

卡位垃圾处理核心环节，锦纶、Lyocell 业务迎来放量

■工程咨询先驱型服务商，专注锦纶、新增 rPET 和 Lyocell 业务：公司是锦纶工程服务领域自主可控龙头，年报显示市场占有率超过 90%。具有聚合、纺丝、在线监测及控制核心技术。坚持 20% 预收款模式，现金能力较强，毛利率长期在 40% 以上。收购国际固相增粘工程技术提供商 Polymetrix 切入 PET 回收领域，Polymetrix 在 SSP 领域全球市场占有率达 90%。2019 年 4 月公司在市场空间较大 Lyocell 纤维领域取得突破，主营迎来从三大业务同时增长的局面。

■卡位废塑料处理核心环节，再升 PET 享固废经济时代盛宴：控股子公司 Polymetrix 可提供一站式食品级 rPET 集成解决方案，获得了可口可乐、雀巢、达能等安全资质认证。发展中国家集体禁止“洋垃圾”，预计 2025 年欧美国家废塑料回收量超过 2000 万吨/年，保守预测欧美新增 PET 再生规模超过 500 万吨，估算投资额在 150 亿元以上。我国“垃圾分类”实施在即，华东、华南及华中等人口密集区望催生 200 万吨级 rPET 市场，作坊化业态面临变革，规模化投资热情上升，预计新增投资需求 240 亿以上。2018 年 Polymetrix 再生 PET 业务实现跨越式增长，新签订单 4.18 亿元，2019 年 3 月与 Envasas Universales de Mexico 签署《食品级再生聚酯瓶片合同》，金额约合 7583 万元，未来 5 年有望保持高速增长势头。

■锦纶产能扩张加速，“天丝”工艺突破迎来放量：锦纶作为中高端纤维，占化纤总产量比例不足 7%，低于全球平均水平。大炼化投产和煤化工技术突破加速原料 CPL 成本下降，锦纶进入快速上产阶段。据隆众、卓创统计，2019 年新增己内酰胺产能 55 万吨，新增 PA6 聚合产能 115.5 万吨，新规划基地建设超 300 亿，公司国内新签订单额有望突破 10 亿。此外，被国外技术封锁多年 Lyocell 纤维（天丝）迎来国产技术突破，单套产能从 1.5 万吨级别向 5 万吨以上规模扩张。目前我国 Lyocell 产能 4 万吨，2018-2019 年规划新建项目 56 万吨，新增投资额约 193 亿。公司 4 月首单 Lyocell 纤维合同约 5.85 亿元，新订单将迎来放量。

■投资企业征信评价平台，打造大数据和智能制造服务商：公司间接持有金电联行股权比例 17.5%，金电联行被列为首批 27 家综合信用服务试点机构。公司依托金电联行信用技术，打造大数据+智能制造业务平台。募投纺织产业大数据工厂项目建设进度 19.15%，累计实现效益 2393.3 万元。化纤企业走智能化需求加速，2018 年公司智能化系统解决方案收入 5593.86 万元，同比增长 94.9%，募投项目将持续贡献增量。

■投资建议：预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.66、1.12、1.62 元；首次给予买入-A 投资评级，6 个月目标价为 25.2 元，相当于 19-21 年 PE 38/22/15 倍。

■风险提示：需求下行致项目进度放缓，相关政策实施持续性不及预期等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	293.2	619.5	1,059.4	1,737.4	2,432.4
净利润	90.3	113.1	211.2	356.0	516.2
每股收益(元)	0.28	0.36	0.66	1.12	1.62
每股净资产(元)	5.04	5.14	5.16	6.07	7.60

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	59.8	47.8	25.6	15.2	10.5
市净率(倍)	3.4	3.3	3.3	2.8	2.2
净利润率	30.8%	18.3%	19.9%	20.5%	21.2%
净资产收益率	5.6%	6.9%	12.9%	18.4%	21.4%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	1.2%	0.6%
ROIC	28.2%	28.0%	44.3%	41.1%	116.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

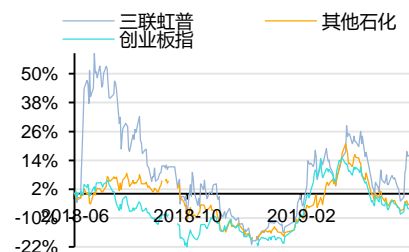
首次评级

6 个月目标价：25.2 元
股价 (2019-06-18) 16.99 元

交易数据

总市值(百万元)	5,400.68
流通市值(百万元)	3,089.98
总股本(百万股)	317.87
流通股本(百万股)	181.87
12 个月价格区间	11.62/44.35 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	10.54	11.81	18.6
绝对收益	8.98	-2.91	8.78

李水云 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519030002
lisy5@essence.com.cn

张汪强 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

邵琳琳 分析师
SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

相关报告

内容目录

1. 工程咨询先驱型服务商，专注锦纶、新增 rPET 和 Lyocell 业务	4
1.1. 锦纶工程唯一自主可控龙头，超强现金流能力	4
1.2. 切入再升 PET 和 Lyocell 纤维领域，大数据与智能制造同步推进	5
2. 卡位肥塑料再生核心环节，享固废经济时代盛宴	6
2.1. 发达国家固废回收势在必行，Polymetrix 订单迎来爆发	6
2.2. 我国“垃圾分类”实施在即，有望点燃 rPET 规模化投资热情	8
3. 锦纶产能扩张加速，“天丝”工艺突破迎来放量	10
3.1. 锦纶产业迈向链一体化和基地化投资阶段	10
3.2. Lyocell 纤维工艺突破，“天丝”业务从 0 到 1	13
4. 投资企业征信评价平台，打造大数据和智能制造服务商	15
5. 投资建议	17

图表目录

图 1: 营收及利润	4
图 2: 毛利率及 EBIT Margin	4
图 3: 主营业务营收占比	4
图 4: 现金流情况	4
图 5: 公司股权结构	5
图 6: 塑料回收流程及 Polymetrix 核心业务环节	6
图 7: 塑料废碎料进口量	7
图 8: 塑料废碎料进口金额及价格	7
图 9: 2016-2017 年进口废塑料平均占比	8
图 10: 废 PET 碎料及下脚料进口量	8
图 11: 我国 PET 废碎料进口来源	8
图 12: 美国废塑料出国比例 2017vs2018	8
图 13: 再生 PET 典型物理法 vs 化学法工艺	9
图 14: 国内再生 PET 上游回收量分布	10
图 15: 国内再生 PET 下游分布	10
图 16: 锦纶工程服务业务范围及模式	10
图 17: 锦纶与涤纶价差缩窄	12
图 18: 己内酰胺出厂价	12
图 19: 锦纶在化纤中占比较低	12
图 20: 锦纶近三年进口量呈下降趋势	12
图 21: 公司在手订单金额	13
图 22: 锦纶行业投资完成额	13
图 23: Lyocell 纤维生产工艺流程	14
图 24: 我国 Lyocell 纤维供需情况	14
图 25: 我国 Lyocell 纤维厂商结构	14
图 26: 金电联行企业征信大数据平台	15
图 26: PE-Band	17
图 27: PB-band	18

表 1: 禁止进口固体废物目录. 塑料废碎料及下脚料	7
表 2: 2017 年再生 PET 进口许可	9
表 3: 上市以来主要订单	11
表 4: 2019-2020 年主要锦纶产业链新增投资	12
表 5: 我国 2018-2019 年规划 Lyocell 纤维项目	14

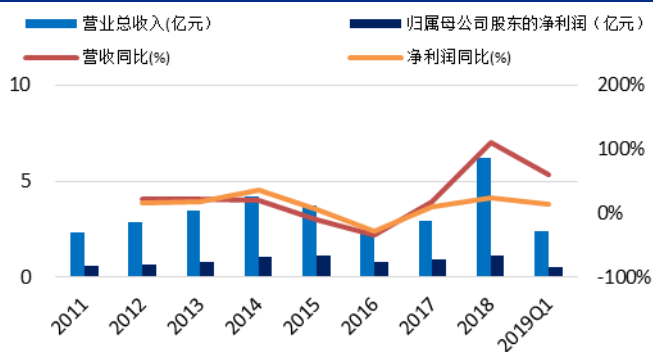
1. 工程咨询先驱型服务商，专注锦纶、新增 rPET 和 Lyocell 业务

1.1. 锦纶工程唯一自主可控龙头，超强现金流能力

三联虹普成立于 1999 年，在 2000 年成功建设国内首条锦纶纺丝生产线并成功开车，取得了国内锦纶工程技术领域的重大突破。在此之前，国内锦纶材料依赖进口，相关生产线及技术只能向德国巴斯夫、荷兰帝斯曼等国际巨头购买，材料和工程技术都受制于人。锦纶又名聚酰胺，三联虹普聚焦聚酰胺新材料产业链的关键环节，提供生产环节中的聚合、纺丝工程技术服务，并且工程技术服务涵盖了规划、设计到安装、开车的全过程。

