 年一季度归母净利润同比继续增长

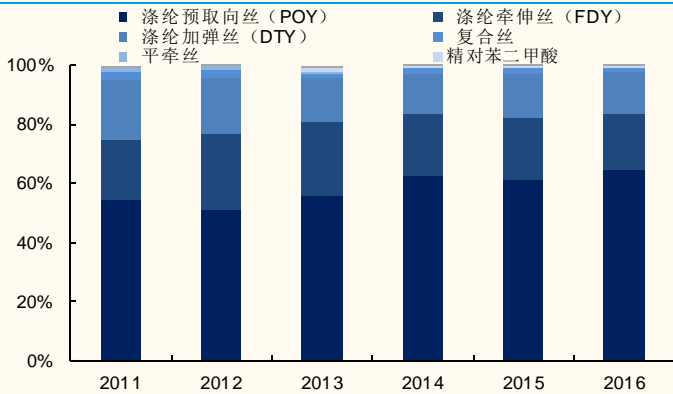


来源：公司公告，国金证券研究所

- **涤纶长丝景气度提升，POY 业绩占比增大。**公司主营涤纶长丝，各类产品收入相对较为稳定。其中涤纶预取向丝 (POY) 收入占比超过 50%，近几

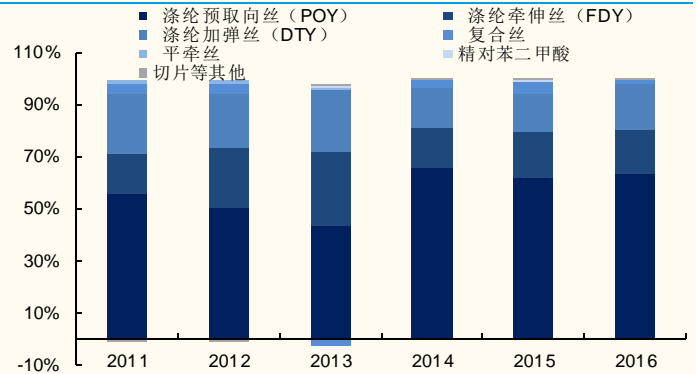
年超过了 60%。涤纶牵伸丝(FDY)约 20%，涤纶加弹丝(DTY)约 15%。公司近年各产品毛利贡献比例相对稳定，涤纶预取向丝收入占比超过 60%，涤纶牵伸丝与涤纶加弹丝各约 17%。

图表 6: POY 收入占比升至 64.92%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

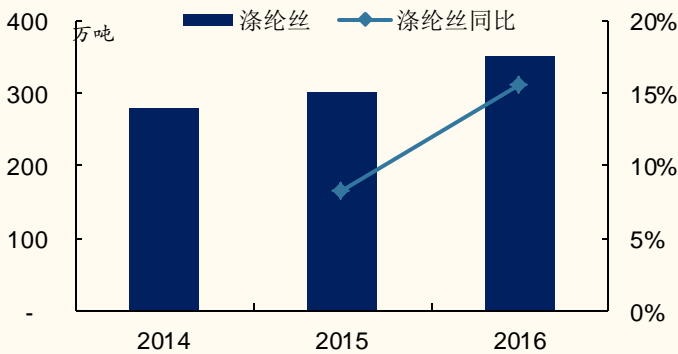
图表 7: POY 毛利占比超过 60%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

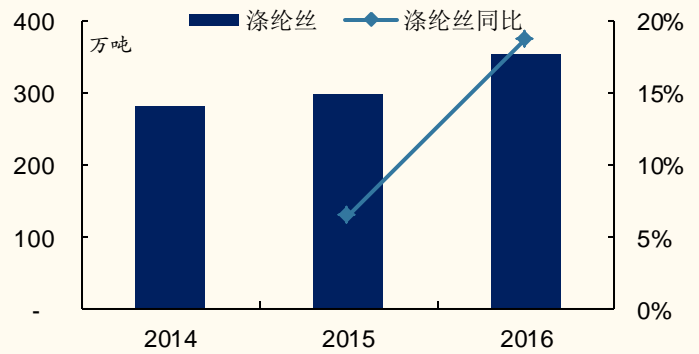
- **产销量稳定上升, 库存大幅下降。**随着行业景气度回升, 涤纶丝产量稳定上升, 2016 年为 349.7 万吨, 同比上升 16%; 涤纶丝销量稳定上升, 2016 年销售 354.05 万吨, 同比增长 19%; 库存为 5.82 万吨, 下降了 42.7%。
- **POY 产品原料成本占比 86%, 价差的业绩弹性更大。**公司主要产品 POY 2016 年原料成本为 116.66 亿元, 占该产品总成本比的 86%。对比 FDY 的 80%, DTY 的 81%, 可以看出 POY 产品价差的业绩弹性比 FDY 与 DTY 更大。

图表 8: 涤纶丝产量稳定上升



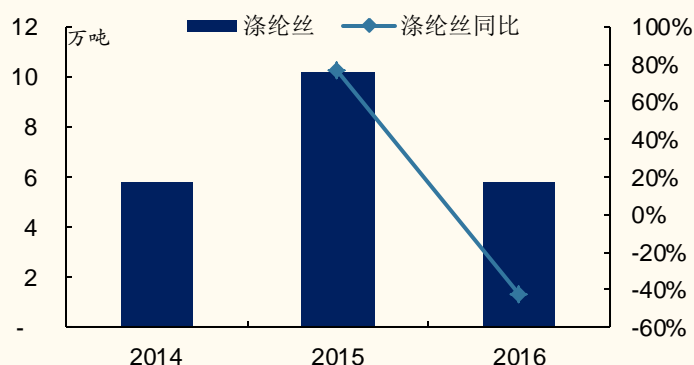
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 涤纶丝销量稳定上升



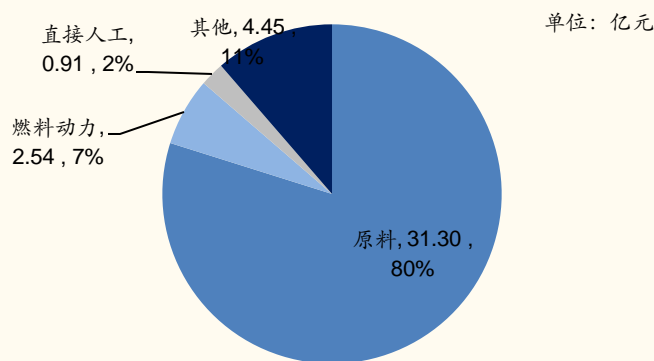
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 涤纶丝库存下降 42.7%



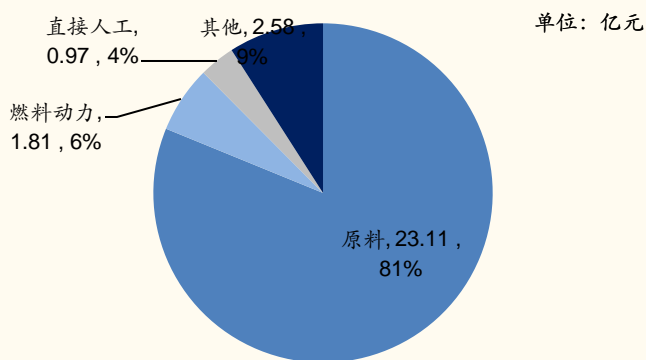
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 2016 年 FDY 成本构成



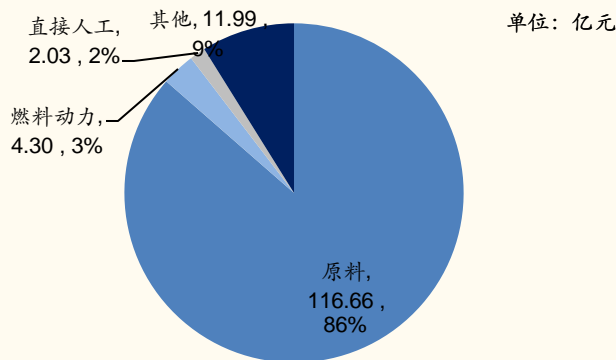
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 2016 年 DTY 成本构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

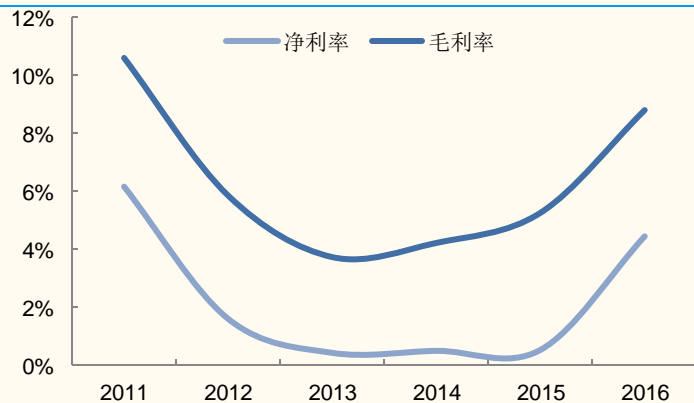
图表 13: 2016 年 POY 成本构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

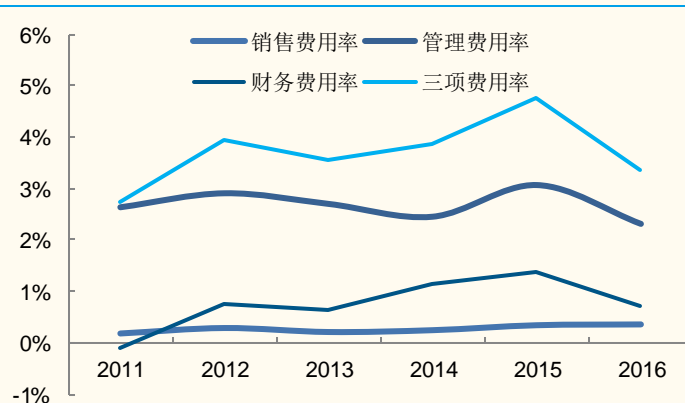
- 公司毛利率和净利润率大幅提升, 三费率大幅下滑。**由于涤纶长丝景气度提高, 公司毛利率从 2015 年的 5.3% 提高到目前的 8.8%。净利润率从 0.6% 提高到 4.5%。由于公司加强管理, 不断降低管理费用率, 从 2015 年的管理费用率 3.1% 降低到目前涤纶 2.3%。2015 年由于公司出现了 1.3 亿元的汇兑损失, 财务费用升至历史新高。随着公司增发完成, 公司债务水平降低, 资本负债率从 53.3% 降低到 42.0%, 另外公司采取措施避免了汇兑损失, 公司财务费用率大幅降低, 从 2015 年的 1.4% 降低到 2016 年的 0.7%。

图表 14: 16 年公司毛利率大幅提升



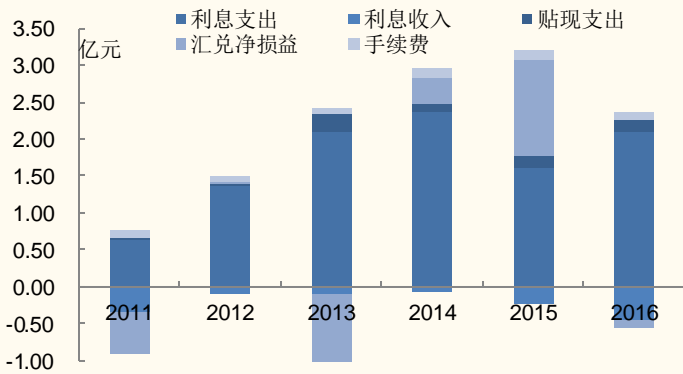
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 2016 年公司三费率大幅下滑



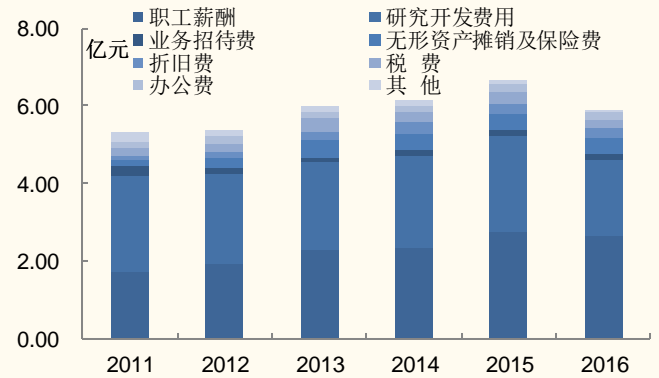
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16：16 年避免汇兑损失公司财务费用下降



