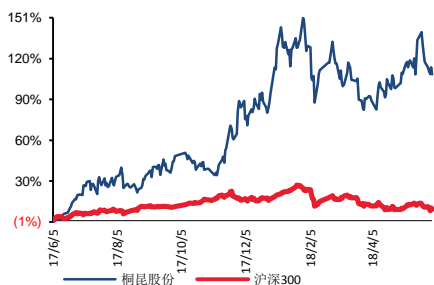


材料 材料 II

打造宝塔型炼化聚酯龙头，两年看 550 亿市值

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,822/1,687
总市值/流通(百万元)	31,283/28,968
12 个月最高/最低(元)	29.03/11.76

相关研究报告:

桐昆股份(601233)《【太平洋化工】桐昆股份 2018 一季报点评: 淡季盈利略超预期, 实现良好开局, 维持“买入”》--2018/04/27

桐昆股份(601233)《【太平洋化工】桐昆股份年报点评: 未来两年新增 200 万吨涤纶, 龙头地位稳固》--2018/03/12

桐昆股份(601233)《【太平洋化工】桐昆股份业绩预增点评: 业绩靓丽符合预期, 预计未来持续高增长》--2018/01/22

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

研究员: 柳强、张波

报告摘要

前言: 作为太平洋化工团队持续推荐的“四大金刚”之一, 我们给予公司未来两年目标市值 550 亿元。公司主营产品涤纶消费属性强, 处于景气周期, PTA 与涤纶扩产、参股浙石化项目带来确定性成长, 如投产顺利, 公司 2018-2020 年归母净利润 CAGR 有望达 46.2%, 2020 年归母净利润规模达 55 亿元, 维持“买入”评级。

1. 宝塔型涤纶龙头地位稳固, 不断完善炼化聚酯产业链

公司坚持打造宝塔型企业, 涤纶长丝产能从 2012 年的 210 万吨提升至目前的 510 万吨 (国内占比 15%), 且在 2018 年 Q2、2019 年 Q2 分别计划新增涤纶产能 60 万吨、90 万吨至 660 万吨, 龙头地位进一步稳固。同时公司 2017 年底新增 220 万吨 PTA 至 370 万吨, 参股浙石化项目介入大炼化, 集团公司参与煤制乙二醇。公司由下至上, 不断拓展完善“炼油-PX-PTA+乙二醇-涤纶”全产业链布局。

2017 年 Q1-2018 年 Q1, 公司分别实现归母净利润 3.22 亿元、2.99 亿元、5.27 亿元、6.13 亿元、5.01 亿元, 2017 年和 2018Q1 归母净利润分别同比+55.52%和 55.86%, 盈利良好。

2. 涤纶长丝偏消费属性, 有望持续景气

2017 年我国涤纶长丝产能 3592 万吨, 产量 2932.5 万吨 (同比+15.58%), 表观消费量 2739.2 万吨 (同比+16.59%)。剔除 2016 年 G20 影响需求后置及库存影响, 我们认为实际消费增长在 7%以上。尽管自 2018 年涤纶进入扩产周期, 但其产能增长与需求增长基本匹配。我们认为涤纶偏消费属性, 性价比高, 需求韧性强, 以及考虑人口潜力、服装及家纺增量需求; 涤纶性能提高、价格实惠带来对其它化纤市场的替代空间, 涤纶长丝有望持续景气。2018 年 Q1 受春节淡季影响, 涤纶价差 1301.44 元/吨, 同比-12.33%。随着春节后补库存, 4-5 月份, 涤纶价差恢复至 1731.78 元/吨, 同比+14.51%; 较 2017 年均值 1494.96 元/吨, 中枢向上。公司业绩弹性大, 以 660 万吨计, 长丝每上涨 1000 元, 增厚 EPS 2.32 元。

3. PTA 行业格局持续改善, 看好 2018 年行情

2017 年我国 PTA 名义产能 5132.1 万吨, 实际有效产能 4482.1 万吨,

产量 3574 万吨(同比+9.91%)，表观消费量 3576.1 万吨(同比+13.94%)。考虑 2018 年以后禁止进口废瓶片以及下游聚酯扩张，预计 2018 年-2019 年 PTA 需求增速分别为 9.1%和 6.4%，而同期产能增速分别为 0%和 2.3%，PTA 行业景气度有望持续至 2020 年。同时，公司 PTA 自产自用可平抑价格波动风险。

4. 浙石化“化工型”大炼油项目投资收益可观

浙江石化一期 2000 万吨炼油项目，配备 140 万吨乙烯、400 万吨 PX、150 万吨苯、80 万吨乙二醇、26 万吨 PC、120 万吨苯乙烯、9 万吨 MMA、27 万吨丙烯腈，其炼化比为 2.89 [我们自定义：炼化比=炼油能力/(乙烯+芳烃)]，是目前我国炼厂中化工部分占比最高的炼厂，属于典型“化工型”炼厂。2017 年我国乙烯、PX、苯、乙二醇、PC、苯乙烯对外依存度分别为 10.56%、60.42%、21.56%、56.51%、63.51%、29.67%，供不应求。

在 60-70 美元/桶油价体系下，我们测算项目税后年均利润为 151-160 亿元（15 年评价期）。公司参股 20%，可享受 PX 及乙二醇原料优势，同时投资收益可观。

5. 盈利预测与评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 26.29 亿元、39.51 亿元和 55.02 亿元，对应 EPS 1.44 元、2.17 元和 3.02 元，PE 12X、8X 和 6X。考虑浙石化项目 2019 年经历产能爬坡，未全年满负荷生产，给予公司 2019 年 12 倍 PE，对应目标市值 480 亿元，第一步目标价 26.04 元；给予公司 2020 年 10 倍 PE，对应目标市值 550 亿元，第二步目标价 30.2 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济低于预期、产品价格大幅波动、浙江石化项目进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	32,814	44,575	54,165	60,655
(+/-%)	28.3%	35.8%	21.5%	12.0%
净利润(百万元)	1,761	2,629	3,951	5,502
(+/-%)	55.5%	49.3%	50.3%	39.3%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.44	2.17	3.02
市盈率(PE)	18.2	12.2	8.1	5.8

资料来源：Wind，太平洋研究院

目录

一、涤纶巨头，打造宝塔型炼化聚酯一体化产业链	6
(一) 公司简介	6
(二) 完善“炼油-PX-PTA-涤纶长丝”一体化产业链	9
(三) 业绩增长迅速	10
二、聚酯涤纶消费偏刚性，集中度提高，行业格局改善	12
(一) 产能增速放缓，行业周期上行	12
(二) 下游需求增长偏刚性，行业持续受益	15
(三) 长丝行业集中度上升	16
三、PTA 行业改善明显，盈利提高	17
(一) 中国在全球 PTA 生产中占主导地位	18
(二) 供给端：PTA 行业景气度回升，供需关系好转	19
(三) 需求端：下游支撑有力，PTA 持续受益	22
四、看好“化工型”炼厂项目收益	23
(一) 参股浙石化项目，收益可观	23
(二) 浙江石油与舟山区位优势保障成品油销售	28
(三) 乙烯：石油化工重要产品	30
(四) 聚碳酸酯：进口空间巨大，高壁垒尽享高收益	32
(五) 乙二醇：进口替代空间巨大	38
五、盈利预测与评级	40
六、风险提示	40

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司股权结构图	7
图表 3: 公司主要产品及产能列表	8
图表 4: 公司炼油聚酯产业链部分主营业务产品	9
图表 5: 公司 PX-PTA-涤纶长丝一体化产业链	10
图表 6: 2011-2018Q1 公司营业收入	11
图表 7: 2011-2018Q1 公司归母净利润	11
图表 8: 公司资产负债率及权益收益率水平	11
图表 9: 2011-2018Q1 公司毛利率水平	11
图表 10: 2017 年公司各业务板块营收占比	12
图表 11: 2017 年公司各业务板块毛利占比	12
图表 12: 涤纶长丝产能产量及产能利用率走势图	12
图表 13: 涤纶长丝开工率走势图	12
图表 14: 2017 年中国涤纶长丝主要生产企业一览表 (万吨/年)	13
图表 15: 2018 年及以后在建及规划产能列表 (万吨)	14
图表 16: 我国涤纶长丝出口量 (万吨)	15
图表 17: 我国涤纶长丝进口量 (万吨)	15
图表 18: 居民可支配收入增加	16
图表 19: 中国人口持续增长	16
图表 20: 涤纶长丝表观消费量走势图	16
图表 21: 2017 年涤纶长丝下游消费结构	16
图表 22: 涤纶长丝 2017 年被收购产能 (单位: 万吨)	17
图表 23: 涤纶价差走势图	17
图表 24: 亚洲 PTA 产能分布	18
图表 25: 我国 PTA 产能分布 (按地域)	18
图表 26: 我国 PTA 对外依存度走势图	19
图表 27: 我国 PTA 产能分布 (按厂家)	19
图表 28: PTA 产能利用率及产能增速走势图	20
图表 29: PTA 库存天数走势图	20
图表 30: 2017 年中国 PTA 重启产能一览表 (单位: 万吨/年)	20
图表 31: 2018-2020 年 PTA 计划投产项目 (单位: 万吨/年)	20
图表 32: 2017 年中国 PTA 主要生产企业一览表 (万吨/年)	21
图表 33: PTA 开工率走势图	22
图表 34: PTA 产量及增速走势图	22
图表 35: 我国 PTA 下游需求领域分布	23
图表 36: PTA 用于聚酯的消费量及增速	23
图表 37: PTA 价差走势图	23
图表 38: 我国成品油调价机制发展历程	24
图表 39: 我国成品油调价机制, 80 美元以下为舒适区	25
图表 40: 2017 年中国炼能分布 (万吨/年, %)	25
图表 41: 2016 年我国部分主要化工品供需情况	26
图表 42: 浙江石化项目主要产品规划	27
图表 43: 成本预测基础	28
图表 44: 浙石化项目一期盈利测算	28
图表 45: 成品油九折销售时浙石化项目一期盈利测算	28
图表 46: 中国成品油供需情况	29

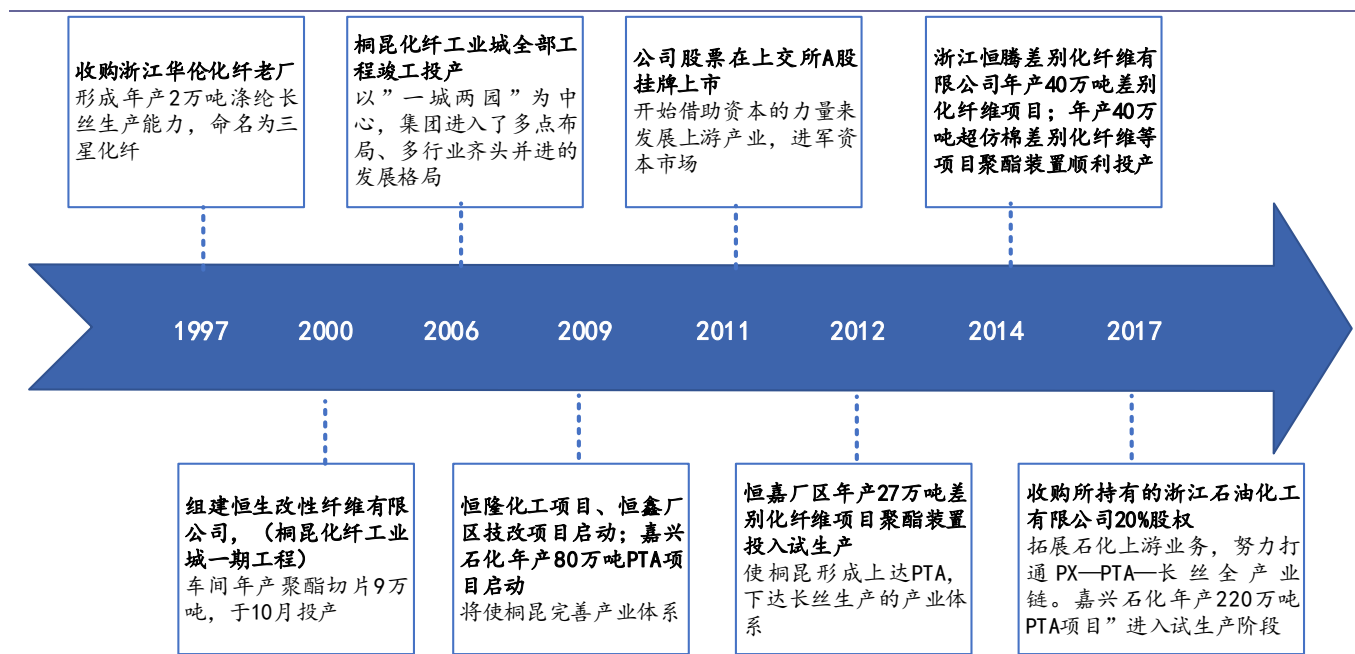
图表 47: 中国成品油进出口情况	29
图表 48: 中国汽油供需情况	29
图表 49: 中国汽油进出口情况	29
图表 50: 中国柴油供需情况	30
图表 51: 中国柴油进出口情况	30
图表 52: 中国煤油供需情况	30
图表 53: 中国煤油进出口情况	30
图表 54: 乙烯下游	31
图表 55: 乙烯原料来源	31
图表 56: 全球乙二醇产能区域分布	31
图表 57: 国内乙烯格局	31
图表 58: 国内乙烯供需平衡情况	32
图表 59: 国内乙烯进出口情况	32
图表 60: PC 应用广泛	33
图表 61: 2016 年全球 PC 生产公司一览表	34
图表 62: 国内 PC 供需平衡情况	36
图表 63: 国内 PC 进出口情况	36
图表 64: 中国建成 PC 项目一览表	36
图表 65: 中国在建及规划 PC 项目一览表	36
图表 66: 中国建成 PC 产能分布	37
图表 67: 中国建成 PC 产能地域分布	37
图表 68: 中国 PC 下游消费结构	37
图表 69: 中国汽车产量及增速	37
图表 70: PC 价差走势图	38
图表 71: 乙二醇下游	38
图表 72: 乙二醇产业链	38
图表 73: 全球乙二醇产能区域分布	39
图表 74: 全球乙二醇格局	39
图表 75: 国内乙二醇供需平衡情况	39
图表 76: 国内乙二醇进出口情况	39
图表 77: 中国在建及规划乙二醇项目一览表	39

一、涤纶巨头，打造宝塔型炼化聚酯一体化产业链

(一) 公司简介

桐昆集团股份有限公司（以下简称“桐昆股份”或“公司”）地处桐乡市，成立于1999年，前身是桐乡县化学纤维厂，历史悠久。公司前身在上世纪80年代最先从事涤纶行业，风雨飘摇，利润波动大；后自90年代转型发展，专注涤纶行业，实现快速发展，于2011年上市，并且不断进行产业链的整合与发展，成为以PTA、聚酯和涤纶纤维制造为主业的龙头企业。

