

涤纶行业深度研究报告

行业景气有所回落，格局重塑强者恒强

推荐（首次）

- **聚酯：行业龙头扩产有序，需求疲软景气回落。**（1）回顾：2018年聚酯产能扩张加速，同比增长14.4%至5493万吨；全年聚酯产量预计4560万吨，同比增长10.90%。需求端来看从二季度开始走弱，服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计增速从3月份的9.80%下滑至11月份的8.10%。出口方面，2018年聚酯直接出口增加100万吨，贡献22%的聚酯增量，其中瓶片尤为突出，出口增量高达64万吨；1-11月纺织品服装出口2549.31亿美元，同比增长4.23%。上半年聚酯新装置投产进入高峰期，老装置重启较多，聚酯产量2218万吨，同比增长13.5%。聚酯产品出现分化，长丝尤其是POY产业集中度提升，大厂议价能力加大，高效益维持；由于海外装置意外停车出口增加、国内旺季需求贸易商恐慌性补货，瓶片价格大幅上涨、效益创历史新高；短纤、切片增量较多，价格震荡走低，效益有所下滑。下半年聚酯产品从7月初开始加速上涨，POY最高上涨至12300元/吨，一方面聚酯原料端价格上涨给予支撑，另一方面“金九银十”预期下投机性需求增加；聚酯原料短期暴涨导致价格无法顺畅传导至下游企业，叠加油价大幅回落，聚酯装置从9月中下旬开始纷纷减产停车，行业景气回落。（2）展望：2019年聚酯新增产能计划约600万吨，仍处于扩张期，但主要新增产能释放集中在下半年，且景气回落背景下部分产能或将推迟，我们预计2019年聚酯产量增速在6.5%左右。需求端来看，宏观经济走弱，内需压力非常大；聚酯瓶片国外装置逐步重启，2019年出口量预计有所下降，另外2018年“抢出口”现象提前透支出口需求。2019年供给端重点关注春节前后1000多万吨检修减产聚酯装置重启进度以及景气走弱背景下新装置投产进度；需求端则需关注贸易战进展对终端纺服出口的影响。
- **PTA：新增产能有限，供需格局继续改善。**（1）回顾：2018年国内PTA无新增产能，全年产量预计4080万吨，PTA全年需求量约4070万吨，2018年PTA供需紧平衡。上半年下游聚酯产能集中释放，PTA新增产能有限，呈现阶段性供需缺口；PTA-聚酯产能错配加工差红利凸显，上半年PTA平均加工差800-850元/吨。下半年成本抬升、需求强支撑，生产企业在现货市场大量回购PTA现货造成现货流通性的大幅收缩，导致期货和现货互涨互推的局面，华东地区PTA价格最高涨至9300元/吨，价差最高达到2500元/吨；而后随着行情恶化PTA价格价差也大幅回落。（2）展望：2019年PTA新增产能有限，目前较为确定的仅有新凤鸣220万吨和恒力石化250万吨，在2019年四季度投料试生产；且新装置投料试生产需要一定调试时间，新增装置产量贡献有限。2019年PTA需关注福海创160万吨及四川晟达100万吨重启进度。
- **PX：炼化项目稳步推进，格局重塑产业链利润或重新分配。**（1）回顾：2018年国内PX产能利用率有所提升，全年产量达到1109万吨；国内PX表观消费量2679万吨，PX仍主要依赖进口，进口依存度为58.60%。除了7-9月份PX价格大幅上涨外，2018年PX价格走势基本与原油-石脑油价格走势一致。上半年PX价格窄幅震荡；下半年尤其是三季度，PX价格大幅上涨，最高涨至1335美元/吨；一方面PTA装置负荷提升，对应PX需求增加；另一方面原油价格上涨，人民币贬值，成本端给予强有力支撑。（2）展望：恒力石化于2018年底启动常减压等装置的投料开车，浙江石化、恒逸文莱项目按照预期推进，盛虹炼化也已开工建设，随着炼化项目的稳步推进，国内PX严重依赖进口的局面有望改变，届时产业链利润或将重新分配。
- **行业投资评级与投资策略：**PX长期以来是聚酯产业链中缺失的一个环节，随着炼化项目的推进，产业链一体化布局趋于完善，全球竞争力突出。受行业进入门槛限制，行业扩产主要集中在行业龙头。涤纶-炼化板块具有超大行业空间和突出全球竞争力，料将是化工板块未来大市值公司辈出的重点板块。给予涤纶行业“推荐”评级，建议重点关注桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化、恒力股份、东方盛虹、新凤鸣等民营大炼化一体化龙头。
- **风险提示：**宏观经济下行，需求不及预期，项目进展不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：冯自力

电话：021-20572674

邮箱：fengzili@hcyjs.com

执业编号：S0360518040002

联系人：黄振华

电话：021-20572576

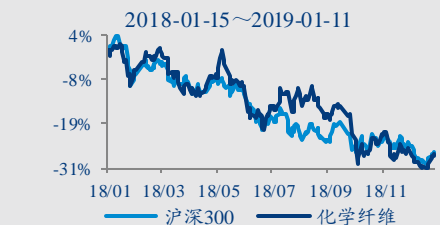
邮箱：huangzhenhua@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	23	0.65
总市值(亿元)	2,905.0	0.58
流通市值(亿元)	1,897.05	0.52

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.05	-7.78	-26.4
相对表现	1.01	1.4	0.02



目 录

一、聚酯端：行业龙头扩产有序，需求疲软景气回落.....	5
（一）供给端：行业龙头扩产，行业集中度提升.....	7
（二）需求端：终端需求走弱，出口或面临压力.....	9
1、宏观经济下行，需求增速放缓.....	9
2、贸易摩擦“抢出口”现象明显，出口或面临压力.....	11
二、原料端：PTA 新增产能有限，炼化项目投产重塑 PX 格局.....	13
（一）PTA：新增产能有限，供需格局或继续改善.....	13
（二）PX：炼化项目重塑 PX 格局，产业链利润或重新分配.....	15
三、行业格局：产业链完备竞争力突出，行业龙头强者恒强.....	18
（一）PX 缺失环节得以补齐，产业链一体化日趋完善.....	18
（二）投资门槛愈发明显，行业龙头强者恒强.....	20
（三）超大行业空间且个股全球竞争力突出，中长期配置价值极高.....	22
1、桐昆股份：涤纶长丝龙头强者愈强，参股民营大炼化带来业绩增量.....	22
2、恒力股份：炼化项目投料生产，一体化优势逐步体现.....	22
3、恒逸石化：聚酯产业布局再扩大，文莱项目有序推进.....	23
4、荣盛石化：民营石化行业龙头，浙石化项目进展顺利.....	23
5、东方盛虹：差异化长丝行业龙头，背靠盛虹集团“炼化-PTA-涤纶”一体化格局渐显.....	23
6、新凤鸣：涤纶长丝成本行业领先，PTA 项目稳步推进.....	24
四、风险提示.....	24

图表目录

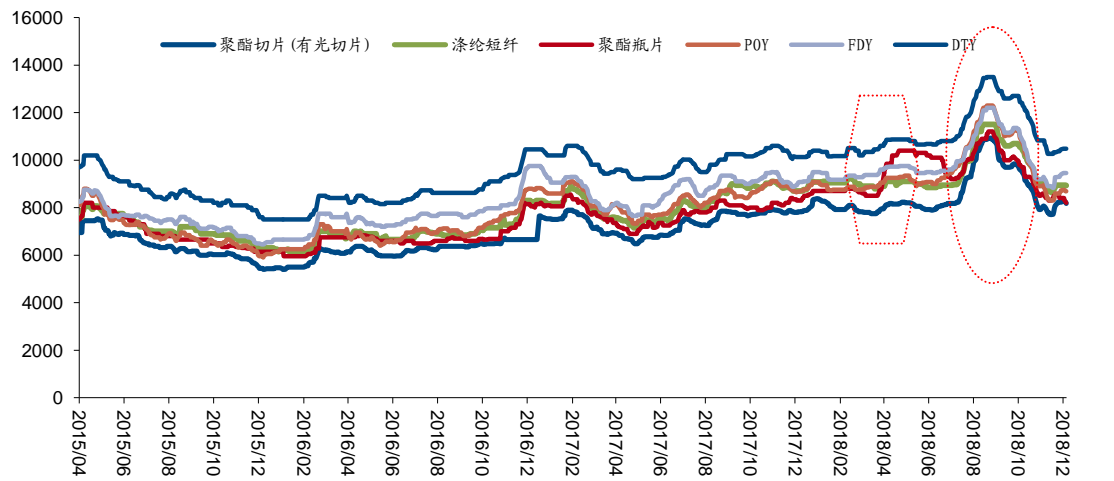
图表 1	聚酯产品价格走势.....	5
图表 2	聚酯产业链价格涨跌情况.....	5
图表 3	聚酯产业链价差涨跌情况.....	6
图表 4	聚酯产品负荷情况.....	6
图表 5	聚酯产品库存情况.....	6
图表 6	国内聚酯产能、产量及增速.....	7
图表 7	2018 年国内聚酯装置投资情况.....	7
图表 8	2018 年各季度新增聚酯装置投产量.....	8
图表 9	2018 年新增聚酯装置配套情况.....	8
图表 10	国内聚酯月度产销情况.....	8
图表 11	2019 年聚酯新增产能.....	8
图表 12	服装鞋帽针纺织品类零售额情况.....	9
图表 13	轻纺城成交量（万米/天）.....	9
图表 14	加弹机新增台数.....	10
图表 15	新织造机器国内销售量同比增长.....	10
图表 16	纺织服装服饰业存货增速.....	10
图表 17	A 股纺服上市公司存货/总资产.....	10
图表 18	国内商品房销售面积及销售额累计增速.....	11
图表 19	国内软饮料产量及增速.....	11
图表 20	聚酯出口情况（万吨）.....	12
图表 21	聚酯月度出口情况（万吨）.....	12
图表 22	纺织品服装出口.....	13
图表 23	PTA 价格及价差.....	13
图表 24	2011-2018 年国内 PTA 生产消费情况.....	14
图表 25	PTA 月度供需平衡表.....	14
图表 26	2019 年及以后国内 PTA 项目投产计划.....	14
图表 27	PX 价格及价差.....	16
图表 28	2011-2018 年国内 PX 生产消费情况.....	16
图表 29	PX 月度供需平衡表.....	17
图表 30	2019 年及以后国内 PX 项目投产计划.....	17
图表 31	2009-2017 年全球纤维产量结构图.....	18
图表 32	2009-2017 年中国纤维产量结构图.....	18