来源：公司公告，国金证券研究所

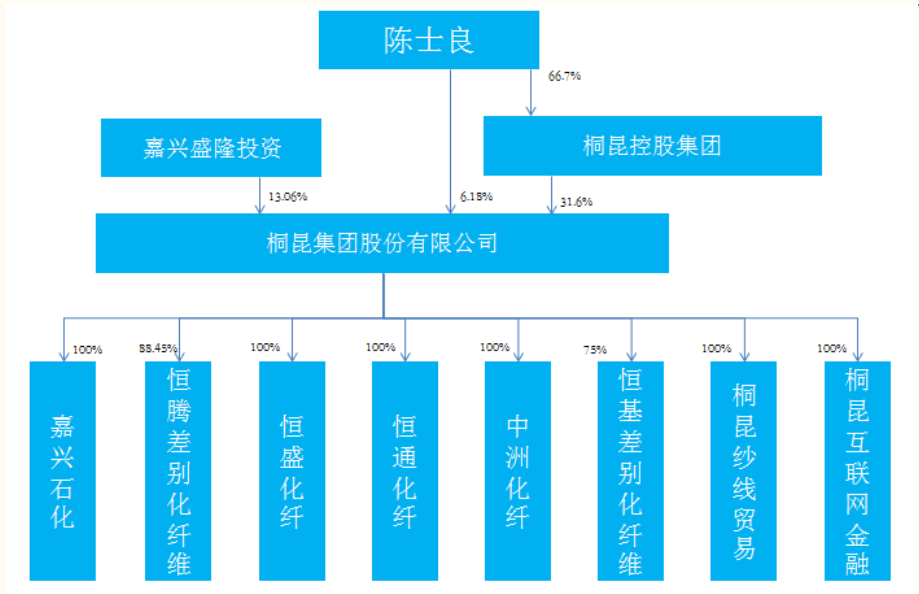
图表 17：2016 年公司管理费用下降



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司实际控制人陈士良。**陈士良担任桐昆集团董事长，通过桐昆控股集团和自己一共掌握了公司 37.75% 的股权，是公司实际控制人。陈士良 1991 年起任公司前身桐乡化纤厂领导，在公司资不抵债，难以为继的情况下将公司带出困境，并逐步发展壮大，直至今日发展成为收入 250 亿元国内涤纶长丝第一巨头。

图表 18：陈士良是公司实际控制人



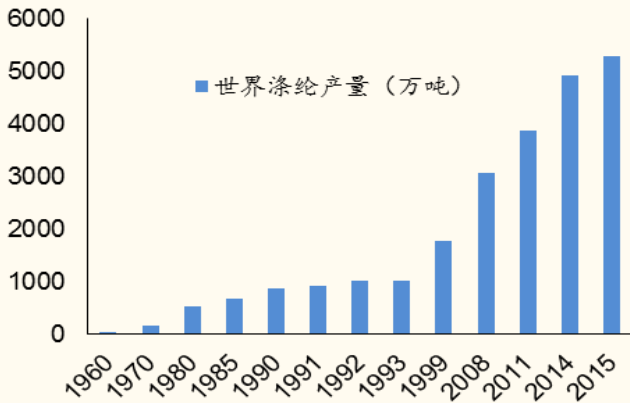
来源：公司公告，国金证券研究所

二、涤纶长丝景气复苏，公司龙头率先受益

2.1、涤纶长丝是化纤的主要产品

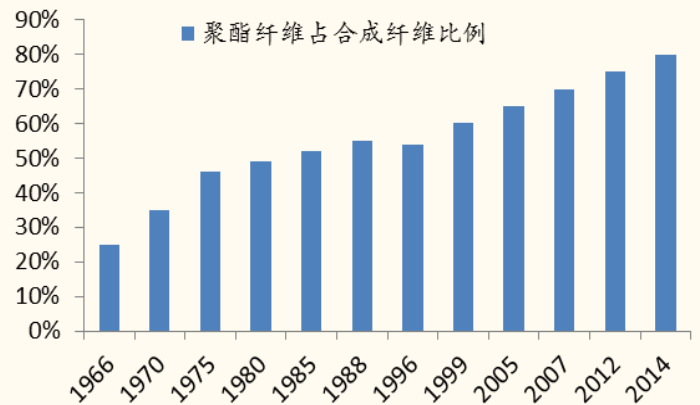
- **聚酯纤维是主要化纤品种。**1941 年聚酯纤维发明，1953 年美国杜邦公司完成了工业化生产，由于涤纶价格相对其他合成纤维便宜，发展速度非常快，聚酯纤维在合成纤维中占比一路提高，从 1966 年的 25% 到 2014 年 79.8%，同时全球聚酯纤维产量也从 1966 年 12 万吨提高到 2015 年 5296 万吨，聚酯纤维已经是世界上最大合成纤维品种。

图表 19：全球涤纶产量已超过 5000 万吨



来源：cnki，国金证券研究所

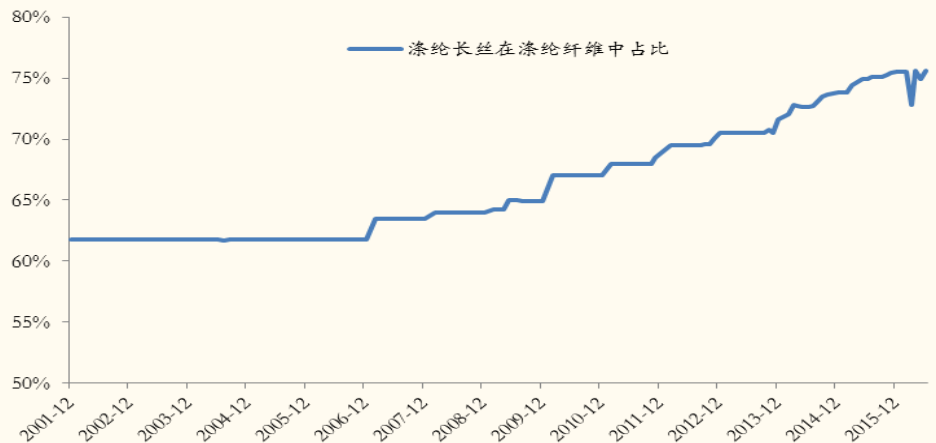
图表 20：聚酯纤维占合成纤维比重超过 75%



来源：cnki，国金证券研究所

- **国内涤纶纤维中长丝产量占比超过 75%**。我国涤纶纤维中以长丝为主。从 2006 年开始，我国涤纶长丝产量占比开始上升，2016 年，我国涤纶长丝产量 3048 万吨，在涤纶纤维中占比已经达到 75% 左右，相比 2006 年提高了 13 个百分点。

图表 21：涤纶长丝在涤纶纤维中比例超过 75%



来源：Wind，国金证券研究所

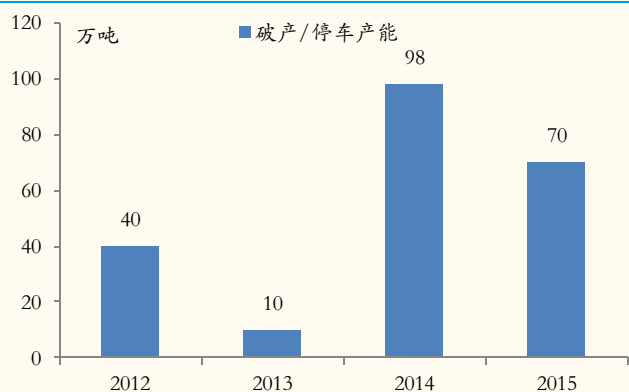
2.2、2015 年是涤纶长丝周期性底部

- **涤纶长丝下游纺织服装增速放缓**。我国纺织服装下游需求主要有两大类，一类是国内需求，一类是海外需求，由于我国过往长期外向型经济，服装出口占纺织服装行业总收入一度高达 70%。近年来由于人民币升值，国内劳动力成本上行，出口不景气，压制国内涤纶长丝下游需求，服装出口占比下降到 45%，绝对出口金额 2015 年前六个月同比下降 5%，服装行业总收入增速刷新低 7%，相对于前期 20% 左右增长大幅下滑。
- **前期投产过多，产能增加过快**。由于涤纶长丝投资额度较大，建设周期较长，一般需要 2-3 年，因此规划产能在高盈利期间会大幅增加，导致 2-3 年后产能集中投产后供给过剩，景气度下滑。2013-2015 累计涤纶长丝投产产能共计 1232 万吨，占据现有总产能比例为 33.3%。产能扩张导致过剩严重，行业整体进入亏损。
- **原油价格 2015 年下半年一路下滑，涤纶产品成本端失去支撑**。2015 年原油市场多重利空导致国际油价一路下滑，布伦特原油价格从 60 美元/桶不到下滑到 37 美元/桶，企业库存损失严重，看空气氛浓厚企业纷纷低库存战略，行业价差跌入谷底。

2.3、2016 年行业景气进入上行周期，供需格局已经悄然生变。

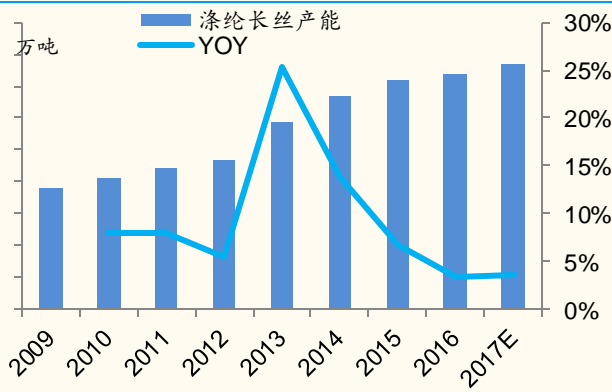
- **原油价格上行库存增值，利好行业景气上行。**2016年原油价格从不足28美元/桶上涨到45-50美元/桶区间，由于油价上升，企业享受原料库存增值收益，同时油价上升对涤纶长丝成本构成较好支撑。利好下游采购行情，有利于行业景气度上行。
- **行业新增产能减少，供给增速下降。**近几年行业由于行业景气度下滑，行业10-11年左右培养出来的投资热情退潮。新增产能开始大幅放缓，2013-2016年产能增速分别为25.43%，13.92%，6.71%，3.38%。根据卓创资讯统计，预计2017年新增涤纶长丝产能为130万吨，增速3.51%。另外长丝FDY价差从12年的1630元跌到15年的1409元低位，据统计2012-2015年共有230万吨产能退出。
- **行业集中度将进一步提升。**小企业效益差未来无扩产能力，新装置投入过高，形成进入壁垒，只有大企业才有能力进行扩产。未来小产能必将逐步被淘汰，行业强者恒强的格局将会进一步凸显。前7家企业占比已达37%，未来龙头企业将进一步瓜分市场，龙头企业未来将有较大的估值和盈利弹性。
- **行业开工率上行，价差拉大，景气度逐步提高。**由于行业总体供需格局好转，油价上行助推行情，涤纶长丝景气度提高。2016年1-4季度，涤纶长丝FDY价差均价分别为1532元/吨，1683元/吨，1914元/吨，2087元/吨，价差中枢不断上移，行业景气度逐渐提高。

图表 22：涤纶长丝 2012 年至今退出产能达 230 万吨



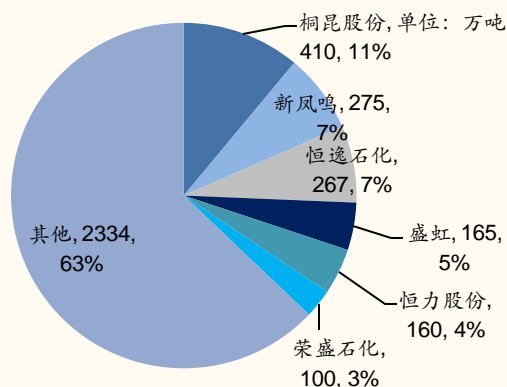
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 23：涤纶长丝产能增速放缓