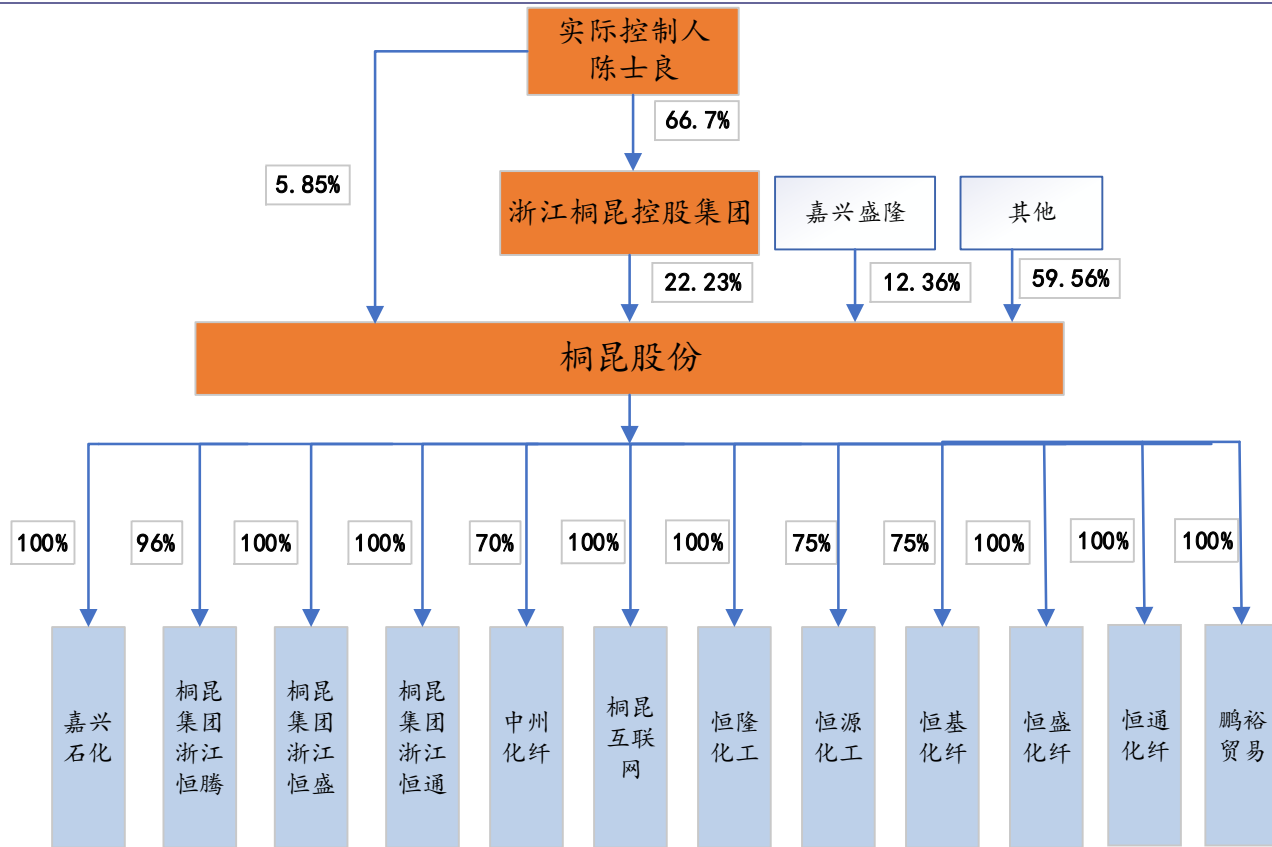
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司控股股东为浙江桐昆控股集团有限公司，持股比例达 22.23%，实际控制人为陈士良。公司旗下现有 14 家直接参控股公司，其中包括生产 PTA 的嘉兴石化、生产各种规格涤纶长丝的中洲化纤、恒通化纤、恒盛化纤、恒腾差别化化纤、恒基差别化化纤等。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司的主要经营模式为：通过购买PX（对二甲苯）、PTA（同时自产）、MEG（乙二醇）等生产原料，经过一系列的化学反应，生产出各类合格的涤纶长丝产品进行市场销售，从而实现赚取加工费的过程。三大涤纶长丝POY、FDY、DTY是公司的主要业绩来源。

公司的主要产品为各类民用涤纶长丝，包括涤纶POY、涤纶FDY、涤纶DTY、涤纶复合丝四大系列一千多个品种，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。产品主要用于服装面料、家纺产品的制造，以及小部分用于产业用（如缆绳、汽车用篷布、箱包布等）。公司同时生产涤纶长丝重要生产原料之一PTA（精对苯二甲酸）。

由于2017年年中、年底（总计50万吨）及2018年一季度（总计50万吨）公司扩产，现有510万吨涤纶长丝产能，具有较强的市场话语权，连续十多年涤纶长丝产销量全国第一。且在2018年Q2、2019年Q2，公司分别计划新增涤纶产能60万吨、90万吨至570万吨和660万吨。同时公司拥有PTA配套产能约为370万吨/年，形成了“炼油-PX-PTA-涤纶长丝”产业链一体化格局。公司未来将在进一步提高产品差别化率的基础上继续

扩充涤纶长丝产能，保持产品市场占有率的稳中有升，不断巩固市场竞争优势地位。

同时，公司参股浙石化炼化一体化项目，占比20%。该项目一期炼油产能2000万吨/年，配备836万吨成品油、140万吨乙烯、400万吨PX、150万吨苯、80万吨乙二醇、26万吨PC、120万吨苯乙烯等产品，计划2018年底建成。

图表 3：公司主要产品及产能列表

产品	产能(万吨/年)	备注
涤纶长丝	510	计划 2018 年 Q2、2019 年 Q2，分别新增涤纶产能 60 万吨、90 万吨至 570 万吨、660 万吨。
PTA	370	原有 150 万吨+嘉兴石化二期 220 万吨
聚酯	460	-
浙江石化一期炼化项目	2000	一期炼油产能 2000 万吨/年，配备 836 万吨成品油、140 万吨乙烯、400 万吨 PX、150 万吨苯、80 万吨乙二醇、26 万吨 PC、120 万吨苯乙烯等产品，公司参股 20%
其中：PX	400 (在建)	浙石化一期 400 万吨，计划 2018 年底建成投产；二期 400 万吨，计划 2021 年建成投产
其中：乙烯	140 (在建)	浙石化一期 140 万吨，计划 2018 年底建成投产；二期 140 万吨，计划 2021 年建成投产

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 4：公司炼油聚酯产业链部分主营业务产品

产品	定义	图示	产品特性	主要用途	
PTA	精对苯二甲酸 (Pure terephthalic acid)		在常温下是白色晶体或粉末，低毒，易燃。	广泛应用于化学纤维、轻工、电子、建筑等；主要用于生产聚酯，还能制成工程聚酯塑料，可用作增塑剂的原料和染料中间体	
芳烃	指分子中含有苯环结构的碳氢化合物，是闭链类的一种，具有苯环基本结构。		芳香烃不溶于水，但溶于有机溶剂，如乙醚、四氯化碳、石油醚等非极性溶剂。	生产石油化工产品最重要的基础原料之一；主要用于生产合成树脂、合成橡胶、合成纤维、表面活性剂等，也可以用作溶剂或添加剂。	
涤纶民用长丝	FDY	全拉伸丝 (Fully Drawn Yarn)，拉伸丝的一种，在纺丝过程中引入拉伸作用，可获得具有高取向度和中等结晶度的卷绕丝		面料手感顺滑柔软、强度高、染色均匀	主要用于制作高端服装。FDY 一般直接用于织造或经编
	DTY	拉伸变形丝 (Draw Texturing Yarn)，变形丝的一种，是指通过对 POY 进行拉伸和假捻变形加工制成的化纤长丝		具有弹性及收缩性。DTY 制作的面料具有抗风压、水压、防风透气功能，吸水性更好	主要用于制作低弹性的面料，一般直接用于织造。适宜制作服装面料（如西服、衬衫、运动休闲服饰、登山服饰）、床上用品等
	POY	预取向丝 (Pre-oriented Yarn)，初生丝的一种，是指经高速纺丝获得一定的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的化纤长丝		预取向、低结晶度；后加工性能好	主要用于后加工生产。例如生产 DTY、DT、ATY，也可以直接应用于丝绸纺织行业。POY 一般有二种，一种是直接用于织造，一种是用于加弹
	IPY	具有高强、高模量、耐磨、低收缩等性能的涤纶长丝，通常其纤度不小于 550 dtex		不同的涤纶工业丝可满足不同的工业用品需要，如高强度、耐磨、高模量、低收缩等	主要用于产业类纺织品，包括广告灯箱布、土工布、输送带、汽车纤维及轮胎子午线等

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 完善“炼油-PX-PTA-涤纶长丝”一体化产业链

在深耕涤纶长丝业务的同时，公司努力朝上下游一体化发展，着力打造“炼油-PX-PTA-涤纶长丝”一体化产业链。

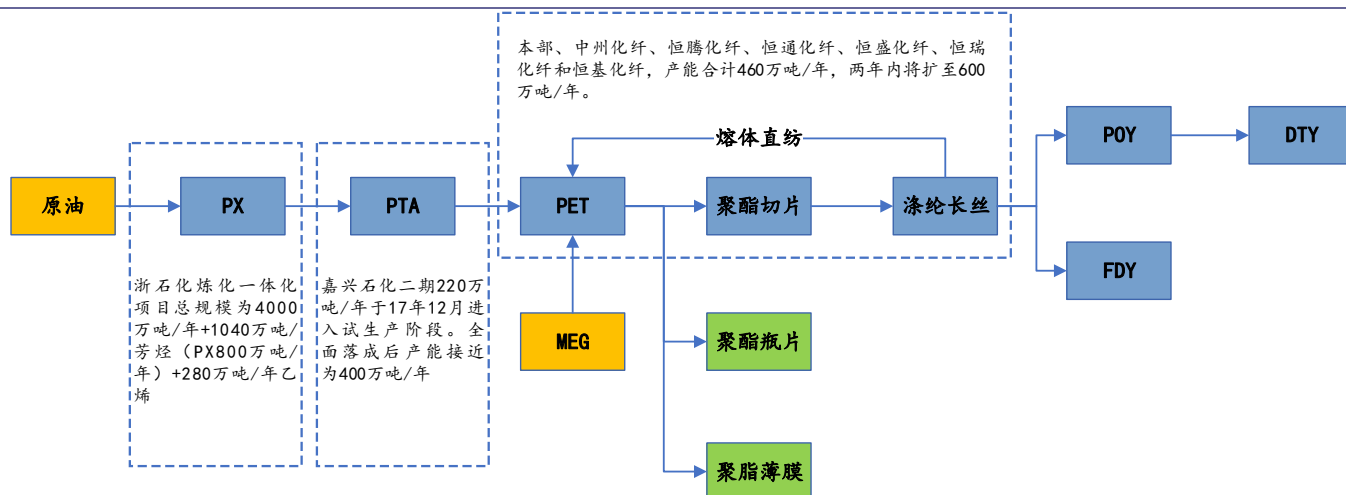
2017 年 5 月，公司收购了桐昆控股集团所持有的浙石化 20% 股权，拓展上游石化业务，浙石化炼化一体化项目总规模为炼油 4000 万吨/年+1040 万吨/芳烃 (PX800 万吨/年)+280 万吨/年乙烯，其中一期规模为炼油 2000 万吨/年+540 万吨/芳烃 (PX400 万吨/年)+140 万吨/年乙烯，计划于 2018 年底投产，二期主体装置和产品与一期相同，

预计 2020 年投产。届时公司将形成 PX-PTA-聚酯-涤纶长丝的完整产业链，一体化优势凸显。

公司形成“炼化-PX-PTA-聚酯-纺丝-加弹”全产业链的生产、销售格局，有助于进一步优化公司产业结构，保障公司主要原料的供应。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。

此外，公司积极试点互联网金融，借助于公司坚实的化纤产业基础、密集的国内外客户网络，庞大的客户群体及较强的行业影响力等优势，促进企业进行产业升级，拓展企业的盈利空间。

图表 5：公司 PX-PTA-涤纶长丝一体化产业链



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

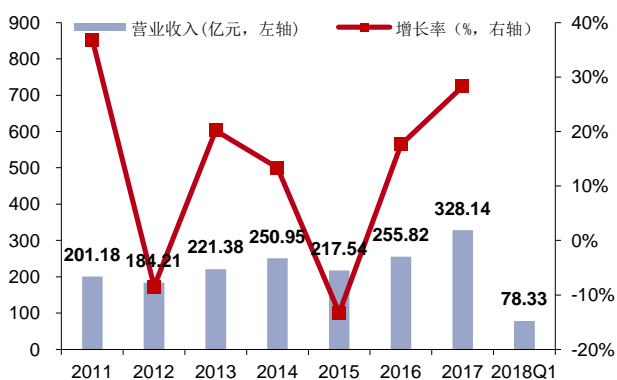
(三) 业绩增长迅速

2017年，公司实现营业收入328.14亿元，同比+28.27%；实现归属于母公司股东的净利润17.61亿元，同比+55.52%，实现基本每股收益1.42元，与2016年相比+37.86%；毛利率为10.36%，相比2016年的8.82%也有大幅提升。公司2018年Q1营收为78.32亿，同比增长27.46%；归母净利为5.01亿，同比增加55.86%。主要原因是在供给侧结构性改革推动下，2017年聚酯长丝行业在2016年企稳回升，获得较好效益的基础上，延续了良好的发展态势，行业运行稳中向好、质效领跑。同时行业集中度进一步提高，行业整体开工率较2015年、2016年进一步提升，库存保持低位运行，产品价格为原料成本支撑下震荡上行，行业运行质量明显改善，效益大幅增长。公司凭借多年经营发展积累的领先优势，依托新建项目（恒邦二期及技改项目）投产，加强成本控制，利用技术优势、装备优势开发高附加值的产品，进一步优化产品结构，产品盈利能力显著

增强。

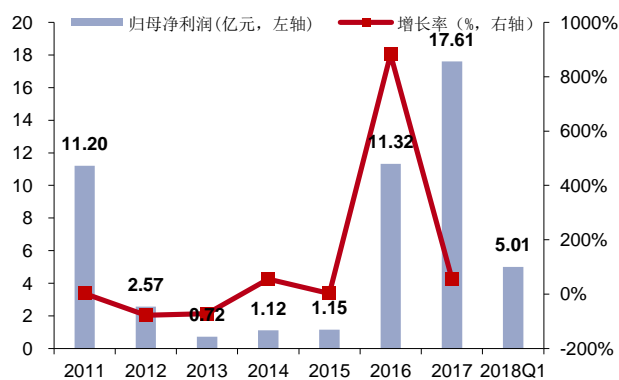
公司营收主要来自涤纶长丝，目前公司三大涤纶品种收入占比接近 90%，另外还有复合丝、平牵丝、PTA 及其他产品收入。其中 POY 业务占主要比例，2017 年，公司 POY 业务入占主营业务收入的 61.04%，其次为 FDY 和 DTY，分别占比 15.29%和 13.948%。毛利方面，三大涤纶产品所占比重分别为 62.87%、16.09%、16.73%，是公司业绩主要来源，未来行业景气有望维持，毛利率将维持在较高水平。

图表 6：2011-2018Q1 公司营业收入



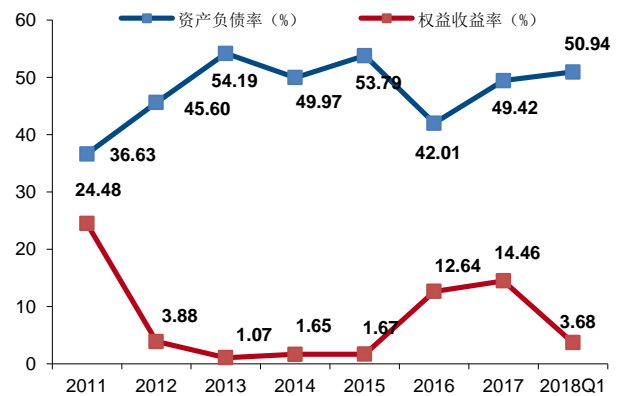
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：2011-2018Q1 公司归母净利润