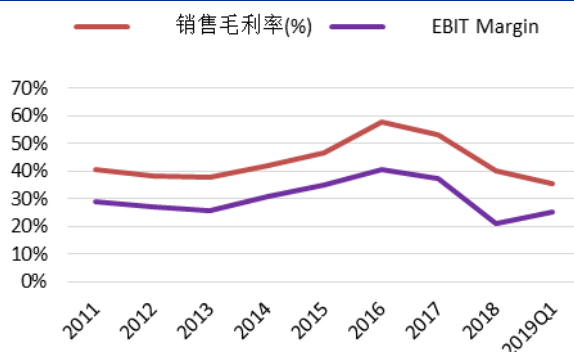
公司基于行业内多年的深耕，核心技术集中在聚合和纺丝工艺、在线监测及控制系统核心技术，是锦纶工程技术服务领域的唯一自主可控龙头，市场占有率超过 90%。公司“大容量聚酰胺 6 聚合及细旦锦纶 6 纤维生产关键技术及装备”项目曾获得“国家科学技术进步奖二等奖”。子公司苏州敏喆年产 2200 套化纤机械设备项目被国家发改委及工业和信息化部认定为产业振兴和技术改造重点专题项目。公司坚持滚动 20% 高比例预收款结算模式，现金回款速度快，市场优势地位明显。受益于行业快速发展，公司在 2016 年新签订单 2.7 亿元，2017 年新签订单 8.7 亿元，2018 年新增订单约 12.33 亿创历史新高，业绩进入快速增长期。2018 年，公司业务覆盖的锦纶和聚酯行业总体表现良好。据卓创统计，2018 年化纤总产量 5011.1 万吨，同比增长 7.7%。其中，涤纶产量为 4014.9 万吨，同比增长 8.5%；锦纶产量为 330.4 万吨，同比增长 5.3%；黏胶短纤产量为 377.1 万吨，同比增长 7.9%。固定资产投资增速继续反弹达 29%。新增产能释放，落后产能退出，行业整合继续深化，集中度进一步提高。2018 年公司实现营业总收入 6.2 亿元，较上年同期增加 111.3%，归属于上市公司股东的净利润 1.13 亿元，较上年增长 25.2%。锦纶聚合及纺丝工程业务继续保持增长态势，实现业务收入 41,353 万元，同比增长 62.6%。得益于公司在锦纶技术国产化过程中的技术领先优势，销售毛利率及净利率自上市以来一直保持在较高水平，2018 年销售毛利率 40.2%，高利润率展现了公司在锦纶工程服务行业的核心竞争优势与龙头地位。

图 1：营收及利润



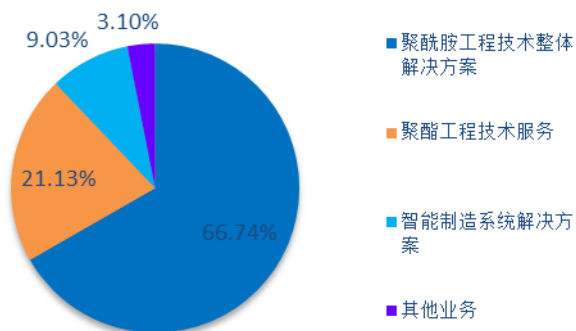
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：毛利率及 EBIT Margin



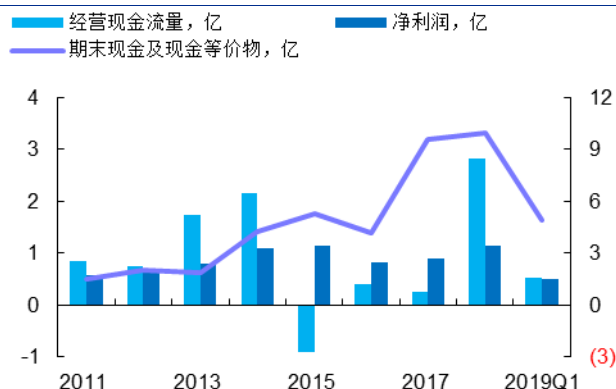
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：主营业务营收占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：现金流情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

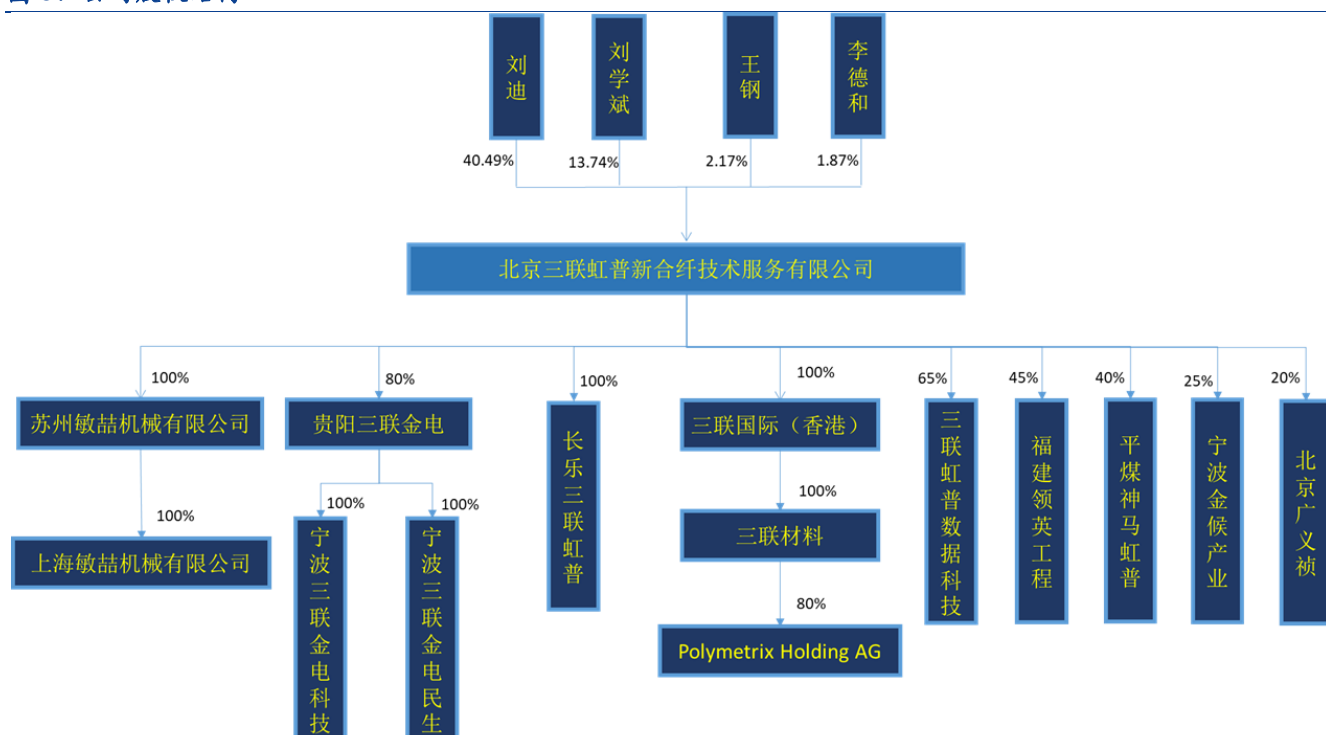
1.2. 切入再升 PET 和 Lyocell 纤维领域，大数据与智能制造同步推进

公司基于主营的工程服务，积极开拓智能制造、大数据和工业互联网业务，不断拓宽公司服务领域，增加公司业务收入多样性。2015 年以来，公司通过收购金电联行股权、与涤纶行业龙头恒逸石化合作孵化了纤峰数据平台与大数据工厂，逐步切入纺丝行业的产业链大数据金融服务和行业的智能制造升级。其中智能化改造和配套软件服务顺利推进，2017 年智能化改造实现突破，收入 1161 万元，同比增幅 3.96%；2018 年智能化系统解决方案收入 5593.9，同比大幅增长 94.9%。2017 年 4 月，公司非公开发行募集资金 7.53 亿元投资纺织产业大数据工厂项目。一方面将沿着目前服务的化纤行业往上下游产业链延伸，拓展服务范围，另一方面将在传统技术服务上叠加大数据、互联网、物联网等先进服务手段，增强服务能力。

2017 年公司及其二级全资子公司三联材料向 Bühler Holding AG 支付现金对价 1.46 亿元购买其持有的 Polymetrix Holding AG 80% 股权，标的公司是国际领先的聚合物加工及回收领域固相增粘 (SSP) 的工程技术服务提供商，公司与其主营业务相互补充，可在公司现有的 PA6 与 PA66 连续聚合及纺丝技术中融入 SSP 技术，在生产过程中对锦纶切片的特性进行调节、增加锦纶切片粘度、生产出不同级别粘度的纺丝产品，拓展公司的产品品类，提升差异化服务能力，巩固行业地位。自此，公司的技术服务领域扩展到聚酯瓶片、涤纶工业丝及塑料回收等其他合成纤维细分领域，并将借助 Polymetrix 在世界合成纤维领域的地位及知名度切入国际工程服务市场。Polymetrix 在 SSP 领域全球市场占有率达 90%。SSP 技术能够与公司提供的 CP 技术相结合，将成为公司业务新亮点。

2018 年，公司向日本 TMT 机械株式会社转让三联虹普数据科技 35% 的股权，成立了合资公司，双方携手开拓合成纤维行业智能制造新市场。TMT 是当今合成纤维机械领域两大龙头之一，继承了东丽工程、村田机械、帝人制机的血统。产品范围覆盖纺丝卷绕系统、高速卷绕机、全自动络筒的牵伸假粘机械、加热旋转设备和冷却装置、自动化机器人技术和机电一体化技术等合成纤维的全方位整体解决方案和部件开发能力。2003 年至今，公司与 TMT 机械株式会社在聚酰胺纺丝领域进行了 15 年的长期战略合作。公司纺丝工程装置与 TMT 的卷绕装置的搭配成为了行业的最具竞争力的搭配组合，开创了诸多行业先河，携手推动了我国聚酰胺行业的发展。

图 5：公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

除此之外，公司通过多年研发投入，在再生纤维素纤维（lyocell）领域也取得了工艺技术的突破，形成了具备国际竞争力的大容量成套解决方案。2019年4月公司与南京法伯耳纺织有限公司签订了年产40000吨lyocell短纤维工程总承包项目合同，合同金额约合人民币58,524万元，标志着公司研发多年的再生纤维素纤维自主技术项目正式落地，将成为公司业绩可持续发展的全新动力。

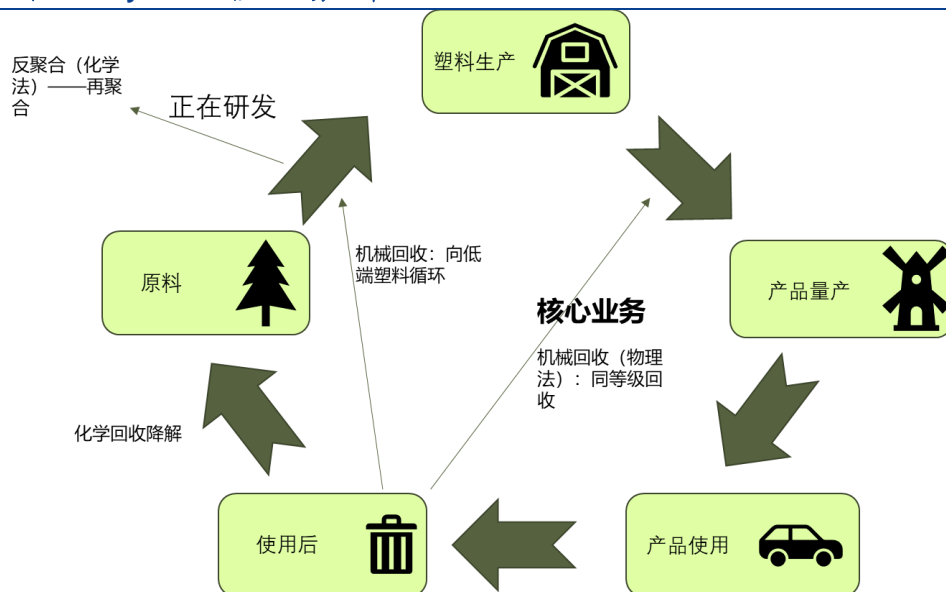
2. 卡位塑料再生核心环节，享固废经济时代盛宴

2.1. 发达国家固废回收势在必行，Polymetrix 订单迎来爆发

公司控股子公司瑞士 Polymetrix 公司是固相增粘（SSP）专业工程技术服务商，Polymetrix 固相增粘业务涉及原生聚酯和再生聚酯两个方面，原生聚酯主要包括涤纶工业丝、瓶级 PET 切片等领域。原生 PET（vPET）原料以 PTA、MEG 等石化单体为原料，公司 SSP 技术是在制造链的最终步骤，对 PET 增粘以满足食品包装应用所需的质量要求与食品安全需求。公司拥有全球主要食品企业的安全资质认证，在聚酯瓶级切片工程技术服务领域，国际市场占有率达 90%。再生 PET（rPET）领域主要是 PET 回收处理技术，公司可提供一站式食品级再生 PET 集成解决方案，即从脏瓶子到干净食品级瓶子原料，包括清洗、挤压、SSP、设备采购、管理、安装到交付使用，是食品级再生 PET 整体解决方案的领导者，国际市场占有率达 40%。

Polymetrix 与德国巴斯夫、韩国乐天、印度 Reliance 等国际聚合物巨头有过多起成功项目合作经验，并获得了可口可乐、雀巢、达能等世界级食品饮料企业食品级包装材料安全资质认证。与国内仪征化纤、三房巷、恒力、恒逸等化纤龙头企业也进行过多次合作，在技术、品牌和渠道方面享有强大的竞争优势。

图 6：塑料回收流程及 Polymetrix 核心业务环节



资料来源：Polymetrix，安信证券研究中心

再生聚酯订单快速增长。 Polymetrix 再生技术使废旧 PET 瓶转化成再生 PET (rPET)，适于直接接触食品的应用。再生 PET 切片与原生 PET 完全兼容，用于饮料瓶和食品托盘时再生 PET 的使用量可以达到 100%。对于 Polymetrix 来说，从原生 PET 到再生 PET 的业务转变，一方面增加了 SSP 工艺包的需求，另一方面，公司依托 SSP 大容量核心技术，在再生 PET 领域形成更强的系统集成能力，单体项目合同额较原生 PET 接近翻倍。2018 年报显示，Polymetrix 的再生 PET 业务实现跨越式增长，全年新签订单约合人民币 4.18 亿元，其中食品级再生 PET 项目订单金额约为 1.82 亿元。2018 年 6 月公司公告 Polymetrix 与法国 Veolia 集团签订了约合人民币 1.1 亿元的食品级再生 PET 项目合同，是行业单个项目金额最大的订单；2019 年 3 月与全球包装材料提供商 Envases Universales de Mexico 签署《食品级再生

聚酯瓶片合同》，合同金额约合 7583 万元。

中国“禁废令”引起连锁反应，发达国家洋垃圾面临回流。2017 年底，我国开始将生活来源废塑料、未经分拣废纸、废纺织品、钒渣等 4 类 24 种固体废物调整为禁止进口。2018 年 4 月 13 日，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对现行的《禁止进口固体废物目录》进行了调整：将废五金、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等 16 个品种固体废物，从限制进口类调入《禁止进口固体废物目录》，自 2018 年 12 月 31 日起执行；将不锈钢废碎料、钛废碎料、木废碎料等 16 个品种固体废物，从限制和非限制进口类调入《禁止进口固体废物目录》，自 2019 年 12 月 31 日起执行。2018 年 5 月，越南临时禁止进口塑料废料。2018 年 10 月，泰国和马来西亚相继宣布 2021 年前禁止进口塑料垃圾。2019 年 3 月，印度也宣布全面禁止进口固体塑料废物。

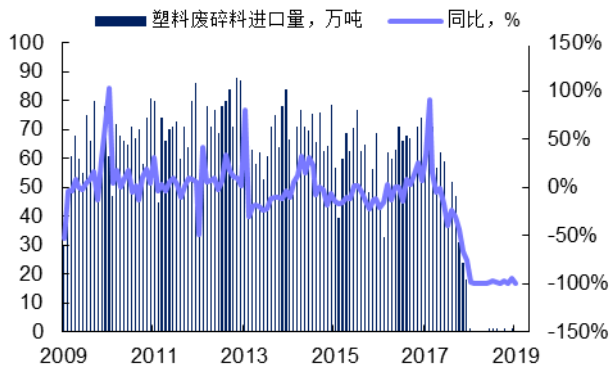
表 1：禁止进口固体废物目录。塑料废碎料及下脚料

废物名称	简称	其他要求或注释
乙烯聚合物的废碎料及下脚料	乙烯聚合物的废碎料及下脚料，不包括铝塑复合膜 铝塑复合膜	
苯乙烯聚合物的废碎料及下脚料	苯乙烯聚合物的废碎料及下脚料	
氯乙烯聚合物的废碎料及下脚料	氯乙烯聚合物的废碎料及下脚料	非工业来源废塑料
聚对苯二甲酸乙二酯废碎料及下脚料	PET 的废碎料及下脚料，不包括废 PET 饮料瓶（砖） 废 PET 饮料瓶（砖）	（包括生活来源废塑料）
其他塑料的废碎料及下脚料	其他塑料的废碎料及下脚料，不包括废光盘破碎料 废光盘破碎料	

资料来源：环保部，安信证券研究中心

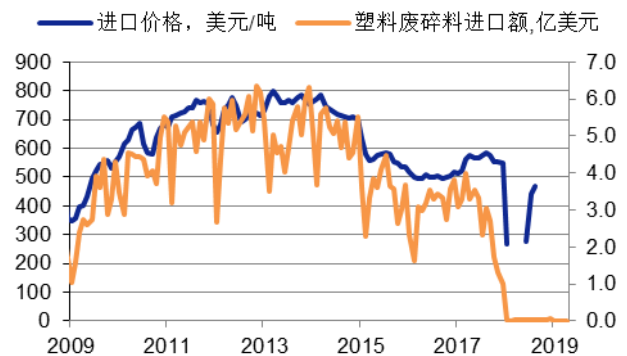
中国一度是世界上最大的洋垃圾进口国家，“禁废令”实施之前，全球废塑料出口到中国的占比约 45%，其中日本、英国、欧盟、德国废塑料出口到中国的占比高达 85%、66%、40%、14%。据海关数据，1995~2016 年，中国垃圾进口量翻十倍，从 450 万吨增长至 4500 万吨左右，废塑料进口量在 2014 年达到 825 万吨。2014 年海关“绿篱行动”打击洋垃圾走私后，进口量逐步下降，2017 年进口废塑料 584 万吨。“禁废令”实施后，2018 年进口废塑料约 6 万吨，迅速清零。

图 7：塑料废碎料进口量



资料来源：wind，安信证券研究中心

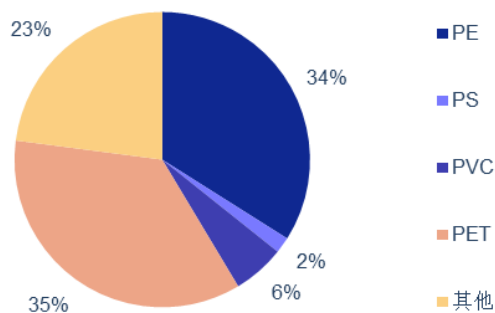
图 8：塑料废碎料进口金额及价格



资料来源：wind，安信证券研究中心

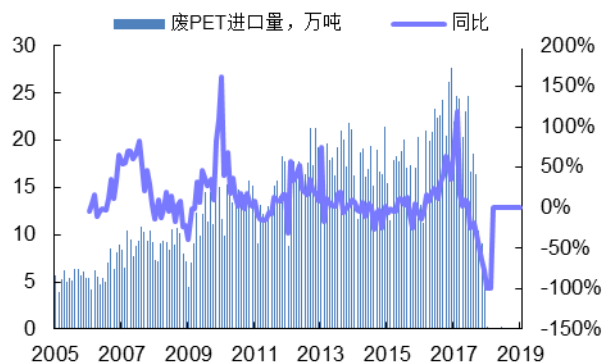
PET 废碎料占进口废塑料比例约 1/3，发达地区进口量占比约 47.2%。2018 年是我国 PET 废碎料进口的最后一年，环保部 2018 年《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》正式完全禁止 PET 废碎料进口。2016、2017 年我国 PET 废碎料进口量分别为 253 万吨和 216 万吨，包含 PET 的废碎料及下脚料以及废 PET 饮料瓶（砖）。从 PET 废碎料进口来源看，发达地区进口占比较高，美日德进口 57.8 万吨，占比约 26.7%，港台地区进口占比 20.5%，东南亚国家进口占比 16.9%。

图 9：2016-2017 年进口废塑料平均占比



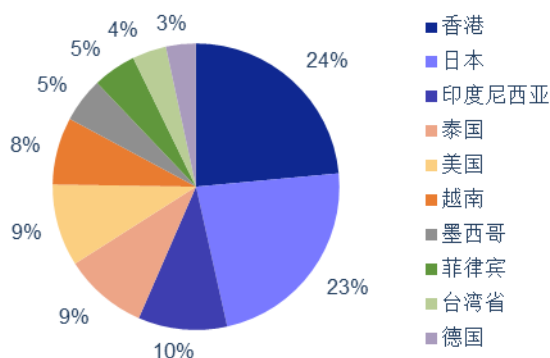
资料来源：海关数据，安信证券研究中心

图 10：废 PET 碎料及下脚料进口量



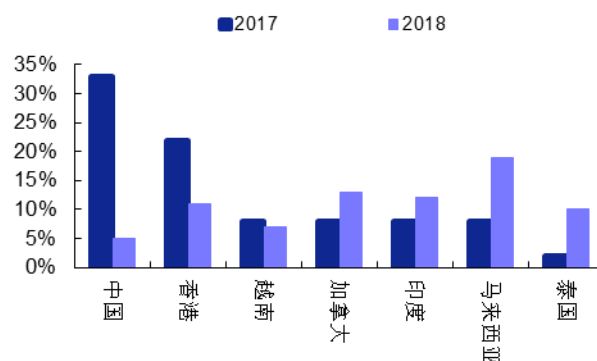
资料来源：海关数据，安信证券研究中心

图 11：我国 PET 废碎料进口来源



资料来源：卓创，安信证券研究中心

图 12：美国废塑料出国比例 2017vs2018



资料来源：再生世界网，安信证券研究中心

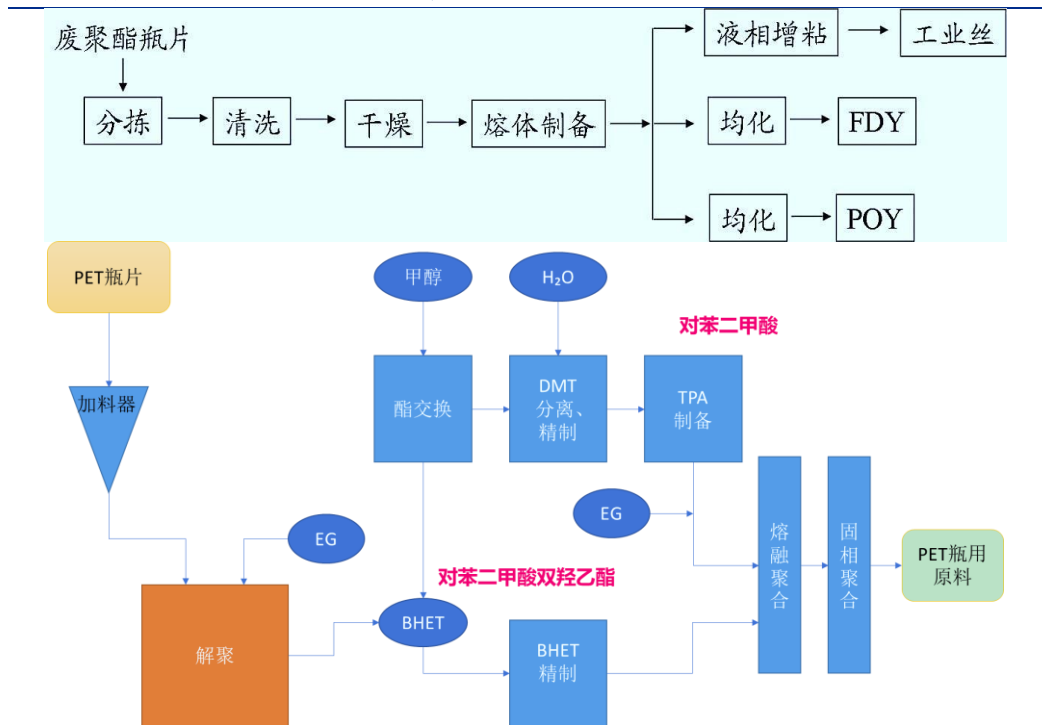
废料回收催生 2000 万吨级市场，rPET 投资额或超 150 亿。联合国商品贸易统计数据库统计，2016-2017 年美国废塑料的出口达 400 万吨；欧盟年收购并分选废塑料大约 780 万吨。《巴塞尔公约》新修订后，欧洲大约 300 万吨废塑料将不再适合出口，虽然美国国会未批准公约在美国国内生效，但中国、马来西亚、泰国、印度等发展中国家集体禁止“洋垃圾”，欧美国家废塑料处理规模将迅速增长。欧盟推出最新限塑方案，要求在 2025 市场上的新产品中至少有 1000 万吨再生塑料。英国则颁布新版环保计划，规划 2042 年前消除可避免的塑料垃圾。我们预计到 2025 年欧美国家废塑料回收量或超过 2000 万吨/年。

2018 年 5 月，欧洲瓶装水行业协会（European Federation of Bottled Waters）发布报告，计划到 2025 年欧洲瓶装水 PET 瓶中再生塑料平均使用率不低于 25%，并且 PET 回收率达到 90%。国际瓶装水巨头依云和雀巢计划 2025 年所有包装瓶将由 100%再生塑料制造；可口可乐计划 2025 年包装瓶中再生 PET 比重由 2016 年的 21%提升至 50%。保守估计，至 2025 年欧美新增 PET 再生规模或超过 500 万吨（占废塑料比例 25%），国内标准食品级 rPET 单吨投资额约 3000 元，欧洲标准食品级 rPET 单吨投资额约 3400 元，估算欧美 rPET 投资额在 150 亿元以上，规模巨大。

2.2. 我国“垃圾分类”实施在即，有望点燃 rPET 规模化投资热情

我国再生聚酯行业使用的工艺路线目前主要分为两类，一类是用物理法工艺，包括分拣、粉碎、清洗、干燥四步。另一类是用化学法工艺，PET 聚酯在一定条件下发生解聚反应，生成低分子量的（TPA、DMT、BHET、EG）产物，经分离、纯化后，可重新作为生产聚酯的原料或其他化工原料。

图 13: 再生 PET 典型物理法 vs 化学法工艺



资料来源: 中塑在线, 安信证券研究中心

我国再生 PET 企业较为分散, 产业链一体化程度较低。据环保公示的再生 PET 进口审批数据统计, 2017 年国内废碎料、下脚料和废 PET 饮料瓶 (砖) 进口企业分别为 614 家和 48 家。国内再生 PET 行业企业多、规模小、技术落后、产品品质参差不齐。上游企业多以废旧饮料瓶为原料, 经过分拣、粉碎、清洗和干燥制成再生 PET 瓶片。下游企业生产涤纶纤维为主, 占比约 84%, 其次是打包带、片材、板材、包装瓶等。

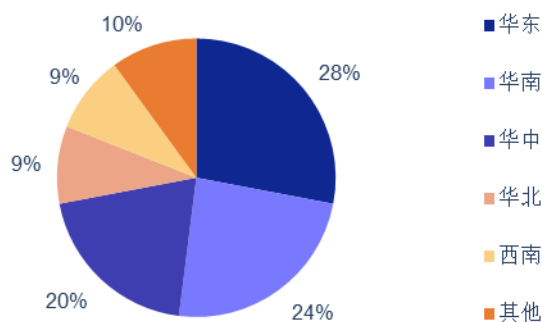
表 2: 2017 年再生 PET 进口许可

废物名称	加工利用单位数量 (家)	核定进口量(万吨)
PET 的废碎料及下脚料, 不包括废 PET 饮料瓶 (砖)	614	305.2
废 PET 饮料瓶 (砖)	48	58.1
合计	623	363.3

资料来源: 废塑料新观察, 安信证券研究中心

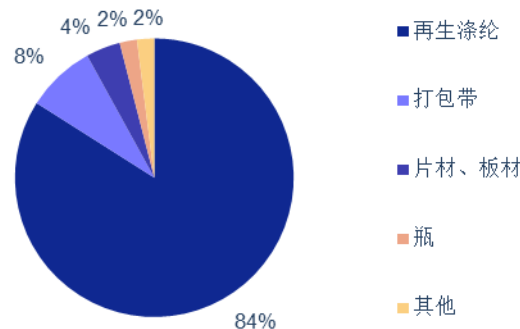
行业加速淘汰, 规模企业投资优势渐显。再生 PET 面临原料、环保、原生聚酯竞争问题。我国再生 PET 产能 1000 万吨附近, 2018 年“禁废令”实施后, 进口原料下降超 90%, 直接面临断料的局面。部分企业采购原生聚酯切片进行加工, 原料成本压力大幅上升。再生塑料行业同时面临较大的环保监管压力, 加之小微型厂家的品质低, 加速淘汰。据卓创报道, 具备技术优势的大企业进攻非化纤领域, 产品价格较纤维级高 800-1000 元/吨, 投资主体主要包括浙江华菲、龙福环能、苏州玖隆等规模企业及葛洲坝等大型国企。

图 14：国内再生 PET 上游回收量分布



资料来源：卓创，安信证券研究中心

图 15：国内再生 PET 下游分布



资料来源：卓创，安信证券研究中心

6月4日，习近平主席对垃圾分类工作作出重要指示：“实行垃圾分类关系广大人民群众生活环境，关系节约使用资源，也是社会文明水平的一个重要体现。”住建部发布的《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，要求2020年全国46个重点城市基本建成垃圾分类处理系统，2025年全国地级及以上城市基本建成垃圾分类处理系统。上海市于2019年1月通过的《上海市生活垃圾管理条例》将于7月1日正式开始实施。

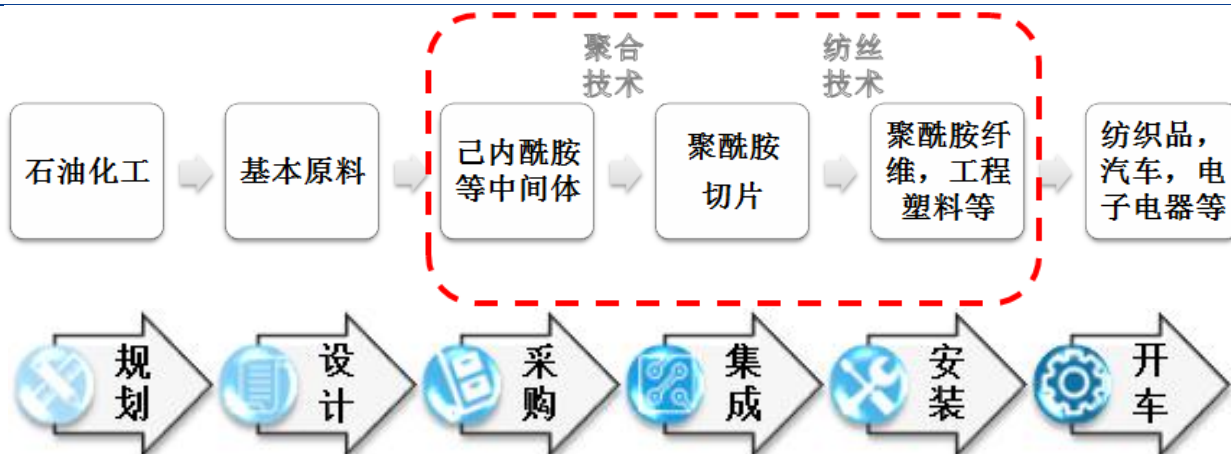
垃圾分类解决行业痛点，rPET有望迎来投资热潮。国内的再生行业长期存在废塑料资源分散化和再生生产规模化之间的矛盾。据《中国环境管理》报道，我国城市生活垃圾回收利用率不足20%，远低于全球生活垃圾回收利用率平均水平约为26%，发达国家的平均水平在33%左右。据卓创统计，2018年我国聚酯总产能突破5500万吨，表观消费量4000万吨左右，包括饮料瓶、涤纶纤维和聚酯膜，假设回收率20%，可回收量在800万吨左右。垃圾分类政策有望在华东、华南及华中等人口密集区催生200万吨级别的PET回收市场，这对于目前大型企业的进入并建立产业化再生至关重要，加速行业从分散收集、分散运输、作坊加工向分散收集、汇集运输、规模生产发展。再生PET行业有望迎来规模化投资热潮，预计国内新增再生PET投资需求在240亿元以上。

3. 锦纶产能扩张加速，“天丝”工艺突破迎来放量

3.1. 锦纶产业迈向链一体化和基地化投资阶段

公司主营聚酰胺工程技术服务覆盖聚酰胺全产业链，主要为客户提供从己内酰胺到切片（聚合工程）、从切片到锦纶生产（纺丝工程）相关的一系列专业工程技术服务及生产线设备集成服务，在国内聚酰胺聚合和纺丝领域市占率均超过80%。

图 16：锦纶工程服务业务范围及模式



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司专注于锦纶行业生产工艺及装备技术水平的提升，以“交钥匙工程”方式向锦纶生产企

业提供技术资金密集的成套锦纶聚合和纺丝生产线，成立以来已为国内四十多家主要锦纶企业提供工程技术服务。主要业务是为锦纶企业提供包括核心技术方案设计、工程设计、主工艺非标设备设计及制造、技术实施、系统集成、运营技术支持和后续服务等在内的整体工程技术解决方案，通过十余年的工程实践经验积累，开发出具有自主知识产权的成套锦纶聚合、纺丝工艺与装备技术，满足锦纶企业对整体工程技术解决方案的需求。

表 3：上市以来主要订单

	公示日期	合作公司	合作内容	金额	占上年营收比
锦纶/聚酰胺	2016/5/4	江苏永通新材料科技	聚合设备供货及技术服务合同	9600 万元	25.56%
	2016/5/17	平顶山三梭尼龙发展	平顶山三梭尼龙发展尼龙 6 切片项目整体设计和主工艺装置 (EPC) 工程总承包合同	12675 万元	33.75%
	2016/6/7	杭州聚合顺新材料股份	锦纶 6 聚合设备供货及技术服务合同	5000 万元	13.31%
	2017/5/12	山西潞宝兴海新材料	山西潞宝兴海新材料年产 10 万吨 PA6 聚合项目合同	20000 万元	80.85%
	2017/6/9	福建申远新材料	年产 40 万吨聚酰胺一体化项目-年产 20 万吨聚酰胺工程项目合同书	42,100 万元	170.20%
	2017/10/27	杭州聚合顺新材料股份	锦纶 6 聚合项目合同 2 份	9750 万元	39.41%
	2017/12/1	浙江方圆聚合纤	锦纶 6 聚合项目合同	15490 万元	62.61%
	2018/5/25	义乌市五洲新材料科技	400 位 12 丝饼锦纶 6-POY 切片纺丝合同本期 400 位 12 丝饼锦纶 6-POY 切片纺丝项目建成后预计年产能 6.5 万吨。	10400 万元	35.47%
	2018/6/19	杭州逸宸化纤	聚合绿色制造技术改造合同	4348 万元	14.83%
	2018/7/13	山西潞宝兴海新材料	高品质差别化尼龙 6 纺织新材料项目合同	16800 万元	57.29%
		福建省六源针织	高品质差别化尼龙 6-FDY/POY/HOY 纺丝项目合同	2596 万元	
	2018/10/10	福建锦程高科实业	高品质差别化尼龙 6-FDY/POY/HOY 纺丝项目合同	1664 万元	35.15%
		福建凯邦锦纶科技	高品质差别化尼龙 6-FDY/POY/HOY 纺丝项目合同	6048 万元	
	2018/11/27	山西潞宝兴海新材料	聚酰胺 (PA6) 高性能工业纤维项目合同	25000 万元	85.26%
	2018/11/29	河南神马锦纶科技	高性能聚酰胺纤维纺丝项目合同	4320 万元	
2018/11/29	SGR Société Générale Recyclage	再生聚酯瓶片项目合同	555 万欧元, 约 4369 万元	29.63%	
2019/5/22	浙江嘉华特种尼龙	差别化锦纶切片纺丝项目	7128 万元	11.5%	
SSP/再生 PET	2018/10/27	江苏恒力化纤股份	工业丝级聚酯 (PET) -SSP 项目合同	国外 4723 万元, 国内 4400 万元	47.95%
		重庆万凯新材料科技	瓶级聚酯 (PET) -SSP 项目合同	4937 万元	
大数据&智能制造	2019/5/22	山西潞宝兴海新材料	智能物流项目	2700 万元	4%
	2017/12/28	金电联行 (北京) 信息技术	workflow 设计平台定制开发合同、数据实验室平台定制开发合同、基础设备平台定制开发合同、计算分析平台定制开发合同	3936 万元	
Lyocell	2019/5/1	南京法伯耳纺织	年产 40000 吨 lyocell 短纤维工程总承包项目合同	58,524 万元	94.46%

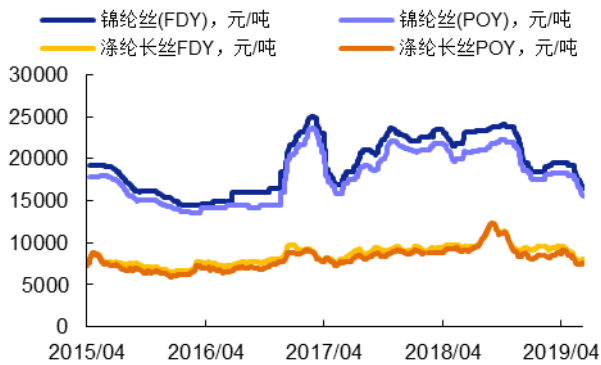
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

锦纶产业链一体化完成，成本下降有利需求增长。锦纶作为中高端纤维，强度高、回弹性优于涤纶，锦纶比涤纶面料更光滑柔软。随着居民收入水平的提高和消费观升级，锦纶面料舒适、轻便、高端和个性化的优势明显，下游需求始终保持稳定增长。锦纶是仅次于涤纶的第二大化学纤维，其产量占世界化纤总产量的 9% 左右。

统计局数据显示，2018 年我国锦纶产量约 362 万吨，同比增长 8.7%，占化纤总产量比例不足 7%，低于全球平均水平。我国锦纶行业发展一度受制于原料自给问题，己内酰胺进口价格较高影响了锦纶行业产能扩张，锦纶产量增长相对有限。2017 年以来国内炼化一体化项目快速上马，大炼化投产提升芳烃原料供应，己内酰胺价格迅速下降。同时，伴随我国煤化工产业的崛起，煤焦化苯再制造高性能聚酰胺，资源优势突出。苯-环己酮-己内酰胺-锦纶一体化基地建设带动锦纶行业新一轮的扩张。成本降低提升锦纶对涤纶的竞争优势，加速需求

增长。

图 17: 锦纶与涤纶价差缩窄



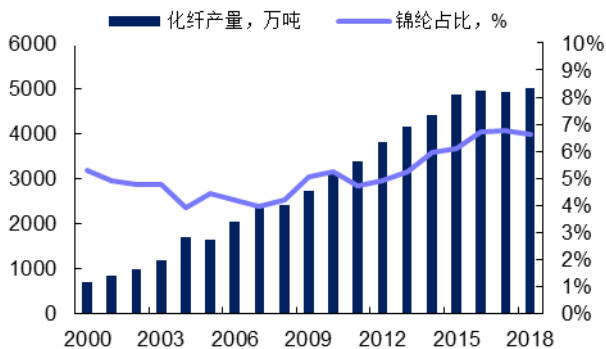
资料来源: 隆众, 安信证券研究中心

图 18: 己内酰胺出厂价



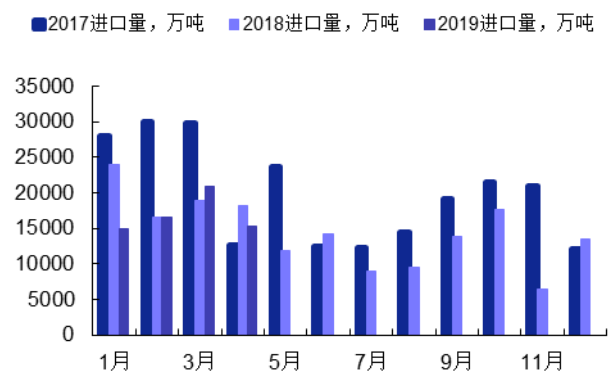
资料来源: 隆众, 安信证券研究中心

图 19: 锦纶在化纤中占比较低



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 20: 锦纶近三年进口量呈下降趋势



资料来源: 百川, 安信证券研究中心

基地建设成为主流, 一体化投资快速增长。参考卓创和隆众统计数据, 2018 年锦纶行业新增产能约为 22 万吨, 2019 年新增己内酰胺产能 55 万吨, 新增 PA6 聚合产能 115.5 万吨, 新增锦纶产能 35.2 万吨。2018 年美达股份计划总投资 20 亿元人民币, 在新会行政区域内建设年产 20 万吨聚酰胺新材料项目生产基; 平顶山市政府、平煤神马集团、三鼎控股集团签订己内酰胺-聚合-锦纶产业一体化项目战略合作框架协议, 计划总投资约 200 亿元启动中国尼龙城建设。

2018 年公司与中国平煤神马集团合资成立了平煤神马虹普工程技术有限公司, 持股 40%, 业务范围拓展至聚酰胺 6/66 全产业链。可以预见, 未来五年锦纶产业链投资将维持高速增长, 公司作为行业工程服务龙头, 将获得快速成长的机会。与平煤神马集团以及山西潞宝集团的合作树立了煤化工锦纶产业链一体化发展的样板, 在以煤为源头的一体化园区建设中充分受益。

表 4: 2019-2020 年主要锦纶产业链新增投资

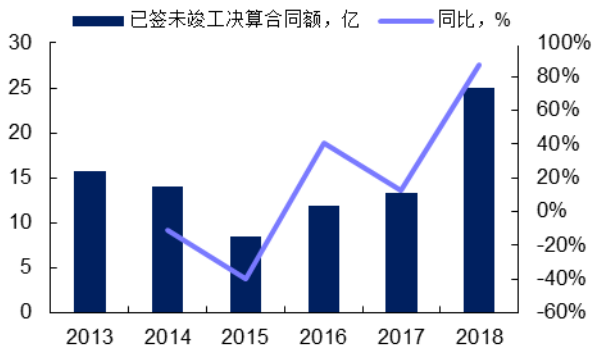
企业	涉及产能, 万吨	投产时间
中仑塑业	3.5	2019
江苏海阳	7	2019
杭州聚合顺	17	2019
铜陵嘉和	7	2019
恒逸石化	30	2019
福建中锦	7	2019
锦江科技	15	2019
鲁西化工	10	2019
浙江方圆聚合	12	2019
山西潞宝	7	2019

	合计	115.5	2019
	企业名称	涉及产能, 万吨	投产时间
锦纶丝	华鼎股份	5	2019
	浙江方圆聚合	2	2019
	江苏文凤化纤	1	2019
	福建锦江科技	5	2020
	福建恒申合纤科技	20	2020
	福建锦程高科	1.2	2020
	山东时风双星	1	2020
	合计	35.2	
	企业名称	涉及产能, 万吨	投资额, 亿
基地建设	广东新会	20	20
	河南平顶山	30	200
	江苏海安	20	100
	山东东营(恒逸)	-	-

资料来源: 隆众, 卓创, 安信证券研究中心

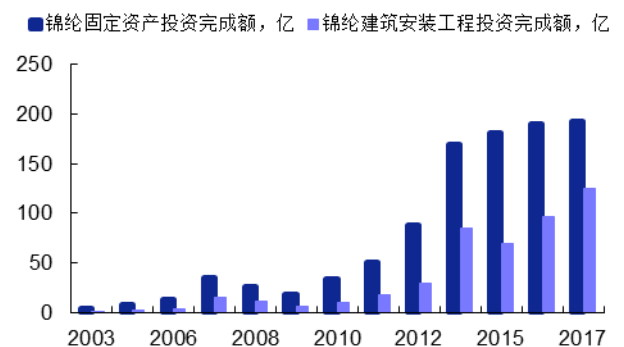
公司收购 polymetrix 之前订单量与锦纶行业投资相关性较高。2010-2013 年订单增加较快, 2014、2015 年整个化纤产业受油价下跌及经济增速下滑影响, 投资额明显放缓。2016 年锦纶行业开始回暖, 公司订单重回上升通道, 截止 2018 年底公司在手订单 25 亿, 同比大幅增长 87%。2019 年公司随着锦纶基地化建设项目推进, 公司国内新签订单额有望突破 10 亿。

图 21: 公司在手订单金额



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 22: 锦纶行业投资完成额



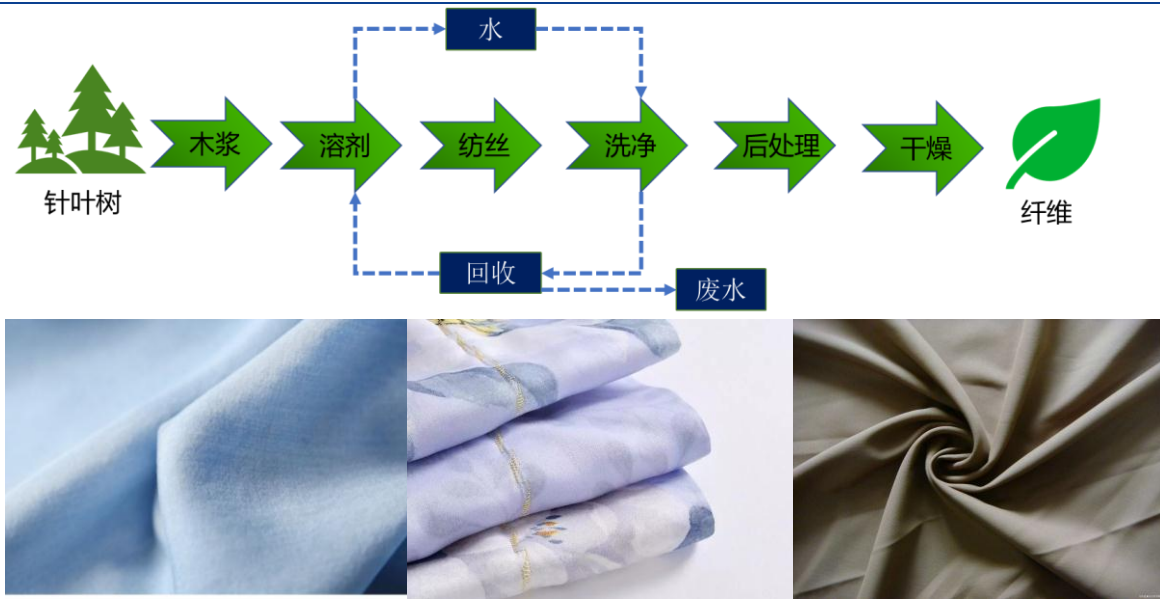
资料来源: wind, 安信证券研究中心

3.2. Lyocell 纤维工艺突破, “天丝”业务从 0 到 1

Lyocell 是一种以天然纤维素高聚物为原料的溶剂型纤维素纤维, 由英国考陶尔公司发明, 后转由瑞士兰精公司生产, 兰精公司 Lyocell 商品名为 Tencel, 商品名在我国译为“天丝”。Lyocell 集合成纤维和天然纤维于一体的新一代纤维, 具备涤纶的强力、棉的舒适性、毛织物的豪华美感和真丝的独特触感, 被誉为 21 世纪最具发展潜力的绿色纤维, 国家重点推广纤维品种。Lyocell 纤维产业化溶解条件苛刻, 纺丝难度大, 溶剂回收要求高, 生产成本低, 装备和控制复杂, 是国际纤维界公认的高难度项目, 技术长期为奥地利兰精公司垄断, 且对外采取了严格的技术封锁。

我国的 Lyocell 纤维发展起步于 20 世纪 90 年代, 2000 年以前以 100 吨以内小规模试验装置为主。2006 年上海里奥引进德国 LIST 工艺并实现 1000 吨试生产, 同期中纺院国内几大粘胶长丝国有企业相继启动国产化工艺研发。2014 年保定天鹅建成国内首条 1.5 万吨级生产线, 整体技术进入国际先进水平。2015 年山东英利引进国外技术完成 1.5 万吨产能建设。2016 年中纺院、新乡化纤、甘肃蓝科石化共同出资成立中纺绿纤股份公司一期 1.5 万吨产能投产。

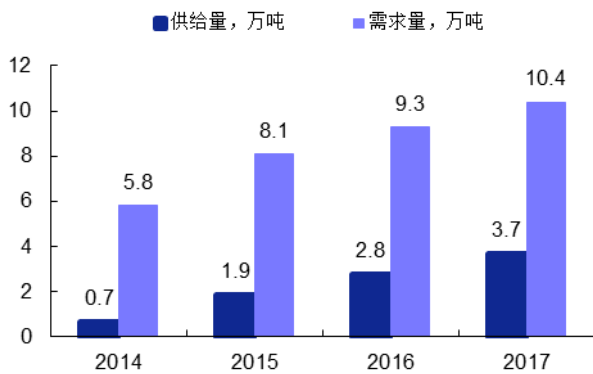
图 23: Lyocell 纤维生产工艺流程



资料来源: 安信证券研究中心

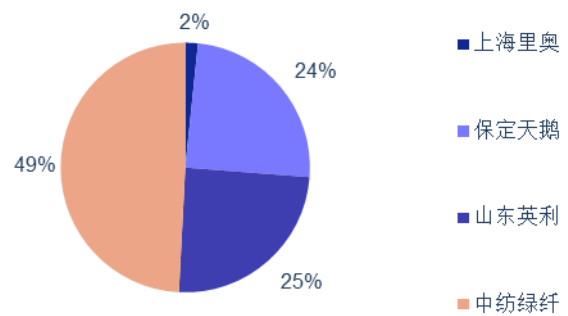
我国 Lyocell 进口量高达 64%，缺口较大。Lyocell 纤维每年出口中国约 7 万吨左右，远远无法满足中国市场需求。国家发改委《产业结构调整指导目录（2019 年本 征求意见稿）》将采用绿色、环保工艺与装备生产新溶剂法纤维素纤维（Lyocell）列为鼓励类纤维材料。目前全球莱赛尔纤维 21 万吨，占纤维素纤维比例约 4%，国内产能 4 万吨，主要集中在上海里奥、保定天鹅、山东英利和中纺绿纤四家。截止 2017 年我国 Lyocell 纤维需求量 10.4 万吨，国内产量约 3.7 万吨，进口占比 64%。

图 24: 我国 Lyocell 纤维供需情况



资料来源: 隆运资产

图 25: 我国 Lyocell 纤维厂商结构



资料来源: CCFEI, 安信证券研究中心

Lyocell 纤维技术突破，5 万吨级以上产能集中扩产。随着万吨级工厂生产情况逐步稳定，已掌握 Lyocell 技术的企业加快投资，2018 年以来国内规划建设 Lyocell 产能近 56 万吨，计划投资额 193 亿。加上传统粘胶纤维企业开始加快相关产业布局，三友化工、赛得利、宁夏恒利、浙江富丽达等粘胶企业成为 Lyocell 纤维潜在投资者。

表 5: 我国 2018-2019 年规划 Lyocell 纤维项目

项目	产能, 万吨	投资额, 亿
保定天鹅	6	25
南京法伯耳	4	8.2
江苏金荣泰	30	121
中纺绿纤	6	12.9
吉林化纤	6	15.3
湖北金环	4	10.4

三友化工

合计	56	193
----	----	-----

资料来源：公开信息整理，安信证券研究中心

公司通过多年研发投入，在再生纤维素纤维 Lyocell 领域取得了工艺技术突破，形成了具备国际竞争力的大容量成套解决方案。公司于 2019 年 4 月 26 日与南京法伯耳纺织签订了年产 40000 吨 Lyocell 短纤维工程总承包项目合同，合同金额约合人民币 58,524 万元，预计公司未来在 Lyocell 领域的订单将保持高速增长，成为公司业绩可持续发展的全新动力。

4. 投资企业征信评价平台，打造大数据和智能制造服务商

参股大数据公司金电联行被列为首批 27 家综合信用服务试点机构。公司间接持有金电联行股权比例 17.5%。金电联行基于大数据理论与云计算技术创建客观信用评价体系，是为金融与社会管理提供创新性信用服务的专业机构，已获中国人民银行企业征信评价资质。国家发改委财金司 2018 年 10 月发布《国家发展改革委办公厅关于充分发挥信用服务机构作用加快推进社会信用体系建设的通知》(发改办财金〔2018〕190 号)，将公司列为首批 27 家综合信用服务试点机构。

图 26：金电联行企业征信大数据平台



资料来源：金电联行

我国综合信用服务规模巨大，金电联具备大数据信用核心技术体系。我国的征信体系采用“政府主导型”模式，央行个人、企业征信系统基本覆盖全国传统信贷市场，是中国征信体系的基础，社会第三方征信机构重点服务于中下游，作为完善、补充央行征信系统的重要组成。金电联行以中小微企业纯信用融资信用评价起步，为银行提供量化风险监管服务。逐渐将积累的产品和经验应用于政府客户和产业链的核心企业中，拓展客群和应用场景。拥有中国第一个自主知识产权的大数据信用技术体系——云数据挖掘、云信用计算和云结构服务三大核心技术。被评为 ifenxi 数据智能创新企业 Top10。

大数据+信用模式推广价值较大。金电联行业务包括中小企业信用融资可观信用评价、金融机构量化风险管理、一站式企业征信平台、银行 DT 时代大数据平台、证券合规监管。政务大数据业务包括大数据社会治理平台、数据驱动的投融资平台、新金融监管平台、社会信用体系建设、政务大数据基础建设。产业大数据业务主要是实现传统行业研发、生产、营销、管理全产业链数据与金融服务协同。“大数据+信用”的应用服务模式，汇聚整合多维数据，打通从数据到应用的全链条，可以全流程自动化实现信用信息归集共享、信息查询、信用公示、信用监管、联合奖惩、双公示、红黑名单以及智能辅助决策等多种应用服务功能。根据央行发布的信息，2018 年我国征信系统累计收录 9.9 亿自然人、2591 万户企业和其他组织

的有关信息，个人和企业信用报告日均查询量分别达 550 万次和 30 万次。

公司依托金电联行信用技术，打造大数据+智能制造业务平台。以北京三联金电联行大数据技术有限公司为平台，依托成熟的大数据信用技术体系，运用“云数据挖掘”、“云信用计算”和“云结构服务”三大核心技术，建立行业大数据体系，发掘出更多优秀企业。通过对行业的深耕，实现产业上下游的贯通，将资金流、数据流与物流进行整合，提升整个产业的竞争力。

2017 年公司非公开发行募集资金 7.53 亿元用于投资纺织产业大数据工厂项目，2018 年报显示工程累计完成 14.07%，一季报显示工程完成率 19.15%，累计实现效益 2393.3 万元。公司继续深耕大数据资源和技术，积极探索互联网、云计算、物联网等创新技术与大数据的融合与应用，不断开拓大数据在纺织产业中的应用方式。在强化公司大数据技术能力和应用能力的同时，也实现公司工程技术服务与大数据技术服务的融合发展和协同效应，增强公司接单服务能力。

“中国制造 2025”战略规划引导传统化纤走向智能制造，实现了生产运营工业化和信息化的深度融合。随着合成纤维龙头企业规模的快速扩张，对企业的经营管理提出了更高要求，行业智能制造需求逐步形成。公司依托掌握的行业专业工业知识、工艺机理原理等核心 Know How，正逐步将工艺封装成面向行业的微服务工业 APP 配合公司提供的以自动化输送为主线的成套系统解决方案，形成闭环控制体系。公司发挥覆盖企业全生产价值链的一站式整体移交模式，将智能化产品投放与项目进程有机结合。2018 年公司智能化系统解决方案收入 5593.86 万元，同比增长 94.9%，业务增长迅速。

5. 投资建议

对于公司未来两年的盈利预测，关键假设如下：

- 1.公司期间费用率维持在 13%左右。
- 2.公司营收确认平均为上年在手订单的 40%。
- 3.综合毛利率下降至 36%左右。

表 6：分业务营收及毛利率预测

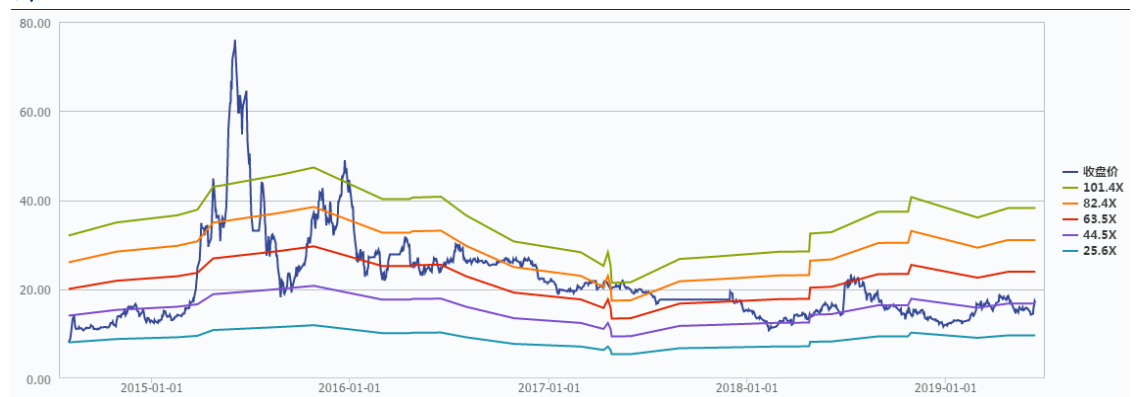
	2020E	2019E	2018	2017
整体工程技术解决方案				
收入, 亿	8.1	5.90	4.14	2.54
同比	37%	43%	63%	
毛利率	33.0%	33.0%	33.4%	52.1%
毛利, 亿	2.7	1.9	1.4	1.3
Polymatrix PET 业务				
收入, 亿	4.2	2.50	1.31	
同比	68%	91%	-55%	
毛利率	40%	40%	42%	
毛利, 亿	1.7	1.0	0.5	
Lyocell 业务				
收入, 亿	3.51	1.17		
同比	200%			
毛利率	35%	35%		
毛利, 亿	1.2	0.4		
智能化技术改造及软件				
收入	1.0	0.70	0.56	0.29
同比	43%	25%	93%	61%
毛利率	50%	50%	86%	123%
毛利, 亿	0.5	0.4	0.5	0.4
合计				
收入	16.81	10.27	6.01	2.83
同比	64%	71%	112%	19%
毛利率	36.2%	36.1%	40.1%	59%
毛利, 亿	6.08	3.71	2.41	1.68

资料来源：安信证券研究中心

投资建议：预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.66、1.12、1.62 元；首次给予买入-A 投资评级，6 个月目标价为 25.2 元，相当于 19-21 年 PE 38/22/15 倍。

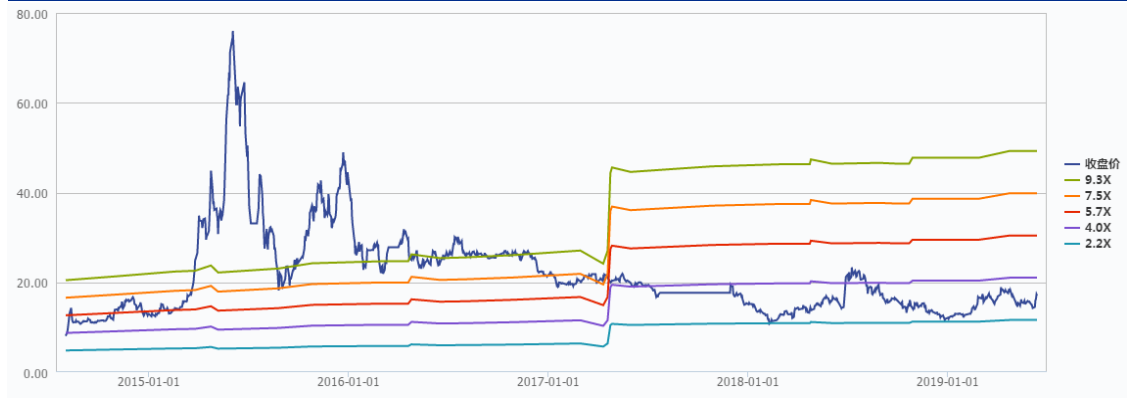
风险提示：需求下行致项目进度放缓，相关政策实施持续性不及预期等。

图 27：PE-Band



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 28: PB-band



资料来源: wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	293.2	619.5	1,059.4	1,737.4	2,432.4	成长性					
减:营业成本	136.8	370.8	677.0	1,108.5	1,556.7	营业收入增长率	18.5%	111.3%	71.0%	64.0%	40.0%
营业税费	6.4	6.0	10.6	24.1	27.1	营业利润增长率	11.8%	28.7%	87.4%	69.3%	44.6%
销售费用	1.6	12.3	21.2	43.4	52.6	净利润增长率	10.5%	25.2%	86.7%	68.5%	45.0%
管理费用	50.2	55.4	95.3	172.0	218.9	EBITDA 增长率	7.3%	52.8%	41.3%	60.7%	41.3%
财务费用	6.5	-0.6	-14.8	-32.8	-49.0	EBIT 增长率	7.4%	49.5%	45.4%	66.0%	44.2%
资产减值损失	-1.0	26.5	20.0	0.1	15.5	NOPLAT 增长率	8.5%	19.6%	75.9%	65.5%	45.0%
加:公允价值变动收益	-	-0.4	-0.7	0.1	0.2	投资资本增长率	20.4%	11.4%	78.2%	-48.7%	67.9%
投资和汇兑收益	8.9	13.3	0.2	0.3	0.3	净资产增长率	92.6%	2.1%	0.5%	17.5%	24.9%
营业利润	103.5	133.2	249.6	422.5	610.9	利润率					
加:营业外净收支	1.5	1.1	0.7	1.1	0.9	毛利率	53.4%	40.1%	36.1%	36.2%	36.0%
利润总额	105.0	134.3	250.3	423.6	611.9	营业利润率	35.3%	21.5%	23.6%	24.3%	25.1%
减:所得税	14.7	19.7	38.2	65.7	91.8	净利润率	30.8%	18.3%	19.9%	20.5%	21.2%
净利润	90.3	113.1	211.2	356.0	516.2	EBITDA/营业收入	41.7%	30.1%	24.9%	24.4%	24.6%
						EBIT/营业收入	36.8%	26.1%	22.2%	22.4%	23.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	193	115	63	41	33
						流动资产周转天数	22	-22	8	2	-1
						流动营业资本周转天数	1,174	858	570	529	514
						应收账款周转天数	85	58	60	68	62
						存货周转天数	57	52	78	70	68
						总资产周转天数	2,076	1,393	890	697	630
						投资资本周转天数	453	248	212	125	81
						投资回报率					
						ROE	5.6%	6.9%	12.9%	18.4%	21.4%
						ROA	4.2%	4.3%	8.2%	8.7%	11.9%
						ROIC	28.2%	28.0%	44.3%	41.1%	116.4%
						费用率					
						销售费用率	0.6%	2.0%	2.0%	2.5%	2.2%
						管理费用率	17.1%	8.9%	9.0%	9.9%	9.0%
						财务费用率	2.2%	-0.1%	-1.4%	-1.9%	-2.0%
						三费/营业收入	19.9%	10.8%	9.6%	10.5%	9.1%
						偿债能力					
						资产负债率	24.7%	37.3%	36.0%	52.7%	44.2%
						负债权益比	32.8%	59.4%	56.1%	111.3%	79.4%
						流动比率	2.61	2.00	1.97	1.56	1.92
						速动比率	2.48	1.85	1.58	1.40	1.61
						利息保障倍数	16.68	-255.29	-15.83	-11.89	-11.48
						分红指标					
						DPS(元)	0.16	-	0.00	0.21	0.10
						分红比率	55.6%	0.0%	0.2%	18.6%	6.3%
						股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	1.2%	0.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	90.3	114.6	211.2	356.0	516.2	EPS(元)	0.28	0.36	0.66	1.12	1.62
加:折旧和摊销	14.8	25.4	29.1	34.3	37.2	BVPS(元)	5.04	5.14	5.16	6.07	7.60
资产减值准备	-1.0	26.5	-	-	-	PE(X)	59.8	47.8	25.6	15.2	10.5
公允价值变动损失	-	0.4	-0.7	0.1	0.2	PB(X)	3.4	3.3	3.3	2.8	2.2
财务费用	12.7	7.1	-14.8	-32.8	-49.0	P/FCF	-141.7	64.8	-19.5	7.0	26.5
投资损失	-8.9	-13.3	-0.2	-0.3	-0.3	P/S	18.4	8.7	5.1	3.1	2.2
少数股东损益	-0.0	1.5	0.9	2.0	3.9	EV/EBITDA	30.6	13.8	17.3	9.2	6.1
营运资金的变动	-157.1	254.1	-378.1	350.7	-303.4	CAGR(%)	58.3%	65.6%	37.4%	58.3%	65.6%
经营活动产生现金流量	24.6	281.2	-152.6	710.0	204.8	PEG	1.0	0.7	0.7	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-96.1	-81.9	214.8	-4.7	-4.7	ROIC/WACC	2.7	2.7	4.2	3.9	11.1
融资活动产生现金流量	616.6	-159.7	-325.4	-13.6	-17.0	REP	3.4	2.1	1.3	2.4	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李水云、张汪强、邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034