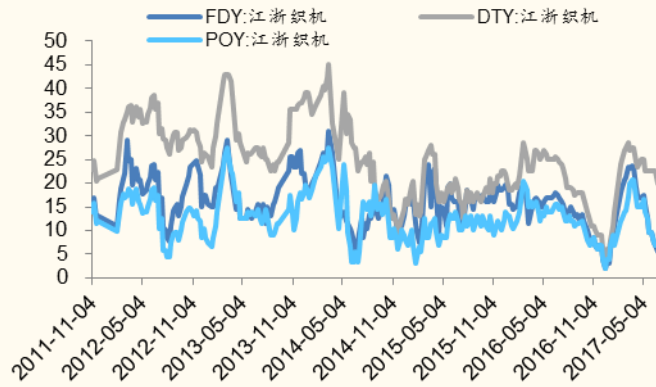
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 24：行业前 7 家企业市场份额 37%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：长丝库存回落



来源：Wind，国金证券研究所

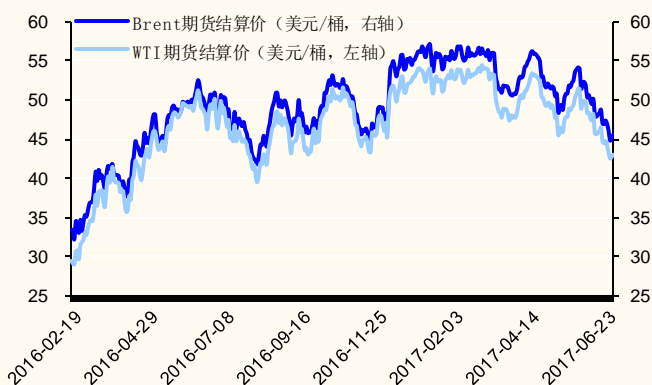
2.4、2017 年 1-4 月份涤纶长丝行情经过了高位回落、逐步企稳的过程，预计三季度行业景气度有望持续提升

- **2017 年 1-4 月份涤纶长丝景气度回落的原因？**

- 经过了去年四季度涤纶长丝价格快速上涨，行业盈利水平大幅提升，价差在 2016 年 12 月 21 日达到了 2767 元/吨的高位。盈利能力提升刺激了生产积极性。供应端受去年火爆行情影响，聚酯工厂负荷率继续高企。除去春节期间涤纶长丝工厂检修外，聚酯工厂负荷率普遍超过 16 年 4 季度，2017 年 1-5 月涤纶纤维产量 1647 万吨，同比上升 3.9%。
- 油价的震荡调整也打击了下游和贸易商的购买情绪，2017 年油价在美国原油不断增长的担忧中从 50-55 美元/桶区间回落至 45-50 美元/桶区间。原料成本面趋弱对涤纶长丝市场产生了一定的成本压制，市场普遍“买涨不买跌”的情绪导致大部分厂商以观望为主，交投情绪较低。
- 需求端，春节期间织造企业开工率下降，1 季度库存高企。春节前下游织机负荷率下降早于聚酯工厂而春节后负荷率提升又滞后于工厂。加上供应端产量的提升，使得长丝库存在 1 季度迅速上升，长丝库存天数从 2016 年 4 季度末 2-4 天快速上升至 24 天。为缓解库存压力，聚酯工厂普遍采用降价措施进行促销，因此价差在二季度收窄。

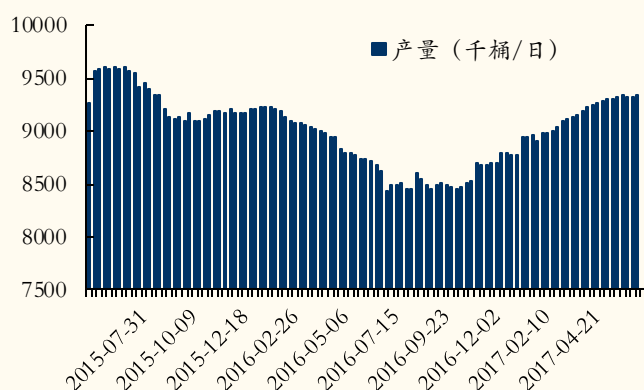
在多重因素影响下，2017 年 1-4 月份涤纶长丝价格呈现回落态势，长丝价格从年初的 9500 元/吨回落至 8000 元/吨。价差也逐渐收窄，一季度平均价差为 2009 元/吨，二季度（至 6 月 23 日）平均价差为 1754 元/吨，与去年四季度的 2087 元/吨相比下降 333 元/吨。

图表 26: 2017 年油价回调



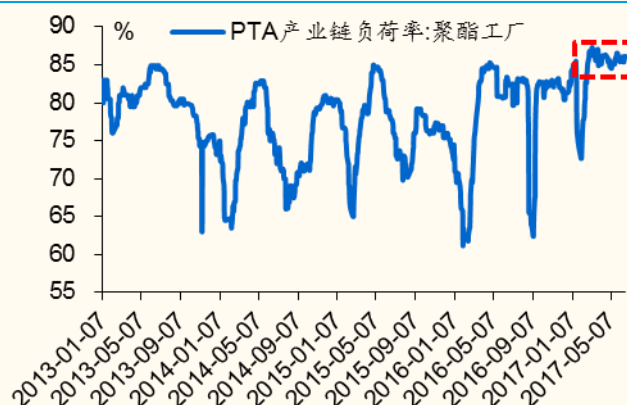
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 27: 美国原油产量不断上升



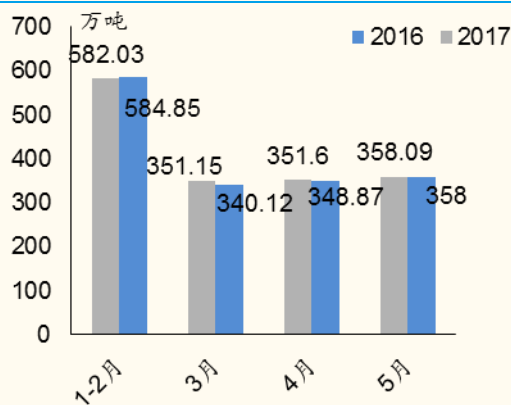
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 28: 2017 年聚酯工厂负荷率上升



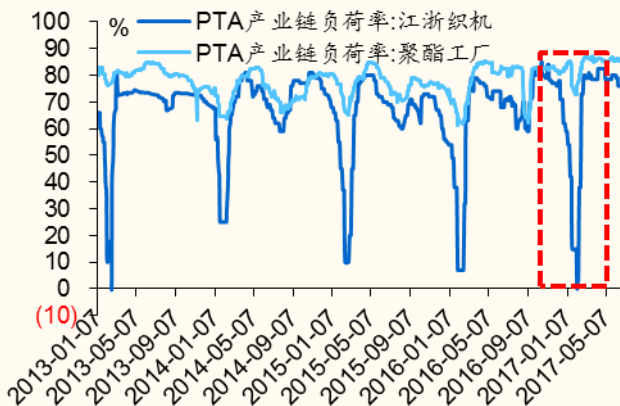
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 1-5 月涤纶纤维产量同比上升 3.9%



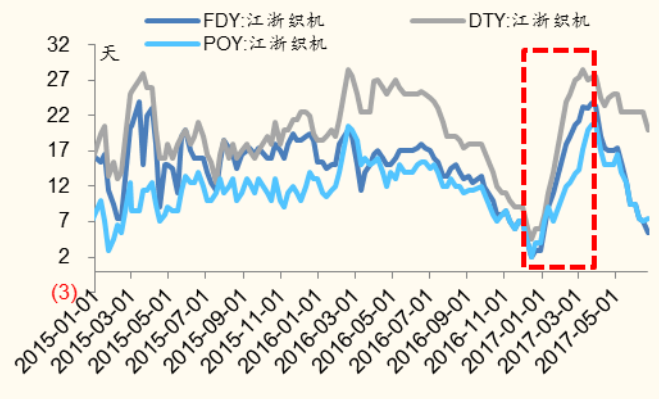
来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表 30: 江浙织机低负荷时期长于聚酯工厂



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 1 季度长丝库存迅速上升



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 整体来看, 17 年涤纶长丝供需格局继续向好

供给端, 2017 年新增产能增速下降。2013-2016 年产能增速分别为 25.43%, 13.92%, 6.71%, 3.38%。根据卓创资讯统计, 预计 2017 年新增涤纶长丝产能为 130 万吨, 增速 3.51%。

需求端, 2017 年仍保持平稳增长。2016 年涤纶长丝消费增速有所放缓, 国内涤纶长丝消费量 2905 万吨(近五年复合增长率为 7.12%), 同比增长 3.83%。出口量 151.64 万吨(近五年复合增长率为 7.05%), 同比下滑了 11.39%。但 2017 年随着国内服装需求稳定以及外需的回暖, 预计需求将好转, 原因如下:

- 国内服装需求增速预计维持稳定。中国经济从高速发展换挡为中速发展, 服装消费增速也随之换挡, 需求端纺织服装业收入增速基本稳定, 2015-2016 国内服装消费增速维持在 7%。2017 年 5 月我国服装业销售额为 5944.9 亿元, 同比增长 5.22%。从柯桥纺织景气指数来看, 指数在 2016 年有着较大幅度的提升, 2017 年预计将维持趋势。
- 世界经济复苏, 出口 3 月回暖。2016 年下半年开始, 欧美两大经济体逐渐复苏, 表现为 PMI 指数不断上升。服装出口也逐渐回暖, 3 月份服装及衣着附件出口金额 109.17 亿美元, 同比上升 22%。美元还处于加息周期, 考虑人民币汇率贬值压力以及未来“一带一路”的贡献, 未来纺织服装行业出口情况预计进一步好转。

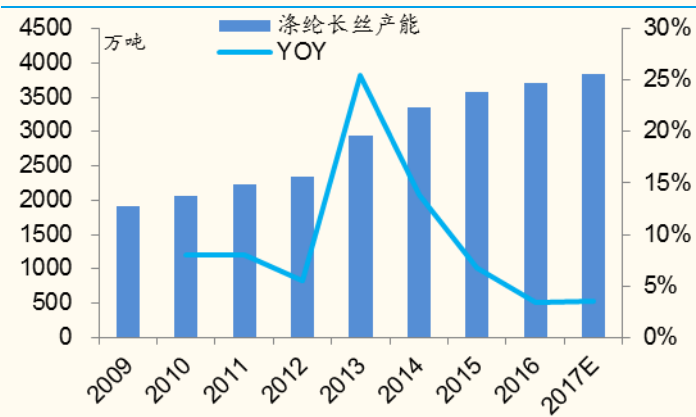
假设涤纶长丝维持 2016 年 82.35%的开工率, 国内消费和净出口维持 7%增速。则新增产量约为 107 万吨, 新增需求约为 213 万吨, 供需格局向好。

图表 32：预计 2017 年涤纶长丝新增产能 130 万吨

公司名称	产能 (万吨)	计划投产时间	装置地址	配套产品
万凯新材料	55	2017Q1	海宁市	聚酯瓶片
安兴彩纤	7	2017Q1	滁州市	涤纶短纤
桐昆恒邦二期	40	2017Q2	桐乡市	涤纶长丝
江阴澄星	60	1 期 2017Q2	江阴市	聚酯瓶片
	60	2 期投产时间未定		
江苏海欣	25	2017 年	泗阳市	涤纶长丝
福建经纬	20	2017Q3	长乐市	涤纶长丝
福建山力	20	2017Q3	长乐市	涤纶长丝
海南逸盛	25*2	2017Q3	洋浦经济开发区	聚酯瓶片
恒逸石化	25	2017Q4	萧山市	涤纶长丝
恒逸石化	13	2017Q4	萧山市	涤纶短纤
三房巷集团	50	2017 年, 具体时间未定	江阴市	聚酯瓶片
辽宁龙栖湾	25	2017 年, 具体时间未定	锦州市	涤纶长丝
2017 新增长丝产能合计	130	聚酯产能合计	450	

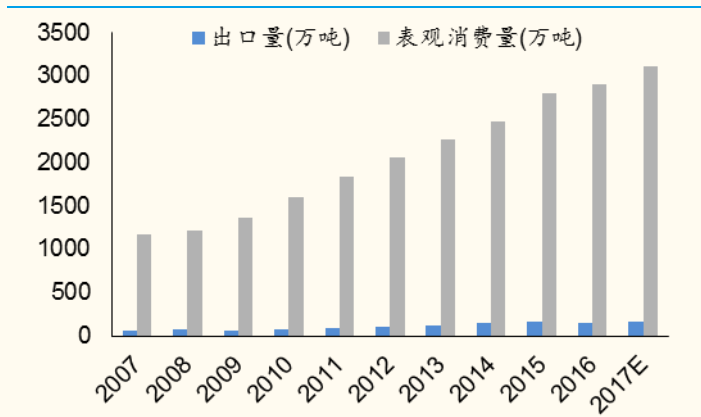
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 33：涤纶长丝新增产能增速放缓