图表 33	2009-2017 年全球及中国涤纶产量.....	19
图表 34	2009-2018 年全球及中国 PTA 产量	19
图表 35	2009-2018 年全球及中国 PX 产量	20
图表 36	国内主要聚酯企业产能配套情况.....	20
图表 37	涤纶长丝单吨投资额.....	21
图表 38	桐昆股份涤纶长丝项目投资情况.....	21
图表 39	PTA 单吨投资额.....	22

一、聚酯端：行业龙头扩产有序，需求疲软景气回落

2018年上半年聚酯行情走势相对平稳，其中聚酯瓶片4月中旬出现较大幅度上涨，主要原因是4月国内瓶片正处于需求旺季，新装置开车推迟，国外装置停车供应缺口导致出口大增。下半年聚酯行业经历“过山车”行情：7月初，人民币贬值，原料端原油、PX、PTA强势，旺季需求预期等多重因素叠加，聚酯产品价格大幅上涨，POY产品从7月初的9000元/吨最高涨至9月初的12300元/吨，涨幅高达36.67%；而后原油价格大幅下跌，旺季需求落空，聚酯市场行情恶化，相关产品价格大幅回落。

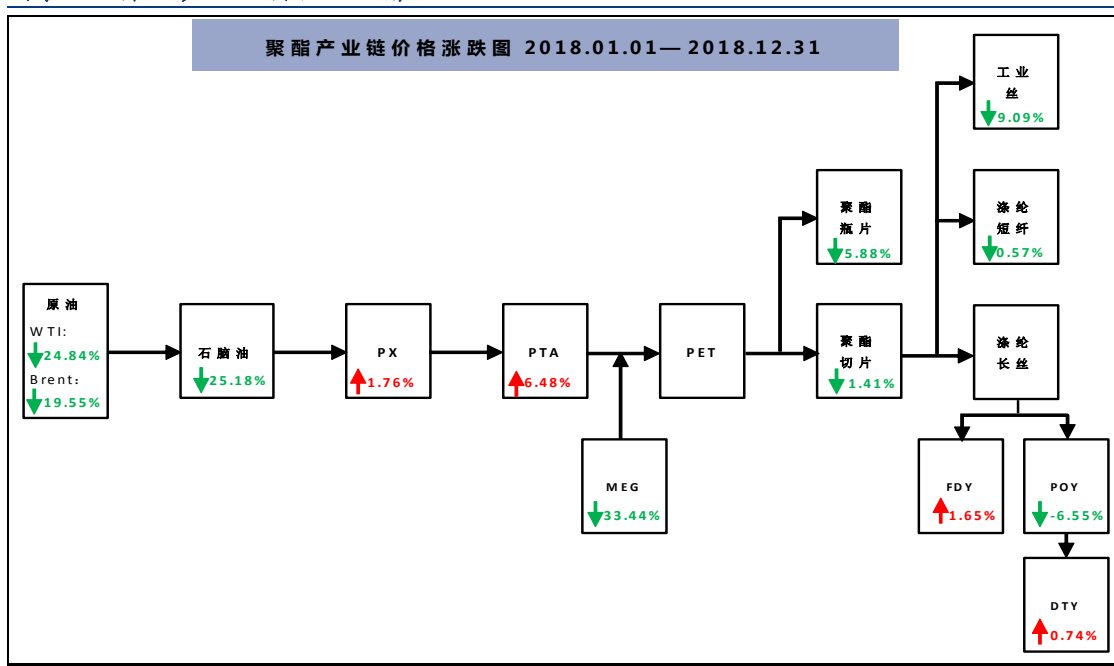
图表 1 聚酯产品价格走势



资料来源：Wind，华创证券

从产业链涨跌情况来看，2018年聚酯原料端PX、PTA处于产业链最优环节，PX、PTA年度涨幅分别达到1.76%、6.48%。四季度聚酯行情恶化，下游聚酯产品基本跌回年初位置，POY较年初跌幅6.55%，FDY、DTY略有上涨，涨幅分别为1.65%、0.74%。

图表 2 聚酯产业链价格涨跌情况



资料来源：Wind，华创证券

从聚酯产业链价差变化来看，石脑油-原油价差缩小，PX-石脑油价差扩大，年度平均价差为 458.08 美元/吨，PTA-PX 价差较年初略微扩大。PTA 价格虽然上涨较多，但由于乙二醇价格较年初下跌较多，聚酯产品端价差并未缩小；POY 目前价差 1334.70 元/吨，较年初下跌 3.35%，全年平均价差为 1616.36 元/吨。

图表 3 聚酯产业链价差涨跌情况

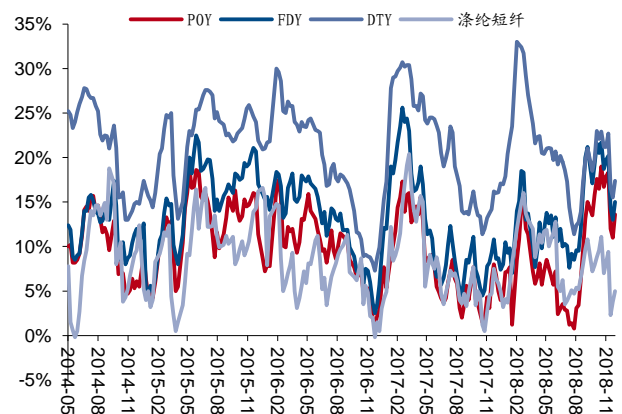
产品	最新价差	年度涨跌幅	年度平均价差
石脑油-原油价差 (美元/吨)	85.25	-36.96%	92.95
PX(韩国)-石脑油价差 (美元/吨)	458.08	61.14%	429.56
PTA-0.655*PX(韩国)价差 (元/吨)	953.49	7.03%	934.33
POY-0.855*PTA-0.335*MEG 价差 (元/吨)	1334.70	-3.35%	1616.36
FDY-0.855*PTA-0.335*MEG 价差 (元/吨)	2384.70	39.79%	1951.45
DTY-0.855*PTA-0.335*MEG 价差 (元/吨)	3334.70	22.11%	3159.46
PET 半光-0.855*PTA-0.335*MEG 价差 (元/吨)	809.70	107.12%	518.99
PET 有光-0.855*PTA-0.335*MEG 价差 (元/吨)	859.70	78.76%	593.02
涤纶短纤-0.855*PTA-0.335*MEG 价差 (元/吨)	1834.70	35.31%	1498.34
PET 瓶片-0.855*PTA-0.335*MEG 价差 (元/吨)	1134.70	2.60%	1482.57

资料来源: Wind, 华创证券

从聚酯产品开工负荷来看，聚酯开工基本与行情吻合，2018 年上半年聚酯行情相对稳定，装置负荷维持在较高水平；7-8 月份聚酯原料的大幅上涨，大幅挤压聚酯端利润，各企业纷纷减产停车。临近春节叠加行情疲软，聚酯生产企业提前检修减产，根据 CCF 统计数据，2019 年春节前后聚酯装置检修、减产产能合计 930.5 万吨。目前聚酯平均负荷为 88%。从聚酯产品库存来看，近期聚酯产品库存有所下降，POY、FDY、DTY、涤纶短纤周平均库存为 13.6、15、17.4、5 天，处于 2018 年中等偏低水平。

图表 4 聚酯产品负荷情况


资料来源: CCF, 华创证券

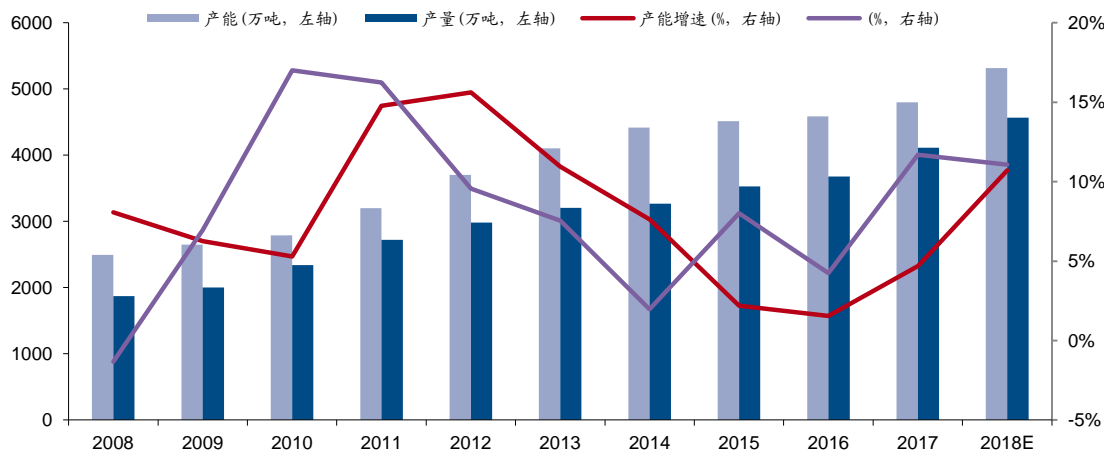
图表 5 聚酯产品库存情况


资料来源: CCF, 华创证券

(一) 供给端：行业龙头扩产，行业集中度提升

2018 年底，国内聚酯产能达到 5493 万吨，同比增长 14.4%，产能扩张加速；2018 年国内聚酯产量预计达到 4560 万吨，较 2017 年增加 450 万吨，同比增长 10.90%；全年聚酯负荷在 88.6% 左右，较 2017 年增加 1 个百分点。

图表 6 国内聚酯产能、产量及增速



资料来源：CCF，华创证券

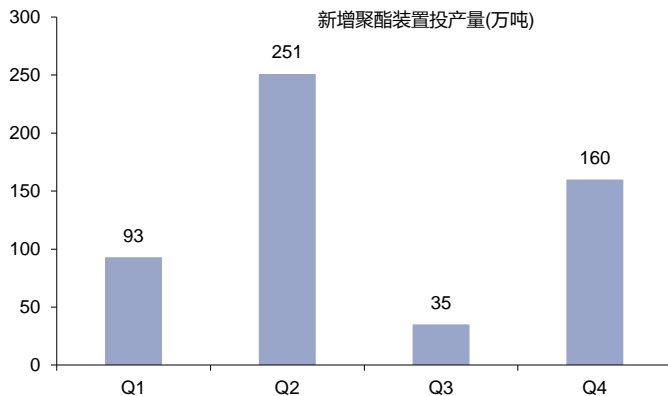
2018 年行业新增聚酯产能 539 万吨，老装置重启 80 万吨（不含技改扩容产能）。2018 年上半年聚酯行业处于繁荣期，大量新旧产能集中释放，上半年新增产能 344 万吨，占全年新增产能的 63.82%，老装置重启主要集中在上半年。从聚酯装置配套来看，主要为配套长丝、短纤和瓶片；配套涤纶长丝装置产能 311 万吨，占新增产能的 57.70%，配套瓶片和短纤的装置产能为 170、55 万吨，分别占新增聚酯产能的 31.54%、10.20%。