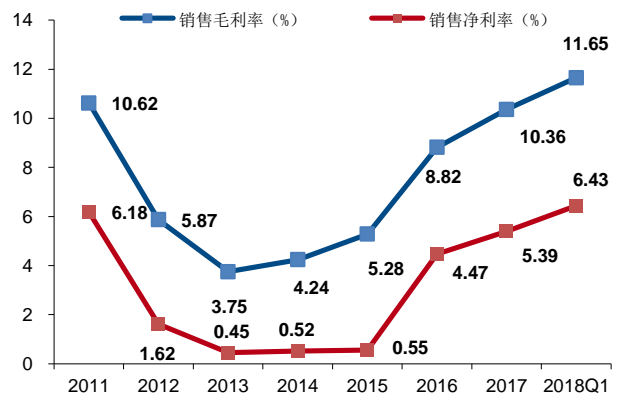
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：公司资产负债率及权益收益率水平



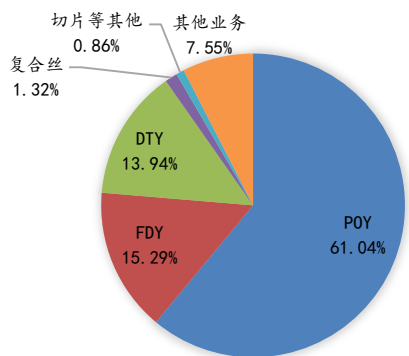
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：2011-2018Q1 公司毛利率水平



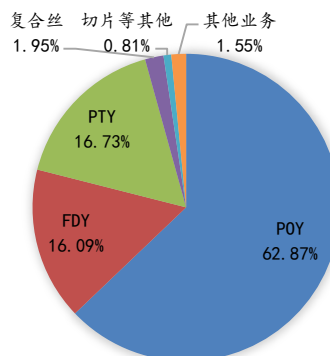
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：2017 年公司各业务板块营收占比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 11：2017 年公司各业务板块毛利占比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

二、聚酯涤纶消费偏刚性，集中度提高，行业格局改善

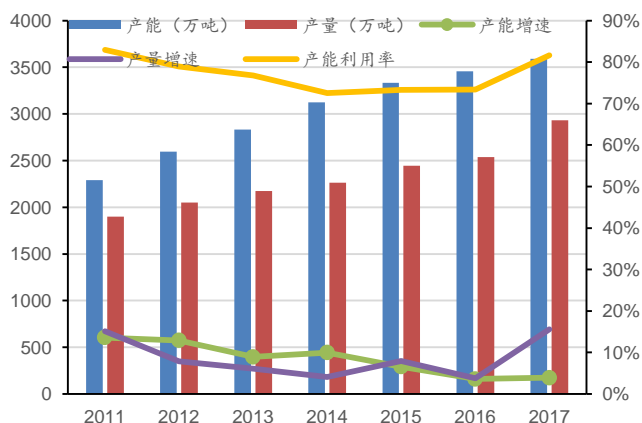
(一) 产能增速放缓，行业周期上行

1、近年产能增长有限，2018 年开始进入扩产周期

纵观我国涤纶产业近代发展史，2000年至2014年之间，是涤纶长丝业的高成长期。尤其是2012年前后，年产能增幅均超过了10%，大量新增产能的投放和扩张使行业的现金流逐步萎缩，下游需求增速较缓使得行业产能严重过剩，导致行业持续低迷，盈利下降。2013年长丝的产能增速开始放缓。2016年产能约为3457万吨/年，增速仅为3.61%。2017年产能为3592万吨，增速为3.91%。

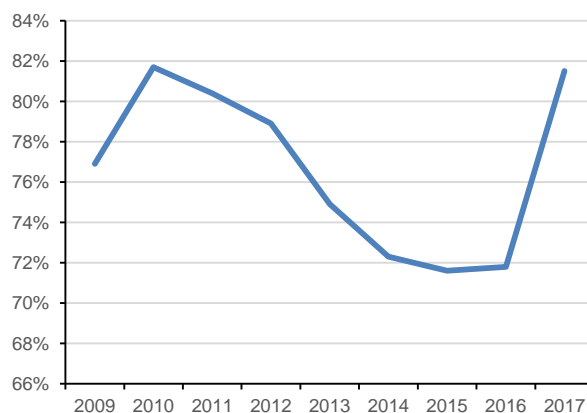
2016年以来，宏观经济环境有所改善，国内外纺织市场需求增速逐年提升，而涤纶长丝行业在连续三年产能扩张速度放缓、老旧产能出清等“供给侧改革”的运作下，开始进入景气周期。未来几年涤纶长丝供给端将有序增长，供需关系持续向好。产能利用率也从2014年的72%逐年增加至2017年的82%，并且基本维持稳定。

图表 12：涤纶长丝产能产量及产能利用率走势图



资料来源：中纤网，太平洋研究院整理

图表 13：涤纶长丝开工率走势图



资料来源：中纤网，太平洋研究院整理

图表 14：2017 年中国涤纶长丝主要生产企业一览表（万吨/年）

相关公司	生产企业	地区	产能	备注
桐昆股份	桐昆	浙江桐乡	460	
新凤鸣	新凤鸣	浙江桐乡	273	
	新凤鸣中石	浙江湖州	80	2018
盛虹集团	盛虹	江苏吴江	185	
恒逸石化	恒逸	浙江萧山	200	2018 新增 145 万吨
恒力股份	恒力	江苏吴江	80	
	德力	江苏宿迁	20	
	恒科	江苏南通	40	
荣盛石化	荣盛	浙江萧山	100	
双兔新材料	双兔	浙江萧山	100	恒逸收购
天圣化纤	天圣	浙江绍兴	40	
	天圣二厂（原亿丰）	浙江绍兴	50	
福建百宏	百宏	福建晋江	85	
大沃化纤	大沃（原华鑫）	浙江宁波	65	
关停产能	翔盛	浙江萧山	36	停
	龙达	浙江萧山	25	停
	瑞成辉	浙江萧山	18	停
	赐福	浙江绍兴	30	停
	建杰	浙江萧山	10	停
	华特斯	浙江湖州	18	停
	飞马	广东佛山	15	停
	三鑫	江苏无锡	12	停
神羊	江苏张家港	18	停	
	其他		1714	
	合计		3592	有效产能 3470

资料来源：中纤网，太平洋研究院整理

随着涤纶长丝盈利的改善，自 2018 年开始产业将重新进入扩能周期，预计 2018-2019 年新增产能在 250-300 万吨/年，与新增需求基本相当。不过本次产能扩张集中在龙头企业，产业集中度进一步提升。

图表 15：2018 年及以后在建及规划产能列表（万吨）

相关上市公司	企业名称	新增产能	预计投产时间	主营产品
新凤鸣	新凤鸣中石二期	30	2018 年 3 月	FDY100D 以下
	新凤鸣中石三期	30	2018 年 5 月	POY
	新凤鸣中欣	30	2018 年 9 月	POY
	新凤鸣中维	4	2018 年 Q3-Q4	差别化
桐昆股份	恒邦三期	20	2018 年 3 月	POY 为主
	嘉兴石化	30	2018 年 2 月 23 日	FDY
	恒腾三期	60	2018 年 6-7 月	POY
	嘉兴石化二期	30	2019 年	POY
	桐昆恒邦四期	30	2019 年	
恒力股份	恒科新材料	135	2019 年	POY 和 FDY
其它	福建经纬	20	2018 年 Q2-Q3	POY 和 FDY 各半
	福建山力	20	2018 年 Q2-Q3	POY 和 FDY 各半
	盛虹国望	25	待定	阳离子 POY
	福建百宏	25	2018 年 4 月	POY+FDY
合计		529 万吨/年（预计 18 年实际释放约 250-300 万吨）		

资料来源：中纤网，太平洋研究院整理

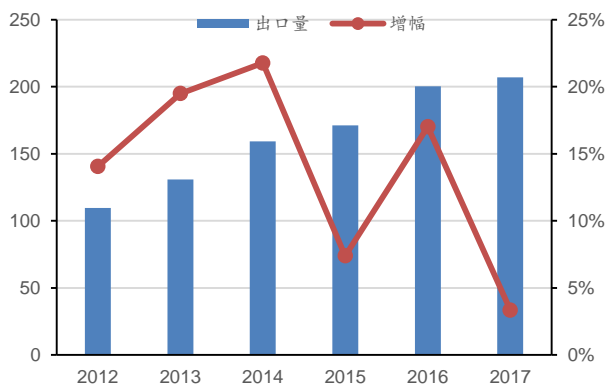
2、开工率维持高位，产量稳步提升

自 2012 年之后，涤纶长丝行业遭遇严峻考验，企业高额利润一去不复返，企业负荷下降。2016 年涤纶长丝产量在 2537 万吨，折算负荷在 71.8%。2017 年涤纶长丝在高景气度下，开工率显著提升，全年平均在 82% 左右。主要由于 2017 年春节检修规模同比有所下滑，并且平时没有大规模检修月份，故开工率基本保持高位稳定。预计 2018 年开工率维持较高水平。

3、出口基本保持稳定

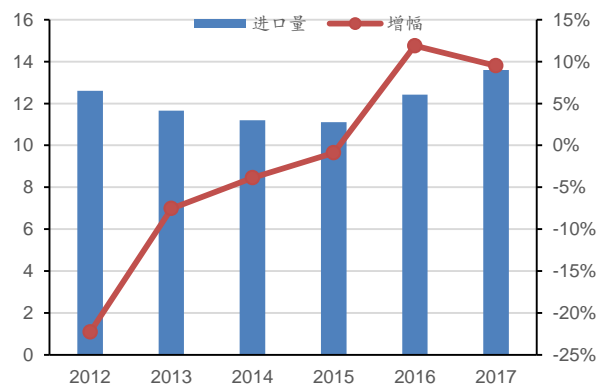
我国涤纶长丝产量及产能约占世界总量的 50% 以上，出口保持良好状态。据统计，2010-2014 年，中国出口涤纶长丝保持 10-20% 以上的增长速度。2015 年出口量为 171.1 万吨，同比增长 7.39%，2016 年出口涤纶长丝 200.22 万吨，同期增长 17.02%。2017 年，因巴基斯坦反倾销，越南市场疲软，出口量为 206.9 万吨，同期增长 3.34%，增速放缓。预计未来稳定在 150-200 万吨的水平。

图表 16: 我国涤纶长丝出口量 (万吨)



资料来源: 中纤网、太平洋研究院整理

图表 17: 我国涤纶长丝进口量 (万吨)



资料来源: 中纤网、太平洋研究院整理

(二) 下游需求增长偏刚性，行业持续受益

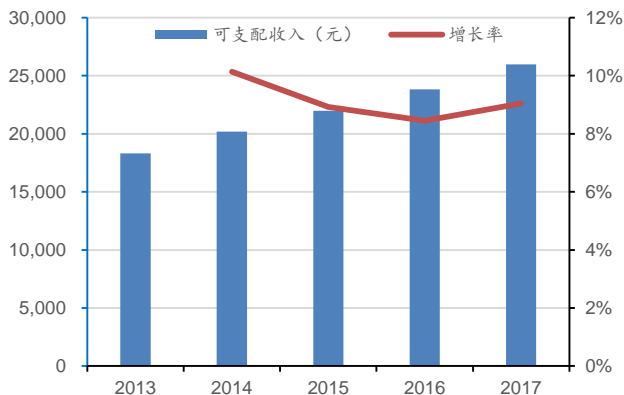
我国涤纶长丝下游主要应用于服装、家纺和产业，其中以服装为主，需求占比超过五成，家纺和产业分别占比33%、15%，下游需求行业的景气度对涤纶长丝市场有着重要影响。

中国是纺织品生产和出口的大国，中国纺织业自身经过多年的发展，已经具备世界上最完整的产业链、最高的加工配套设施和众多发达的产业集群地，应对市场风险的自我调节能力不断增强，给行业发展提供了最坚实的保障。

1、人口增长、收入增加，拉动下游消费

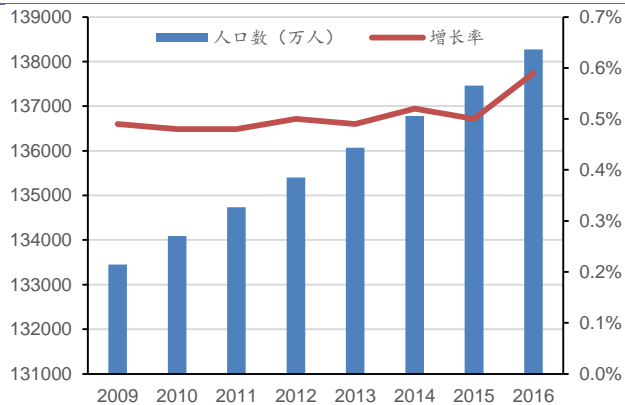
近五年来，全国居民人均可支配收入稳步提升，保持9%左右的高位增长，2017年突破25000元。随着居民可支配收入水平提高，人们越来越“会生活”，重视并享受生活的质量，从而促进大众消费观念的全面升级，其中传统衣食住行中的“衣”和“住”，即服装和家纺行业首当其冲。另外，2015年10月我国二胎政策全面放开后，人口增速明显提升，之前我国人口自然增长率为0.5%左右，2016年人口增长率接近0.6%，同比增加18%。据估计，今后我国每年将在原本1700万的基础上新增250万新生儿，人口基数扩大，有望带动中国纺织服装、服饰业消费市场持续增加，未来服装领域长期受益。

图表 18: 居民可支配收入增加



资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 19: 中国人口持续增长

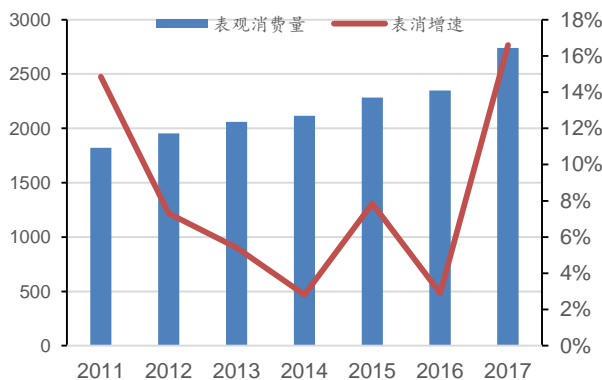


资料来源: Wind、太平洋研究院整理

2、需求量逐年提升

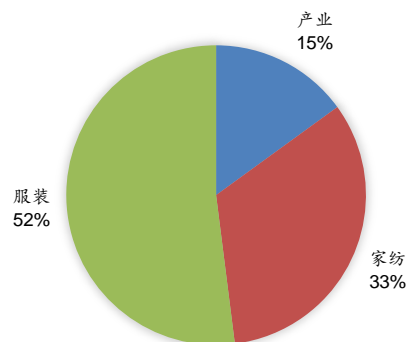
我国涤纶长丝表观消费量自2014年以来呈逐年上升态势，2017年表观需求量达到了2739万吨，增速为15.6%。预计未来增速将维持6%-7%左右的增速，与未来每年新增250-300万吨左右的产能相匹配，并且新增产能均为行业龙头，集中度不断提升，供给压力不大，2018年行业景气有望持续。