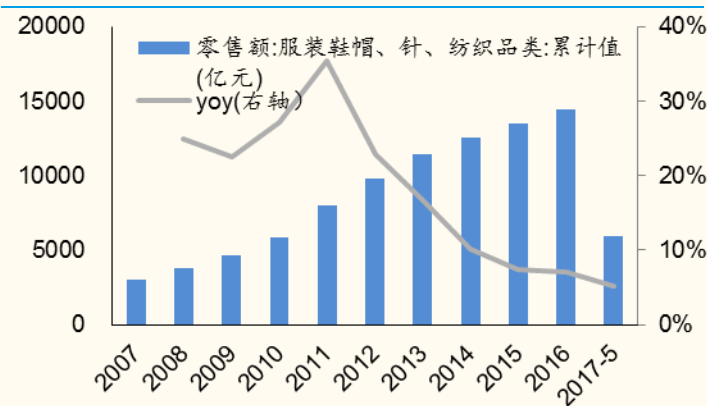
来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：预计长丝消费量平稳增长出口回暖



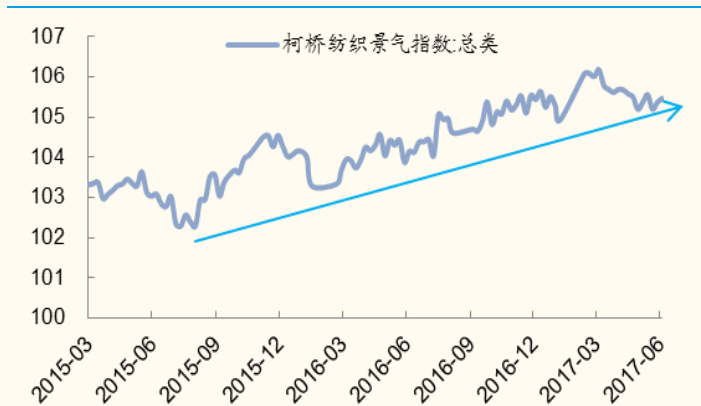
来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：纺织服装业收入增速稳定



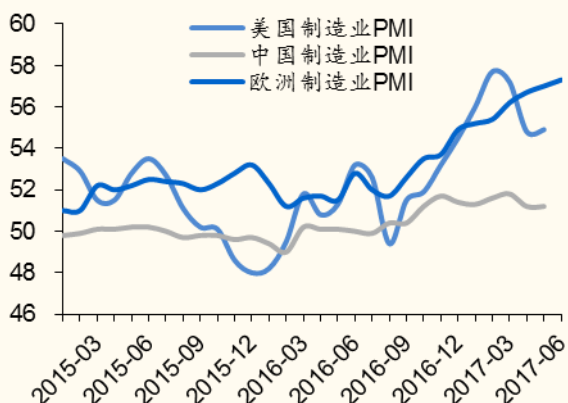
来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：柯桥纺织景气度指数趋势向上



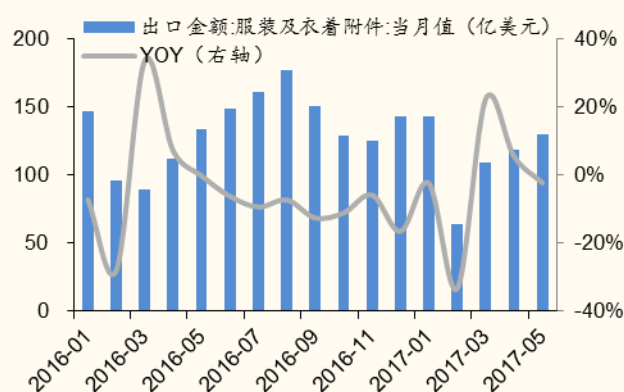
来源：Wind，国金证券研究所

图表 37: 各大经济体逐渐复苏



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 服装出口 3 月开始回暖



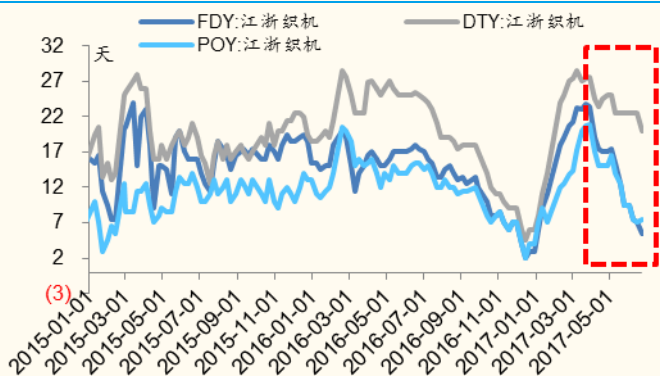
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 三季度需求旺季到来, 涤纶长丝景气度有望持续提升

4-5 月份行业进入去库存阶段, 价差不断收窄。6 月长丝行情开始启动, 价差有所回升, 目前长丝库存天数已达 5.5 天的历史较低位置, 预计涤纶长丝行业景气度将进一步提升。

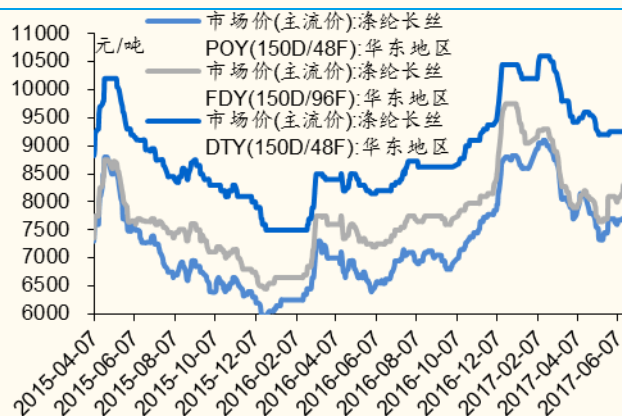
- 第一、库存已经降入较低水平, 旺季有望进一步下降。长丝库存二季度进入去库存阶段, 库存天数不断下降, 6 月已降低至历史较低位置, 目前库存天数在 5.5 天。6 月作为传统淡季, 但行情已开始启动, 截止 6 月 23 日 FDY 华东主流报价 8550 元/吨, 价差已回到 2000 元/吨以上。随着 8, 9 月份旺季的到来, 预计库存有望继续下降。

图表 39: 库存天数已下降至低位



来源: Wind, 国金证券研究所

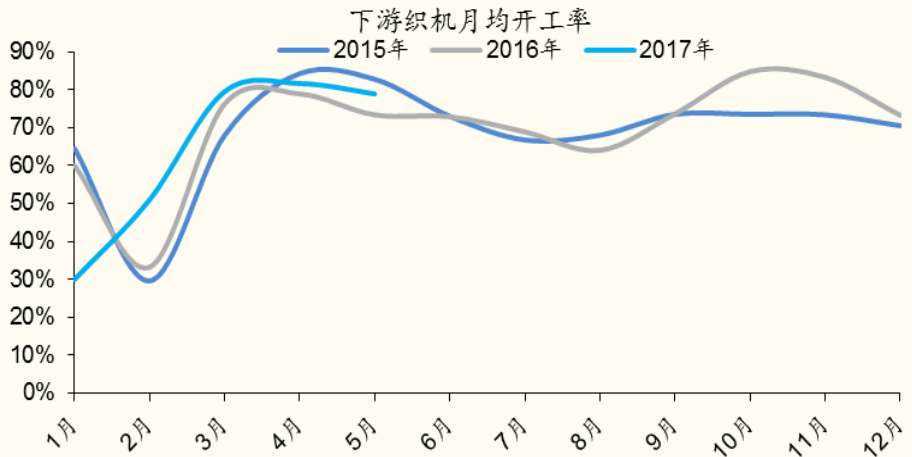
图表 40: 涤纶长丝价格回升



来源: Wind, 国金证券研究所

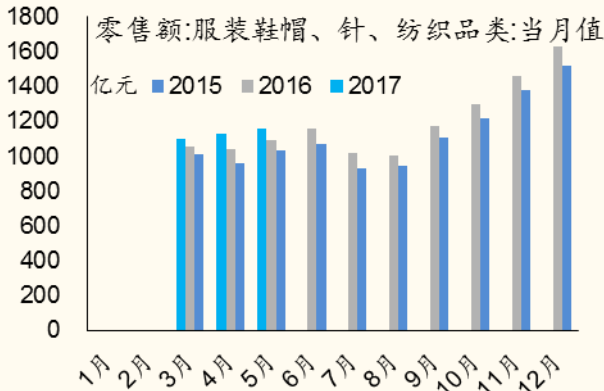
- 第二、下游织机开工率高于去年, 三季度为涤纶长丝传统需求旺季。从出口需求看, 三季度是出口最多的季度, 约占全年出口额的 30%。另外随着欧美经济持续复苏以及美元持续加息带来的人民币贬值压力, 三季度出口需求有望回暖。从国内需求来看, 9 月份开始服装行业进入下半年的消费旺季。3-5 月下旬织机开工率分别为 80%、82%和 79%, 高于去年的 75%左右, 下游需求旺盛。另外 5 月下旬原料乙二醇价格快速上涨, 激发了下游备货热情, 6 月行情已开始启动。预计在需求的带动下, 价差将进一步扩大。

图表 41：下游织机平均开工率好于去年



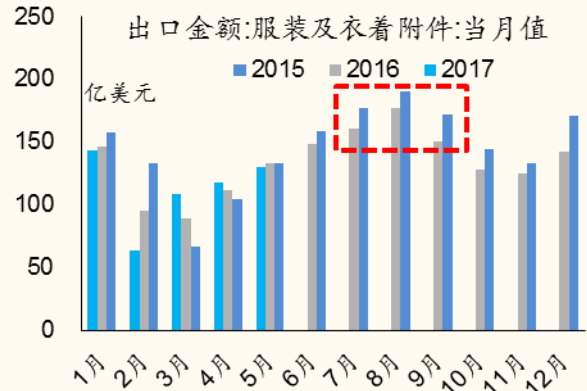
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 42：下半年是服装行业消费旺季



来源：Wind，国金证券研究所

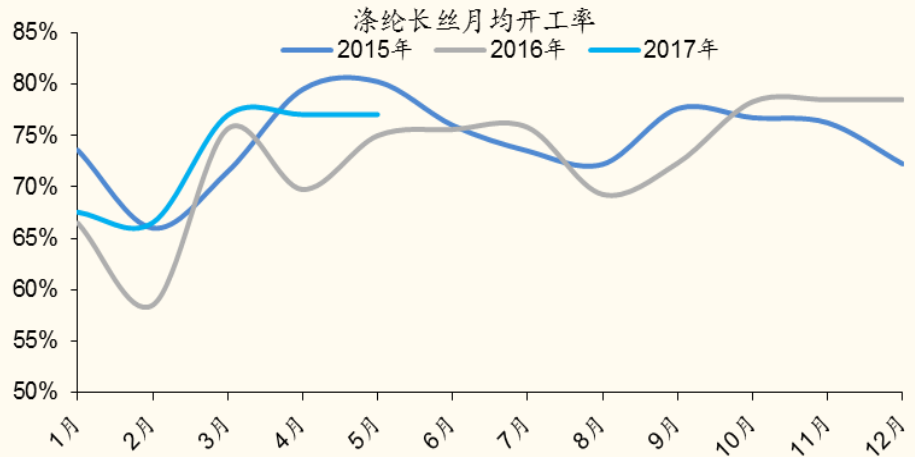
图表 43：三季度为出口旺季



来源：Wind，国金证券研究所

- 第三、从上游看，油价调整后将逐步企稳。**从供应端看，OPEC 继续执行减产，虽然利比亚与尼日利亚产能增长较快，但整个 OPEC 产量料不会超过 3250 万桶/日的目标线。美国原油产量虽然仍在 935 万桶/日的高位，但当前油价下页岩油复产速度将大幅放缓，美国原油产量下半年增速亦将放缓。从供需缺口与库存去化角度看，我们预计 3 季度供需缺口将达 56 万桶/日，4 季度将达 88 万桶/日，OECD 原油库存将在 17 年年底降至五年均值附近。因此我们预计油价进一步下跌的可能性不大，未来将逐步企稳回升。而油价回升将从成本端给涤纶长丝价格提供有效支撑。
- 第四，三季度供给端扩能压力小。**近期涤纶长丝开工率逐渐上升，4、5 月开工率达到 77%，已接近去年较高开工率水平，预计三季度开工率继续上行的空间有限。此外，一般三季度长丝开工率会季节性下降，再加上近期环保力度加大淘汰了部分落后产能，预计三季度供应压力不大。