图表 7 2018 年国内聚酯装置投资情况

季度	厂家	产能 (万吨)	配套	季度	厂家	产能 (万吨)	配套	
一 季度	翔鹭	3	切片	三 季度	斯尔克	10	长丝	
	嘉兴石化	30	长丝		百宏	25	长丝	
	中石二期	30	长丝		四 季度	大发	15	短纤
	恒邦三期	30	长丝			澄星二期	60	瓶片
二 季度	华西村	10	短纤	新风鸣中欣		30	长丝	
	绿宇	10	长丝	优彩		10	短纤	
	澄星一期	60	瓶片	盛虹	25	长丝		
	盛虹	6	长丝	富威尔	20	短纤		
	恒腾三期	60	长丝	合 计	539			
	中石二期	30	长丝					
	三房巷	50	瓶片					
	山力	25	长丝					

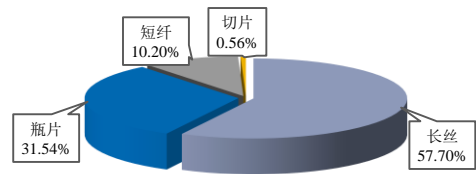
资料来源：CCF，华创证券

图表 8 2018 年各季度新增聚酯装置投产量



资料来源: CCF, 华创证券

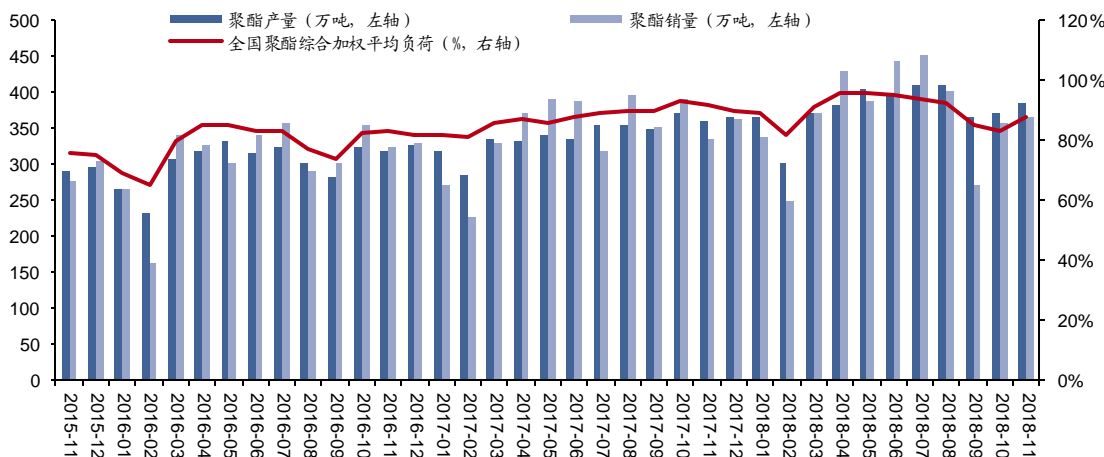
图表 9 2018 年新增聚酯装置配套情况



资料来源: CCF, 华创证券

不考虑春节因素, 2018 年 9 月以前国内聚酯综合加权平均负荷均保持较高水平, 整体产销情况尚可。9 月底到 10 月初, 聚酯行情回落, 产销 7-8 成, 近期产销逐步回升。

图表 10 国内聚酯月度产销情况



资料来源: CCF, 华创证券

从产能投放计划来看, 2019 年计划新增产能约 600 万吨, 产能仍处于扩张周期。从聚酯装置配套来看, 新增聚酯产能主要集中在涤纶长丝和瓶片, 其中涤纶长丝新增产能 388 万吨, 涤纶长丝扩产主要集中在桐昆股份、新凤鸣和恒逸石化三家企业, 行业扩产集中在龙头企业, 意味着行业集中度会越来越高; 聚酯瓶片主要集中在逸盛和浙江万凯。我们认为, 虽然产能处于扩张周期, 但 2019 年新增产能的实际产量并不会很大, 主要是: (1) 聚酯新增产能投放主要集中在下半年; (2) 弱景气周期下部分装置投产会延后。

图表 11 2019 年聚酯新增产能

产品	公司	配套产能(万吨)	地点	投产时间
长丝	桐昆股份	30	嘉兴	2019 年中
	恒优化纤	30	嘉兴	2019 年中
		30	嘉兴	2019 年下半年
	中跃化纤	28	湖州	2019 年 Q4

	中益化纤	60	嘉兴	2019 年 Q4
	嘉兴逸鹏	25	嘉兴	2019 年 Q1
		25	嘉兴	2019 年下半年
	海宁新材料	50	嘉兴	2019 年底
	南通恒科	60	南通	2019 年底, 预计推迟
	锦兴集团	50	晋江	2020 年底, 预计推迟
瓶片	大连逸盛	60	大连	2019 年下半年
	海南逸盛	50	洋浦	2019 年底
	浙江万凯	60	涪陵	2019 年底, 预计推迟
	中石化仪征	50	仪征	2019 年底
短纤	仪征化纤	20	扬州	2019 年
	江苏向阳	8	江阴	2019 年 Q1
	江苏华西村	10	江阴	2019 年 Q1
工业丝	浙江三维	20	台州	2019 年下半年
切片	浙江三维	25	台州	2020 年下半年

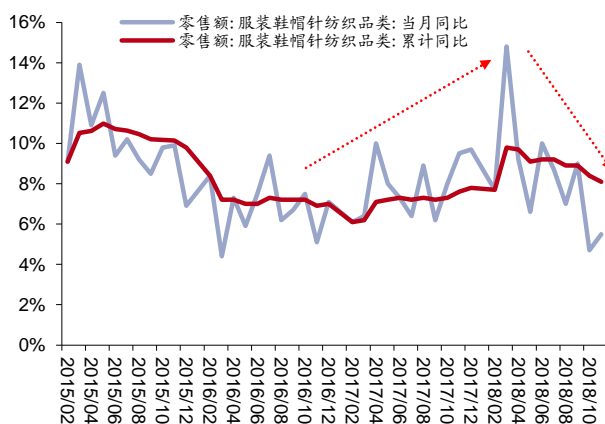
资料来源: CCF, 卓创资讯, 华创证券

(二) 需求端: 终端需求走弱, 出口或面临压力

1、宏观经济下行, 需求增速放缓

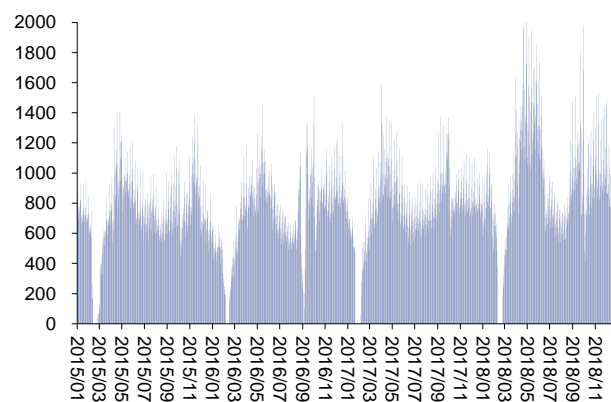
聚酯下游主要为纺织服装, 具有消费属性, 与宏观经济紧密相关。终端纺服内需从 2016 年底回升, 2018 年二季度开始走弱, 服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计增速从 3 月份的 9.80% 下滑至 11 月份的 8.10%。从轻纺城的成交数据来看, 2018 年轻纺城成交量集中在 4 月份, 目前轻纺城整体销售尚可, 12 月化纤坯布平均成交在 1000 万米/天。

图表 12 服装鞋帽针纺织品类零售额情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 轻纺城成交量 (万米/天)

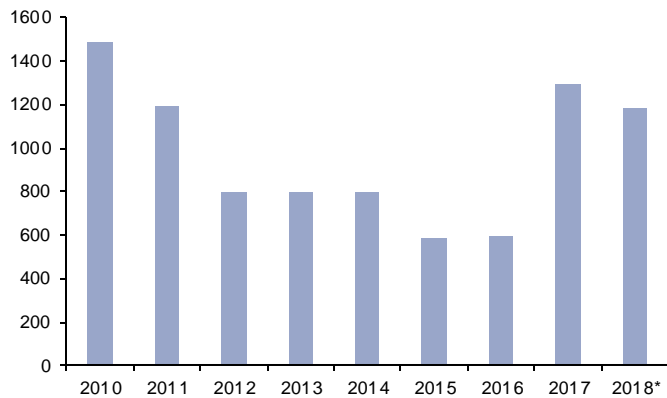


资料来源: CCF, 华创证券

2017-2018 年是下游加弹机投产高峰, 2018 年预计新增加弹机 1200 台左右, 是过去几年的 2 倍。根据 CCF 数据, 国内 8 月份开始加弹机新的订货量就出现明显下降, 预计 2019 年加弹机新增台数将回归至 1000 台以内。从下游织

造投产来看，2018 年织造机器的新增依旧保持较高增长，尤其是江浙环保整治织机产能搬迁过程中产能不降反升；但增速有所分化，喷水织机、经编机、圆机 2018 年国内销售量增速分别为 94.5%、1.4%、-11.0%。织造景气有所下滑，行业经济效益下滑明显，预计 2019 年织造机器投产量也将减少。

图表 14 加弹机新增台数



资料来源: CCF, 华创证券

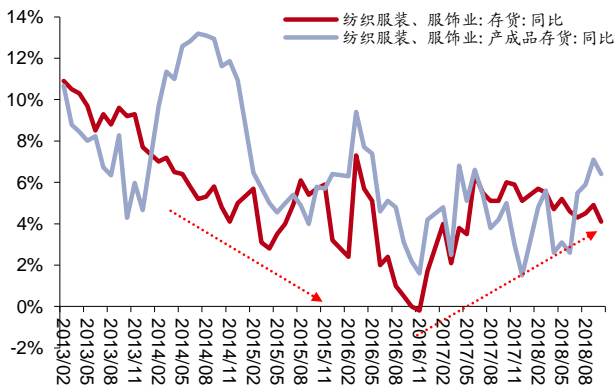
图表 15 新织造机器国内销售量同比增长

	2016 年	2017 年	同比	2018 年	同比
喷水织机	30000	34000	13.3%	65000	94.5%
经编机	3331	4700	41.1%	4765	1.4%
圆机	21000	21500	2.4%	19100	-11.0%