图表 20: 涤纶长丝表观消费量走势图



资料来源: 中纤网、太平洋研究院整理

图表 21: 2017 年涤纶长丝下游消费结构



资料来源: 中纤网、太平洋研究院整理

(三) 长丝行业集中度上升

2012 年之后四年左右的产能严重过剩，导致涤纶长丝行业持续低迷，开工率逐年降低，盈利水平欠佳导致行业内企业数量持续减少，龙头企业通过扩产或并购增加产能，行业集中度逐渐提高。

图表 22：涤纶长丝 2017 年被收购产能（单位：万吨）

企业名称	产能	产品	收购方	进度
红剑集团	75	涤纶长丝	恒逸石化	已部分投产
龙腾科技	20	FDY	恒逸石化	技术改造中
明辉化纤	25	POY	恒逸石化	技术改造中
海富化纤	10	涤纶长丝	绍兴古纤道	
南方控股	40	FDY/POY	绍兴天圣	
神羊投资集团	18	FDY/POY	张家港华美	

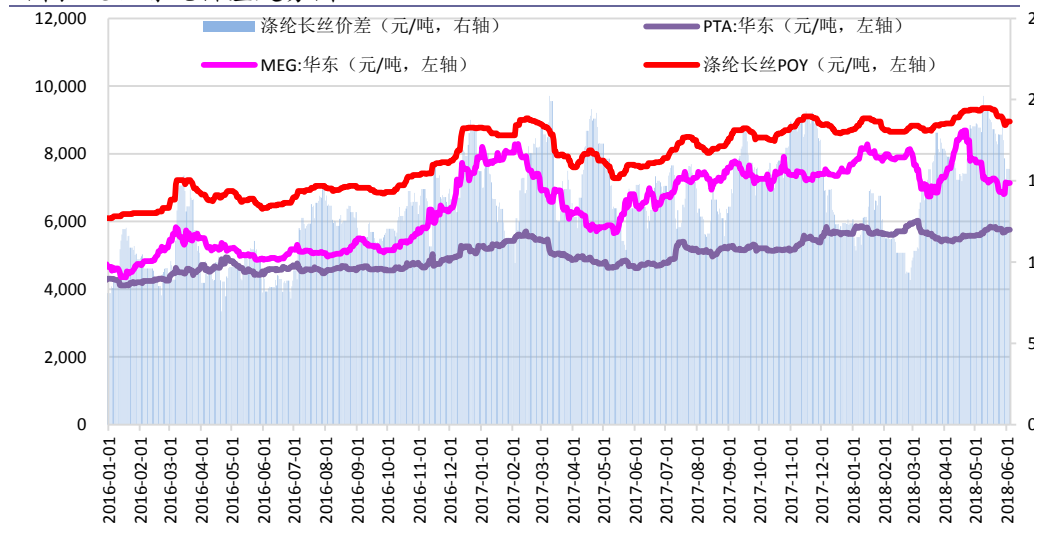
资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

目前行业前六大涤纶长丝企业桐昆、新凤鸣、盛虹、恒逸、恒力、荣盛总占比接近全国总产能的半壁江山，行业集中度不断提升。未来几年涤纶长丝扩产集中在桐昆、新凤鸣、盛虹、恒逸、恒力等龙头企业，将进一步提升其话语权，维持市场竞争主体地位。

从地域上看，长丝生产企业主要集中在华东地区，产能区域化集中。浙江、江苏、福建分别占比 59%、28%、12%，三省合计占比 99%，其主要优势在于物流和交易成本低。

从价差看，2018 年 Q1 受春节淡季影响，涤纶价差 1301.44 元/吨，同比-12.33%。随着春节后补库存，4-5 月份，涤纶价差恢复至 1731.78 元/吨，同比+14.51%；较 2017 年的均值 1494.96 元/吨，中枢向上。

图表 23：涤纶价差走势图



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

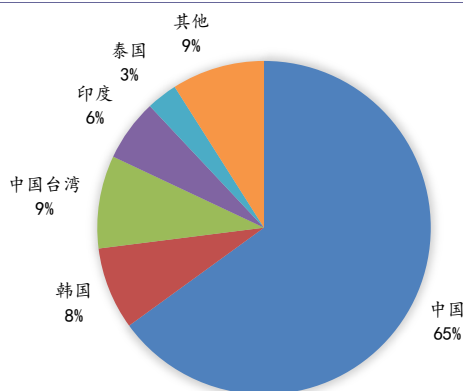
三、PTA 行业改善明显，盈利提高

(一) 中国在全球 PTA 生产中占主导地位

据统计，2008年以前，由于我国聚酯产能发展迅速，而PTA国内产能增速相对较缓，我国PTA进口依存度始终保持在高位，2005年至2011年PTA年进口量基本维持在500-700万吨之间。但进入2012年，随着PTA新增产能的大量投产，我国对进口的依赖度明显下降。2005年时，我国PTA产量为570万吨左右，进口量在650万吨附近，进口依存度高达53.3%，此后我国PTA进口依存度开始逐年下降，2009年后开始进入低于40%的PTA自给为主的市场状况。2013年，我国平均进口依存度已下降至9.08%。其后三年，这一数值进一步下降。净进口量由2010年的539.8万吨下降到2015年的6.5万吨。2016年我国PTA平均进口依存度下降至1.6%。2017年我国PTA平均进口依存度小幅下降至1.4%。

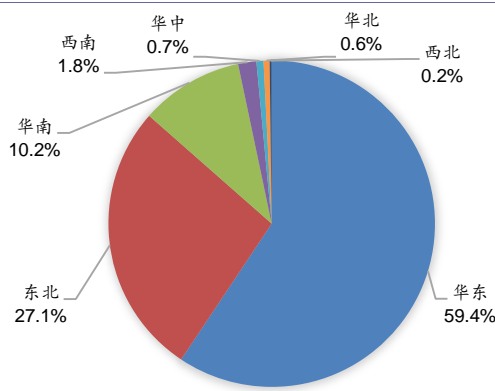
发展至今，全球范围内，亚洲PTA产能第一，占全球产能的87%左右。中国是全球最大的PTA生产及消费中心，占亚洲产能的65%左右。全球新增的PTA产能几乎都在亚洲，而亚洲的新增产能也基本集中在中国。全球PTA的话语权完全掌握在中国企业手中。

图表 24：亚洲 PTA 产能分布



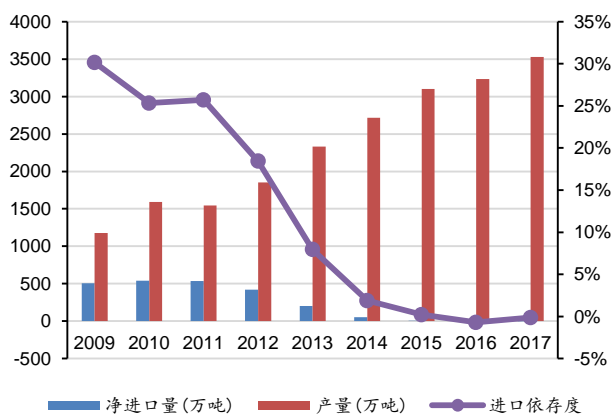
资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

图表 25：我国 PTA 产能分布（按地域）



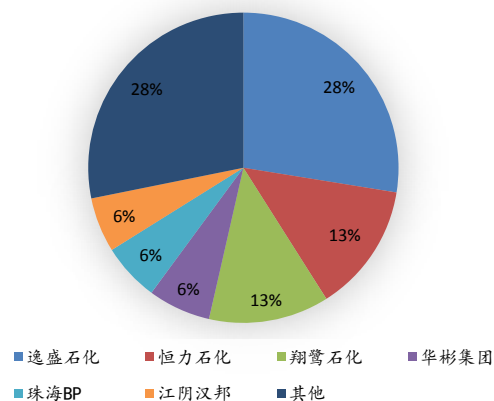
资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

图表 26：我国 PTA 对外依存度走势图



资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

图表 27：我国 PTA 产能分布（按厂家）



资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

自2015年以来我国PTA行业落后产能退出，产能出清量较大，提高了行业集中度，PTA企业的竞争力提高，产能平均规模明显提升。目前，逸盛石化1350万吨、恒力石化660万吨，仍然是我国最大的两家生产企业。前十大公司中仅扬子石化属于中石化集团，民营生产企业占据主导地位。在地域上，我国PTA产能也主要集中在华东、东北和华南，产能占比分别为59.3%、27.1%和10.2%，区域集中度较高。

（二）供给端：PTA 行业景气度回升，供需关系好转

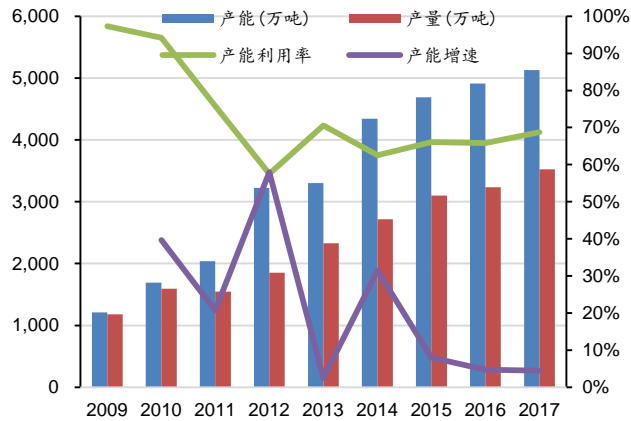
1、行业触底回升，未来新增产能非常有限

落后产能淘汰：随着2006-2007年我国PTA产能的集中投产，我国PTA产业进入高速发展期，产能增速保持在每年10%上下。2012年，PTA产能迎来了大爆发，直接导致了市场结构的变化，PTA的盈利空间由2012年前的1500-2000元/吨左右的盈利水平下降至了亏损状态。2010-2014年期间，PTA产能严重过剩，供过于求。2014年开始，产能严重过剩的市场开始进行自我淘汰，一些落后老旧的小装置率先退出了历史舞台。2015年随着两家大生产商的意外或非意外停车，PTA市场结构再度回到前期紧平衡的状态。

新增产能有限：据统计，2015、2016年PTA产能分别为4693万吨/年、4912万吨/年，增速分别下降至7.99%、4.69%。2017年PTA重启产能主要有华彬石化140万吨、福建化工300万吨（11月重启），新建产能为嘉兴二期200万吨（12月底试生产），总产能达到5132万吨，同比增长4.48%，保持了较低增速。2018年以后我国PTA计划新建产能很少，考虑立项、环评、建设、投产需要2-3年时间，所以未来三年我国PTA行业新增产能供给有限。据中纤网统计，预计2018年、2019年我国PTA产能分别为5132万吨、5252万吨，增速分别为0%和2.3%。

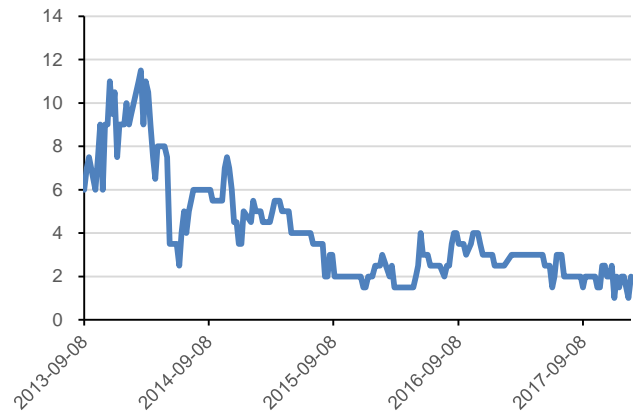
库存低位：2014年之后国内PTA库存天数持续下降，2014年平均库存天数为6.5天，到2016年大幅下降至2.7天。2017年降低至2.4天。2016年下半年开始逐步回暖。当前库存天数持续下降并处于低位，对国内PTA市场形成有力支撑。

图表 28：PTA 产能利用率及产能增速走势图



资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

图表 29：PTA 库存天数走势图



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 30：2017 年中国 PTA 重启产能一览表（单位：万吨/年）

企业名称	地区	装置产能	停产时间	重启时间
蓬威石化	四川涪陵	90	2014 年中下旬	2017 年 2 月
华彬石化（原远东石化）	浙江宁波	4 套共 320	2015 年 3 月宣布破产，进入资产重组流程	2017 年 10 月底重启 4#140 万吨
福建化工（原翔鹭石化）	福建漳州	450	2014 年 4 月停车	2017 年 11 月中旬重启，目前开两条共计 300 万吨生产线
合计重启产能		680		

资料来源：中纤网，太平洋研究院整理

图表 31：2018-2020 年 PTA 计划投产项目（单位：万吨/年）

产品	企业名称	地区	设计产能	预计投产时间
PTA	晟达石化	四川	120	建成未投产，不确定
	中泰化学	新疆	120	2019 年底
	新凤鸣一期	嘉兴	220	2019 年 Q3
	恒力石化（大连）	大连	250	2019 年底
	逸盛海南二期	海南	250	不确定
	云天化	云南	100	不确定
	逸盛大化三期	大连	200	不确定

资料来源：中纤网，太平洋研究院整理

图表 32：2017 年中国 PTA 主要生产企业一览表（万吨/年）

相关公司	生产企业	地区	装置编号	产能	备注
恒力石化	恒力石化	辽宁大连	1#	220	
			2#	220	
			3#	220	
桐昆股份	嘉兴石化	浙江嘉兴	1#	150	
			2#	220	
荣盛石化	逸盛大化	辽宁大连	1#	225	
	逸盛海南	海南	2#	375	
恒逸石化	逸盛石化	浙江宁波	1#	200	
			2#	65	停
			3#	65	
			4#	200	
华彬石化	华彬石化（原远东石化）	浙江宁波	1#	60	2017 年 10 月重启
			2#，EPTA	60	
			3#	60	
			4#	140	
珠海碧辟	珠海碧辟	广东珠海	1#	65	闲置，未拆除
			2#	110	
			3#	125	
汉邦石化	汉邦石化	江苏江阴	1#	60	
			2#	220	
福化工贸	福化（原翔鹭石化）	福建漳州	1#	165	闲置，部分拆除
			2#	450	目前开 300 万吨
产能较小企业	中石化扬子石化	江苏南京	1#	35	停
			2#	35	停
			3#	60	
	中石化仪征化纤	江苏仪征	1#	35	
			2#	60	
	中石油辽阳石化	辽宁辽阳	1#	25	闲置，已拆除
			2#	60	闲置，已拆除
	台化宁波	浙江嘉兴	1#	120	
	蓬威石化	重庆	1#	90	
	虹港石化	江苏连云港	1#	140	
亚东石化	上海	1#	80		
利万化学（原三菱）	浙江宁波	1#	70		
佳龙石化	福建石狮	1#	60		
其他			269.1		
总产能			5132.1		
2017 年末运行产能			650		

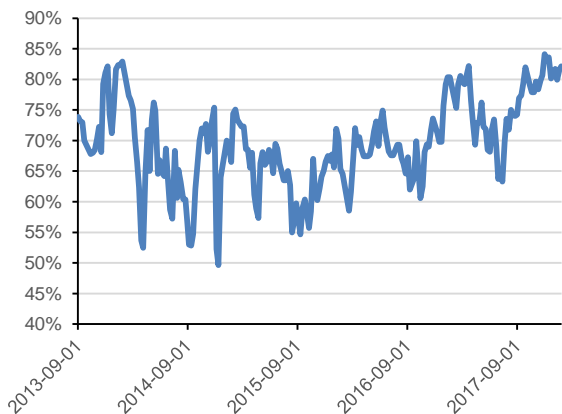
资料来源：中纤网，太平洋研究院整理

2、下游需求驱动，开工率维持高位

据统计，2015 年我国 PTA 产量为 3094 万吨，增速 11.76%；2016 年产量为 3253 万吨，

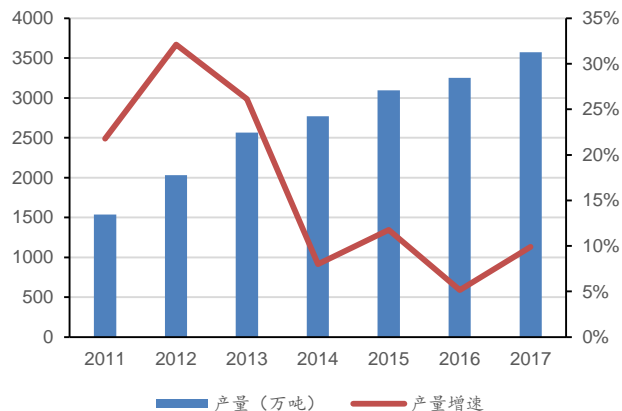
增速降至5.14%；在下游聚酯需求带动下，2017年PTA产量为3574万吨，同比增长9.91%，实际开工率最高达到90%以上。2018年，我国没有PTA新增产能投放，随着下游聚酯行业的持续景气，预计2018、2019年开工率将继续维持高位。

图表 33：PTA 开工率走势图



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 34：PTA 产量及增速走势图



资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

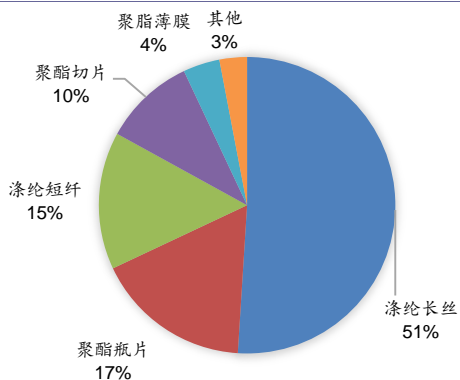
(三) 需求端：下游支撑有力，PTA 持续受益

PTA是涤纶长丝重要生产原料之一，90%以上的PTA用于聚酯生产，例如瓶级、纤维级（用于涤纶长丝）、全光、半光聚酯切片等。聚酯的景气程度直接决定上游PTA、PX的需求情况。

2016年以来，聚酯产业链在其下游需求的拉动下景气度逐步回升。对PTA的需求量逐渐增加，增速也逐步加快。据中纤网统计，2017年聚酯生产对PTA总需求量为3576.1万吨，增速达到13.94%，相比2016年的平均增速5.4%有大幅提升。考虑到未来新增产能较少，将会使PTA供需趋于平衡，行业景气继续回升。2018年以后进口废瓶片的禁止将会增加150-200万吨/年的PTA需求，预计2018年PTA用于聚酯的消费量约为3900万吨，增速为9.1%；2019年PTA用于聚酯的消费量约为4150万吨，增速为6.4%。考虑到PTA新一轮产能投放集中在2020年前后，PTA行业景气度有望持续至2020年。

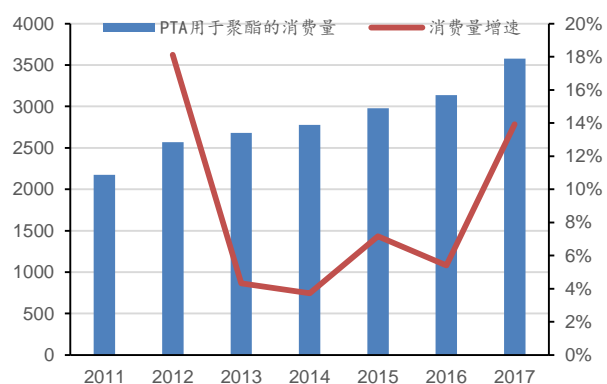
从价差看，2018年Q1 PTA价差920.68元/吨，同比+76.28%；4-5月份价差是727.27元同比+112.20%。较2017年全年 PTA价差是658.01元/吨，明显提升。

图表 35：我国 PTA 下游需求领域分布



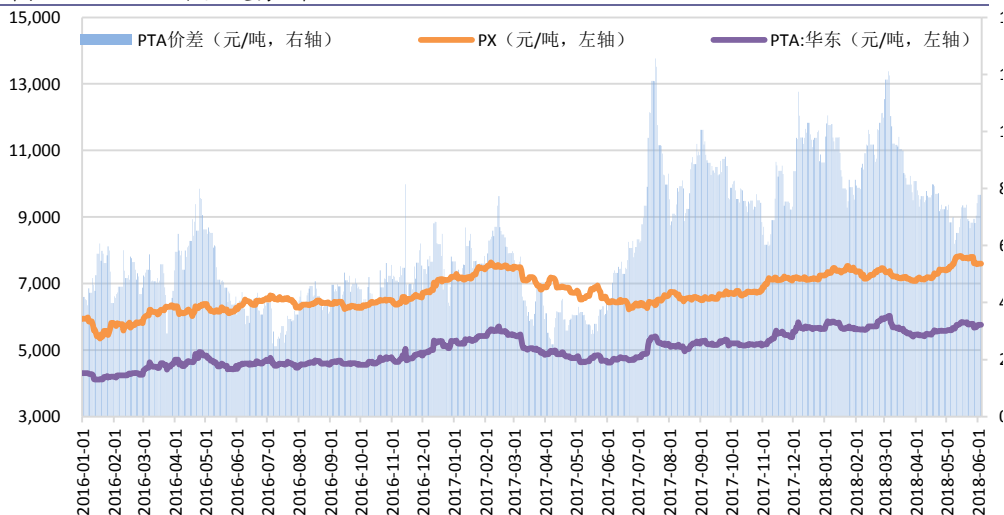
资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

图表 36：PTA 用于聚酯的消费量及增速



资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

图表 37：PTA 价差走势图



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

四、看好“化工型”炼厂项目收益

(一) 参股浙石化项目，收益可观

世界炼油格局：据统计，2017年世界炼油能力49亿吨，新增炼能7849万吨/年，同时淘汰4947万吨/年，净增加炼能2900万吨/年。亚太地区炼能占比高达35%，排名第一，其次为欧洲24%、北美21%，维持三足鼎立格局。世界炼厂总数650座，平均规模754万吨/年。CR25公司炼能27.3亿吨，占比56.1%；CR10炼能17.4亿吨，占比39.8%，呈现寡头格局。

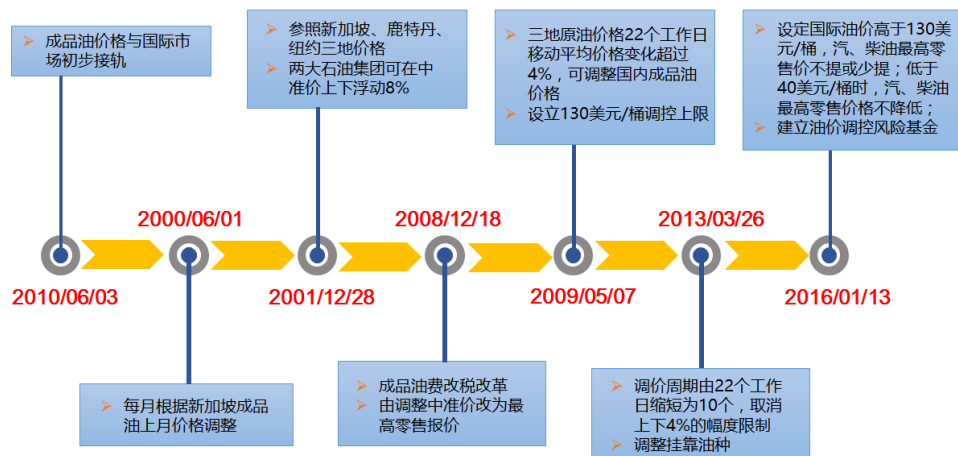
炼厂盈利组成：对于一个炼厂的盈利主要有两部分组成，分别为炼油部分和化工部分。炼油部分采用成本加成模式。2013年3月26日，我国再次调整成品油定价机制，

将调价周期从22 个工作日缩短为10个工作日，对于炼油企业能够更快地转嫁上游成本的增加。而我国化工品需求增速较快，部分产品对外依存度高，具有较大的进口替代空间。自2016年以来，由于上游原料涨价，对于顺油价周期化工品，普遍涨价，叠加环保趋严造成供给收缩，多个化工品轮番上涨，化工企业盈利普遍大幅好转。

我国炼油行业发展方向：2017年我国炼能7.72亿吨/年，2010-2015年CAGR6.7%，近年来有所放缓，但在建及规划产能较多。假设成品油消费量CAGR3%，预计2020年国内炼能过剩1.67亿吨。成品油供过于求，化工品供应不足，倒逼炼厂转型升级，由“燃料型”炼厂转向“化工型”炼厂。而且我国炼厂平均规模仅为413万吨/年，与世界754万吨/年平均水平差距明显。主要为地方炼油企业规模较小，1.73亿吨地炼中，500万吨以下占比73%。预计未来我国炼油行业存量转型升级，落后产能淘汰，增量统一规划布局，“六化”发展，稳步推进市场化改革，三权放开，由炼油大国走向炼油强国。

我们认为，在中油价时代，油价处于60-80美元/桶震荡上行过程中时，炼化一体化企业炼油部分成本加成模式，盈利稳定叠加库存收益；化工部分普遍顺油价，叠加环保去产能，弹性十足。

图表 38：我国成品油调价机制发展历程



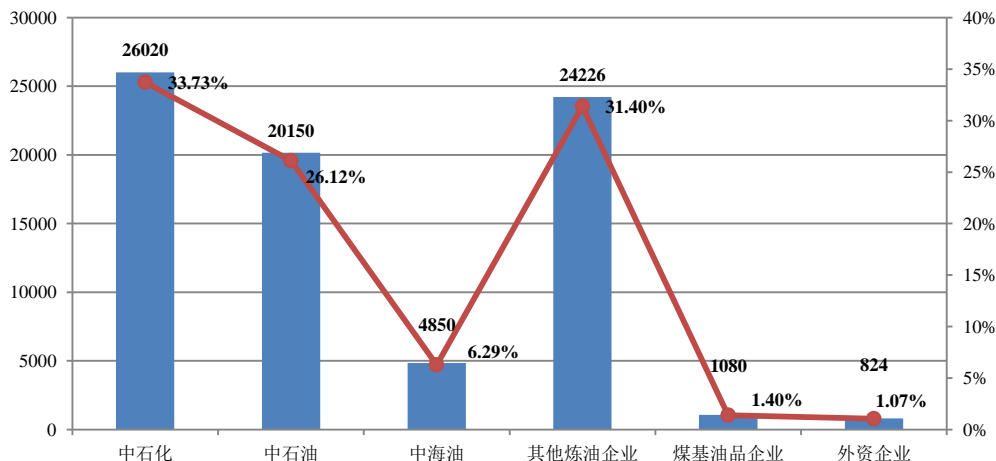
资料来源：太平洋研究院整理

图表 39：我国成品油调价机制，80 美元以下为舒适区

项目	执行时间			
	2009 年 5 月	2013 年 3 月	2016 年 1 月	
调价周期	22 个工作日	10 个工作日	新增：原油价格低于 40 美元/桶时，国内成品油价格不再下调	
调价幅度	原油价格变化超过 4%时	汽柴油调价幅度大于 50 元/吨时		
价格区间	≤40 美元/桶	按正常加工利润率计算成品油价格		不再调整，而是按原油价格 40 美元/桶的正常加工利润率计算成品油价格；成品油价格未调金额全部纳入风险准备金
	40-80 美元/桶			按正常加工利润率计算成品油价格
	80-130 美元/桶	开始扣减加工利润率，直至按零加工利润计算成品油价格		
	≥130 美元/桶	采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提		

资料来源：国家发改委，太平洋研究院整理

图表 40：2017 年中国炼能分布（万吨/年，%）



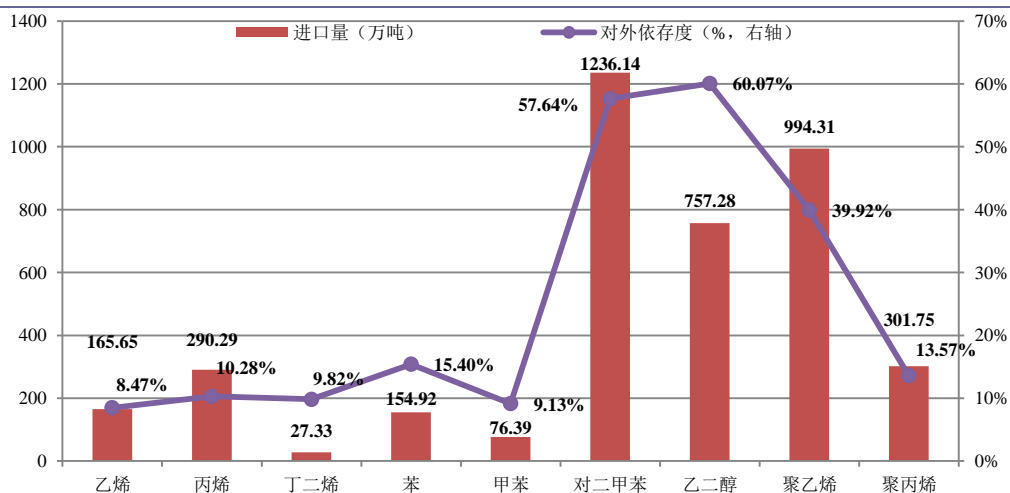
资料来源：ETRI、太平洋研究院整理

浙石化属典型“化工型”炼厂，拥有“拳头”产品：2017年5月公司参股浙江石化20%，项目总投资1730.8亿元，位于舟山绿色石化基地，按“多产芳烃、配套乙烯并适当生产成品油的原则”；分两期投建总计4000万吨/年炼油、1040万吨/年芳烃、280万吨/年乙烯等装置。一期2000万吨炼油项目，总投资901.6亿，配备140万吨乙烯、400万吨PX、150万吨苯、80万吨乙二醇、26万吨PG、120万吨苯乙烯。我们定义炼化比=炼油能力/(乙烯+芳烃)，其炼化比为2.89，是目前我国炼厂中化工部分占比最高的炼厂，其中多个产品为稀缺化学品，属于典型“化工型”炼厂。2017年我国乙烯、PX、苯、

乙二醇、PC、苯乙烯对外依存度分别为10.56%、60.42%、21.56%、56.51%、63.51%、29.67%，供不应求。不难发现，一期项目中配备多种“拳头”产品，如26万吨聚碳酸酯、9万吨MMA、27万吨丙烯腈、22万吨丁二烯、80万吨乙二醇等。