图表 44：涤纶长丝平均开工率已达较高水平



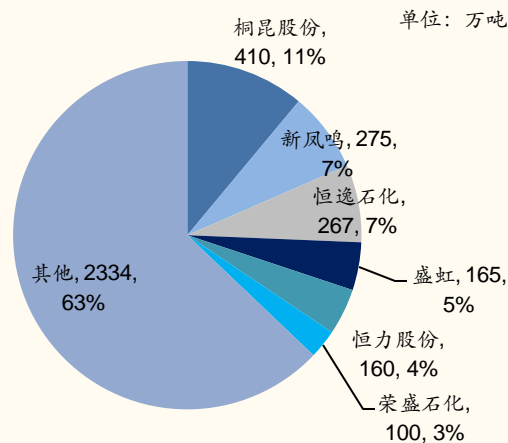
来源：百川资讯，国金证券研究所

- **看好三季度旺季涤纶长丝景气度持续提升。**库存方面，6月长丝库存已降低至历史较低位置，目前库存天数仅 5.5 天。需求方面，下游织机开工率高于去年，且三季度为涤纶长丝传统需求旺季。供应方面，4、5月长丝行业开工率达到 77%，已接近去年较高水平，一般三季度长丝开工率会季节性下降，供给端扩产空间有限。从上游看，前期油价下跌给产业链带来压力，预计后期油价将逐步企稳。

三、化纤行业“沃尔玛”，大力布局差异化丝

公司是行业第一大涤纶长丝企业，差异化率逐步提高。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。公司涤纶长丝产能达 410 万吨，2001-2016 年公司连续 16 年在国内市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率超过 13%，全球占比超过 9%。

图表 45：公司为涤纶长丝行业龙头，产能占比 11%



来源：公司公告，国金证券研究所

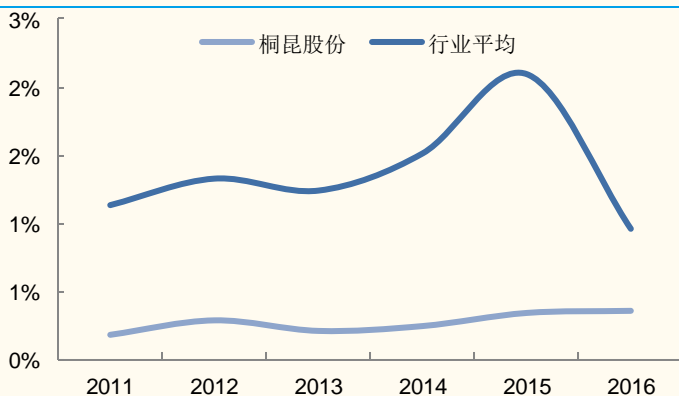
- **龙头公司优势显著，行业低谷凸显盈利能力。**在行业低谷中，龙头企业具备多种优势，从而能够不断降低成本，提高盈利水平。
- **物流便利。**公司地处嘉兴桐乡，处于长三角核心经济区，附近有多个轻纺化纤经编基地，周围市场消费 80% 全国涤纶长丝，依水傍河，运

输成本显著。2016 年公司销售费用率为 0.36%，远低于行业平均水平 0.96%。

- **管理先进。**公司决策层拥有 30 多年的从业经验，公司近年来在企业中大力推行"5S"管理、"TPM"管理、"六西格玛管理"、"精益生产""卓越绩效模式"等新型的管理方法，促进了公司各项管理水平的提升。公司充分挖掘管理弹性，不断提高管理效率降低成本。2016 年公司管理费用率为 2.31%，远低于行业平均水平 4.81%。
- **2016 公司通过非公开发行股票，募集资金 30 亿。**公司作为上市公司，可以充分利用资本市场获得资金，具备资金成本优势。公司一直以来实施稳健经营的发展战略，资产质量优良，负债率在行业中保持较低水平。
- **PTA-聚酯-纺丝-加弹产业链一条龙凸显成本优势。**嘉兴石化一期年产 120 万吨 PTA 项目的建成投产，以及将于 2017 年三季度建成投产的嘉兴石化二期年产 120 万吨 PTA 项目，使公司上达 PTA，下到纺丝、加弹，形成了 PTA-聚酯-纺丝-加弹一条龙的生产、销售格局，一方面增强了企业的整体综合实力，另一方面，公司的原料 PTA 采购于全资子公司嘉兴石化，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。

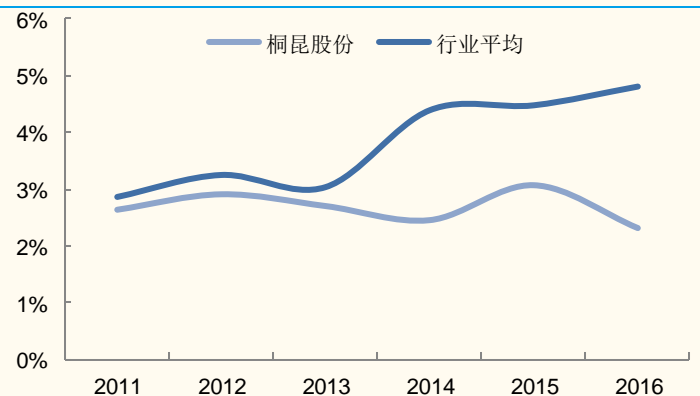
综上，2013-2016 年，行业低谷中公司毛利率水平不断提高，从 3.75%提高到了 8.82%，总体来看毛利水平较上年有较大水平提升，公司由于目前暂时以 POY 常规丝为主，毛利率相比于差别化丝较低，毛利率水平同业内差别化丝企业如恒力股份有着一定的差距，但是随着公司差别化丝项目的相继投产，公司毛利水平有望提升；另外由于期间费用率的下降，公司销售净利润从 0.45%提升到 4.47%，处于业内领先水平，充分凸显了公司盈利提升潜力。

图表 46：公司销售费用率长期低于行业



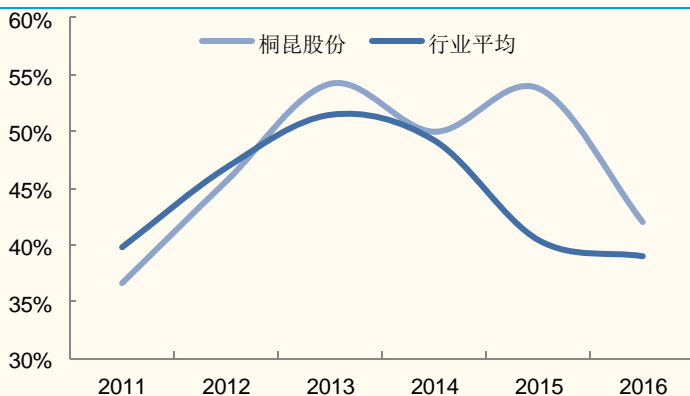
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：公司管理费用率远低于行业

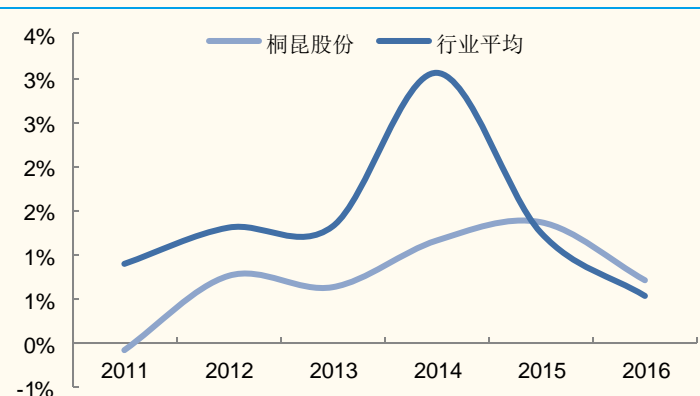


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：公司资产负债率基本与行业相当



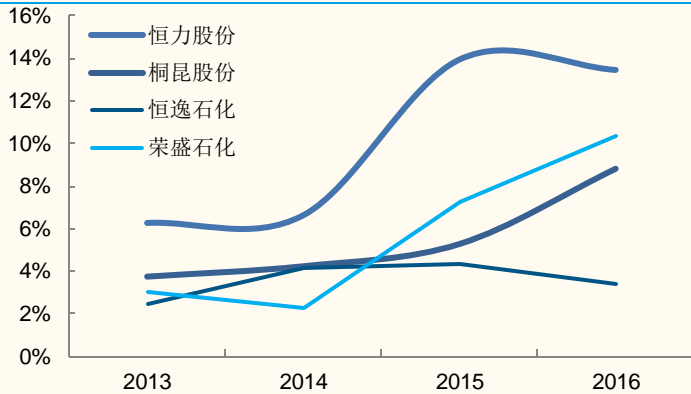
图表 49：公司财务费用率基本低于行业



来源：公司公告，国金证券研究所

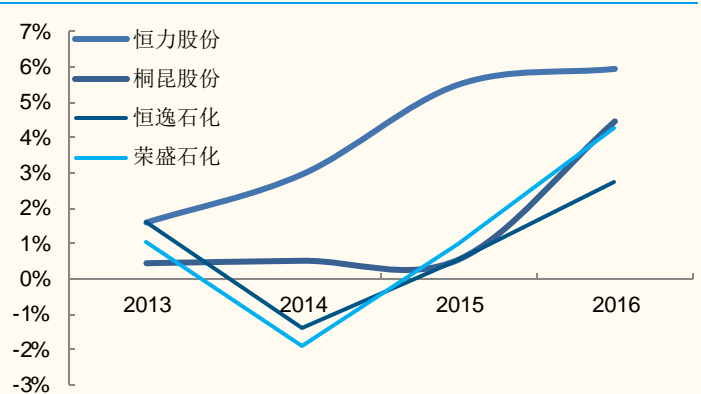
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：桐昆毛利率水平较上年提升较大



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 51：桐昆销售净利率处于业内较高水平



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 定增扩产能，大力布局差异化丝。

- 2016年6月，公司完成定向增发2.68亿股，募集资金30亿元，募投项目恒腾40万吨差别化丝2016年4月已经开车投产，恒瑞38万吨DTY已经逐步开车，恒邦二期(年产30万吨功能性纤维项目)在建中。
- 2017年1月23日，公司定增10亿已得到证监会正式受理，预计资金将用于“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”及“引进全自动智能化包装流水线建设项目”。4月25日，公司拟发行期限为3年10亿元可转债已获证监会核准。
- 公司自2016年12月以来，公司陆续启动涤纶丝项目，除上述募投项目外，公司还启动了“嘉兴石化年产30万吨差别化纤维项目”、“恒邦三期(20万吨高性能全差别化纤维项目)”、“嘉兴石化30万吨POY项目”、“恒腾60万吨功能性差别化纤维项目POY”等项目，总计190万吨产能(POY145万吨，FDY45万吨)，预计将于2019年后陆续投产。随着公司差别化丝开车投产，公司差别化比例将进一步提高。差别化丝市场需求较大，有利于公司进一步提高产品溢价能力，未来公司盈利水平将进一步提高。

图表 52：公司还将新增190万吨差别化丝项目，大力布局差别化丝

资金来源	项目	投入募集资金(亿元)	总投入资金(亿元)	资金来源	设计产能	在建情况
募投项目	恒腾40万吨差别化纤维项目	13	17.7	定向增发	40	16年上半年已投
募投项目	年产38万吨DTY差别化纤维项目	8	13.3	定向增发	38	16年已投产30万吨，一期2017全部达产
募投项目	恒邦二期(年产30万吨功能性纤维项目)	5.4	9.92	定向增发投入5.4亿，银行贷款5亿	30	16年3月9日公告启动建设，建设期2年
募投项目	年产20万吨多孔扁平舒感纤维技改项目	3	3.99	定向增发	20	建设期2年
自筹项目	恒邦三期(20万吨高性能全差别化纤维项目)		9	银行贷款3.05亿，剩余部分自筹	20	17年2月8日公告启动建设，建设期2年
自筹项目	嘉兴石化年产30万吨差别化纤维项目		9.95	银行贷款6.5亿，剩余部分自筹	30	17年2月8日公告启动建设，建设期2年
自筹项目	恒腾三期(年产60万吨功能性差别化纤维项目)		25.2	银行贷款12亿，剩余部分自筹	60	17年3月28日公告启动建设，建设期2年
自筹项目	嘉兴石化年产30万吨差别化POY项目		9.88	银行贷款7.43亿，剩余部分自筹	30	17年3月28日公告启动建设，建设期2年