资料来源: CCF, 华创证券

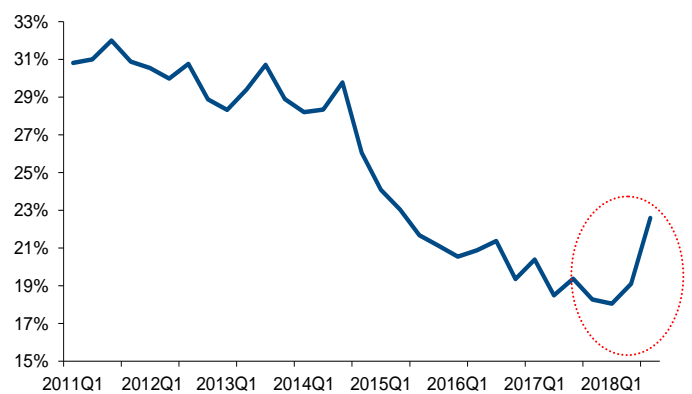
从下游纺织服装业库存来看，2017 年前纺织服装行业处于去库存状态，2016 年底存货和产成品库存下降至低位。2017 年行业开始，行业开启补库存周期，截止目前纺服行业整体库存水平已经上升。今年下半年以来，终端需求走弱，纺服企业库存上升尤为明显，三季报 A 股纺服上市公司存货占总资产比值上升至 22.59%。

图表 16 纺织服装服饰业存货增速



资料来源: Wind, 华创证券

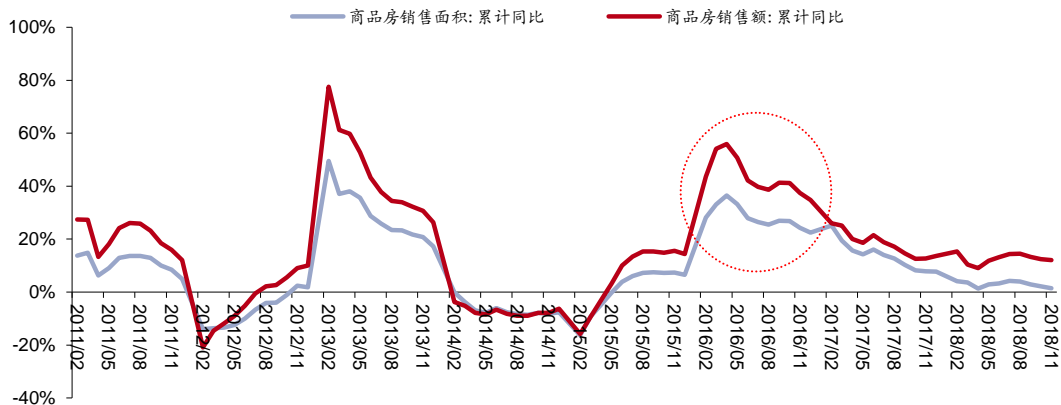
图表 17 A 股纺服上市公司存货/总资产



资料来源: Wind, 华创证券

家纺市场也是聚酯的重要下游，家纺需求一般滞后房地产一年左右。2016 年房地产处于销售高峰，2017 年房地产市场有所降温。家纺市场需求可以分为置换需求和新增需求，置换需求与宏观经济、家庭消费能力密切相关，经济承压下行背景下置换需求也会趋弱；新增需求滞后房地产一年，2017 年该部分需求处于需求高峰，2018 年以来新增需求部分逐步走弱。

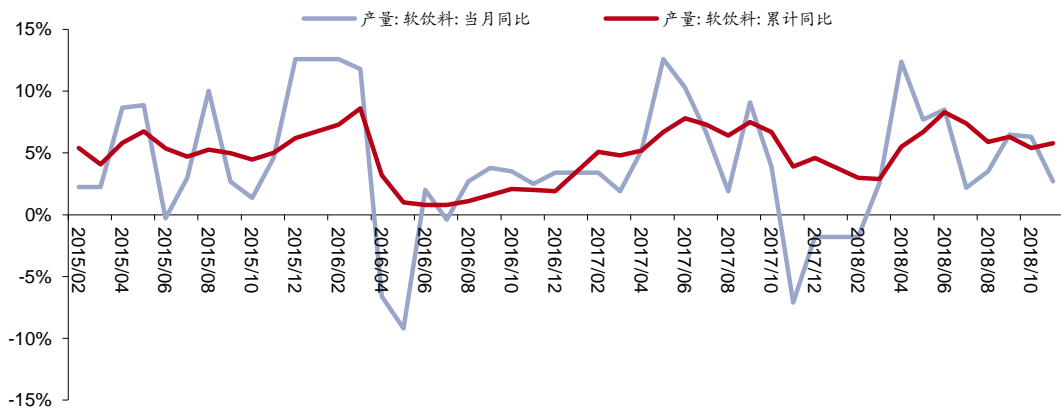
图表 18 国内商品房销售面积及销售额累计增速



资料来源: Wind, 华创证券

国内聚酯瓶片主要下游消费领域是软饮料, 2017 年占比达到 55%。从国内软饮料产量来看, 2018 年 1-11 月软饮料累计增速为 5.80%。2018 年增速虽然高于 2017 年的 3.90%, 但是从统计局公布的产量值来看, 实际统计为限额以上的规模企业; 2018 年 1-11 月国内软饮料累计产量 1.44 亿吨, 低于 2017 年的 1.70 亿吨, 侧面反映今年不少企业实际是未能达到统计限额。随着消费者对健康、天然等理念的关注, 传统的碳酸饮料销售下滑已经不可逆转, 蛋白饮料、凉茶饮料、植物饮料的市场争夺战也是日益剧烈, 而瓶装饮用水仍维持较为良好的增长。

图表 19 国内软饮料产量及增速



资料来源: Wind, 华创证券

2、贸易摩擦“抢出口”现象明显, 出口或面临压力

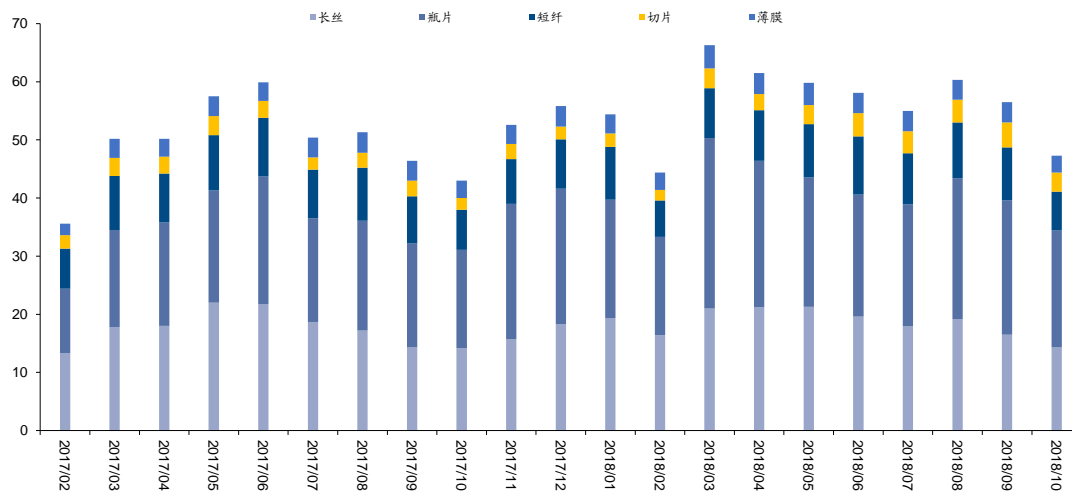
2018 年聚酯产品出口 654 万吨左右, 相比 2017 年增加 100 万吨, 贡献 21.98% 的聚酯增量。细分来看, 100 万吨中出口增加最多的为瓶片, 2018 年瓶片出口 280 万吨, 较 2017 年增加 64 万吨。聚酯瓶片出口增加的主要原因有: ① 海外 M&G 和 JBF 将近 110 万吨产能意外停车产生供应缺口; ② 欧盟取消反倾销关税; ③ 从 2018 年 11 月起, 聚酯瓶片出口退税率从 13% 上调至 16%。下半年开始海外意外停车装置逐步重启, 瓶片重新认证完成后国内出口增量将下滑。涤纶长丝 2018 年出口 225 万吨, 贡献 21% 的增量。短纤、切片、薄膜 2018 年出口相对稳定, 增量分别为 8、2、5 万吨。

图表 20 聚酯出口情况 (万吨)

	2017 年	2018 年*	增量
长丝	204	225	21
短纤 (原生)	64	72	8
瓶片	216	280	64
切片	32	34	2
薄膜	38	43	5
合计	554	654	100

资料来源: CCF, 华创证券

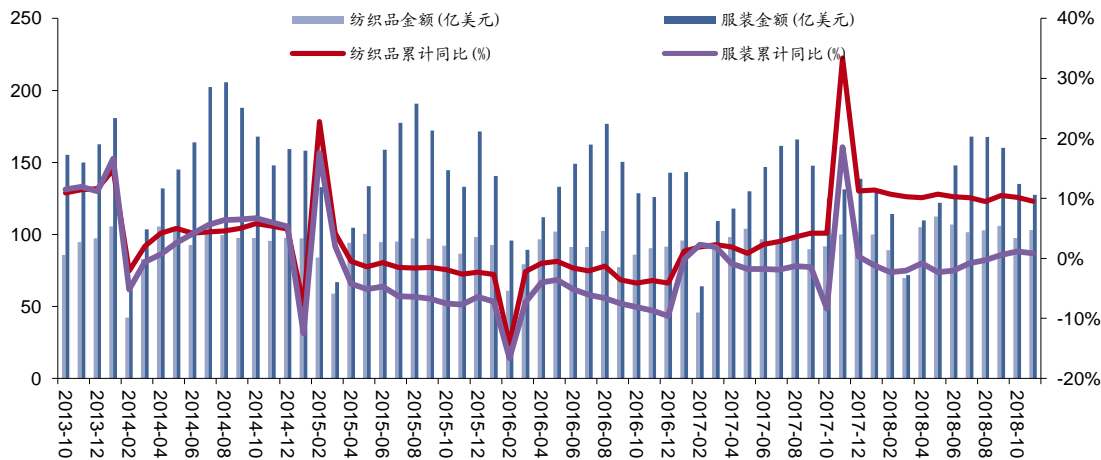
从月度出口数据来看, 2018 年上半年出口增速维持在 20% 以上, 自下半年开始出口增速有所放缓。2018 年 10 月聚酯出口合计 47.3 万吨, 同比增长 10%。