该项目预计 2018 年底完工，陆续开始投产。公司一期原油拟采购伊朗重质、伊朗轻质、沙特中质和巴西 Frade 混合原油，二期拟采用沙特轻质和重质原油。

图表 41：2016 年我国部分主要化工品供需情况



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

项目盈利测算：按照成本效益分析方法，通过比较项目的全部成本和收益来评估项目价值。假设项目达产期为两年，生产期第1年达产率为设计能力的80%，第2年达产率为设计能力的90%，第3年及以后按100%设计能力计算。经测算，在原油40美元/桶、50美元/桶、60美元/桶、70美元/桶体系下，浙江石化一期项目税后年均利润分别为142.07亿元、148.13亿元、150.99亿元、160.10亿元；假设竞争加剧，成品油折价10%销售，而成本不变时，浙江石化一期项目对应税后年均利润分别为121.05亿元、123.57亿元、121.53亿元、122.94亿元。

图表 42：浙江石化项目主要产品规划

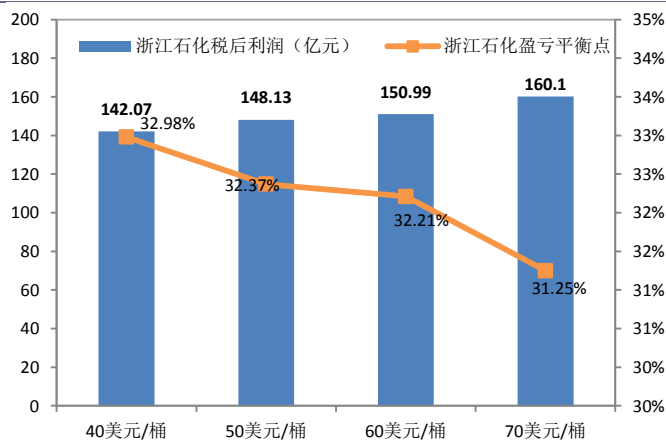
序号	产品名称	一期（万吨/年）	二期（万吨/年）
炼油区			
1	丙烯	27.65（去化工区）	32.76（去化工区）
2	丙烷	47.93（去化工区）	49.66（去化工区）
3	国VI汽油	378.85	378.42
4	航煤	284.41	290.46
5	国VI柴油	172.81	155
6	苯	151.91	129.03
7	对二甲苯	401.2	398.77
8	乙烯原料	393.26（去化工区）	403.21
9	硫磺	38.8	46.7
化工区			
1	一乙二醇	73.87	65
2	二乙二醇	6.1	5.39
3	三乙二醇	0.35	0.31
4	EO	/	5
5	LLDPE	23	21.2
6	HDPE	25.8	/
7	均聚聚丙烯	54	54
8	共聚聚丙烯	8.42	9
9	抗聚聚丙烯	27	27
10	乙二醇	6.6	6.6
11	聚碳酸酯	26	26
12	苯酚	20.69	
13	丙酮	13.64	
14	MMA	9	
15	丙烯腈	27.04	
16	丁烯-1	2.39	/
17	丁二烯	22.34	23.18
18	苯乙烯	120	60
19	EVA	/	10
20	LDPE	/	27.1
21	己烯-1	/	5

资料来源：太平洋研究院整理

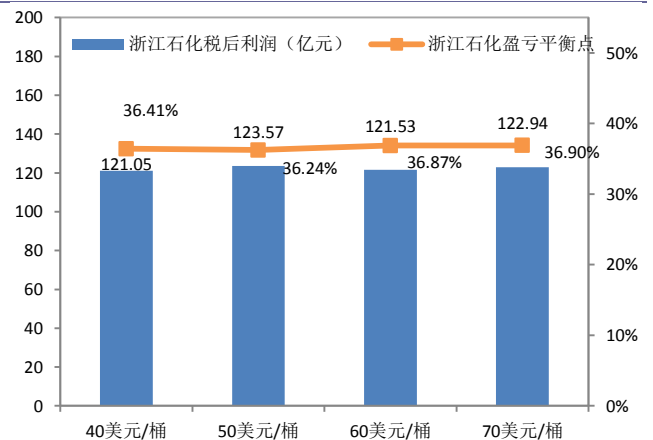
图表 43：成本预测基础

表名	项目名称	所需参数	取值	备注	
折旧	折旧年限		15		
	净残值率		5.00%		
摊销	无形-摊销年限		10		
	其他-摊销年限		5		
制造成本	工资及福利	项目定员	1500-2300		
		人工工资标准	10-20万元		
	修理费	修理费率	2.5%-3%		
	其他制造费用	其他制造费率	1.00%	3万/人·年	
	安保基金	安保基金率	0.24%		
	安全生产费用	<1000		0.04	
		1000<..<<10000		0.02	
		10000<..<<100000		0.02	
		>100000		0.00	
	其他管理费用	其他管理费倍数	4-5万元	*定员	
流动资金借款利息	年利率	4.42%			
销售费用	销售费用费率	0.5%-1%			

资料来源：太平洋研究院

图表 44：浙石化项目一期盈利测算


资料来源：太平洋研究院

图表 45：成品油九折销售时浙石化项目一期盈利测算


资料来源：太平洋研究院

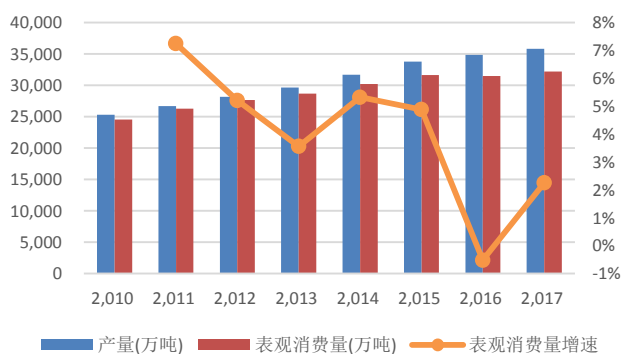
(二) 浙江石油与舟山区位优势保障成品油销售

据统计，2016年我国汽油产量1.29亿吨，净出口量949万吨，大幅增长68%；表观消费量1.20亿吨，略有增长。柴油产量1.79亿吨，同比下降，净出口量1448万吨，大幅增长115%；表观消费量1.65亿吨，同比下降5%。航空煤油产量3984万吨，同比增长9%，净出口量961万吨，增长8%；表观消费量3023万吨，同比增长9%。2017年我国汽油产量1.33亿吨，同比增长3%，净出口量1050万吨，增长11%；表观消费量1.22亿吨，略有增长。柴油产量1.83亿吨，同比增长2%，净出口量1644万吨，增长14%；表观消费量1.67亿吨，略有增长。航空煤油产量4231万吨，同比增长6%，净出口量944万吨，略有

下降；表观消费量3287万吨，同比增长9%。在一定时期，我国成品油市场需求稳定，特别是航空煤油保持快速增长。

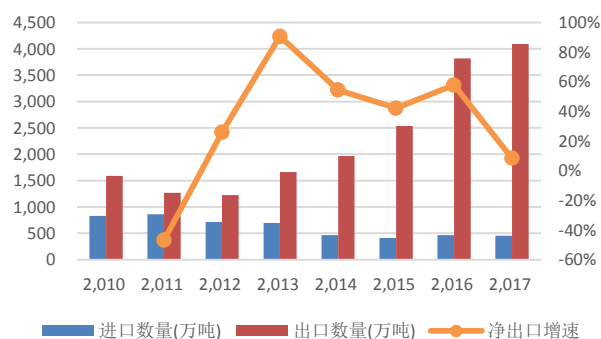
浙石化携手浙能集团成立浙江石油公司，为成品油销售铺平道路。浙石化为原料采购和产品销售进行布局，拟与浙能集团共同出资成立浙江石油公司，其中浙能集团占比60%，浙石化占比40%。浙江石油拟定经营范围主要包括：原油、成品油、燃料油的储运设施，销售网络的投资建设与运营管理，进出口和批发零售业务。据浙能集团董事长介绍，浙能集团计划五年内，向浙江石油投资600亿元，构建1000万吨的原油储备设施、1500万方能力的成品油储存中转设施、1000公里的油品运输管道、100万吨能力的燃油加注设施以及700座分布式综合能源供应站，为浙石化4000万吨/年炼化项目产品成品油的销售铺平了道路。

图表 46：中国成品油供需情况



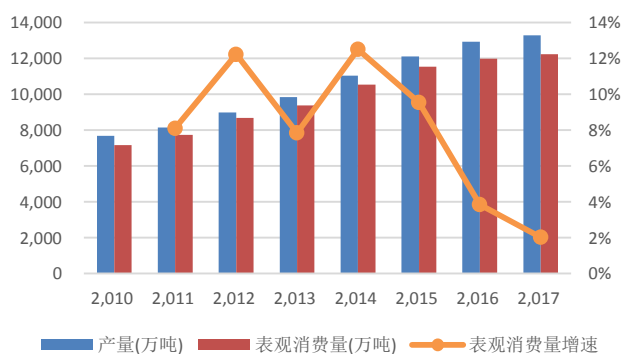
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 47：中国成品油进出口情况



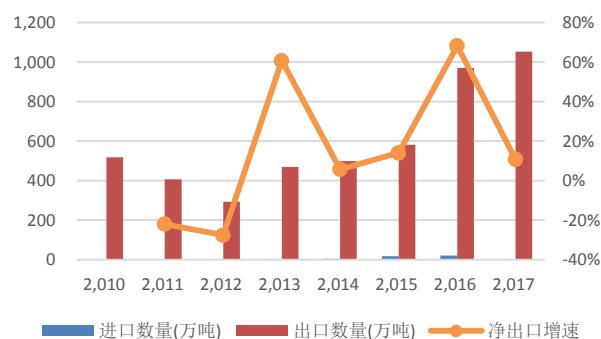
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 48：中国汽油供需情况



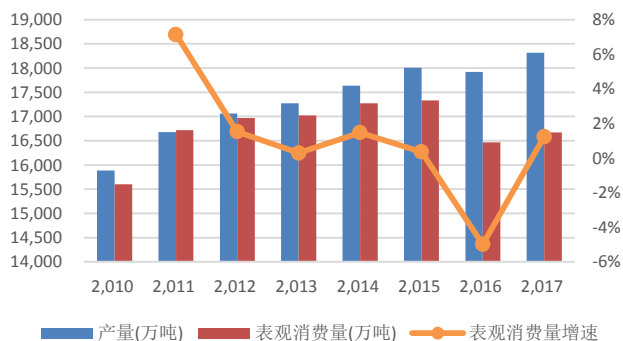
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 49：中国汽油进出口情况



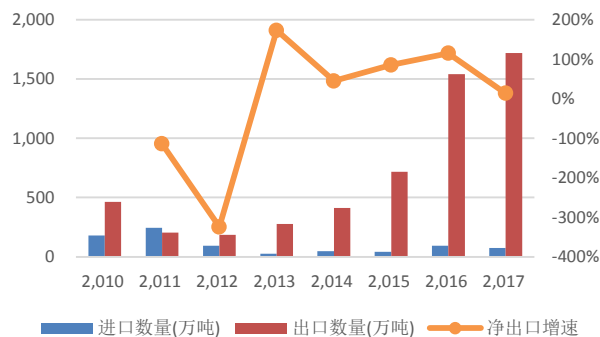
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 50: 中国柴油供需情况



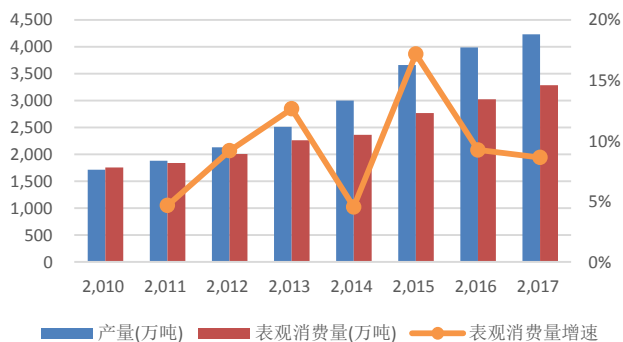
资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 51: 中国柴油进出口情况



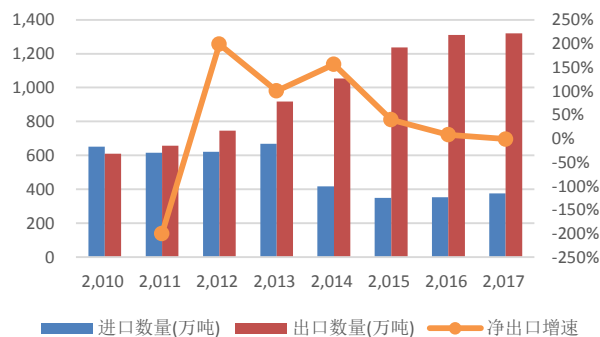
资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 52: 中国煤油供需情况



资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 53: 中国煤油进出口情况



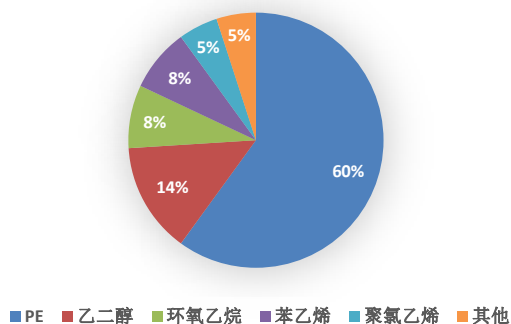
资料来源: Wind、太平洋研究院整理

依托宁波-舟山港，保障成品油内外运输。浙石化项目位于舟山石化基地内，处于我国东海区域，对外辐射日韩以及东南亚区域，对内沟通沿海各主要港口以及长江以及京杭大运河，区位优势显著。宁波-舟山港作为国内最大的石油中转基地，拥有90%以上的油品中转量以及40%油品储备量，是全国最大的大宗商品储运基地。加之2018年富池大桥和2020年宁波-舟山港主通道陆地项目通车，有望进一步缩短舟山石化基地和宁波-舟山港的时间，进一步有利于成品油的销售。

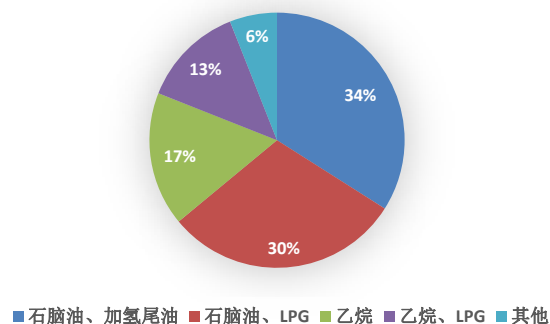
(三) 乙烯：石油化工重要产品

乙烯是石油化工行业中最重要产品之一，据统计乙烯产品占石化产品的75%以上，在国民经济中占有重要的地位。世界上已将乙烯产量作为衡量一个国家石油化工发展水平的重要标志之一。常态下一种无色的可燃气体、和氮气一样的密度、有轻微的甜味。由于乙烯的双键反应活性强，下游的主要应用是聚乙烯、环氧乙烷、乙二醇、苯乙烯等，可以应用于塑料、制药、纺织品、涂料等国民经济各个行业。

图表54: 乙烯下游



图表55: 乙烯原料来源

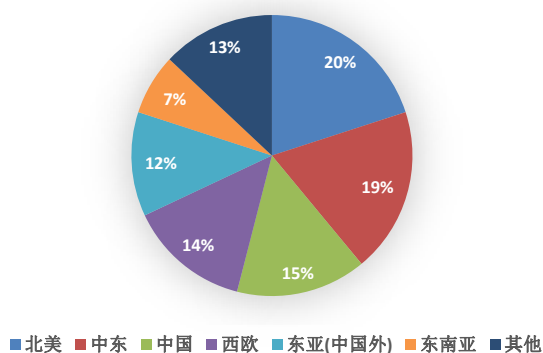


资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

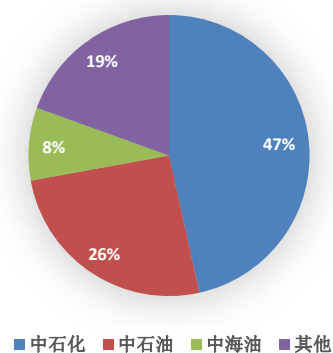
资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

据统计, 目前全球乙烯产能约为 1.7 亿吨, 产量约 1.5 亿吨。由于乙烯运输成本较高, 需要-105℃ 的仓储及物流, 量小价高的特点导致长距离运输乙烯非常不经济, 因此生产厂商更倾向于在靠近终端消费市场的地方建立工厂, 从而产生了市场被分割的局面, 全球来看行业相对分散。国内乙烯产能主要集中在中石化、中石油以及中海油手里, 其产能分别为 1084、597 和 195 万吨, 分别占比国内产能 47%、26%和 8%。蒸汽裂解仍是最主要的乙烯生产工艺。

图表56: 全球乙二醇产能区域分布



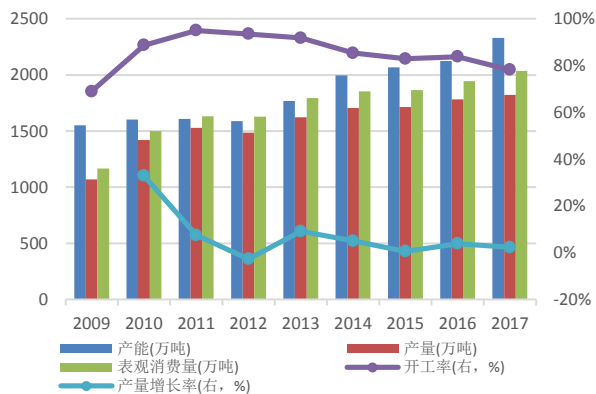
图表57: 国内乙烯格局



资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

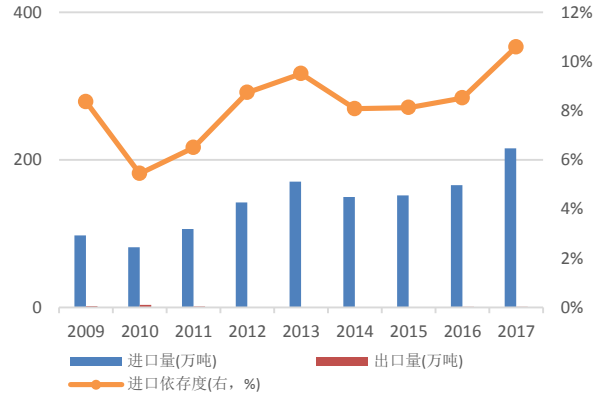
资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

图表58：国内乙烯供需平衡情况



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

图表59：国内乙烯进出口情况



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

需求端平稳增长，我国进口替代空间巨大。在中国，60%的乙烯用于PE、14%用于乙二醇、8%用于环氧乙烷、8%用于苯乙烯、5%用于聚氯乙烯、5%用于其他领域。其中聚乙烯受益于农膜的需求量大、网购带来聚乙烯包装材料的需求等因素，需求持续增长，2017年国内表观消费为2708万吨，进口依存度为42.64%。乙二醇主要下游是聚酯纤维，受益于国内聚酯纤维行业的快速发展，乙二醇需求量不断增加，2017年国内乙二醇表观消费量为1445万吨，进口依存度为60.57%。2017年，我国乙烯产能为2330万吨，产量为1882万吨，表观消费量为2037万吨，同比增长4.67%，进口依存度为10.59%。考虑到下游以衍生品的形式进口，对应的当量需求接近4000万吨/年。对外依存度在50%以上，未来进口替代空间广阔。目前我国乙烯在建规模约770万吨/年，仍然无法满足国内进口替代空间，行业有望持续景气。

(四) 聚碳酸酯：进口空间巨大，高壁垒尽享高收益

应用广泛，全球供需紧平衡：聚碳酸酯（简称“PC”）是一种无定型、无臭、无毒、高度透明的无色或微黄色热塑性工程塑料，具有优良的物理机械性能，尤其是耐冲击性、拉伸强度、弯曲强度、压缩强度高、耐热性和耐低温性良好，可在-100℃~130℃温度范围内使用，电性能优良，而且容易加工成型，可与其它树脂共混制造共混物或合金。PC广泛应用于电子电器、建筑板材、光盘、汽车工业、包装、医疗器械、玩具、薄膜、安防、眼镜、航空航天等领域。

据统计，2016年全球PC产能约为506.5万吨，全球TOP5生产商分别为科思创、沙特SABIC、日本三菱、日本帝人和盛禧奥，对应产能占比29.32%、26.91%、10.17%、5.43%和5.35%，合计77.18%，高度集中，呈现出寡头垄断的格局，对下游议价能力较强。科思创规模最大，148.5万吨；其次是沙特SABIC，136.3万吨；而国内具规模化

PC 生产能力（产能 1 万吨以上）的内资企业，只有浙江交科下属的浙铁大风（10 万吨/年）、万华化学（7 万吨/年）、鲁西化工（6.5 万吨/年）以及四川晨光发达（1 万吨/年）。从生产工艺来看，光气法仍是全世界主流的生产工艺，产能占比 74%。

图表 60：PC 应用广泛

包装

聚碳酸酯具有持久的透明度、卓越的抗破裂性和优异的尺寸稳定性。同时，它的耐高温性，更使得这些部件可经受清洗期间的温度波动。与玻璃相比，聚碳酸酯不仅更耐用，而且重量更轻；这些特质可降低运输和燃油成本，使其成为储水瓶等生产食品接触容器的首选材料。
图片案例：9加仑水桶



汽车零部件

聚碳酸酯具有良好的抗冲击、抗热畸变性能，而且耐候性好、硬度高，并通过减轻重量和提高空气动力学性能提升效能。因此，适用于生产轿车和轻型卡车的各种零部件。图片案例：奥迪A7扰流板



建筑业板材

聚碳酸酯板材具有良好的透光性、抗冲击性、耐紫外线辐射、稳定性以及良好的成型加工性能，可用于防弹玻璃，太阳能收集箱和屋顶透光板等方面。



电子电器

聚碳酸酯高流动性、高硬度、外形美观、易于加工、阻燃性、尺寸稳定性的重要特性，使其在电子电器行业形成了广阔的应用领域。图片案例：InHand Electronics Hydra-F6™ 平板电脑



医疗器械

由于聚碳酸酯制品在高温加热，消毒，清洗的情况下，其物理性稳定不会下降，因而被应用于一些对透明、消毒要求较高的医疗器械中。图片案例：输液阀接头



光学透镜

聚碳酸酯具有稳定性的尺寸、高的折射率和透光率以及容易加工成型等优点，使其在光学透镜行业发挥着重要的作用。



资料来源：Covestro、太平洋研究院整理

图表 61：2016 年全球 PC 生产公司一览表

公司	国家	产地	产能 (万吨/年)	市占率
科思创	中国	上海	40	7.90%
	德国	乌丁根	38.5	7.60%
	美国	德克萨斯	26	5.13%
	比利时	安特卫普	24	4.74%
	泰国	马它府	20	3.95%
科思创小计			148.5	29.32%
SABIC	美国	亚拉巴马	30.3	5.98%
		印第安纳	29.5	5.82%
	西班牙	卡塔赫纳	28	5.53%
	沙特	Al Jubail	26	5.13%
	荷兰	贝亨奥普佐姆	22.5	4.44%
SABIC 小计			136.3	26.91%
三菱	中国	上海	10	1.97%
		燕山	6	1.18%
	日本	黑崎	8	1.58%
		鹿岛	11.5	2.27%
	泰国	马它府	16	3.16%
三菱小计			51.5	10.17%
	日本	松山	12.5	2.47%
	中国	嘉兴	15	2.96%
帝人小计			27.5	5.43%
盛禧奥	德国	施塔德	10.5	2.07%
	美国	德克萨斯	9	1.78%
	日本	新居滨	7.6	1.50%
盛禧奥汇总			27.1	5.35%
出光	中国	台湾	19.5	3.85%
	日本	千叶	4.7	0.93%
出光汇总			24.2	4.78%
奇美	中国	台湾	14	2.76%
乐天	韩国	丽水	19.5	3.85%
LG 化学	韩国	丽水	16	3.16%
三养	韩国	全州	12	2.37%
浙铁大风	中国	浙江	10	1.97%
喀山石化	俄罗斯	喀山	6.5	1.28%
鲁西化工	中国	山东	6.5	1.28%

Khuzestan PC	伊朗	伊玛姆港	2.5	0.49%
其它			4.4	0.87%
总计	506.5			

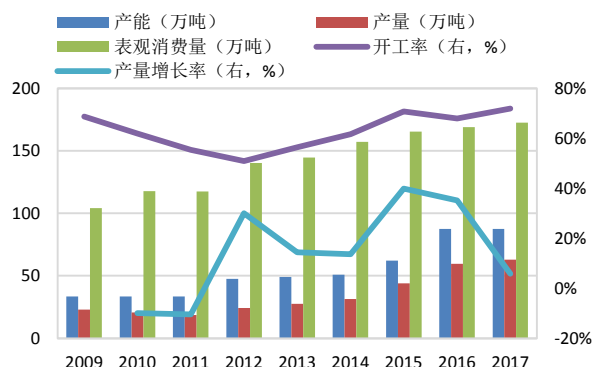
资料来源：CNKI、太平洋研究院

需求端平稳增长，我国进口替代空间巨大：近年来经济飞速发展，国内对PC需求不断增加。在中国，29%的PC用于电子/电气、19%用于薄膜、16%用于器具/家庭用品、9%用于汽车、8%用于光学媒介、7%用于包装、2%用于医疗器材、10%用于其他领域。随着节能减排力度的加大，交通工具塑化轻量的发展成为必然趋势，PC在汽车零部件与车窗玻璃的需求量将进一步增大。在其主要的应用电子电器领域中，随着全球智能手机和电视的大屏化趋势，PC消费量也将进一步增长。此外，采用新PC的LED路灯的能耗比传统的照明系统降低达70%。LED照明的光扩散、医疗器械中的PC等均是未来潜在的需求热点。尽管国内供应能力大大增强，PC进口比例逐年下降，但生产能力仍无法满足需求。**2017年，我国PC产能为87.5万吨，产量为63万吨，表观消费量为172.65万吨，同比增长2.11%，进口依存度为63.51%，对外依存度较高，未来进口替代空间广阔。**

目前我国PC在建规模约120万吨/年，另有拟建规模92万吨/年，总计212万吨/年，我们预计到2020年有望建成投产的产能为96.5万吨/年，届时我国PC总产能达184万吨/年。考虑到PC装置技术壁垒较高，投产后需要进一步磨合才能达到较高的良品率以及设计产能，因此即使未来PC装置可能会集中投放，产能释放预计相对平缓。

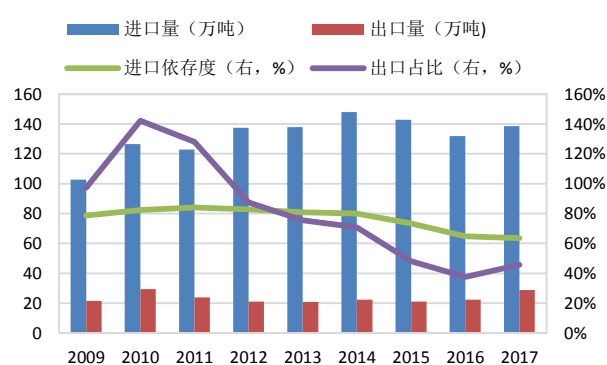
我们认为国内PC供不应求的局面在2020年前不会改变，呈现寡头垄断的局面，进口替代空间大，先发企业尽享高收益。

图表 62: 国内PC供需平衡情况



资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

图表 63: 国内PC进出口情况



资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

图表 64: 中国建成 PC 项目一览表

公司	产能 (万吨/年)	生产工艺	产地	投产时间
帝人聚碳酸酯	15	界面光气法	浙江省	2005年: 5万吨 2006年: 5万吨 2009年: 5万吨
科思创聚合物(中国)	40	酯交换法	上海市	2006年: 10万吨 2008年: 10万吨 2016年: 20万吨
浙铁大风(江山化工, 现浙江交科)	10	非光气法	浙江省	2014年
鲁西化工	6.5	界面光气法	山东省	2015年
中石化三菱	6	非光气法	北京市	2012年
三菱瓦斯	10	界面光气法	上海市	2012年: 8万吨 2014年: 2万吨
万华化学	7	界面光气法	山东省	2018年投产
总计	87.5			2017年产能

资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院

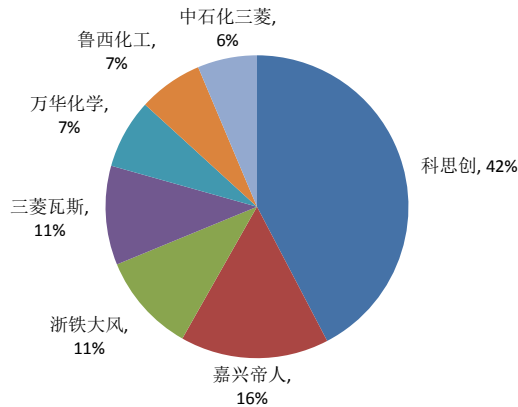
图表 65: 中国在建及规划 PC 项目一览表

公司	新增产能 (万吨/年)	生产工艺	产地	备注
鲁西化工	13.5	界面光气法	山东省	预计 2018 年投产
利华益维远化工	10	旭化成非光气法	山东省	预计 2018 年竣工
泸天化中蓝新材料	20	非光气法	四川省	预计 2018 年竣工
阳煤集团青岛恒源化工	10	非光气法	山东省	建设中
科思创聚合物(中国)	20	酯交换法	上海市	预计 2019 年投产
环球联合化工	13	非光气法	福建省	建设中
浙江石化	26	旭化成非光气法	浙江省	建设中

公司	新增产能 (万吨/年)	生产工艺	产地	备注
中沙石化	26	非光气法	天津市	拟建
铜陵有色	10	非光气法	山东省	拟建
通聚源新材料	13	非光气法	河南省	拟建
甘宁石化新材料	7	非光气法	湖北省	拟建
沧州大化	10	界面光气法	河北省	拟建
泉州恒河化工	20		福建省	拟建
宁夏瑞泰	6	界面光气法	宁夏回族自治区	拟建
在建规模			120	
预计 2020 年前建成投产规模			96.5	
拟建规模			92	

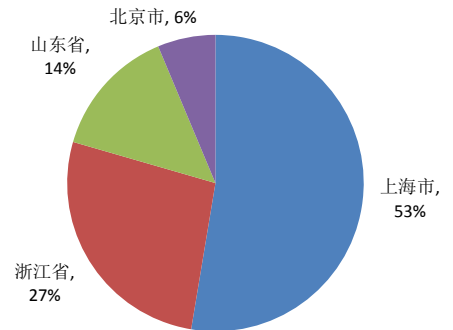
资料来源：卓创资讯、太平洋研究院

图表 66：中国建成 PC 产能分布



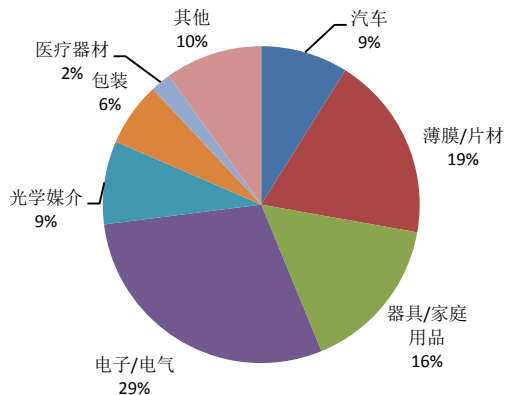
资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

图表 67：中国建成 PC 产能地域分布



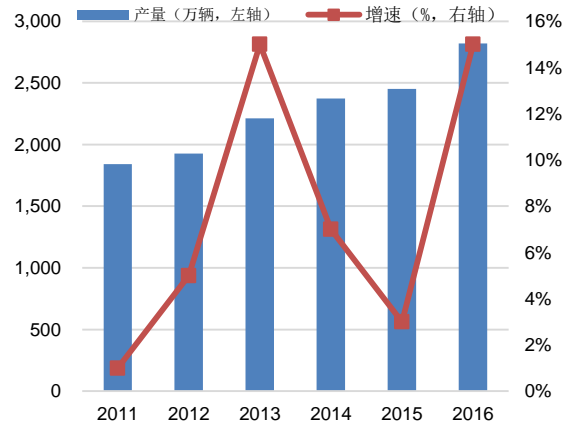
资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

图表 68：中国 PC 下游消费结构



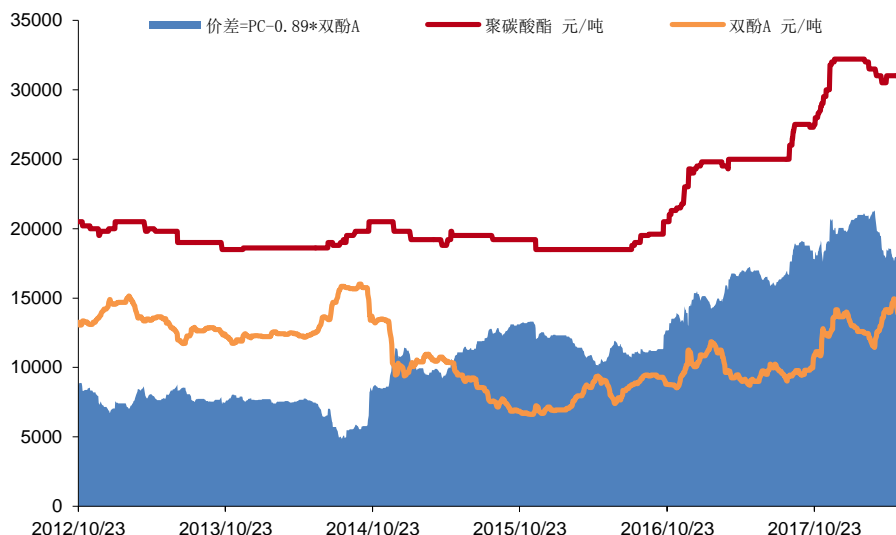
资料来源：卓创资讯、IHS、太平洋研究院整理

图表 69：中国汽车产量及增速



资料来源：WIND、太平洋研究院整理

图表70：PC价差走势图

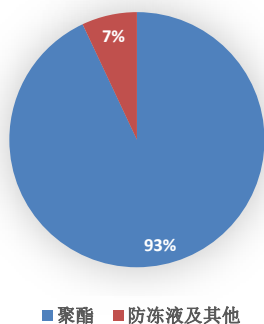


资料来源：Wind、太平洋研究院整理

(五) 乙二醇：进口替代空间巨大

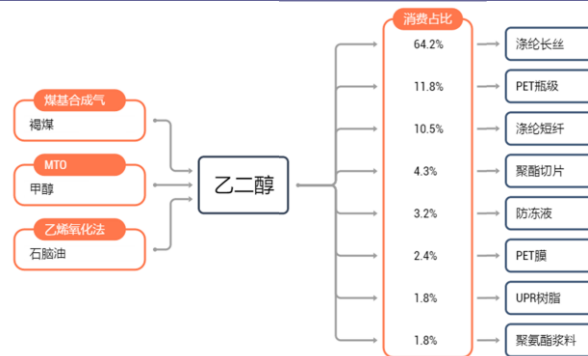
乙二醇产品主要用于用于生产聚酯纤维、防冻剂、UPR树脂、聚氨酯浆料等，其中聚酯应用最多，占比约 93%。

图表71：乙二醇下游



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

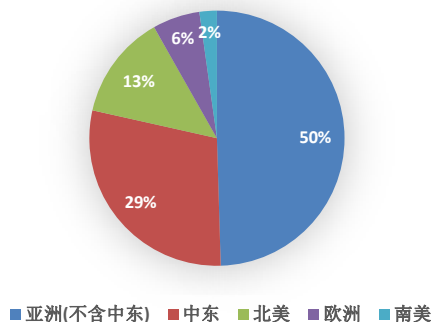
图表72：乙二醇产业链



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

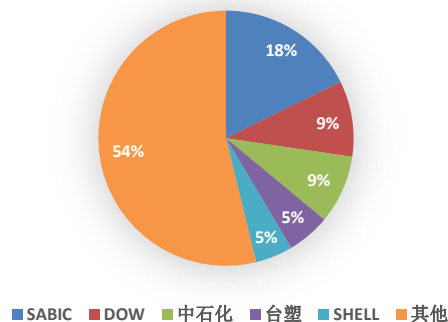
据统计，2016 年全球乙二醇产能为 3747 万吨，表现消费量为 2634 万吨。从乙二醇区域分布来看，全球 78%的产能主要集中在亚洲(不含中东)以及中东地区，2016 年，亚洲(不含中东)、中东地区产能分别为 1855.7 万吨、1086.1 万吨；其次为北美地区，产能为 498 万吨，占全球总产能的 13.3%；接下来是欧洲地区，产能为 224.6 万吨，约占全球总产能的 6%；南美产能为 82.6 万吨，占全球总产能的 2.2%。

图表 73: 全球乙二醇产能区域分布



资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

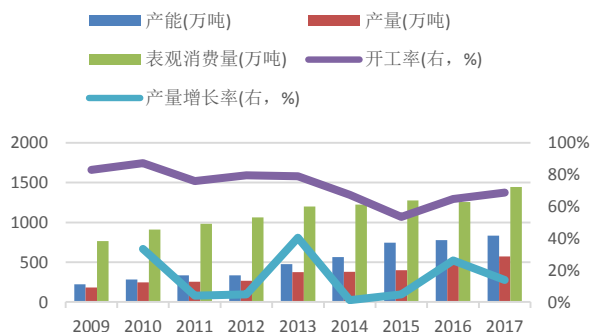
图表 74: 全球乙二醇格局



资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

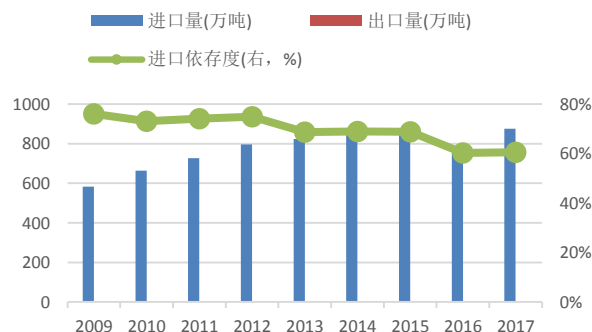
全球 TOP5 生产商分别为沙特 SABIC、陶氏 DOW、中石化、台塑和壳牌 SHELL，对应产能占比 17.72%、9.61%、8.67%、5.47%和 4.72%，合计 46.20%。沙特 SABIC 规模最大，664 万吨；其次是陶氏 DOW，360 万吨；国内最大的生产企业为中石化，325 万。从生产工艺来看，石油法仍是全世界主流的生产工艺。

图表 75: 国内乙二醇供需平衡情况



资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

图表 76: 国内乙二醇进出口情况



资料来源: 卓创资讯、太平洋研究院整理

需求端平稳增长，我国进口替代空间巨大：近年来经济飞速发展，国内对乙二醇需求不断增加。在中国，93%的乙二醇用于聚酯。在国内聚酯行业稳定增长的情况下，乙二醇需求量持续上升。2017年，我国乙二醇产能为832万吨，产量为571.4万吨，表观消费量为1444.6万吨，同比增长14.90%，进口依存度为60.57%，对外依存度较高，未来进口替代空间广阔。目前我国乙二醇在建规模约350万吨/年，仍然无法满足国内需求，进口替代空间大。

图表 77: 中国在建及规划乙二醇项目一览表

公司	新增产能(万吨/年)	生产工艺	产地	备注
三宁化工	60	合成气	湖北省	两期，各3万吨，预计分别于2019.12、2020.9投产

公司	新增产能(万吨/年)	生产工艺	产地	备注
新疆天业	50	合成气	新疆省	预计 2020 年投产
华鲁恒升	50	煤制乙二醇	山东省	预计 2018.8 投产
中科(广东)炼化	40	乙烯氧化法	广东省	预计 2018.7 投产
斯尔邦石化	30	MTO	江苏省	预计 2019.9 投产
山西襄矿泓通能用	30	煤基合成气	山西省	预计 2018.7 投产
黔西县黔希煤化工	30	煤基合成气	贵州省	预计 2018.7 投产
吉林康乃尔	20	煤基合成气	吉林省	预计 2018.12 投产
永煤龙宇	20	煤制乙二醇	河南省	预计 2019.12 投产
内蒙易高三维	20	煤制乙二醇	内蒙古	预计 2018.5 投产
合计	350			

资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

五、盈利预测与评级

关键假设：(1) 2018-2019年公司涤纶长丝产能分别为570万吨、660万吨；(2) 浙江石化项目一期2019-2020年净利润分别为50亿元、120亿元。

我们预计公司2018-2020年归母净利分别为26.29亿元、39.51亿元和55.02亿元，对应EPS 1.44元、2.17元和3.02元，PE 12X、8X和6X。考虑浙江石化项目一期2019年经历产能爬坡，未全年满负荷生产，给予公司2019年12倍PE，对应目标市值480亿元，第一步目标价26.04元；给予公司2020年10倍PE，对应目标市值550亿元，第二步目标价30.2元。考虑公司所处行业景气周期，公司打造宝塔型炼化聚酯龙头，未来成长空间大，维持“买入”评级。

六、风险提示

宏观经济低于预期、产品价格大幅波动、浙江石化项目进度不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,255	6,344	9,529	15,263	营业收入	32,814	44,575	54,165	60,655
应收票据	357	200	200	230	营业成本	29,415	39,832	48,392	54,177
应收账款	410	371	451	505	营业税金及附加	81	110	133	149
预付账款	516	699	403	451	销售费用	103	140	170	191
存货	2,667	3,873	5,377	6,020	管理费用	800	936	1,192	1,280
其他流动资产	673	2,504	2,504	2,504	财务费用	220	230	235	230
流动资产合计	7,878	13,990	18,464	24,973	资产减值损失	-14	3	3	3
其他长期投资	20	20	20	20	公允价值变动收益	-19	5	6	6
长期股权投资	3,859	3,859	3,859	3,859	投资收益	23	23	1,000	2,400
固定资产	9,952	9,525	9,153	8,827	营业利润	2,241	3,353	5,046	7,032
在建工程	3,920	1,600	1,500	1,500	营业外收入	21	21	21	21
无形资产	789	500	600	600	营业外支出	7	7	7	7
其他非流动资产	140	140	140	140	利润总额	2,255	3,367	5,060	7,046
非流动资产合计	18,680	15,644	15,271	14,946	所得税	486	725	1,090	1,518
资产合计	26,558	29,634	33,736	39,920	净利润	1,769	2,642	3,970	5,528
短期借款	5,206	4,800	4,200	4,400	少数股东损益	8	13	19	26
应付票据	2,303	1,650	1,650	1,650	归属母公司净利润	1,761	2,629	3,951	5,502
应付账款	2,299	2,877	3,495	3,913	NOPLAT	1,895	2,792	3,356	3,812
预收款项	162	220	268	300	EPS (摊薄)	0.97	1.44	2.17	3.02
其他应付款	95	50	65	65					
一年内到期的非流动	1,300	1,300	1,300	1,300					
其他流动负债	512	1,182	1,182	1,182	主要财务比率				
流动负债合计	11,876	12,079	12,160	12,809	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	1,176	100	100	100	成长能力				
应付债券	0	1,350	1,395	1,395	营业收入增长率	28.3%	35.8%	21.5%	12.0%
其他非流动负债	73	31	37	43	EBIT增长率	59.9%	47.3%	20.2%	13.6%
非流动负债合计	1,249	1,481	1,532	1,538	归母公司净利润增长率	55.5%	49.3%	50.3%	39.3%
负债合计	13,125	13,560	13,692	14,347	获利能力				
归属母公司所有者权益	13,380	16,010	19,961	25,463	毛利率	10.4%	10.6%	10.7%	10.7%
少数股东权益	52	64	83	110	净利率	5.4%	5.9%	7.3%	9.1%
所有者权益合计	13,432	16,074	20,044	25,572	ROE	13.2%	16.4%	19.8%	21.6%
负债和股东权益	26,558	29,634	33,736	39,920	ROIC	14.2%	15.4%	15.5%	13.9%
					偿债能力				
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	49.4%	45.8%	40.6%	35.9%
经营活动现金流					债务权益比	57.7%	47.2%	35.1%	28.3%
现金收益	3,060	4,096	4,397	4,502	流动比率	66.3%	115.8%	151.8%	195.0%
存货影响	-579	-1,206	-1,504	-643	速动比率	43.9%	83.8%	107.6%	148.0%
经营性应收影响	-118	10	212	-135	营运能力				
经营性应付影响	1,395	-62	681	450	总资产周转率	1.2	1.5	1.6	1.5
其他影响	1,204	-1,147	14	14	应收账款周转天数	4	3	3	3
投资活动现金流	-8,278	1,801	170	1,570	应付账款周转天数	28	26	26	26
资本支出	-4,412	1,773	-836	-836	存货周转天数	33	35	40	40
股权投资	-3,798	23	1,000	2,400	每股指标 (元)				
其他长期资产变化	-67	5	6	6	每股收益	0.97	1.44	2.17	3.02
融资活动现金流	4,843	-404	-784	-24	每股经营现金流	2.72	0.93	2.09	2.30
借款增加	4,388	-132	-555	200	每股净资产	7.34	8.79	10.96	13.98
财务费用	-220	-230	-235	-230	估值比率				
股东融资	645	0	0	0	P/E	18.2	12.2	8.1	5.8
其他长期负债变化	31	-42	6	6	P/B	2.4	2.0	1.6	1.3
					EV/EBITDA	11.2	8.3	7.3	6.6

资料来源: WIND, 太平洋研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇		fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。