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53: 恒腾 40 万吨差别化纤维项目

序号	产品名称	年产量 (吨)
一	FDY 丝	115,000
1	75D/72F 超薄超细旦记忆专用 FDY 丝	49,300
2	100D/144F 品莹亚光透气抗紫外 FDY 丝	65,700
二	POY 丝	285,000
1	75D/24F 细柔绒抗静电 POY 丝	43,400
2	100D/72F 荧光飘柔绒抗静电 POY 丝	77,300
3	150D/144F 亚光棉柔绒 POY 丝	87,000
4	200D/288F 珊瑚绒专用 POY 丝	77,300
	小计	400,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 54: 年产 38 万吨 DTY 差别化丝项目实际种类

序号	产品名称	年产量 (吨)
1	111.11dtex 超细旦差别化 DTY 丝	98,200
2	166.65dtex 超细旦差别化 DTY 丝	145,800
3	222.22dtex 超细旦差别化 DTY 丝	136,000
	小计	380,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 55: 恒邦二期 (年产 30 万吨功能性纤维项目)

序号	产品名称	年产量 (吨)
1	150D/288F 阻燃超细功能性 POY 丝	60,000
2	100D/288F 抗静电超细功能性 POY 丝	45,000
3	75D/144F 吸湿排汗功能性 POY 丝	150,000
4	50D/144F 抗紫外功能性 POY 丝	45,000
	小计	300,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 56: 年产 20 万吨多孔扁平舒感纤维技改项目

序号	产品名称	年产量 (吨)
1	150D/96F 多孔扁平舒感纤维	43,000
2	100D/72F 100D/48F 多孔扁平舒感纤维	29,000
3	150D/144F 多孔扁平舒感纤维	82,000
4	100D/192F 多孔扁平舒感纤维	25,000
5	75D/144F 多孔扁平舒感纤维	21,000
	小计	200,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 57: 恒腾三期 (年产 60 万吨功能性差别化纤维项目)

序号	产品名称	年产量 (吨)
一	功能性差别化 POY 纤维	490,000
1	涤纶高 F 细旦仿毛 POY 纤维 300D/576f	109,000
2	涤纶超绒 POY 纤维 200D/288f	81,800
3	仿毛绒扁平 POY 纤维 B150D288f	68,200
4	超细柔绒蓬松 POY 纤维 150D/288f	68,200
5	扁平 120POY 纤维 B120D/192f	32,700
6	超细扁平 POY 纤维 B75D/144f	102,700
7	细旦衬布专用 POY 纤维 50D/72f	27,400
二	功能性差别化 FDY 纤维	110,000
1	特殊 WBS 专用 FDY 纤维 100D/48f	36,800
2	雀屏 FDY 纤维 75D/36f	54,800
3	经扁专用 FDY 纤维 50D/24f	18,400
	小计	600,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 58: 恒邦三期 (20 万吨高性能全差别化纤维项目)

序号	产品名称	年产量 (吨)
一	高性能 POY 丝	160,000
1	阳离子柔密绒纤维	38,000
2	立体拉舍尔毛毯专用纤维	77,000
3	超柔超亮有光纤维	45,000
二	高性能 FDY 丝	40,000
4	阳离子弹力纤维	16,000
5	仿毛涤纶纤维	16,000
6	柔绒幻彩纤维	8,000
小 计		200,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 59: 嘉兴石化年产 30 万吨差别化 POY 项目

序号	产品名称	年产量 (吨)
1	75D/48F 细柔绒 POY 丝	90,000
2	100D/144F 荧光飘柔绒防静电 POY 丝	62,000
3	150D/144F 亚光棉柔绒 POY 丝	48,000
4	150D/288F 珊瑚绒专用 POY 丝	60,000
5	300D/576F 珊瑚绒专用 POY 丝	40,000
小 计		300,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 60: 嘉兴石化年产 30 万吨差别化纤维项目

序号	产品名称	年产量 (吨)
1	150D/288F 抗阻燃高缩 FDY 丝	70,000
2	100D/144F 抗紫外功能性 FDY 丝	118,000
3	75D/96F 半光高速经编用细旦 FDY 丝	90,000
4	50D/48F 半光高速经编用细旦 FDY 丝	13,000
5	30D/48F 多孔细旦 FDY 丝	9,000
小 计		300,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **差别化丝是未来行业发展方向, 公司加码保障未来发展空间。**由于涤纶常规丝和差别化丝盈利水平相差较大, 而差别化丝由于工艺较为复杂不易开发, 目前国内差别化丝比例还较小, 化纤十三五规划要求年我国化纤重点发展高性能纤维, 比例提高至 65%, 目前比例仅为 20%, 未来还有较大发展空间。公司重点发展差异化丝, 有利于未来提高市场竞争力与盈利能力。

图表 61: 政府制定多项政策鼓励差别化纤维发展

时间	部门政策名称	主要内容
2013 年	发改委“产业结构调整目录”(2011 年本)	明确将“熔体直纺在线添加等连续化工艺生产差别化, 功能性纤维(防静电, 抗紫外, 有色纤维)列入鼓励目录
2015 年 3 月	发改委, 商务部“外商投资产业指导目录(2015 年修订)”	鼓励外资发展差别化化学纤维及芳纶, 碳纤维, 高强高模聚乙烯
2015 年 9 月	化纤协会“化纤工业十三五规划”	“十三五”期间, 加快高性能纤维的研究和突破产业化瓶颈将成为重要目标。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **新产能相继投产, 看好未来业绩爆发潜力。**总的来看, 涤纶长丝行业供需好转, 盈利中枢有望上移, 公司作为行业龙头弹性最大, 价差涨 100 元 EPS 弹性上涨 0.23 元。假设 190 万吨拟建产能全部达产后将提升 EPS 弹性至 0.46 元, 较目前提高 0.13 元。

图表 62：价差上涨百元 EPS 弹性

企业名称	涤纶长丝有效产能 (万吨)	股本(摊薄后) (亿股)	价差涨 100 元 EPS 弹性
桐昆股份	410	12.32	0.33
桐昆新产能达产后	600	13.12	0.46
荣盛石化	90	25.44	0.03
恒逸石化	135	16.2	0.06
恒力股份	160	28.27	0.04

来源：公司公告，国金证券研究所

四、现金 10 亿收购浙石化 20% 股权，进军炼化上游，打通全产业链

- **现金 10 亿收购浙石化 20% 股权。**公司 2017 年 5 月 16 日公告，公司以现金 10.14 亿从母公司桐昆控股收购浙石化 20% 的股权，此次收购不构成重大资产重组。浙石化是由荣盛控股、桐昆控股、巨化集团及舟山海洋于 2015 年 6 月 18 日共同出资成立，持股比例分别为 51%，20%，20% 和 9%。
- **4000 万吨炼化，一期将于 18 年底投产。**浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”位于舟山绿色石化基地（位于舟山市岱山县大小鱼山岛及其周边围垦区），总投资 1730.85 亿元，总规模为 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯。项目分为两期，每期规模为 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置。目前已通过环评批复以及浙江发改委批复，一期预计将于 2018 年底投产。
- **进军炼化上游，打通全产业链。**浙江石化并入上市公司，意味着公司向炼化至涤纶丝全产业链迈进关键一步。炼化行业是产业链中利润较高的一环，并且国家对项目准入有着较为严格的把关，目前除了七大石化基地以外暂时不会批复新的炼化项目。2017 年主要化工产品价差普遍好于去年同期，有着较好的盈利能力，其中石脑油-苯上升 86.61%、石脑油-丙烯上升 64.79%，石脑油-丁二烯上升 256.46%。公司进军炼化上游，盈利能力将大幅提升。

图表 63：浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”主要装置

装置名称	一期规模(万吨/年)	二期规模(万吨/年)
常减压蒸馏	2000	2000
轻烃回收	300	360
延迟焦化	300	120
渣油加氢脱硫	500	500
蜡油加氢裂化	380	380
柴油加氢裂化	800	800
重油催化裂化	420	420
催化汽油加氢	200	200
航煤精制	150	150
石脑油加氢	320	320
连续重整	800	800
芳烃	520	520
烷基化	45	60
硫磺回收	48	60
乙烯	140	140
丙烷脱氢	60	60

聚丙烯	90	90
聚碳酸酯	26	26
丙烯腈	26	
甲基丙烯酸甲酯	9	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 64：浙石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”主要产品

主要产品	一期规模（万吨/年）	二期规模（万吨/年）
丙烯	27.65	32.76
丙烷	47.93	49.66
国 VI 汽油	378.85	378.42
航煤	284.41	290.46
国 VI 柴油	172.81	155
苯	151.91	129.03
对二甲苯（PX）	401.2	398.77
乙烯原料	393.26	403.21
硫磺	28.8	46.7
EG	73.87	65
LLDPE	23	21.2
HDPE	25.8	/
均聚聚丙烯	54	54
共聚聚丙烯	8.42	9
抗聚聚丙烯	27	27
聚碳酸酯	26	26
苯酚	20.69	
丙酮	13.64	
MMA	9	/
丙烯腈	27.04	/
丁二烯	22.34	23.18
苯乙烯	120	60
EVA	/	10
LDPE	/	27.1

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 65：主要化工产品价差情况（截止 6 月 23 日）

主要产品	原料	目前价差（元/吨）	2017 年至今平均价差（元/吨）	2016 同期平均价差（元/吨）	同比
丙烯	石脑油	4002.14	3983.97	2417.53	64.79%
	丙烷	2980.00	2089.31	391.65	433.46%
苯	石脑油	3402.14	3975.26	2130.25	86.61%
对二甲苯（PX）	石脑油	4152.14	3750.38	3538.89	5.98%
乙烯原料	石脑油	3307.09	3725.95	4291.12	-13.17%
EG	乙烯	1774.61	1441.58	-503.90	-386.08%
LLDPE	石脑油	6032.14	6485.38	5763.58	12.52%
	乙烯	2725.06	2759.40	1472.57	87.39%
聚丙烯	丙烯	1550.00	2086.78	2730.35	-23.57%
	石脑油	5552.14	6070.78	5147.88	17.93%

丁二烯	石油液化气	5400.00	13500.11	3010.92	348.37%
	石脑油	5902.14	14331.13	4020.42	256.46%
苯乙烯	纯苯&乙烯	4389.01	4460.90	3687.60	20.97%

来源：百川资讯，Wind，国金证券研究所

图表 66：炼化相关上市公司盈利情况

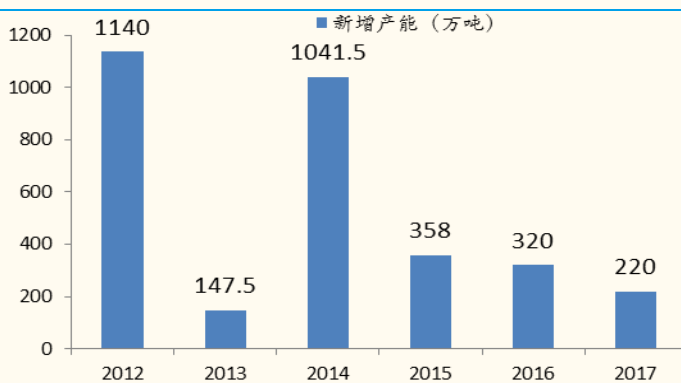
证券简称	营业收入(亿元)	归属母公司股东的净利润(亿元)	销售净利率	净资产收益率 ROE
华锦股份	291.0394	18.0324	6.35%	18.48%
中国石化	19309.11	464.16	3.06%	6.69%
上海石化	778.9429	59.56	7.66%	26.71%