图表 21 聚酯月度出口情况 (万吨)


资料来源: CCF, 华创证券

从纺织品服装出口来看, 2018 年 1-11 月我国纺织品服装出口 2549.31 亿美元, 同比增长 4.23%。其中, 纺织品出口 1094.21 亿美元, 同比增长 9.54%, 服装及其附件出口 1455.11 亿美元, 同比增长 0.83%。受中美贸易战影响, 2018 年纺织品存在“抢出口”的现象。目前中美贸易战虽处于休战阶段, 但仍存在不确定性; 若届时双方不能达成协议, 纺织品出口将加征关税 25%。2017 年国内纺织品出口 1104.88 亿美元, 其中出口美国 123.9 亿美元, 出口美国依赖度为 3.04%, 纺织品服装出口仍需关注贸易战进展。

图表 22 纺织品服装出口



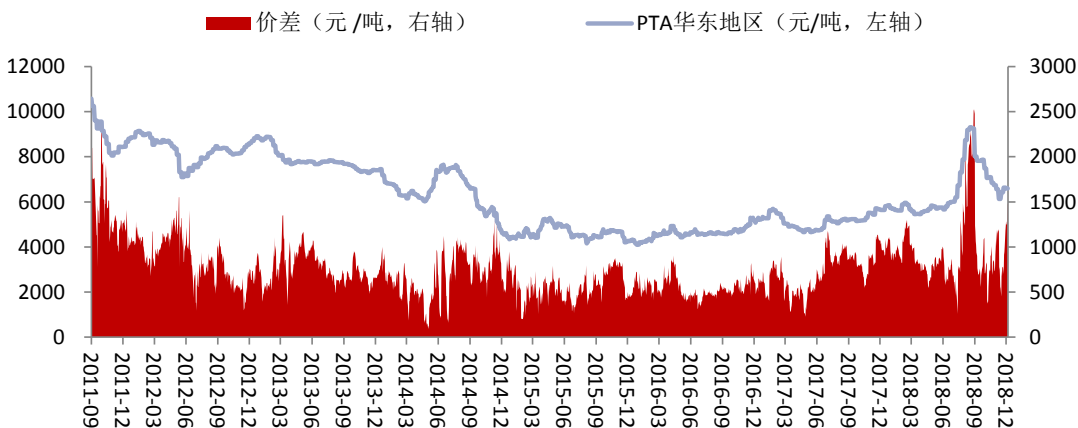
资料来源: CCF, 华创证券

二、原料端：PTA 新增产能有限，炼化项目投产重塑 PX 格局

(一) PTA: 新增产能有限，供需格局或继续改善

2018 年上半年 PTA 在 5400-6000 元/吨区间窄幅震荡，一季度终端需求延续强势，生产企业装置开工积极性提高，PTA 现货加工差扩大至 1000 元/吨偏上水平；二季度下游需求维持，叠加生产企业检修较多，PTA 市场价格总体偏强势。下半年 PTA 经历“过山车”行情，三季度下游聚酯装置高负荷运行，新增聚酯装置投产，PTA 需求旺盛，成本端人民币贬值 PX 价格支撑，PTA 价格大幅上涨，华东地区 PTA 价格最高涨至 9300 元/吨，价差最高达到 2500 元/吨；PTA 价格快速上涨导致下游成本转嫁困难，聚酯装置纷纷减产停车，同时下游投机性需求减少，9 月中旬 PTA 进入快速下跌阶段；四季度在油价下跌、需求转弱背景下延续下跌走势。

图表 23 PTA 价格及价差



资料来源: Wind, 华创证券

2018 年国内聚酯产量预计达到 4560 万吨，按照 0.86 的单耗计算，聚酯对应 PTA 的需求量为 3921.6 万吨；其他 PTA 消费领域平均每个月需求量约 12.5 万吨，对应全年 PTA 需求量 150 万吨；PTA 全年需求量约 4070 万吨。2018 年底

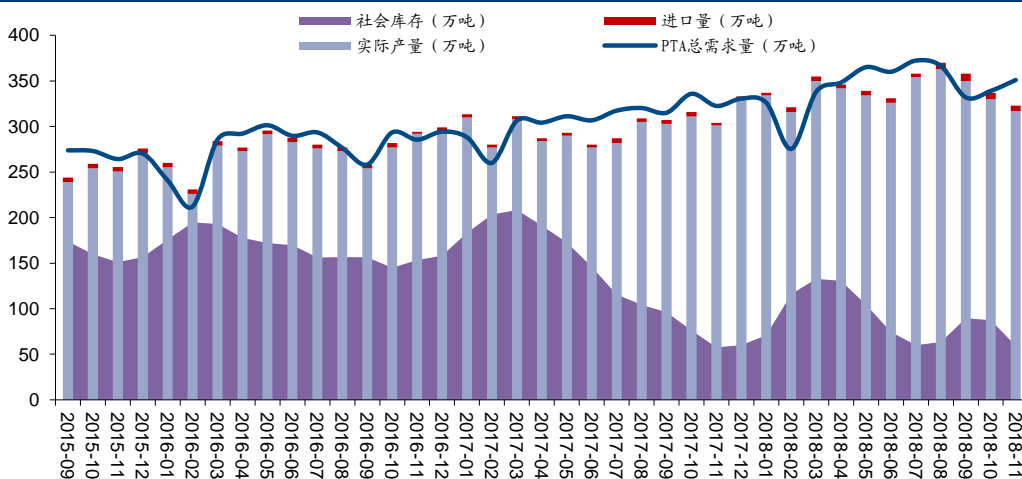
PTA 产能为 4578 万吨（剔除长期关停装置），全年产量为 4080 万吨，整体来看 2018 年 PTA 供需紧平衡。从月度供需平衡表来看，一季度 PTA 库存有所累积，二季度开始下游聚酯需求向好，PTA 库存逐步降低，6 月份以来行业库存一直处于 100 万吨以下。

图表 24 2011-2018 年国内 PTA 生产消费情况

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 年	2018 年*
PTA 产能	2006	3298	3328	4348	4693	4613	4703	4578
PTA 产量	1720	2035	2605	2818	3104	3310	3586	4080
进口量	653	537	274	116	75	50	54.3	80
出口量	3	1	13	46	62	69.4	52.3	90
表观消费量	2370	2571	2866	2888	3117	3291	3588	4070
进口依存度	28%	21%	10%	4%	2%	2%	2%	2%

资料来源：CCF，华创证券

图表 25 PTA 月度供需平衡表



资料来源：CCF，华创证券

2019 年国内 PTA 新增产能有限，目前比较确定的仅有新凤鸣 220 万吨和恒力石化四期 250 万吨，但两套装置预计最快将在 2019 年四季度投产试车；由于新装置投产试车需要一定时间，两套装置 2019 年实际贡献 PTA 产量并不大。2019 年 PTA 产量增量来自于有重启预期的福海创 150 万吨装置及四川晟达 100 万吨装置，福海创在 2019 年 1 月份有重启预期，最终是否重启取决于 PX 的重启进度，四川晟达装置建成已有一段时间，搁置主要原因是 PX 问题，不排除未来从新疆地区调拨 PX 原料。但是从目前的产能规划来看，2019 年后 PTA 产能将大幅增加，届时 PTA 供需格局或将发生变化。

图表 26 2019 年及以后国内 PTA 项目投产计划

企业	产能（万吨）	地点	投产时间
四川晟达	100	南充	已建成，原料供应存在问题
福海创	150	漳州	重启进度取决于 PX 的重启进度，1 月有重启预期
新凤鸣	220	嘉兴	2019 年 Q4
恒力石化四期	250	大连	2019 年 Q4

企业	产能（万吨）	地点	投产时间
中泰昆玉	120	新疆库尔勒	2020年
中金石化	330	宁波	2020年
台化	150	宁波	2020年
虹港石化	250	江苏	2020年
福建百宏	240	福建	2020年
中金石化	330	宁波	2020年
恒力石化五期	250	大连	2020年
福建佳龙（二期）	200	石狮	2021年
华彬石化	220	绍兴	2021年
汉邦石化	220	天津	2022年
百宏	200	福建	2022年
蓝山屯河	120	新疆	2022年
桐昆石化	240	江西	2022年
云天化	100	昆明	2023年
宝塔石化	120	宁夏	进程暂停

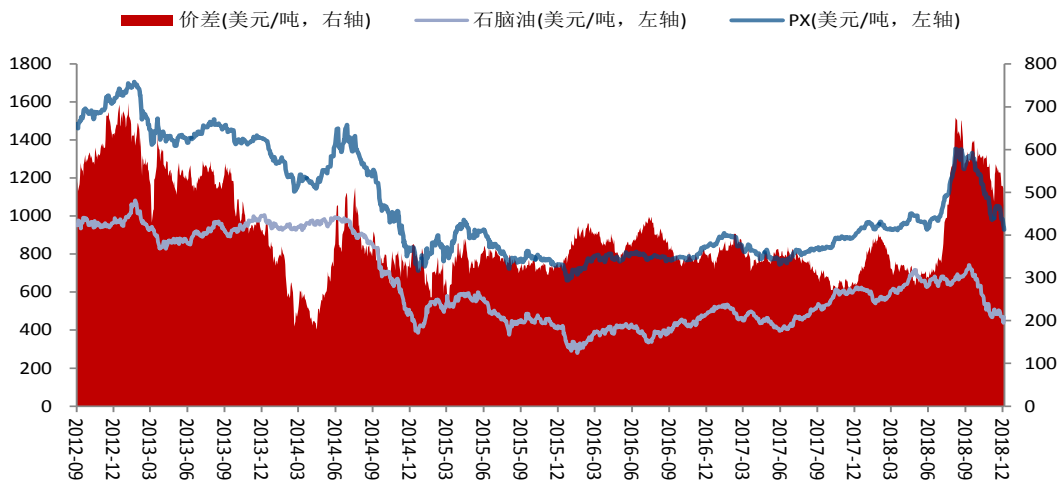
资料来源：CCF，卓创资讯，华创证券

假设 2019 年 PTA 装置负荷维持 2018 年平均水平，我们预计 2019 年 PTA 产量 4300 万吨左右。2019 年聚酯产量增长率在 6.5% 左右，总产量约 4850 万吨，对应 PTA 需求 4171 万吨。综合考虑其他领域的需求增长及出口需求增加，预计 2019 年 PTA 总需求量为 4335 万吨，则全年 PTA 社会库存去化 35 万吨左右。

（二）PX：炼化项目重塑 PX 格局，产业链利润或重新分配

除了 7-9 月份 PX 价格大幅上涨外，2018 年 PX 价格走势基本与原油-石脑油价格走势一致。上半年聚酯产业链供需面整体偏弱，PX 价格窄幅震荡；下半年，特别是三季度，PX 价格大幅上涨，最高涨至 1335 美元/吨；一方面 PTA 装置负荷提升，对应 PX 需求增加；另一方面原油价格上涨，人民币贬值，成本端给予强有力支撑。价差方面，2018 年全年 PX-石脑油平均价差为 429.42 美元/吨，其中上半年平均价差为 334.68 美元/吨，下半年平均价差为 523.42 美元/吨，PX-石脑油最高价格达到 675 美元/吨。

图表 27 PX 价格及价差



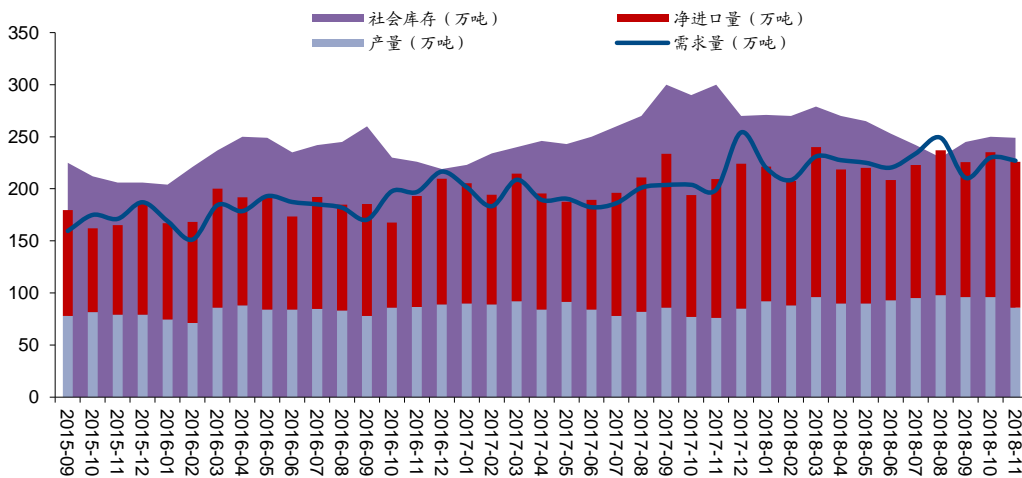
资料来源: Wind, 华创证券

2018 年 PX 无新增产能, PX 产能仍为 1463 万吨, PX 产量达到 1109 万吨, 产能利用率有所提升。2018 年国内 PX 主要依靠进口, 进口依存度为 58.60%。2018 年 PTA 无新增产能, 主要增量来自于 2017 年底投产的嘉兴石化二期; 2018 年全年 PTA 产量 4080 万吨, 按照 0.655 的单耗计算, 对应 PX 的需求量为 2672.4 万吨。从月度供需平衡表来看, 上半年, PX 期初库存较高, PTA 检修较多开工低于预期, 库存去化缓慢; 下半年, PTA 集中检修结束, 负荷大幅提升, 而 PX 负荷增速低于 PTA, 导致 PX 开始出现供不应求, 库存快速消化。

图表 28 2011-2018 年国内 PX 生产消费情况

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
PX 年底产能	826	906	1118	1270	1440	1440	1463	1463
产能增长率	13.77%	9.69%	23.40%	13.60%	13.39%	0.00%	1.60%	0.00%
PX 产量	707	770	827	945	934	991	1015	1109
PX 进口量	498	629	905	997	1164	1236	1443	1570
PX 出口量	37	19	18	10	12	6	4	0
PX 表观消费量	1168	1380	1714	1932	2086	2221	2454	2679
需求增长率	23.08%	18.15%	24.20%	12.72%	7.97%	6.47%	10.49%	9.17%
进口依存度	42.60%	45.60%	52.80%	51.60%	55.80%	55.00%	58.80%	58.60%

资料来源: CCF, 华创证券

图表 29 PX 月度供需平衡表


资料来源: CCF, 华创证券

2019-2023 年期间亚洲 PX 新增产能总计 4220 万吨, 其中中国 PX 新增产能高达 3790 万吨, 呈现井喷式增长态势。恒力石化于 2018 年底启动常减压等装置的投料开车, 浙江石化、恒逸文莱项目按照预期推进, 盛虹炼化也已开工建设, 随着炼化项目的稳步推进, 国内 PX 严重依赖进口的局面将改变, 我们预计 2020 年国内 PX 能够完全实现自给自足。若新增项目按计划进行, 预计到 2022 年国内 PX 将出现过剩局面。

图表 30 2019 年及以后国内 PX 项目投产计划

厂家名称	产能 (万吨)	投产时间	地点
恒逸石化	150	2019 年 H2	文莱
恒力石化	450	2019 年 Q2	中国大连
弘润石化	80	2019 年 Q2	中国山东
海南炼化二期	100	2019 年 Q2	中国海南
浙江石化项目一期	400	2019 年 Q4	中国舟山群岛
东营联合石化	200	2019 年 Q4	中国山东
中海油惠州二期	100	2019 年 Q4	中国惠州
阿美 (吉赞)	60	2020 年	沙特
中化泉州	80	2020 年	中国泉州
汉邦石化	160	2020 年	中国天津
宁夏宝塔	80	2020 年	中国宁夏
陕西华电榆林	60	2020 年	中国陕西
旭阳石化	200	2021 年	中国曹妃甸
盛虹石化	200	2021 年	中国连云港
宁波中金二期	200	2021 年	中国宁波
浙江石化项目二期	400	2021 年	中国舟山群岛
河北玖瑞	80	2021 年	中国河北
卡塔尔石化	80	2022 年	卡塔尔
国家石化	140	2022 年	阿联酋

厂家名称	产能（万吨）	投产时间	地点
新华联合	400	2022年	中国曹妃甸
洛阳石化	60	2022年	中国洛阳
兵器工业集团	160	2023年	中国盘锦
广西扬帆能源	100	2023年	中国广西
东明石化	100	2023年	中国山东
日照岚桥石化	100	规划中	中国山东
森岳国际能源	80	规划中	中国山东
总计	4220	--	--

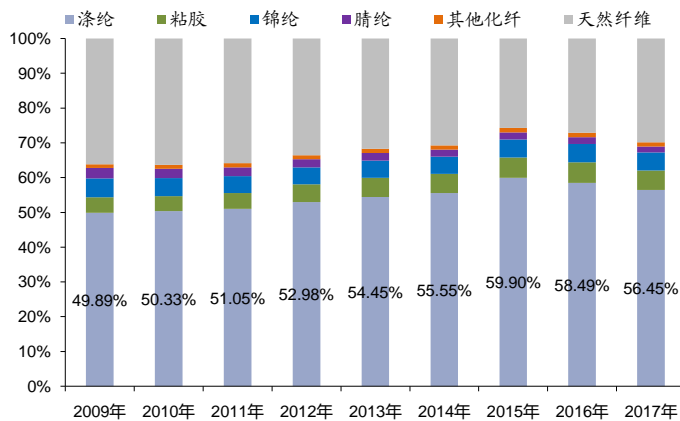
资料来源：卓创资讯，华创证券

三、行业格局：产业链完备竞争力突出，行业龙头强者恒强

（一）PX 缺失环节得以补齐，产业链一体化日趋完善

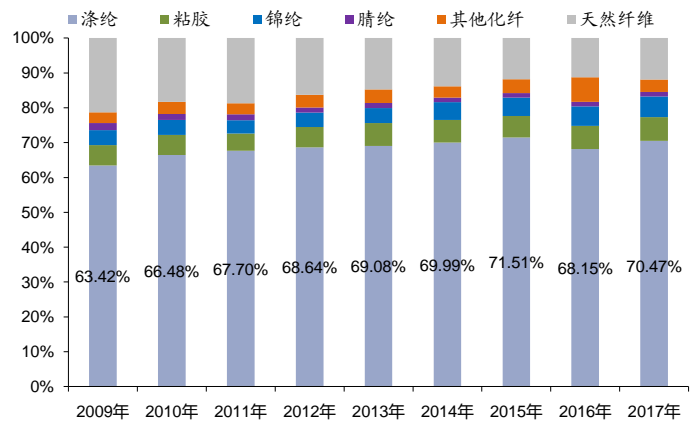
经过近 10 年的发展，化学纤维市场占比不断提高。2017 年全球化纤产量 6682 万吨，占比超过 70%；其中涤纶长丝产量 5377 万吨，占比为 56.45%。从中国纤维产量结构来看，化纤产量占比高于全球。2009 年涤纶占纤维产量比重为 63.42%，2017 年提升至 70.47%。

图表 31 2009-2017 年全球纤维产量结构图



资料来源：日本化纤手册，华创证券

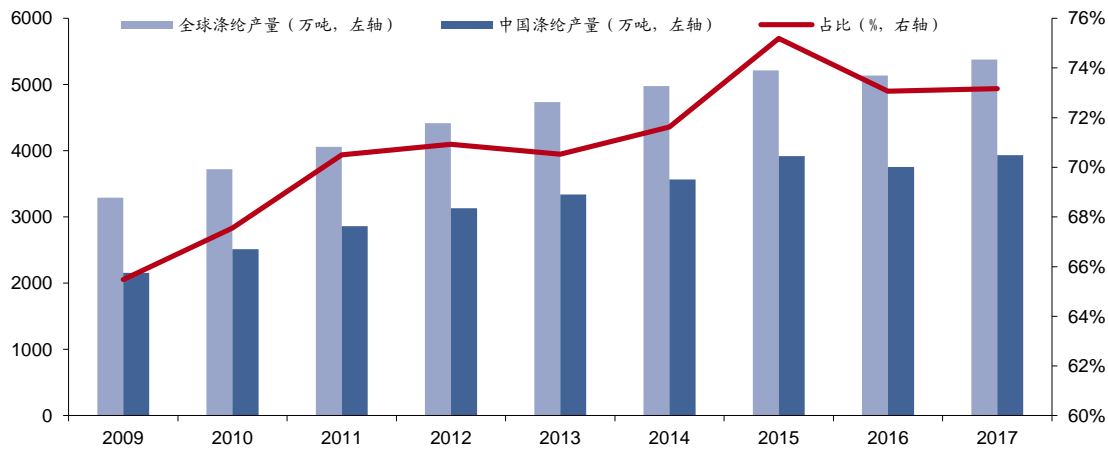
图表 32 2009-2017 年中国纤维产量结构图



资料来源：中国化学纤维工业协会，华创证券

我国聚酯产能在全球规模绝对领先。以涤纶长丝为例，2009 年全球涤纶长丝产量 3289.8 万吨，中国涤纶长丝产量 2154.23 万吨，占比为 65.48%；2017 年全球涤纶长丝产量 5377 万吨，中国涤纶长丝产量 3934.26 万吨，占比提升至 73.17%。

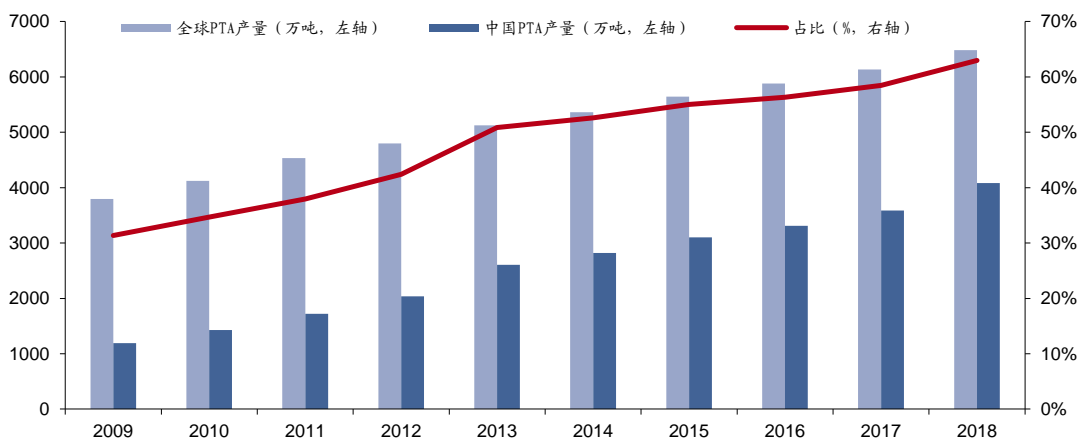
图表 33 2009-2017 年全球及中国涤纶产量



资料来源：日本化纤手册，中国化学工业协会，华创证券

经过多年的PTA产业布局，目前我国PTA产能已经遥遥领先。2018年国内PTA产量预计4080万吨，占全球PTA产量62.96%。相比国外生产装置，国内PTA单体生产装置平均产能高（目前我国PTA装置单线产能基本在100万吨以上，恒力石化单线产能220万吨），集中度较高，规模优势明显。

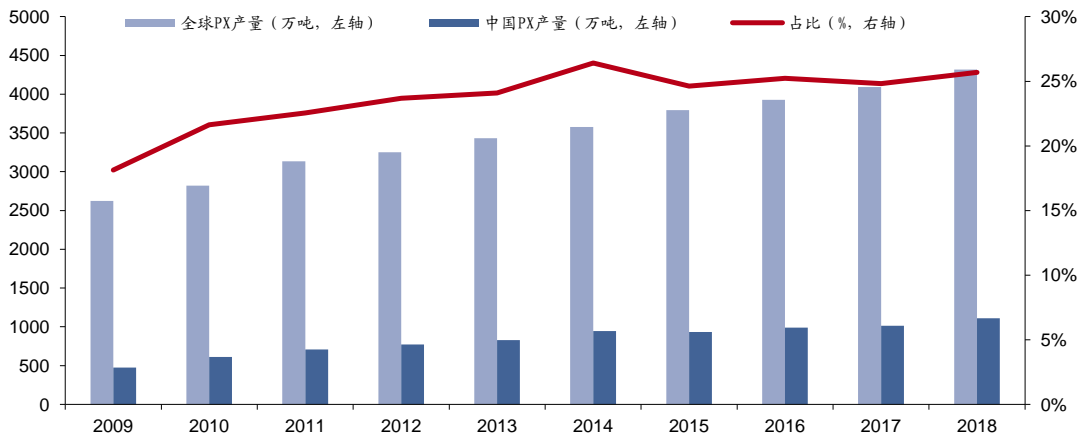
图表 34 2009-2018 年全球及中国 PTA 产量



资料来源：Bloomberg，CCF，华创证券

PX严重依赖进口，是聚酯产业链中长期的一个环节。2018年全球PX产量4318.7万吨，国内PX产量1109万吨，占比仅为25.68%。国内PX需求超过一半以上依赖进口。

图表 35 2009-2018 年全球及中国 PX 产量



资料来源: Bloomberg, CCF, 华创证券

随着 PX 新产能的投产, 对外依赖度将大大减少, 产业链一体化日趋完善。目前国内聚酯企业中仅荣盛石化的子公司中金石化具有 160 万吨 PX 生产能力, 恒力股份、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份等在聚酯和 PTA 环节已实现一体化的涤纶企业向上游布局建设炼化项目, 恒力炼化项目已于 2018 年底投料试车, 浙江石化、恒逸文莱项目稳步推进, 盛虹炼化项目已经开工建设; 预计恒力炼化 2019 年上半年将产出 PX, 浙江石化、恒逸文莱项目将于下半年产出 PX。

图表 36 国内主要聚酯企业产能配套情况

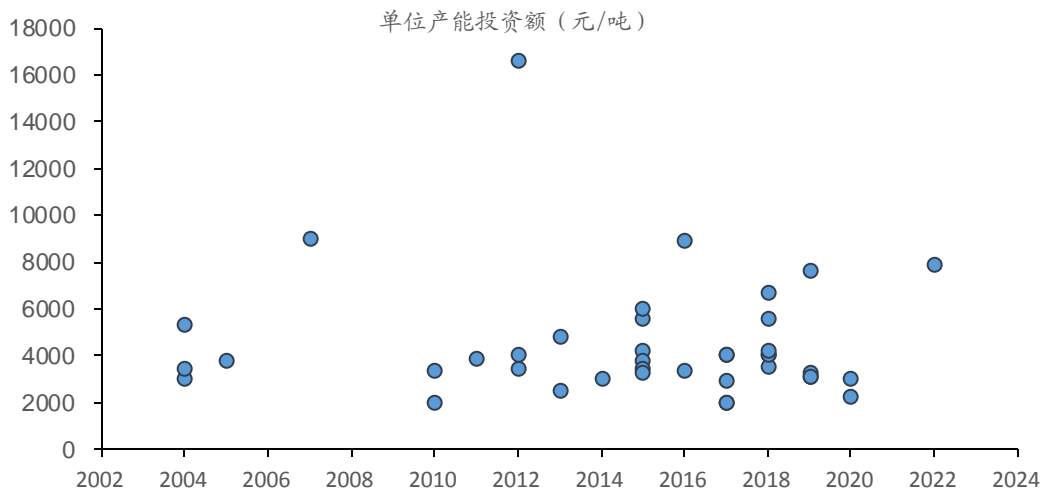
企业	聚酯权益产能 (万吨/年)				PTA 权益产能 (万吨/年)				PX 权益产能 (万吨/年)		
	现有	新增	合计	PTA 需求量	现有	新增	合计	PX 需求量	现有	新增	合计
恒力股份	266		266	228.76	660	250	910	596		450	450
荣盛石化	147.5		147.5	126.85	599		599	392	160	204	364
桐昆股份	570	90	660	567.60	400		400	262		80	80
恒逸石化	390	75	465	399.90	612		612	401		105	105
盛虹集团	190	20	210	180.60	240		240	157		280	280
新凤鸣	370	88	458	393.88		220	220	144			

资料来源: 公司公告, 华创证券 注: 聚酯、PTA 新增产能仅统计至 2019 年, PX 权益产能仅考虑一期项目

(二) 投资门槛愈发明显, 行业龙头强者恒强

聚酯行业单吨投资维持较高水平, 行业进入壁垒较高。我们整理了 2004 年以来涤纶行业固定资产投资情况, 可以看到: 涤纶长丝单吨投资额呈现略微下降趋势, 但总体维持相对高位。工艺技术的成熟、装置规模的扩大、建设经验的不断积累等多方面因素在一定程度上削减了投资额, 但行业单吨投资额仍然能够维持高位我们认为主要是消费升级背景下对涤纶长丝企业产品差异化、设备自动化提出较高的要求。以桐昆股份为例, 公司 2015-2020 年计划投产的 10 个项目平均单吨产能投资额约 3050 元/吨, 若不考虑技改项目, 平均单吨产能投资额达到 3280 元/吨。涤纶长丝行业规模经济效益明显, 目前行业内主要民用丝生产企业的产能基本上都达到了年产 100 万吨以上; 按照 100 万吨产能、3000 元/吨计算, 投资额高达 30 亿元, 对行业新进入者形成较高的资金壁垒, 同时行业新进入者还存在市场开拓、技术研发等问题。

图表 37 涤纶长丝单吨投资额



资料来源: Wind, 华创证券

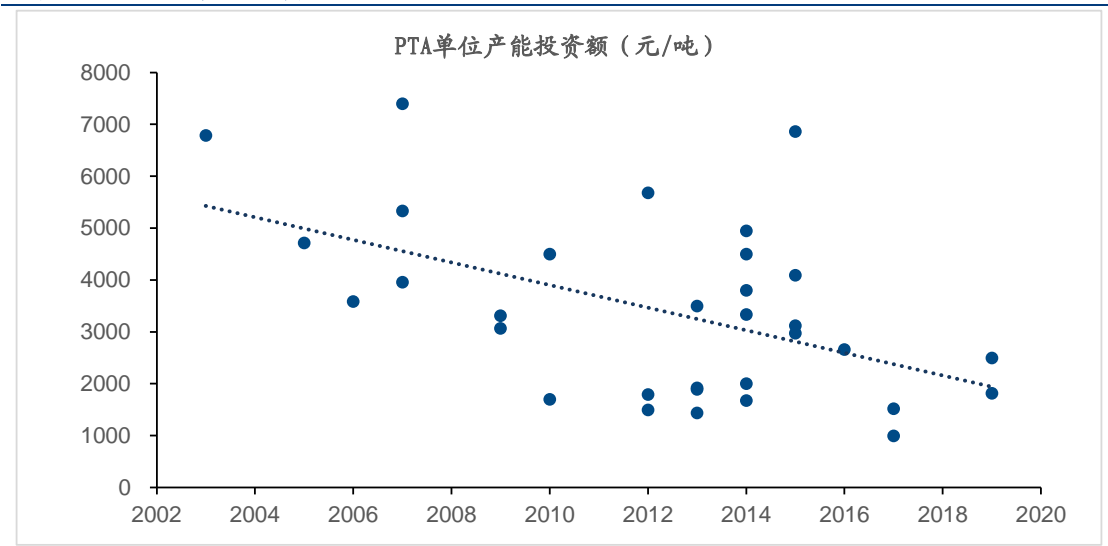
图表 38 桐昆股份涤纶长丝项目投资情况

投产时间	项目名称	投资额 (亿)	产品	产能 (万吨)	产能小计 (万吨)	单位产能投资额 (元/吨)
2015	年产 40 万吨差别化纤维项目 (恒腾二期)	13.00	涤纶长丝	40	40	3250.00
2016	年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	12.70	DTY	38	38	3342.11
2017	年产 30 万吨功能性纤维项目 (恒邦二期)	8.83	POY	30	30	2941.67
2017	年产 30 万吨功能性纤维项目 (恒邦二期)	3.99	POY	20	20	1995.00
2018	年产 20 万吨高功能全差别化纤维项目 (恒邦三期)	8.46	POY+FDY	20	20	4227.50
2019	嘉兴石化有限公司年产 30 万吨差别化 POY 项目	9.14	POY	30	30	3046.79
2019	年产 60 万吨功能性差别化纤维项目 (恒腾三期)	19.76	POY+FDY	60	60	3293.04
2019	嘉兴石化有限公司年产 30 万吨差别化纤维项目	9.31	FDY	30	30	3103.46
2020	年产 30 万吨绿色智能化纤维项目 (恒邦四期)	9.12	FDY	30	30	3038.33
2020	恒优化纤年产 30 万吨差别化 POY 技改项目	6.80	POY	30	30	2266.86

资料来源: 公司公告, 华创证券

从 PTA 单吨投资额来看, PTA 单吨投资额呈下降趋势。以恒力石化最新的 PTA-4 和 PTA-5 项目来看, 平均单吨投资额仅为 1179.03 元/吨, 但恒力石化两个 PTA 项目大部分公用工程及辅助设施可以依托现有已建二期装置。由于 PTA 装置规模优势明显, 对于行业新进入者单套装置产能需在 100 万吨以上才具备竞争力, 考虑公用工程及配套设施, 一套 100 万吨的 PTA 装置投资额将近 20 亿元。同时, PTA 装置的投产还需要考虑原料 PX 的可获得性, 若原料无法得到保障, PTA 装置建成搁置的概率非常大。

图表 39 PTA 单吨投资额



资料来源: Wind, 华创证券

对于炼化项目，不是简单的资金门槛问题，目前石化产业基地已基本成形。从聚酯产业链进入门槛来看，行业基本不存在新进入者。行业产能增加主要集中在现有聚酯企业，聚酯企业为保持其市场份额、增加市场竞争力而计划投产，向上游产业链延伸，形成产业链一体化发展。未来聚酯产业链料将继续呈现恒力股份、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、盛虹集团等民营企业占主导的局面，新增产能技术革新成本优势明显，龙头企业产能集中性投放将淘汰部分落后产能。聚酯产业链将呈现行业龙头强者恒强、强者愈强的格局。

(三) 超大行业空间且个股全球竞争力突出，中长期配置价值极高

1、桐昆股份：涤纶长丝龙头强者愈强，参股民营大炼化带来业绩增量

(1) 涤纶长丝行业龙头，PTA 达产降低生产成本。公司是涤纶长丝行业龙头，目前拥有涤纶长丝产能达到 570 万吨，19 年底将扩至 660 万吨，长丝市占率将由 14-15% 提升至 18-19%。公司强者恒强，强者愈强局面料将持续巩固。同时，嘉兴石化二期达产，公司 PTA 产能增加至 400 万吨；嘉兴石化二期工艺先进进一步降低成本，保障原料的稳定供应。

(2) 浙石化项目进展顺利，有望成公司重要业绩增量。浙江石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”作为民营炼化的标杆项目，项目建成后主要生产规模为炼油 4000 万吨/年，芳烃产能 1040 万吨/年，乙烯产能 280 万吨/年。目前项目进展顺利，主要配套工程主体基本完成，常减压装置即将开始投料，预计 2019 年实现全流程打通。公司持有 20% 浙江石化股权，项目达产后有望成为公司未来重要的业绩增量。

2、恒力股份：炼化项目投料生产，一体化优势逐步体现

(1) 加速布局 PTA 和聚酯业务，强化规模优势。公司 PTA 现有产能 660 万吨/年，依托现有 PTA 装置建造 PTA-4 和 PTA-5 生产线，计划分别于 2019 Q4、2020Q2 投产，届时产能将达到 1160 万吨/年。公司现有聚合能力 281 万吨/年，随着 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目以及 20 万吨高性能车用工业丝技改项目建成投产，公司聚酯总产能将超过 400 万吨/年。公司通过加速布局 PTA 和聚酯业务，优化全产业链结构，综合竞争实力不断提升。

(2) **炼化项目率先投产，一体化优势明显。**恒力炼化 2000 万吨/年炼化一体化项目于 2018 年底投料试生产，2019 年一季度实现达产，届时将形成“原油-芳烃-PTA-聚酯-民用丝及工业丝”完整产业链。同时，为充分利用炼化项目副产品，公司启动 150 万吨/年乙烯项目建设；目前该项目已获得核准和环评批复，并完成工艺包设计和长周期设备采购，预计 2019 年底之前建成投产。

3、恒逸石化：聚酯产业布局再扩大，文莱项目有序推进

(1) **大幅扩张聚酯产能，完善产业链布局。**公司通过收购太仓逸枫、嘉兴逸鹏和双兔新材料实现长丝产能跨越式发展，增加聚酯产能 144.5 万吨（太仓逸枫 24.5 万吨、嘉兴逸鹏 20 万吨、双兔 100 万吨），目前公司参控股聚酯产能合计 410 万吨，并购整合相关聚酯资产不断推进，有望在未来 3-5 年扩大至 1000 万吨，进一步完善产业链布局。

(2) **文莱项目进展顺利，一体化优势保障利润增长。**通过文莱 PMB 项目的实施，公司形成上下游炼化一体化产业格局。目前文莱项目进展顺利，预计将在 18 年底建成，19 年一季度实现投产，资本金、债券及银团贷款资金顺利到位保障项目按期投产。

4、荣盛石化：民营石化行业龙头，浙石化项目进展顺利

(1) **中金石化盈利显著，炼化项目稳步推进。**公司目前拥有涤纶长丝产能 110 万吨，PTA 权益产能 600 万吨，PX 产能 160 万吨。中金石化 PX 产能 160 万吨，目前满负荷运行；主要原料为燃料油与石脑油混合，未来通过合成气制氢解决氢气不足问题，进一步提升燃料油添加比例，降低生产成本。

(2) **浙石化项目进展顺利，一体化优势明显。**浙江石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”作为民营炼化的标杆项目，项目建成后主要生产规模为炼油 4000 万吨/年，芳烃产能 1040 万吨/年，乙烯产能 280 万吨/年。目前项目进展顺利，主要配套工程主体基本完成，常减压装置即将开始投料，预计 2019 年实现全流程打通。浙江石化炼化一体化项目规模、配套优势明显，为公司未来增长点。

5、东方盛虹：差异化长丝行业龙头，背靠盛虹集团“炼化-PTA-涤纶”一体化格局渐显

(1) **差异化竞争优势突出，盈利水平领先行业。**国望高科现有涤纶长丝产能 190 万吨，产品定位高端。受益于持续的研发投入（研发费率常年在 3% 以上，领先同行），公司产品和普通市面产品具有显著的差异化，其主要产品 DTY（2017 年占总营业收入的 53%）价格比普通产品市价平均高出达 2500 元/吨，毛利率更远远高出。目前，公司涤纶长丝差别化率超过 85%，随着加弹机购置项目以及港虹纤维项目推进，公司差别化率将进一步提升。而差异化的产品生产和直面终端的营销模式保证公司能迅速对市场需求做出反应，提高公司的市场议价能力。

(2) **集团综合实力雄厚，未来有望实现“炼化-PTA-涤纶”一体化布局。**国内民营炼化正逐步实现炼化-PTA-涤纶的一体化布局，产业链整体竞争优势显著提升。盛虹集团旗下除了以涤纶长丝为主的国望高科外，还有以炼化和 PTA 业务为主的盛虹石化，其中：(1)PTA 业务：目前 PTA 产能 150 万吨，另有 240 万吨改扩建项目，公司承诺 1 年内将启动虹港石化整体注入上市公司；(2)炼化项目：建设规模为 1600 万吨/年炼油、280 万吨/年对二甲苯、110 万吨/年乙烯，目前炼化项目已开工建设，预计 2020 年投料试车。据环评报告测算，项目投产后年均净利润达 75.57 亿元，折算吨原油利润 472.33 元。

6、新风鸣：涤纶长丝成本行业领先，PTA 项目稳步推进

(1) 涤纶长丝行业龙头，成本优势明显。公司是涤纶长丝行业龙头之一，目前实际产能超过 370 万吨（POY 占比超过 70%），2020 年产能将达 560 万吨，市占率进一步提升。公司聚酯设备先进，自动化程度高，在单耗、人工等指标上成本优势明显。

(2) PTA 项目稳步推进，产业链延伸强化成本优势。PTA 项目有序推进，预计 220 万吨/年 PTA 项目 2019 年投产，2020 年全部达产，届时公司将打通 PTA-聚酯-涤纶产业链。按照公司 2020 年 560 万吨长丝产能计算，PTA 需求达到 478.8 万吨，新增 220 万吨 PTA 产能完全能够被自身合理消化；同时，PTA 项目的实施将保证稳定的原材料供应，降低原材料价格波动风险公司。

四、风险提示

宏观经济下行，需求不及预期，项目进展不及预期。

化工组团队介绍

组长、高级分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士，丹麦奥尔堡大学创新管理硕士（第二学位）。2015年加入华创证券研究所。

助理研究员：贺顺利

中国农业大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄振华

上海财经大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：孟瞳媚

新加坡国立大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500