来源：Wind，国金证券研究所

五、加码 PTA 打造全产业链，受益于行业景气度回升

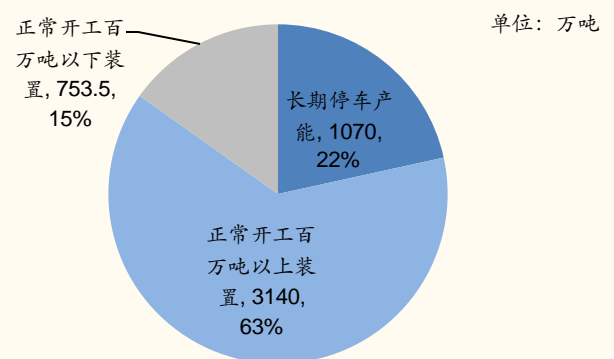
- PTA 供给结构改善。**过去几年 PTA 由于上游投资过剩，下游需求一度进入低迷期。2012-2014 年是投产高峰期，PTA 投产 2329 万吨，投产产能占比现有总产能的 47.5%。投产过度引发行业严重过剩，行业景气度急剧下滑，加工费一度跌至 500 元/吨以下，跌破行业龙头企业盈亏平衡线。行业开始进入去产能期。
 - 首先是新增产能大幅减少。**2015-2017 新增产能为 360 万吨，320 万吨，220 万吨（预计）。2017 年以后暂无新增产能。
 - 其次是实际停车产能增多。**2015 年拥有 320 万吨 PTA 产能远东石化破产，翔鹭石化 615 万吨 PTA 因为爆炸事故而被迫长期关停，考虑重组。加之长期不开工小产能，已经近 1070 万吨产能长期未开车，占总产能之比 21.8%。实际有效产能大幅减少提升实际开工率，2016 年以来 PTA 装置实际开工率水平提高到 86%-93%之间，已经进入景气区间。
 - 最后是库存下降。**2015 年我国 PTA 平均库存天数为 4.29 天，下降至 2016 年的 2.86 天，目前为 3 天左右。

图表 67：PTA 新增产能减少



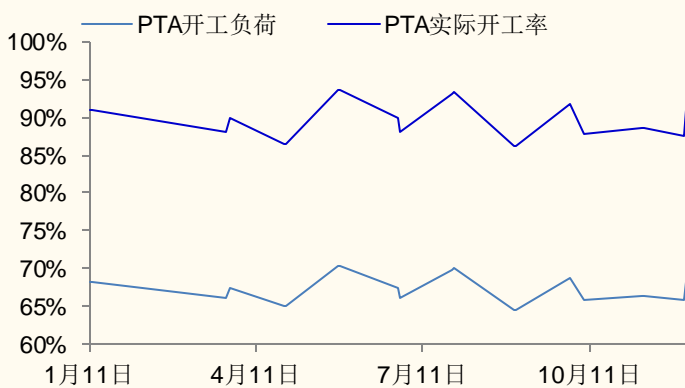
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 68：PTA 长期停车产能达 1070 万吨



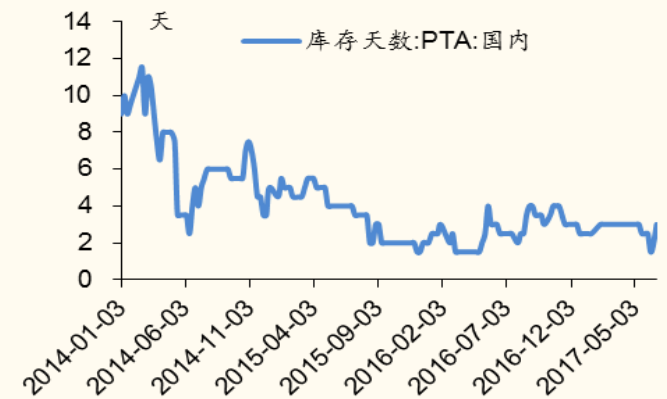
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 69: PTA 行业实际开工率达到 86%-93%



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 70: PTA 库存降至历史低位



来源: Wind, 国金证券研究所

- 翔鹭和远东复产会给市场带来短期压力。远东石化资产拍卖和翔鹭的资产重组都在进行中, 远东石化已被华山国际集团收购, 其 140 万吨线或将重启部分。翔鹭石化的 450 万吨也有可能复产, 但预计最快也要三季度。届时可能会对行业短期造成压力。但复产也将加快产能出清, 目前还在开工的 753.5 万吨 100 万吨以下装置将可能更快被淘汰。

图表 71: 长期停车 (停车超过一年) PTA 产能达 1070 万吨, 占比 21.8%

企业	产能 (万吨/年)	开工情况	企业	产能 (万吨/年)	开工情况
逸盛宁波	65	运行正常	仪征化纤	35	运行正常
	65	长期停车		65	2017 年 3-4 月份存检修计划
	200	运行正常	上海石化	40	运行正常
	220	运行正常	远东石化	60	长期停车
翔鹭石化	165	长期停车		60	长期停车
	150	长期停车		60	长期停车
	150	长期停车		140	2017 年第二季度或将重启部分 140 万吨/年 PTA 装置, 远东石化已被华彬国际集团收购
	150	长期停车	珠海 BP	60	长期停车
三房巷海 伦石化	120	运行正常		110	运行正常
	120	运行正常		125	运行正常
桐昆石化	150	运行正常	天津石化	32	运行正常
虹港石化	150	运行正常	洛阳石化	32.5	正常运行
宁波台化 兴业	120	运行正常	逸盛海南	210	运行正常
亚东石化	70	运行正常	逸盛大连	220	运行正常
宁波三菱 化学	70	运行正常		375	4 月 1 日开始检修, 检修半个月左右, 现已延期, 预计 20 日重启
江阴汉邦	110	运行正常	恒力石化	220	运行正常
	110	运行正常		220	运行正常
	60	停车		220	3 月 25 日检修, 目前平稳运行
佳龙石化	60	运行正常	辽阳石化	27	长期停车
扬子石化	35	长期停车		53	长期停车
	35	长期停车	乌鲁木齐 石化	9	正常运行
	60	运行正常	蓬威石化	90	负荷八成, 已于 2017 年 2 月 17 日出

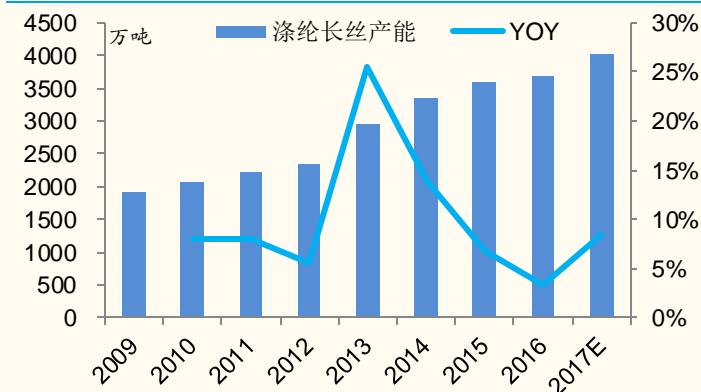
产品

产能总计	4898.5	长期停车 产能总计	1070	长期停车产能占总产能 21.84%
------	--------	--------------	------	-------------------

来源：百川资讯，国金证券研究所

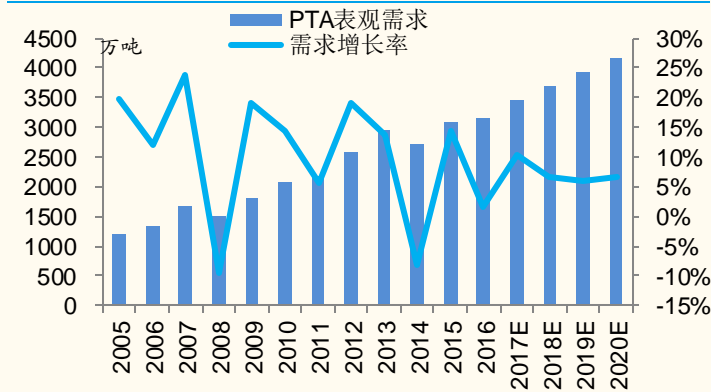
■ **PTA 产能过剩有限，目前已经是紧平衡。**从需求端来看，2016 年我国 PTA 行业表观消费量达到近年来的峰值 3141.18 万吨，较 2015 年有所增加。由于下游聚酯行业需求较为稳定，PTA 行业的供需格局得到持续改善。按照目前聚酯需求增速 3%-5%，市场平衡预计未来逐步达成。行业龙头未来将会优先盈利。

图表 72：PTA 下游需求稳定



来源：卓创资讯，国金证券研究所

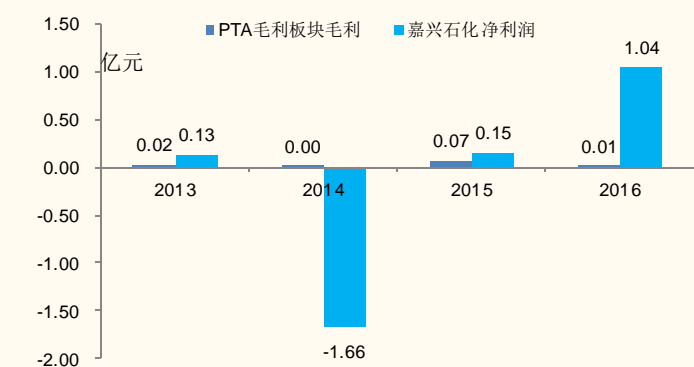
图表 73：PTA 需求趋于平稳



来源：Wind，国金证券研究所

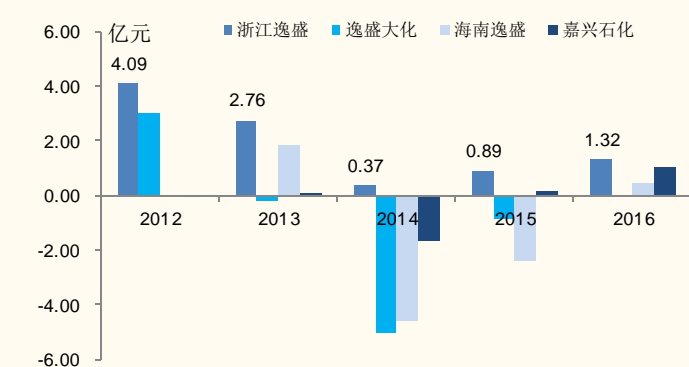
■ **桐昆嘉兴 120 万吨 PTA 成本优势显著，盈利能力全国最高。**公司目前嘉兴石化已有 120 万吨 PTA 产能投产，由于投产时间较晚使用最新设备，经过连续技改，再加上下游聚酯线就设在本市，运输距离较近，公司 PTA 具备巨大成本优势。根据年报披露，2013-2016 主要 PTA 工厂嘉兴石化子公司盈利水平为 0.13 亿元，-1.66 亿元，0.15 亿元，1.04 亿元。公司单吨净利 87 元/吨远超浙江逸盛 28 元/吨。

图表 74：嘉兴石化 120 万吨 PTA 装置盈利 1.04 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 75：浙江逸盛 550 万吨 PTA 盈利 1.32 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **新产线预计投 120 万吨 PTA 装置。**根据公司公告计划 2017 年三季度投产嘉兴石化二期项目，投 120 万吨产能，达产后年产能将达 240 万吨。测算公司新产能达产后价差上涨百元 EPS 弹性为 0.15 元。

图表 76：主流上市公司 PTA 上涨百元 EPS 弹性

公司	PTA 有效产能 (万吨)	股本 (摊薄后) (亿股)	价差上涨百元 EPS 弹性 (元)
桐昆股份	120	12.32	0.07
桐昆新产能投产后	240	12.32	0.15

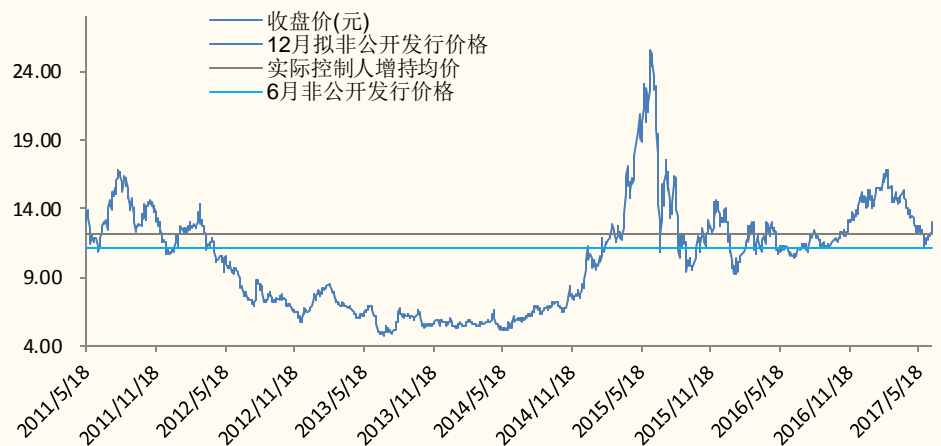
荣盛石化	596	25.44	0.18
恒逸石化	610	16.2	0.28

来源：国金证券研究所

六、公司股票价格位于增发价以及大股东增持价附近，具备高安全边际

2015年10月公司实际控制人陈世良增持82.42万股，增持均价为12.14元/股。2016年6月定向增发价格为11.18元/股。2016年12月增发预案调整后拟发行价格为12.19元/股。公司目前价格13.12元/股，股价位于增发价格以及大股东增持价附近，看好公司股票目前价格低位，投资价值显著，凸显较高安全边际。

图表 77：公司股价位于增发价以及大股东增持价附近



来源：Wind，国金证券研究所

七、盈利预测

- 1、公司各项目按预期顺利投产。其中 2017 年新增 POY 产能 50 万吨，新增 PTA 产能 220 万吨；2018 年新增 FDY 产能 30 万吨；2019 年新增 POY 产能 75 万吨，新增 FDY 产能 15 万吨。
- 2、涤纶长丝行业景气度提升，公司差别化丝比例提升，毛利提升。
- 3、PTA 行业景气度提升，供需格局改善，毛利水平逐步提高。

图表 78：盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
涤纶预取向丝 POY						
销售收入 (百万元)	14,816.11	12,070.27	14,889.82	17,671.25	19,904.25	24,795.98
增长率 (YOY)		-18.53%	23.36%	18.68%	12.64%	24.58%
毛利率	4.75%	5.43%	9.35%	9.44%	9.52%	9.61%
销售成本 (百万元)	14,112.34	11,414.86	13,497.62	16,003.53	18,008.62	22,413.11
增长率 (YOY)		-19.11%	18.25%	18.57%	12.53%	24.46%
毛利 (百万元)	703.77	655.42	1,392.20	1,667.72	1,895.63	2,382.87
增长率 (YOY)		-6.87%	112.41%	19.79%	13.67%	25.70%
占总销售额比重	59.04%	55.49%	58.21%	57.98%	56.24%	58.90%
占主营业务利润比重	63.53%	57.04%	61.75%	60.15%	57.87%	60.24%
涤纶牵伸丝 FDY						

销售收入 (百万元)	4,979.69	4,165.51	4,295.86	4,692.86	6,335.36	7,391.26
增长率 (YOY)		-16.35%	3.13%	9.24%	35.00%	16.67%
毛利率	3.31%	4.41%	8.75%	8.84%	8.93%	9.02%
销售成本 (百万元)	4,814.86	3,981.81	3,919.97	4,277.94	5,769.72	6,724.93
增长率 (YOY)		-17.30%	-1.55%	9.13%	34.87%	16.56%
毛利 (百万元)	164.83	183.70	375.89	414.92	565.64	666.33
增长率 (YOY)		11.45%	104.62%	10.38%	36.33%	17.80%
占总销售额比重	19.84%	19.15%	16.79%	15.40%	17.90%	17.56%
占主营业务利润比重	14.88%	15.99%	16.67%	14.97%	17.27%	16.84%
涤纶加弹丝 DTY						
销售收入 (百万元)	3,187.98	2,962.67	3,238.36	4,850.09	5,801.33	6,473.31
增长率 (YOY)		-7.07%	9.31%	49.77%	19.61%	11.58%
毛利率	5.13%	5.37%	12.09%	12.18%	12.26%	12.35%
销售成本 (百万元)	3,024.44	2,803.57	2,846.84	4,259.55	5,090.03	5,674.11
增长率 (YOY)		-7.30%	1.54%	49.62%	19.50%	11.48%
毛利 (百万元)	163.54	159.10	391.52	590.53	711.30	799.20
增长率 (YOY)		-2.72%	146.09%	50.83%	20.45%	12.36%
占总销售额比重	12.70%	13.62%	12.66%	15.91%	16.39%	15.38%
占主营业务利润比重	14.76%	13.85%	17.36%	21.30%	21.71%	20.20%
精对苯二甲酸 (PTA)						
销售收入 (百万元)	30.91	72.86	22.54	64.50	88.58	114.04
增长率 (YOY)		135.75%	-69.06%	186.11%	37.33%	28.75%
毛利率	0.16%	9.10%	3.78%	4.71%	5.64%	6.56%
销售成本 (百万元)	30.86	66.23	21.69	61.46	83.58	106.57
增长率 (YOY)		114.64%	-67.25%	183.33%	36.00%	27.50%
毛利 (百万元)	0.05	6.63	0.85	3.04	5.00	7.48
增长率 (YOY)		13308.28%	-87.15%	256.85%	64.28%	49.66%
占总销售额比重	0.12%	0.33%	0.09%	0.21%	0.25%	0.27%
占主营业务利润比重	0.00%	0.58%	0.04%	0.11%	0.15%	0.19%
其他*						
销售收入 (百万元)	2,080.23	2,482.37	3,134.99	3,197.69	3,261.64	3,326.87
增长率 (YOY)		19.33%	26.29%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	3.63%	5.81%	3.01%	3.01%	3.01%	3.01%
销售成本 (百万元)	2,004.67	2,338.26	3,040.71	3,101.52	3,163.55	3,226.82
增长率 (YOY)		16.64%	30.04%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利 (百万元)	75.56	144.11	94.28	96.16	98.09	100.05
增长率 (YOY)		90.73%	-34.58%	2.00%	2.00%	2.00%
占总销售额比重	8.29%	11.41%	12.25%	10.49%	9.22%	7.90%
占主营业务利润比重	6.82%	12.54%	4.18%	3.47%	2.99%	2.53%
销售总收入 (百万元)	25,094.92	21,753.68	25,581.57	30,476.38	35,391.16	42,101.47
销售总成本 (百万元)	23,987.17	20,604.73	23,326.84	27,704.00	32,115.51	38,145.54
毛利率	4.41%	5.28%	8.81%	9.10%	9.26%	9.40%

来源: 国金证券研究所, *除 POY, FDY, DTY, PTA 以外的其他产品;

八、推荐意见

涤纶长丝供给增速下降，需求稳定增长，供需格局好转，公司行业龙头率先受益；公司 190 万吨差别化丝在建，盈利性高构筑未来；注入浙石化，打造全产业链龙头，炼化环节高利润打开未来盈利空间。由于浙石化投产时间存在不确定性，不考虑浙石化利润的情况下，预计 2017-2019 年归母净利润 15.05 亿元，18.07 亿元，20.84 亿元，对应 PE 为 11，9，8 倍；考虑定增，则全面摊薄 EPS 为 1.15，1.38，1.59 元/股，对应 PE 为 11，9，8 倍。给予买入评级。

风险：

油价大幅下跌，行业需求下滑，新增产能超预期投产，募投项目达产进度不及预期；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	25,095	21,754	25,582	30,476	35,391	42,101
增长率		-13.3%	17.6%	19.1%	16.1%	19.0%
主营业务成本	-24,032	-20,605	-23,326	-27,704	-32,116	-38,146
%销售收入	95.8%	94.7%	91.2%	90.9%	90.7%	90.6%
毛利	1,063	1,149	2,255	2,772	3,276	3,956
%销售收入	4.2%	5.3%	8.8%	9.1%	9.3%	9.4%
营业税金及附加	-17	-13	-62	-61	-71	-101
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-61	-74	-91	-101	-117	-139
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-616	-668	-592	-610	-708	-989
%销售收入	2.5%	3.1%	2.3%	2.0%	2.0%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	369	394	1,510	2,001	2,380	2,727
利润率	1.5%	1.8%	5.9%	6.6%	6.7%	6.5%
财务费用	-291	-297	-181	-157	-160	-159
%销售收入	1.2%	1.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-4	-3	-26	0	0	0
公允价值变动收益	4	5	-6	0	0	0
投资收益	22	-46	58	0	0	0
%税前利润	11.6%	n.a	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	101	53	1,355	1,844	2,221	2,568
营业利润率	0.4%	0.2%	5.3%	6.1%	6.3%	6.1%
营业外收支	86	98	50	50	50	50
税前利润	187	151	1,404	1,894	2,271	2,618
利润率	0.7%	0.7%	5.5%	6.2%	6.4%	6.2%
所得税	-57	-31	-262	-379	-454	-524
所得税率	30.5%	20.6%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	130	120	1,143	1,515	1,817	2,094
少数股东损益	18	5	11	10	10	10
归属于母公司的净利润	112	115	1,132	1,505	1,807	2,084
净利率	0.4%	0.5%	4.4%	4.9%	5.1%	5.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	130	120	1,143	1,515	1,817	2,094
非现金支出	856	936	1,054	1,074	1,150	1,375
非经营收益	249	228	138	155	142	143
营运资金变动	2,356	281	706	267	-141	-346
经营活动现金净流	3,591	1,565	3,041	3,011	2,967	3,265
资本开支	-1,582	-1,420	-2,723	-2,913	-2,563	-2,883
长期投资	-39	-60	-1	0	0	0
其他	-337	-221	-1,485	0	0	0
投资活动现金净流	-1,958	-1,701	-4,209	-2,913	-2,563	-2,883
股权募资	0	0	2,959	0	0	0
债权募资	-1,400	1,197	-1,365	17	18	13
其他	-494	-1,014	376	-314	-315	-316
筹资活动现金净流	-1,894	183	1,970	-297	-297	-303
现金净流量	-261	47	802	-199	107	79

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	606	1,418	1,700	1,501	1,608	1,687
应收款项	682	412	985	1,117	1,287	1,585
存货	1,807	2,097	2,088	2,125	2,376	2,822
其他流动资产	1,270	1,309	2,694	2,737	2,781	2,841
流动资产	4,365	5,237	7,468	7,480	8,051	8,935
%总资产	31.7%	34.7%	39.3%	35.8%	35.1%	35.2%
长期投资	13	22	59	59	59	59
固定资产	8,872	9,288	10,841	12,731	14,195	15,754
%总资产	64.5%	61.6%	57.1%	61.0%	61.9%	62.1%
无形资产	491	491	538	538	537	537
非流动资产	9,389	9,852	11,533	13,407	14,871	16,429
%总资产	68.3%	65.3%	60.7%	64.2%	64.9%	64.8%
资产总计	13,755	15,089	19,001	20,888	22,922	25,364
短期借款	2,838	3,918	1,856	1,873	1,891	1,904
应付款项	2,418	2,473	3,464	3,925	4,213	4,658
其他流动负债	164	307	1,182	1,203	1,237	1,251
流动负债	5,419	6,698	6,502	7,000	7,341	7,812
长期贷款	119	90	140	140	140	140
其他长期负债	1,336	1,337	1,340	1,337	1,337	1,337
负债	6,874	8,125	7,982	8,477	8,818	9,289
普通股股东权益	6,831	6,945	10,975	12,357	14,040	16,001
少数股东权益	52	35	43	53	63	73
负债股东权益合计	13,757	15,105	19,001	20,888	22,922	25,364

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.116	0.120	0.919	1.222	1.466	1.692
每股净资产	7.089	7.208	8.909	10.030	11.397	12.989
每股经营现金净流	3.726	1.624	2.468	2.444	2.408	2.651
每股股利	0.030	0.050	0.280	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	1.64%	1.66%	10.32%	12.18%	12.87%	13.03%
总资产收益率	0.81%	0.76%	5.96%	7.21%	7.88%	8.22%
投入资本收益率	2.31%	2.55%	8.59%	10.18%	10.92%	11.23%
增长率						
主营业务收入增长率	13.36%	-13.31%	17.60%	19.13%	16.13%	18.96%
EBIT增长率	116.02%	6.61%	283.48%	32.53%	18.93%	14.55%
净利润增长率	55.46%	3.00%	882.73%	32.94%	20.03%	15.38%
总资产增长率	-10.72%	9.80%	25.79%	9.93%	9.74%	10.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.6	3.2	5.7	8.0	8.0	8.7
存货周转天数	29.0	34.6	32.7	28.0	27.0	27.0
应付账款周转天数	31.9	30.5	24.1	23.0	21.0	19.5
固定资产周转天数	125.2	135.5	127.1	111.4	104.8	98.0
偿债能力						
净负债/股东权益	52.93%	55.66%	14.46%	14.58%	12.20%	10.29%
EBIT利息保障倍数	1.3	1.3	8.3	12.7	14.9	17.2
资产负债率	49.97%	53.79%	42.01%	40.59%	38.47%	36.62%

注：由于定增未过会，暂未考虑股本增加；浙石化投产时间尚未明确，暂未考虑浙石化利润

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	7
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD