

石油石化

2022年07月27日

桐昆股份 (601233)

——持续加码长丝主业，产业链景气反转在即

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2022年07月26日

收盘价 (元)	14.63
一年内最高/最低 (元)	28.64/13.27
市净率	1.0
息率 (分红/股价)	2.26
流通 A 股市值 (百万元)	33467
上证指数/深证成指	3277.44/12408.56

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年03月31日

每股净资产 (元)	15.43
资产负债率%	51.82
总股本/流通 A 股 (百万)	2411/2288
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《桐昆股份 (601233) 点评：21 年业绩符合预期，Q1 浙石化二期投产贡献增量》
2022/04/28

《桐昆股份 (601233) 点评：浙石化持续贡献利润，在建产能带来远期成长性》
2021/11/01

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

宋涛
(8621)23297818x7505
songtao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **成立以来坚定扩产，如东沐阳两大基地开启长丝主业发展新篇章。**公司自成立以扩产涤纶长丝为主要方向，同时适时布局上游以满足原料自给，上下游产业链呈现宝塔式结构。截至 2021 年公司拥有 PTA 产能 420 万吨，聚合产能 810 万吨/年，涤纶长丝产能 860 万吨/年，涤纶长丝在国内市场占有率超过 20%。历史上公司在行业低谷提前布局，行业景气周期加速产能释放。当前涤纶景气反转在即，如东一期的首套聚酯装置已于 2021 年底投产，预计如东项目剩余 7 套装置将以每季度一套的进度投产，且沐阳首套聚酯装置也将于下半年投入试生产，如东和沐阳两大基地将开启公司异地发展涤纶长丝基地的新篇章。
- **原料供给持续宽松，产业链利润向下游长丝集中，行业龙头仍具备盈利优势。**受国内民营炼化项目投产影响，PX 产能快速增长，同时由于 PX 的生产单元连续重整装置对炼厂运行具备关键作用，或产能退出困难；另一方面，聚酯龙头凭借产业链配套及后发优势，加速布局 PTA 产能。自 2020 年开始，聚酯上游原料整体供给趋于宽松，我们认为本轮聚酯景气复苏情况与 2020 年类似，产业链利润或仍向下游聚酯环节集中。此外，我们计算公司 PTA-0.655PX 加工费用在 400 元/吨以内，相较于行业边际成本约有 100 元/吨的比较优势。然而今年原料价格高位及下游需求不振，二季度 PTA 加工费持续收缩甚至转负，预计将对公司 PTA 利润造成挤压。
- **产业链底部反转趋势凸显，2022 年下半年涤纶长丝有望迎来新一轮景气周期。**我们统计 2021-2022 年国内新增聚酯产能分别为 440 万吨/年、296 万吨/年，据 CCF 数据 2021 年国内长丝产能为 4771 万吨，2021 年长丝产能增速约 6.6%；预计 2022 年底国内长丝产能约 5211 万吨，产能增速或维持在 9% 左右。而 2017-2021 年国内涤纶长丝表观消费量复合增速为 7.0%，2021 年消费量同比增长 8.2%。2022 年长丝需求出现大幅下跌，随着 6 月国内疫情管控措施逐渐放开，需求恢复先于海外，我国纺织品服装出口额同比增长 14.08% 至 315.46 亿美元，预计 7 月服装出口订单将持续回暖。目前涤纶长丝及下游纺织服装、服饰业产成品库存处于历史高位，5 月涤纶景气指数出现回升，且江浙织机开工率自 4 月以来持续回升。我们认为 2022 年下半年随着油价从高位回落、下游需求提振，长丝价差将持续修复，同时下半年尚有“金九银十”的传统旺季支撑，叠加供给端增速平稳，2022 年下半年涤纶长丝或迎来新一轮景气周期。
- **浙江石化二期全面投产，公司股权价值有较大提升空间。**浙江石化一期项目于 2019 年 12 月全面投产，2022 年 1 月浙石化二期 2000 万吨/年炼化一体化项目炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车，打通全流程，投产后续借炼化化工品为导向的产品结构、灵活的经营能力以及低油价带来的库存收益，2020Q1-2021Q2 业绩逐季提升。从浙石化模拟价差来看，公司二季度受油价大幅上涨影响，价差环比一季度有所收窄，但油价单边上行预计将给公司带来一定原油库存收益，预计今年两期 4000 万吨/年炼油项目合计净利润将超 200 亿元，则公司 2022 年对应投资收益在 40 亿元以上。
- **投资分析意见：**桐昆股份作为国内涤纶长丝龙头，2022 年底将拥有近千万吨涤纶长丝产能，业绩弹性突出、长丝盈利能力优于行业，同时公司如东洋口港及沐阳 PTA、长丝项目投产在即，未来成长性确定。我们假设公司涤纶长丝景气修复、在建项目如期投产，下调 2022-2024 年净利润预测至 79.84、90.83、103.82 亿元 (原为 84.26、95.78、105.05 亿元)，对应 PE 分别为 4 倍、4 倍、3 倍，2022 年公司 PE 低于可比公司均值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内疫情恢复不及预期；原油价格大幅波动；在建项目推进不及预期；浙江石化二期项目盈利不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	59,131	12,994	72,016	82,672	90,160
同比增长率 (%)	29.0	16.7	21.8	14.8	9.1
归母净利润 (百万元)	7,332	1,503	7,984	9,083	10,382
同比增长率 (%)	158.4	-12.5	8.9	13.8	14.3
每股收益 (元/股)	3.04	0.62	3.31	3.77	4.31
毛利率 (%)	11.0	9.7	10.9	11.4	10.8
ROE (%)					
市盈率	5		4	4	3

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

投资案件

投资评级与估值

桐昆股份作为国内涤纶长丝龙头，2022 年底将拥有近千万吨涤纶长丝产能，业绩弹性突出、长丝盈利能力优于行业，同时公司如东洋口港及沐阳 PTA、长丝项目投产在即，未来成长性确定。我们假设公司涤纶长丝景气修复、在建项目如期投产，下调 2022-2024 年净利润预测至 79.84、90.83、103.82 亿元(原为 84.26、95.78、105.05 亿元)，对应 PE 分别为 4 倍、4 倍、3 倍，2022 年公司 PE 低于可比公司均值，维持“买入”评级。

关键假设点

假设 2022 年公司如东洋口港项目的聚酯装置，按每季度一套的节奏投产，预计今年有 120 万吨长丝投产，剩余 3 套装置的产能于 2023 年底前投产；后续洋口港项目 PTA 产能和沐阳聚酯产能建成投产时间符合预期。

假设受地缘政治影响，2022 年布伦特油价中枢在 105 美元/桶，后续随原油风险溢价回落，2023-2024 年油价中枢维持在 90 美元/桶。

有别于大众的认识

市场认为公司的周期属性较强。我们认为公司的成长属性为主，持续加码主业产能的同时，浙石化二期全面投产有望增厚公司业绩，业绩稳定性增强，同时也能享受到未来涤纶长丝景气修复的弹性。

公司在下游涤纶长丝的占比较大，上游原料 PX 长期维持供给宽松，产业链利润向下游长丝集中。行业集中度持续提升背景下，对下游客户的议价能力提升，聚酯景气度有支撑。大炼化投产后因为自身 PTA 产业链配套的需求，均最大化 PX(催化重整装置) 产能，同时也副产大量的氢气供给自己的炼厂，以加氢精制或加氢裂化降低成品油产出。公司在 PTA-涤纶产业链持续扩张，长期成长性良好，且公司涤纶相较于行业具备盈利优势，综合成本及产品品质竞争力突出。同时，公司的估值没有完全体现出对于浙江石化投资收益的贡献。

股价表现的催化剂

浙江石化二期项目全面投产；油价从高位相对回落，带动长丝产业链景气修复；新增产能逐渐释放，增厚公司业绩。

核心假设风险

国内疫情恢复不及预期；原油价格大幅波动；在建项目推进不及预期；浙江石化二期项目盈利不及预期。

目录

1. 成立以来坚定扩产，如东沐阳两大基地开启新篇章.....	7
1.1 坚守涤纶长丝主业，四十年铸就聚酯龙头.....	7
1.2 保持稳健经营，行业低谷时期长丝盈利能力优于同行.....	9
1.3 公司扩产以差别化项目为主，把握产业局势释放产能.....	11
2. 原料供需结构宽松，产业链利润向下游长丝集中.....	12
2.1 打通上游乙二醇原料，强化一体化发展优势.....	14
2.2 供需格局好转，PX 利润恢复至疫情前水平.....	15
2.3 PTA 行业产能持续扩张，行业龙头获取超额利润.....	17
2.3.1 行业集中度进一步提升，龙头一体化优势显现.....	17
2.3.2 行业普遍亏损情况下，桐昆股份仍具备利润优势.....	19
3. 长丝产业链格局长期向好，底部反转趋势凸显.....	21
3.1 涤纶长丝是最主要的纤维品种，需求占比将持续增长.....	21
3.2 涤纶价格优势明显，看好长期需求增长趋势.....	22
3.3 长丝集中度提升、扩张有序，行业龙头优势明显.....	24
3.4 涤纶长丝需求边际改善，有望迎来新一轮景气周期.....	26
3.5 公司长丝生产经验丰富、装置协同效应明显，竞争力突出.....	30
4. 浙江石化竞争优势凸显，公司股权价值有待重估.....	33
4.1 浙石化二期投产，得益于大型化炼厂趋势规模优势显现.....	33
4.2 浙石化作为化纤龙头，具备进入大炼化的先天优势.....	35
4.3 秉持精细化、深加工理念，高油价压力下盈利突出.....	36
5. 估值与盈利测算.....	40
5.1 主要产品利润拆分.....	40
5.2 公司估值.....	41
6. 风险提示.....	42

图表目录

图 1：公司主要股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）	7
图 2：打通上游乙二醇原料，持续加码聚酯主业	9
图 3：公司营业收入稳步增长	10
图 4：公司上市以来从未出现亏损	10
图 5：涤纶长丝是公司主要的收入来源（亿元）	10
图 6：涤纶长丝是公司主要的毛利润来源（亿元）	10
图 7：资产负债率低于同行	11
图 8：公司财务费用率低于同行	11
图 9：公司研发费用率高于同行	11
图 10：公司与同行净利润率对比	11
图 11：公司产能投放节奏	12
图 12：长丝销量稳步增长	12
图 13：长丝盈利能力随行业景气波动	12
图 14：聚酯产业链上下游结构	13
图 15：国内聚酯龙头涤纶纤维成本结构（2021 年数据）	13
图 16：聚酯产业链利润趋势	14
图 17：未来我国 PX 新增产能放缓	16
图 18：PX 进口依存度持续下降	16
图 19：2022-2025 年 PX 供需情况预测（万吨，%）	16
图 20：PX-石脑油模拟利润扭亏为盈（美元/吨）	16
图 21：近期 PTA 库存有所回落	17
图 22：今年以来 PTA 价差大幅收窄（元/吨）	17
图 23：Invista 专利的 PTA 投产及单套平均规模	19
图 24：国内 PTA 单套装置产能规模	19
图 25：化纤巨头 PTA 产能集中度继续提升	19
图 26：国内 PTA 产能年份分布	19
图 27：2021-2022 年国内 PTA 生产成本曲线	20
图 28：化学纤维品类细分	21
图：涤纶长丝是国内应用最广泛的一种化学纤维	

图 30：涤纶在全球纤维中的使用比例	22
图 31：日本的纤维消费结构	22
图 32：涤纶长丝价格优势明显（元/吨）	23
图 33：我国涤纶长丝产量与表观消费量	23
图 34：目前涤纶长丝仍以供给国内纺织业消费为主	23
图 35：涤纶长丝龙头扩产、集中度提升（万吨/年）	26
图 36：涤纶长丝产能集中度提升	26
图 37：波罗的海集装箱运价指数-东亚至美西	26
图 38：波罗的海集装箱运价指数-东亚至美东	26
图 39：我国港口集装箱吞吐量回升（万 TEU）	27
图 40：6 月以来 FBX 波罗的海货运指数持续下滑	27
图 41：服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比（%）	27
图 42：服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比（%）	27
图 43：我国历年服装出口额（亿美元）	28
图 44：我国历年纺织品出口额（亿美元）	28
图 45：今年以来涤纶长丝库存高企	28
图 46：纺织服装、服饰业:产成品存货（亿元）	28
图 47：今年以来柯桥涤纶景气指数持续走低	29
图 48：4 月以来江浙织机开工率持续回升	29
图 49：涤纶长丝（POY 150F/48F）月均价（元/吨）	29
图 50：POY-0.86*PTA-0.34*乙二醇价差（元/吨）	29
图 51：涤纶长丝底部反转趋势凸显（元/吨）	30
图 52：涤纶长丝是典型的人员密集型企业（左轴单位：个人）	31
图 53：公司已形成六大聚酯生产基地（虚线为刚启动建设的项目）	32
图 54：六大纤维巨头的目前产能及占比	36
图 55：传统炼厂和民营大炼化工艺对比	37
图 56：公司的氢气、干气、液化气综合利用	38
图 57：浙江石化单季度净利润稳步提升（亿元）	39
图 58：高油价影响下，浙石化产品价差处于相对低位	39
表 1：三种主要涤纶长丝的定义、产品特性和主要用途	8

表 2：2*60 万吨天然气制乙二醇项目规划产品及产能.....	15
表 3：中国 PTA 行业产能持续扩张.....	18
表 4：国内涤纶长丝产能及投放进度.....	24
表 5：公司长丝产能基本维持满负荷生产且单吨投资额较低.....	31
表 6：公司江苏涤纶长丝生产基地建设规划.....	33
表 7：不同规模炼厂发展前景.....	33
表 8：全球炼油产能规模排名.....	34
表 9：浙石化一期乙烯裂解装置主要原料来源.....	35
表 10：国内炼化主要装置规模对比.....	36
表 11：浙石化一期和二期主要产品产能（万吨/年）.....	38
表 12：公司主要产品假设及利润拆分和浙江石化投资收益假设.....	40
表 13：可比公司估值表.....	41

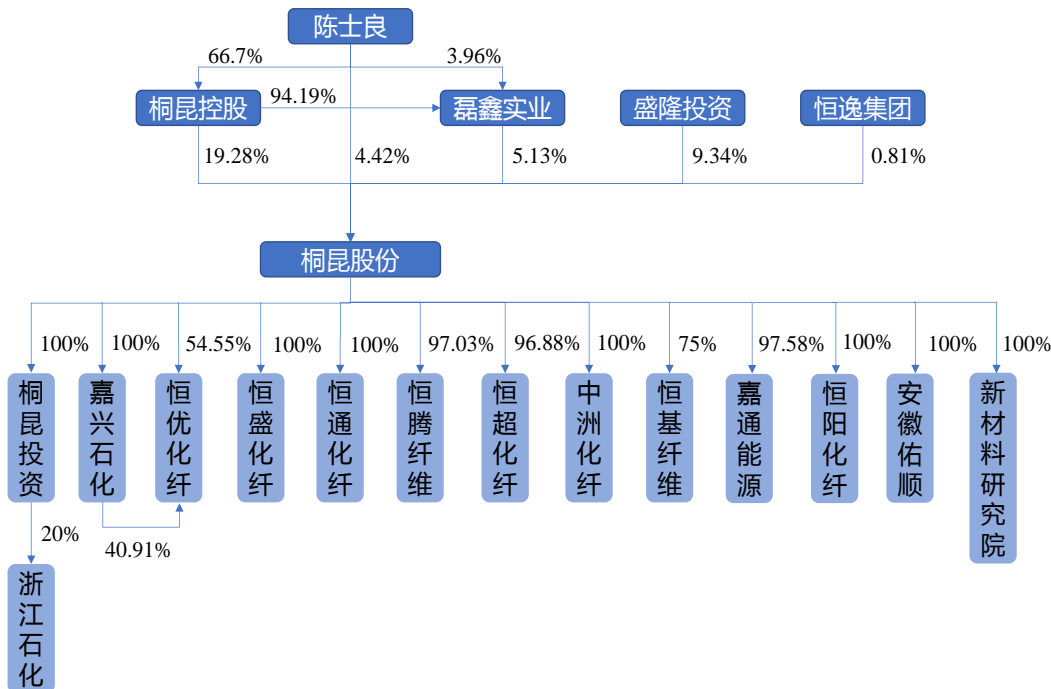
1. 成立以来坚定扩产，如东沭阳两大基地开启新篇章

1.1 坚守涤纶长丝主业，四十年铸就聚酯龙头

桐昆股份前身为成立于 1981 年的桐乡县化学纤维厂，1991 年年仅 28 岁的陈士良接过重振公司的重担，1999 年桐昆股份成立。90 年代开始，公司由丙纶转向涤纶长丝方向，持续的产能扩张，以及上游延伸建设 PTA 项目、参股进入民营炼化，历经风雨 40 年打造了如今的聚酯产业链一体化龙头。截至 2021 年底，公司拥有 PTA 产能 420 万吨，聚合产能 810 万吨/年，长丝产能 860 万吨/年。2010-2021 年期间，公司涤纶长丝销量连续 11 年在国内市场位列第一，国内市场占有率提升至 20%、国际市场占有率 13%。

截至 2022 年一季度末，公司实际控制人陈士良先生通过直接及间接持有公司约 20.65% 的股份。陈士良先生分别持有桐昆控股集团 66.7% 和浙江磊鑫实业 3.96% 的股份，而桐昆控股集团作为上市公司和磊鑫实业的控股股东，分别持有上市公司和磊鑫实业 19.28%、5.13% 的股份。此外，上市公司桐昆股份下设多个子公司，业务范围包括石化、纺织、热电等。

图 1：公司主要股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

涤纶长丝是公司的基本盘，产品结构丰富、竞争力强。根据涤纶长丝生产工艺和性能的区别，可以将其分为 POY（预取向丝）、DTY（拉伸变形丝）和 FDY（全拉伸变形丝）三大类。公司涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、复合丝等四大系列 1000 多个品种，规格齐全，被称为化纤行业的“沃尔玛”超市，产品差别化率连续多年高于行业平均水平。

基于产品结构和技术装备的优势，公司充分利用既有大容量的熔体纺设备，又有灵活可调的切片纺设备，能够快速调整其生产计划、产品结构以响应市场。

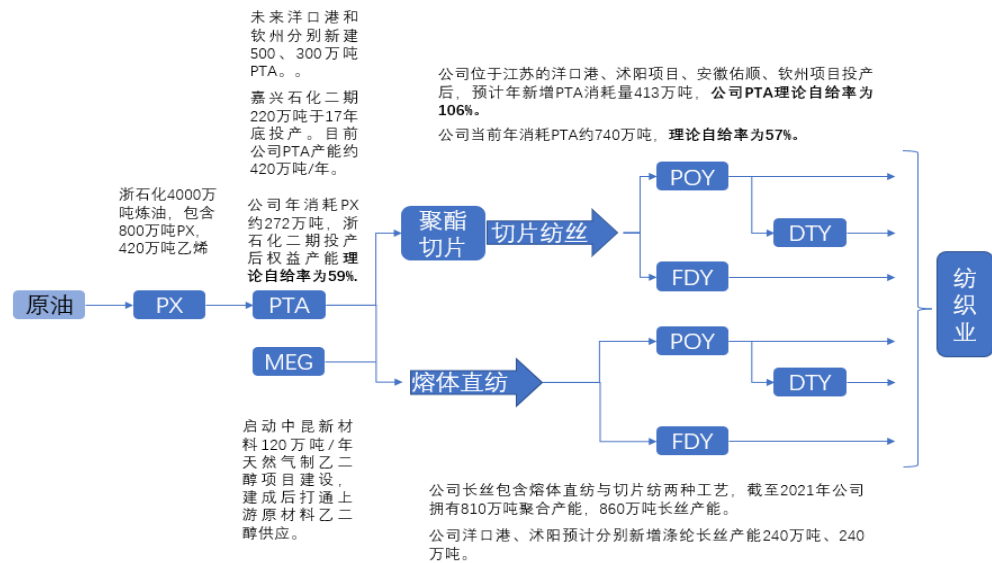
表 1：三种主要涤纶长丝的定义、产品特性和主要用途

名称	定义	产品特性	主要用途
POY	经高速纺丝获得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	具有强度高、丝筒成形好、产品均匀性好的特点,使得产品在后加工时加工速度快、断头率低、退绕完全、消耗小染色均匀。	适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝、缝纫线,用于生产各种仿丝、仿毛类服装面料,织造沙发面料、窗帘和汽车内部装饰布等,其织物悬垂性好、手感丰满、细腻。
DTY	利用 POY 做原丝,在加弹机上进行拉伸并经过假捻变形加工制成的成品丝。	具有一定的弹性及收缩性。	是针织(纬编、经编)或机织加工的理想原料,适宜制作服装面料(如西装、衬衫)、床上用品(如被面、床罩、蚊帐)及装饰用品(如窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布)等。
FDY	利用 POY 纺丝拉伸进一步制成的化纤长丝	具有强度高、丝筒成形好、染色均匀的特点,使产品在后加工时断头率低、退绕完全、消耗小、织物疵点少、染色均匀。	适用于机织和针织加工,生产网眼布、涤塔夫、牛津布、雪克、西装里料、鞋用材料,并可用于生产各种仿造真丝面料、绒类织物、雨披、伞面以及包覆纱等。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

上下游产业链呈宝塔式结构，上游扩产以满足原料自给为主，打通上游原材料乙二醇，持续加码涤纶长丝主业。2009 年末，公司启动嘉兴石化一期 80 万吨 PTA 项目，首次向上游延伸配套原料，随着 2017 年末二期装置投产后公司实际 PTA 生产能力达到 420 万吨/年，且主要为自己自用，当前 PTA 理论自给率在 94%以上；2017 年收购桐昆控股持有的浙江石化 20%股权，打通 PX—PTA—长丝全产业链。公司在洋口港规划建设 2*250 万吨 PTA 产能以及 240 万吨长丝（90 万吨 FDY、150 万吨 POY）产能，项目整体落成后公司 PTA 自给率有望超过 100%。此外，公司还在江苏沭阳规划建设 240 万吨聚酯（150 万吨长丝及 90 万吨短纤）、纺织基地，进一步巩固长丝龙头地位。同时，公司也启动了安徽佑顺 120 万吨差别化纤维（POY、FDY）和中昆新材料 120 万吨/年天然气制乙二醇项目，持续加码聚酯主业的同时，也打通上游原材料乙二醇的供应。发展至今，公司一直保持着一定的原材料采购比例，坚定将长丝扩产作为公司成长的方式。

图 2：打通上游乙二醇原料，持续加码聚酯主业

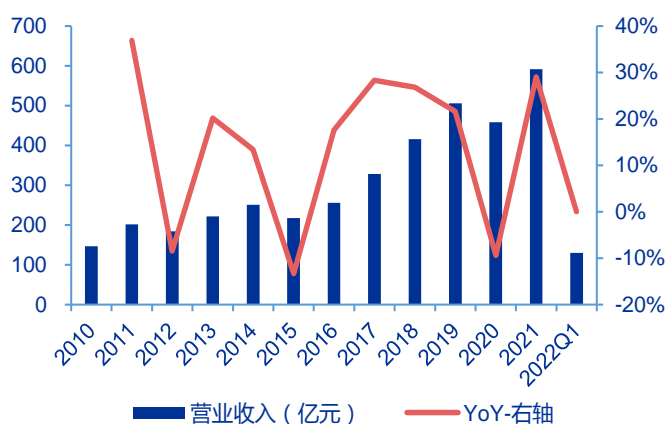


资料来源：公司公告，申万宏源研究

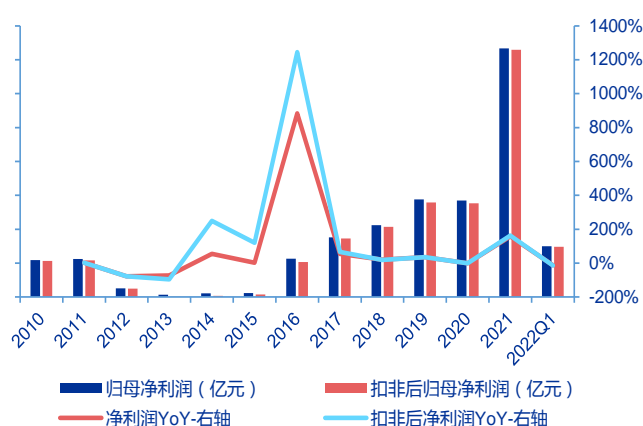
1.2 保持稳健经营，行业低谷时期长丝盈利能力优于同行

公司经营业绩稳健，行业低谷时期盈利能力历经多次考验，后疫情时代利润增速更甚从前。自 2012 年开始 PTA、聚酯长丝行业进入结构性、区域性和阶段性过剩状态，直至 2015 年行业长期处于低迷状态：PTA 在 2014 全行业亏损，涤纶长丝长期处于行业盈亏平衡状态。公司作为行业龙头凭借管理能力不断优化产品结构、控制成本，以及完善的产业配套使其在行业低谷期仍然实现盈利。2020 年受疫情影响下聚酯终端需求出现断崖式下跌，再次出现阶段性全行业亏损，但公司 2020 全年扣除投资收益后主营业务税前利润为 7.8 亿元，其中前三季度总计约 3.12 亿元，极端压力测试下，聚酯龙头凸显自身核心竞争力。后疫情时代，2021 年随着疫情好转、油价回升，公司主营业务聚酯长丝价差持续扩大，叠加浙石化二期陆续建成投料，贡献 44.6 亿投资收益，同比 2020 年实现翻倍增长，当年公司实现归母净利润 73.3 亿，增速高达 158%。

公司主营业务具备较强的盈利能力，2022 年初浙石化二期全面投产，助力公司业绩再上一个台阶。2020 年受聚酯产业链景气下滑影响，公司实现营业收入 458.33 亿元，同比下降 9.39%；实现归母净利润 28.47 亿元，同比下降 1.31%，其中浙石化一期在 2020 年已全面投产，贡献投资收益为 22.3 亿元。2021 年随着疫情好转，公司营业收入同比增长 29.01% 至 591.31 亿元，实现归母净利润 73.32 亿元，同比高增 158.44%，其中浙石化贡献投资收益 44.6 亿元，主因浙石化二期在 2021 年陆续建成投料。随着浙石化二期在 2022 年 1 月实现全面投产，2022Q1 浙石化整体贡献投资收益 10.7 亿，环比增加 19%，为公司持续贡献业绩增量。

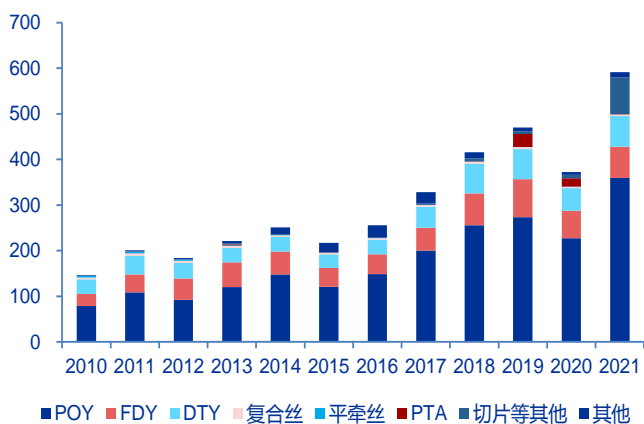
图 3：公司营业收入稳步增长


资料来源：Wind，申万宏源研究

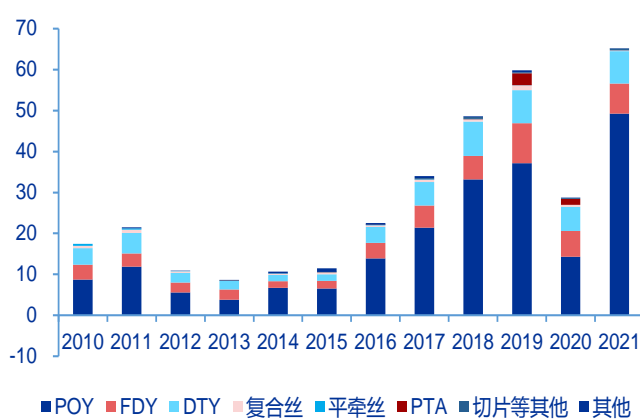
图 4：公司上市以来从未出现亏损


资料来源：Wind，申万宏源研究

除浙江石化项目外，公司盈利主要来自涤纶长丝。除浙石化的投资收益外，涤纶长丝是公司最主要的收入及利润来源，2021年涤纶长丝销售收入、毛利润分别为498.4亿元、64.70亿元，占公司总收入及毛利的比重分别为84.3%、99.3%。公司涤纶长丝包含POY、FDY、DTY、复合丝和平牵丝，其中POY是公司最主要的长丝品种，2021年共销售POY 542万吨，占长丝总销量的95.88%；2021年POY销售收入、毛利润分别为359.59亿元、49.27亿元，占公司总收入及总毛利的比重分别为60.8%、75.6%。

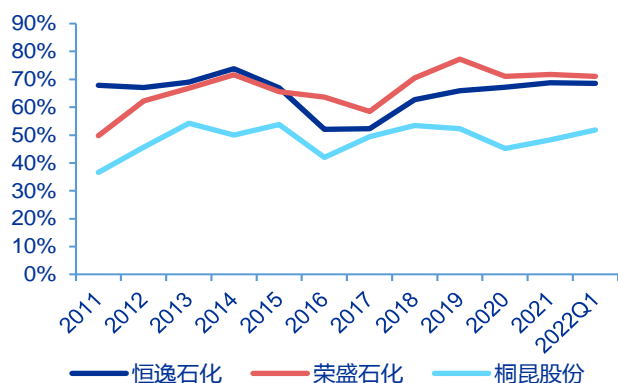
图 5：涤纶长丝是公司主要的收入来源（亿元）


资料来源：Wind，申万宏源研究

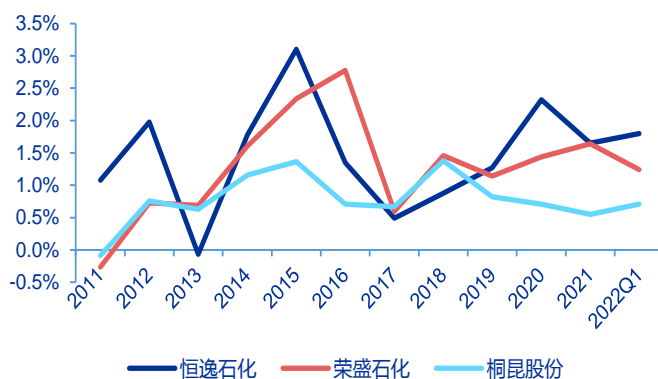
图 6：涤纶长丝是公司主要的毛利润来源（亿元）


资料来源：Wind，申万宏源研究

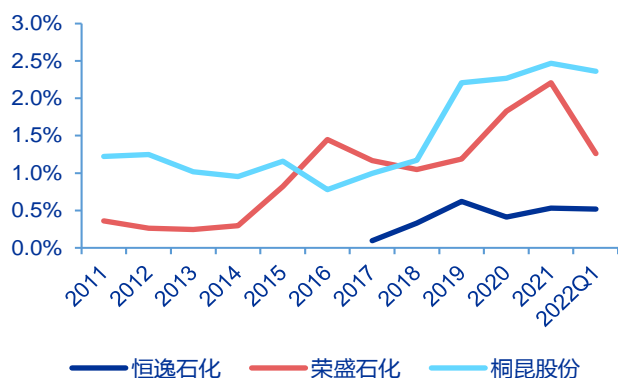
公司经营稳健，长丝盈利能力优于同行。在2019年民营炼化项目投产之前，三家聚酯龙头的业绩走势较为类似。2017年公司以参股的方式进军民营大炼化行业，秉持稳健发展的理念，资产负债率始终控制在50%左右。此外，相比其他炼化龙头，公司更专注于长丝的研发投入，专注长丝主业，着力开发差异化产品，综合导致公司历史上的盈利能力更强，特别在行业低谷期间表现优异。

图 7：资产负债率低于同行


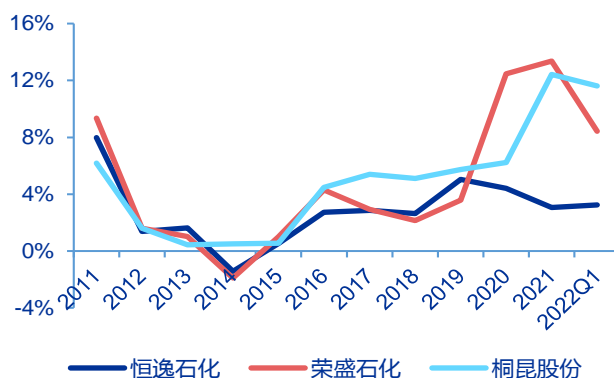
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：公司财务费用率低于同行


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：公司研发费用率高于同行


资料来源：Wind，申万宏源研究

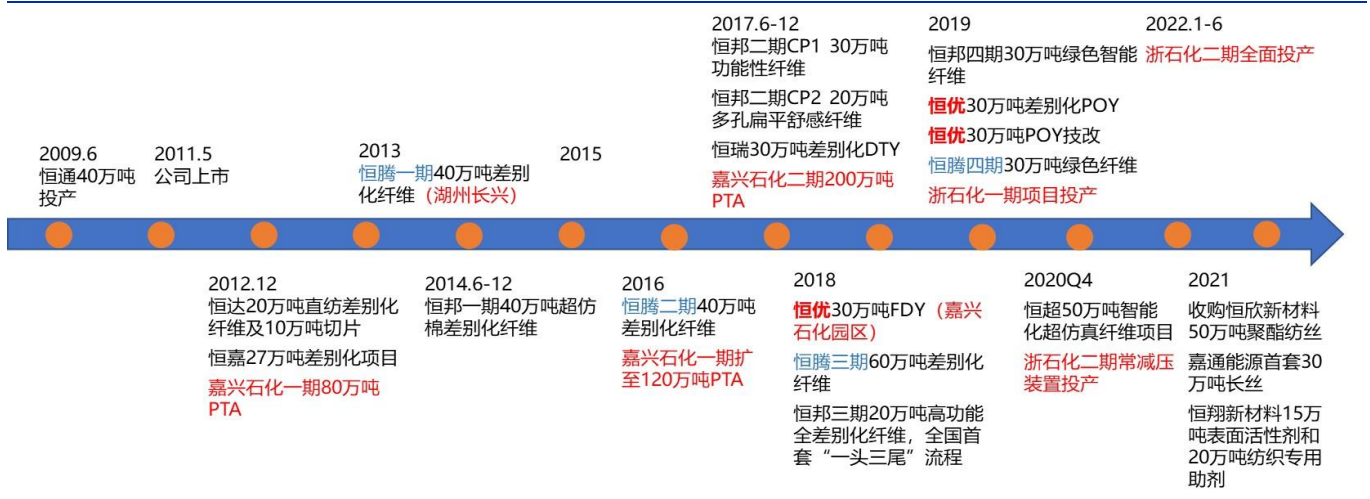
图 10：公司与同行净利润率对比


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 公司扩产以差别化项目为主，把握产业局势释放产能

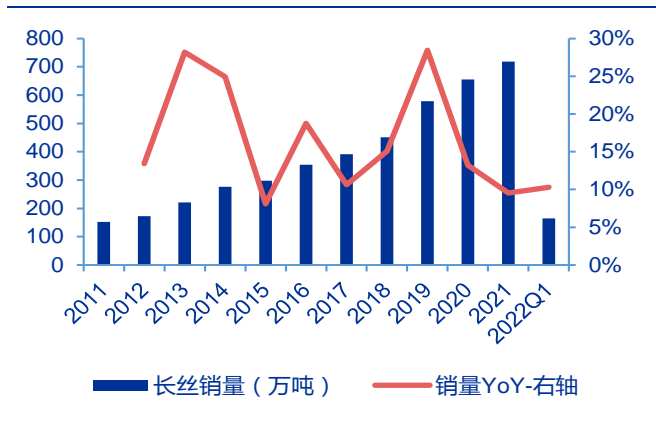
长丝产能以差别化项目为主，把握产业局势释放产能。公司成立以来专注于涤纶长丝行业，将一个产品做到极致并成为全球最大的涤纶长丝生产企业。从公司历史产能投放情况来看：1) 2012 年率先投产两套差别化纤维，产能布局以差别化纤维为主，产品结构上以下游应用性更为广泛的涤纶预取向丝 (POY) 为主；2) 坚持内生式成长，上市以来仅收购“江苏海欣纤维”50 万吨聚酯纺丝的产能，其余产能均未采用外延并购的方式；3) 在 2013-2015 年涤纶行业低谷期间投放两套 40 万吨差别化纤维项目并开辟湖州长兴基地，逆势加码长丝项目，提升市场占有率；4) 长丝项目建设期在 18 个月左右，公司在行业低谷期间提前布局长丝项目，2016 年进入景气周期后加速自身产能释放节奏，且今年年中启动安徽佑顺 120 万吨轻量舒感差别化纤维项目，产能增速始终高于行业平均；5) 上游扩张以配套为主，2009 年规划建设 80 万吨 PTA 项目，2012 年底投产后适逢持续三年的行业景气低谷，随后进行装置扩建并于 2015 年规划建设二期 200 万吨 PTA 项目，2017 年收购浙江石化 20% 股权，目前仍有江苏南通 500 万吨 PTA 在建产能，其中如东洋口港在建的首套 250 万吨 PTA 装置，预计将于 2022 年四季度开车投产，预计建成后公司 PTA 自给率将大幅提升。

图 11：公司产能投放节奏



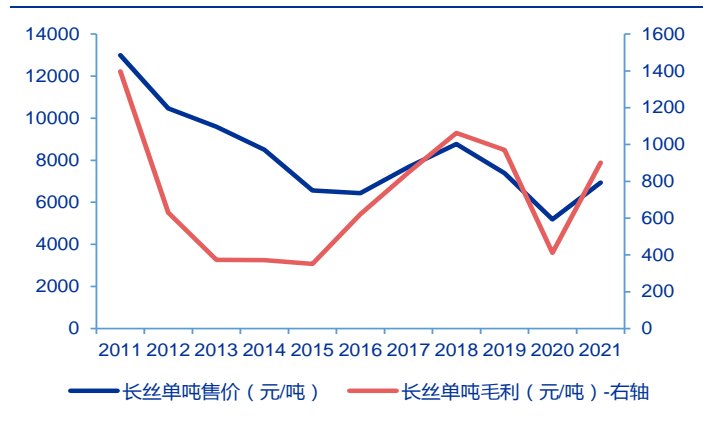
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：长丝销量稳步增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：长丝盈利能力随行业景气波动



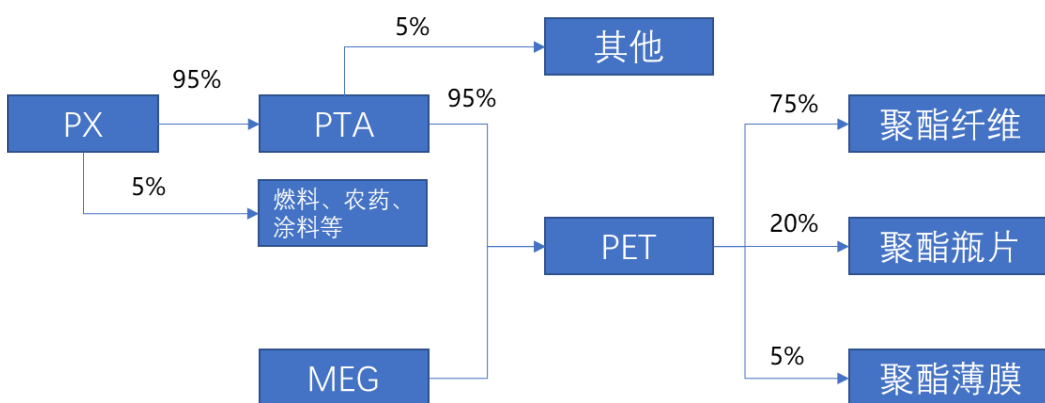
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 原料供需结构宽松，产业链利润向下游长丝集中

涤纶又被称为聚酯纤维，化学名为聚对苯二甲酸乙二醇酯纤维。它是以 PTA（对苯二甲酸）或 DMT（对苯二甲酸二甲酯）和 MEG（乙二醇）为原料经过酯化或酯交换和缩聚反应而制得 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯），经纺丝和后处理制成纤维。目前，国内采用 PTA 和 MEG 经酯化制取 PET 为主，是竞争力更为突出的工艺路线。PET 下游除涤纶外，还包括聚酯瓶片和聚酯薄膜等。

上游 PX 和 PTA 的应用领域较为集中。 PX 主要产自炼油工艺中的催化重整装置，下游主要用于制取 PTA，还有部分用于染料、农药、涂料等领域，PTA 基本可以作为 PX 的单一下游产物，PX 亦是 PTA 的直接原料，两者相互依存；PTA 主要由 PX 制得，95%的 PTA 应用于 PET 产品的制取，而 PET 中 75%用于聚酯纤维、20%用于聚酯瓶片、5%用于聚酯薄膜。

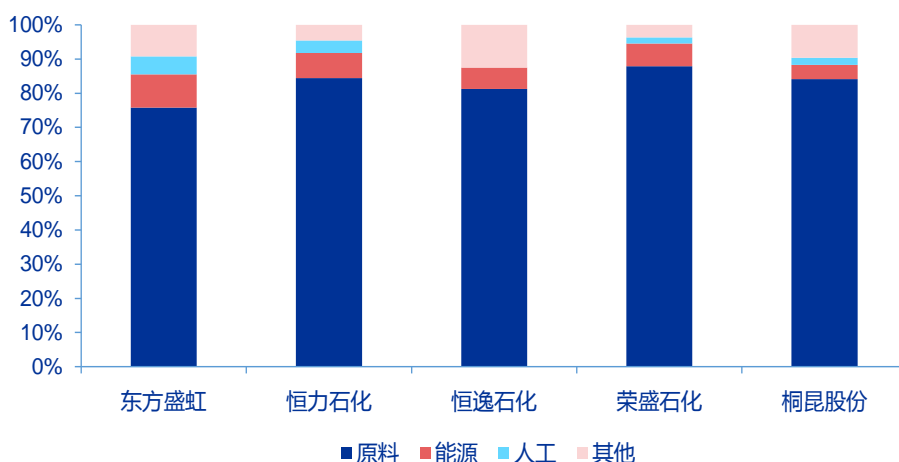
图 14：聚酯产业链上下游结构



资料来源：中纤网，申万宏源研究

原料占聚酯纤维成本 80%以上，其中 PTA 是最主要的原材料。涤纶长丝成本主要包括原材料、能源、人工和其他，我们统计了行业中 5 家聚酯上市企业发现原材料在聚酯成本中平均占比达到 82.7%。一般而言，生产一吨 PET 需要消耗 0.86 吨 PTA 和 0.34 吨乙二醇，其中 PTA 是聚酯纤维最重要的原材料。

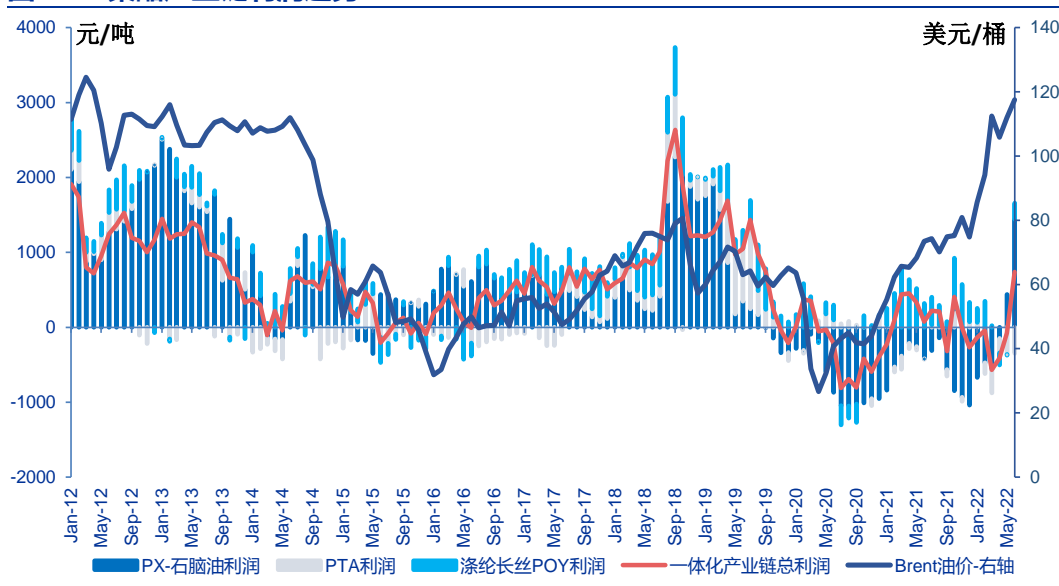
图 15：国内聚酯龙头涤纶纤维成本结构（2021 年数据）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

历史上涤纶产业链利润分配多集中于上游，而行业产能扩张背景下主流工厂更倾向于保证下游聚酯利润，整体产业链利润与油价相关性较大。根据产业链环节的划分，聚酯产业链可以分为 PX-石脑油、PTA-PX 以及涤纶长丝-PTA&MEG 三个环节。一般而言，产业链终端产品景气好转会带动整个产业链的盈利能力提升，但利润多集中于产业链中的“卡脖子”环节。历史上，由于我国错失了自 2005 年以来 PX 与 PTA 同步协调发展的机会，国内 PX 供给长期处于短缺的状态，导致 PX 在产业链景气周期中提价的话语权远超 PTA 及下游聚酯，占据了产业链中的主要利润。目前来看，聚酯产业链整体呈现一体化发展，在行业产能扩张过程中，聚酯行业面临产能过剩利润分配问题，主流聚酯工厂的策略是保证聚酯利润，PTA 利润可以承压。为了保证聚酯利润，可以一定程度上容忍库存的抬升。PX-PTA-涤纶长丝产业链为原油产业链的直接下游，同时终端需求与经济周期相关性较大，所以从历史上来看涤纶产业链整体利润也与油价保持着较高的相关性。

图 16：聚酯产业链利润趋势



资料来源：中纤网，申万宏源研究

2.1 打通上游乙二醇原料，强化一体化发展优势

打通上游原料乙二醇，未来公司乙二醇自给率或将达到 35%。5 月 30 日，公司公告拟投资 99.42 亿元在新疆建设 2*60 万吨/年天然气制乙二醇项目，建设周期为三年——一期两年，二期叠期建设，预计一期有望于 2024 年下半年建成投产。本项目拟采用塔里木天然气乙烷回收工厂的天然气作为原料气，脱硫净化后，通过 POX 转化生产合成气，经过 NCMA 脱除二氧化碳，然后进入深冷分离和变压吸附分离出其中的一氧化碳和氢气，分别送草酸二甲酯装置和乙二醇装置生产乙二醇，最终形成年产 120 万吨乙二醇的产能。目前公司聚酯所需乙二醇原料全部依靠外采，预计“十四五”末，公司将拥有近千万吨聚酯产能，对应乙二醇需求约 340 万吨/年。此项目建成后，假设 120 万吨/年乙二醇全部运到公司现有聚酯基地自用，则公司乙二醇自给率预计将达到 35%。

天然气生产原料价格与供应有保障，且顺应国家政策鼓励方向。公司中昆新材料已于 2021 年 5 月 21 日就已与中石油塔里木油田分公司签署天然气供应合作协议书，保证项目建成后天然气资源的量与价。目前塔里木油田公司在盆地内拥有油气地质资源量 125.53 亿吨，其中石油地质资源量 42.31 亿吨、天然气资源量 10.44 万亿方（不含大庆矿权）。因新疆当地的天然气成本以及电力成本优势，即使加上乙二醇运至公司东部基地的运费，仍具有一定经济效益。同时生产方法来看，传统的乙二醇生产方法是石化路线，即由最上游的石油得到乙烯，乙烯氧化生成环氧乙烷，环氧乙烷水合生产乙二醇。而近几年在国家“双碳”政策引导下，采用天然气为生产原料对减少碳排放、降低能耗、缓解国内乙烯供应量不足等都具有深远意义。

表 2：2*60 万吨天然气制乙二醇项目规划产品及产能

序号	产品	产量 (万吨/年)
1	乙二醇	120
2	DMC	5.4
3	乙醇	0.82
4	二元醇 (轻质)	3
5	二元醇 (重质)	0.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

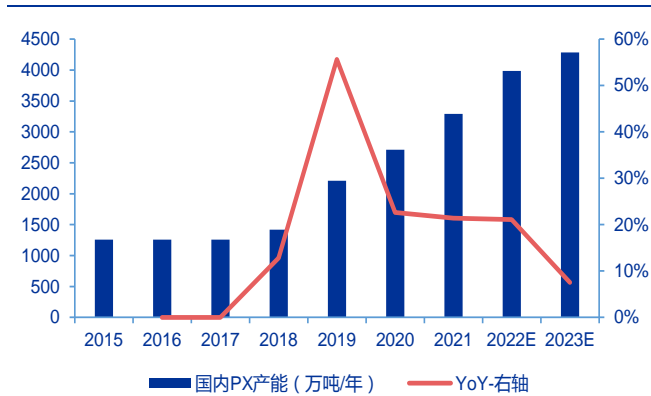
2.2 供需格局好转，PX 利润恢复至疫情前水平

PX 的生产单元催化重整是炼厂主要的低成本氢气来源，同时也是优化炼厂产品结构的重要装置。随着国内成品油生产能力过剩，炼厂降低成品油收率需要更多的氢气（如加氢裂化能力），加氢能力是炼厂提升化工品产出率、提高自身盈利能力的关键因素。如果催化重整的装置规模较小，则炼厂会产生较多的成品油，且催化重整装置出来氢气产量较少，炼厂加氢需求带来更高的制氢成本。重整装置亦能够高效转化环烷烃成分，优化裂解乙烯原料，改善炼厂产品结构。目前新建或转型炼厂均尽可能提升催化重整能力，带动国内 PX 产能快速提升。

民营炼化一体化项目以突破 PX 供应为目的，炼化项目最大化芳烃产能。2019 年以来民营聚酯龙头投资建设的炼化一体化项目进入投产周期，而民营炼化一体化项目在规划炼厂氢气循环系统的同时，尽可能地最大化芳烃产能以突破此前的 PX 供应瓶颈，2000 万吨炼油项目配套 PX 产能均在 400 万吨以上。2021 年国内同比新增 PX 产能包括浙石化二期 500 万吨、中化泉州 80 万吨；预计 2022-2023 年国内年新增 PX 产能分别为 694 万吨、300 万吨，PX 供给受炼化一体化项目投产及传统炼厂转型共同推动下提升，长期供给仍然较为宽松。

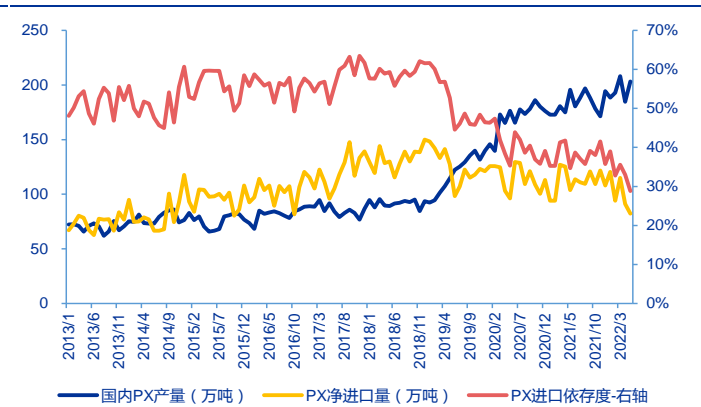
我国 PX 进口依存度快速下滑，未来新增产能也将出现放缓。我国 PX 产量自 2019 年开始快速提升，单月产量迅速提升至百万吨以上，至今年 PX 单月产量一度突破 200 万吨。2021 年我国 PX 产量同比增长 7.7% 至 2194 万吨，进口依存度下滑 2.6 个百分点至 37.9%；2022 年 1-5 月国内 PX 累计产量同比增长 9.0% 至 977.3 万吨，进口依存度同比下滑 3.8 个百分点至 34.0%。其中 2022 年 5 月 PX 产量为 203.2 万吨，同比增长 3.9%，较 2021 年 1 月增长 17.7%。2022-2023 年，国内 PX 新增产能投放速度将从 21% 下降至 8%，同时 PX 进口依存度也将持续下降。

图 17：未来我国 PX 新增产能放缓



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

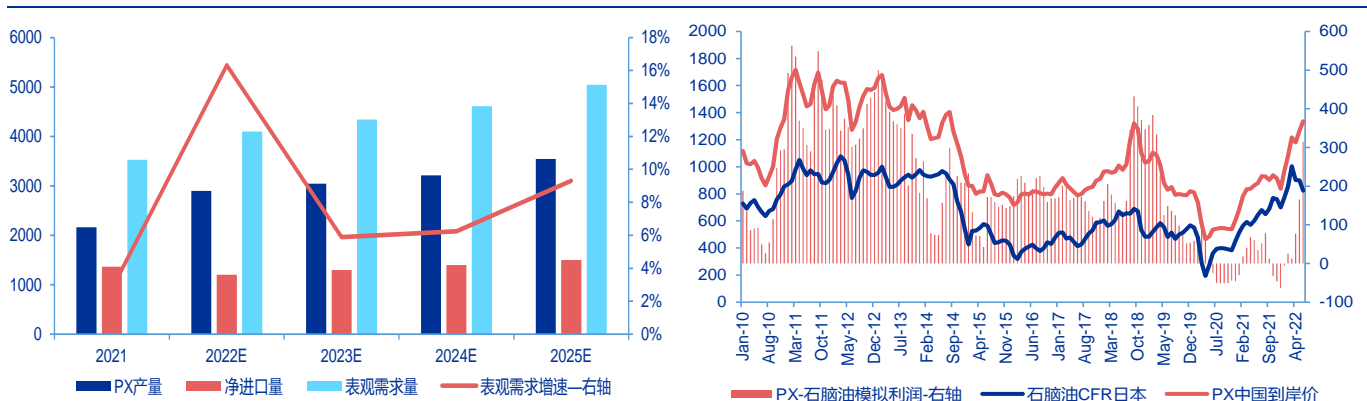
图 18：PX 进口依存度持续下降



资料来源：中纤网，申万宏源研究

当前 PX 模拟利润恢复至疫情前水平，市场供需格局将在 2023 年开始好转。 PX 的原料主要是石脑油，一般行业需要在石脑油基础上至少加 200 美元/吨的加工成本，而 PX 模拟利润自 2021 年 10 月以来已连续 4 个月处于亏损状态，主要因为油价上涨幅度超过 PX 的涨幅。而今年 4 月以来，随着油价暴涨，海外炼厂大量进口 MX 用于调和油生产，导致 PX 供给紧张，价格大幅上涨，PX-石脑油价差持续扩大。截至今年 6 月，PX-石脑油模拟利润为 315 美元/吨，同比去年上涨 280 美元/吨。展望 2022-2025 年，中国 PX 产能投放速度将逐步放缓，其中 2022 年产能投放主要集中在第四季度，但在 2023 年以后，新增产能投放速度明显放缓。在 PX 长期供给宽松的情况下，虽然近期 PX 表现强势，但在近两年加工费维持低位的情况下，国内以及日韩可能有部分盈利较弱的老旧装置淘汰出清。整体来看，预计 2022-2025 年我国 PX 产能和表观消费量年均增速分别为 4%、7%，未来需求增速略高于供应增速。中长期来看 我国 PX 市场供需格局将在 2023 年开始逐步好转。

图 19：2022-2025 年 PX 供需情况预测 (万吨, %) 图 20：PX-石脑油模拟利润扭亏为盈 (美元/吨)



资料来源：隆众资讯，中纤网，申万宏源研究

资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

2.3 PTA 行业产能持续扩张，行业龙头获取超额利润

2.3.1 行业集中度进一步提升，龙头一体化优势显现

市场竞争充分，使得 PTA 成为国内成本竞争最为激烈的产品之一。由于投资额对应的产值比例高、成熟的工艺技术，PTA 成为国内市场化程度最高的石化大宗商品之一。PTA 在品质上差异不大，伴随着国内产能的不断增长，企业只能通过控制成本获取相较于同行的超额利润。

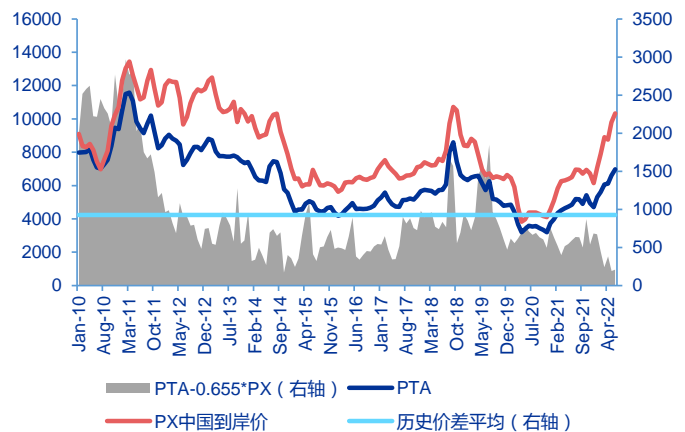
我国 PTA 行业扩产潮持续，叠加今年成本端承压、终端需求低迷，导致行业库存维持高位，行业价差降至历史低位。2022 年 PTA 规划新增产能达到 1050 万吨，目前国内有效产能约 6920 万吨/年，产能占全球 60% 以上，具备全球成本竞争力。2022 年 1-6 月国内 PTA 累计产量为 2736 万吨，同比增长 3.8%，低于 4.5% 的产能增速，行业库存仍维持相对高位。受 PX 原料成本大幅上涨、终端需求低迷的综合影响下，PTA 价差自今年以来持续走低，截至 2022 年 6 月 PTA-0.655*PX 价差降至 207 元的历史低位。

图 21：近期 PTA 库存有所回落



资料来源：中纤网，申万宏源研究

图 22：今年以来 PTA 价差大幅收窄（元/吨）



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

今年剩余新增产能或集中在四季度投产，未来 PTA 产能扩张或进入白热化。进入 20 世纪 90 年代，随着世界聚酯生产中心从北美洲向亚洲转移，全球 PTA 供给格局发生变化。近几年，受新增供应超过市场需求的影响，行业供需不平衡愈发明显。目前单套 PTA 装置从建设到最终投产需要历时 24-28 个月左右，虽然建设期并未显著缩短，但 PTA 单位产能的扩产难度大幅降低：目前单套 220 万吨及以上 PTA 装置建设技术成熟，且建设费用仅在 30 亿元左右（不考虑公用设施），单套装置的建设门槛大幅下降且对行业的供给冲击更大。2017 年之后由于新增产能不足，PTA-PX 价差复苏，而 2020 年开始行业进入新一轮产能扩张周期，目前来看 2022-2023 年均有一定的产能释放压力，2022 年保守估计新增 PTA 产能在 1000 万吨以上，除了逸盛宁波 300 万吨 PTA 在今年 3 月投产，剩余三套装置预计多集中在四季度投产。目前国内新建 PTA 装置多为聚酯龙头自身配套原料为主，依托上下游产业链一体化优势扩产，但在 2023 年以后随着下游聚酯产能扩张速度放缓，PTA 供需格局有望好转。

表 3：中国 PTA 行业产能持续扩张

公司简称	总产能（万吨/年）	所属公司或参股公司	预计投产时间
2019 年底产能	4869		
新疆企业	120	中泰集团	2020 年 1 月初
恒力石化#4	250	恒力石化	2020Q2
恒力石化#5	250	恒力石化	2020Q3
独山能源二期	250	其他聚酯龙头	2020 年 10 月
2020 年底产能合计	5739		
福建百宏	250	百宏石化	2021 年初
虹港石化	240	盛虹石化	2021 年 Q1
逸盛宁波 1#	300	恒逸石化、荣盛石化	2021 年 7 月
2021 年底产能合计	6559		
逸盛宁波 2#	300	恒逸石化、荣盛石化	2022 年
桐昆股份如东一期	250	桐昆股份	预计 2022Q4
恒力石化 6#	250	恒力石化	预计 2022Q4
东营威联化学	250	东营威联化学	预计 2022Q4
2022 年底产能合计	7609		
恒力石化#7	250	恒力石化	2023 年
仪征化纤 3#	220	仪征化纤	2023 年
三房巷	120	三房巷	2023 年
桐昆股份如东二期	250	桐昆股份	2023 年分部投产
宁波台化	300	台化	2023 年
2023 年产能合计	8749		

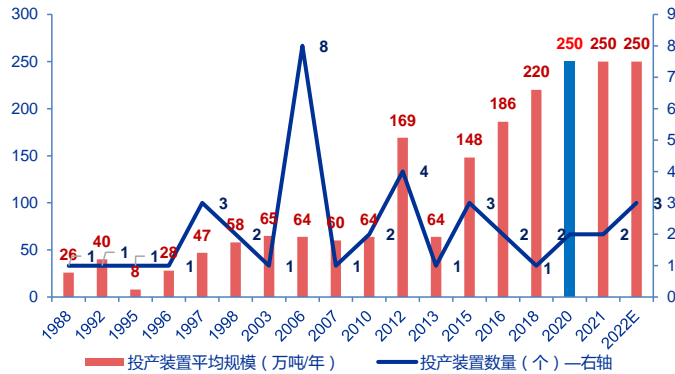
资料来源：中纤网，申万宏源研究

PTA 工艺技术进步明显，行业具备较强的后发优势。目前较为主导的 PTA 技术是 Invista、BP Amoco 以及我国的自主技术等。Invista 仍是世界最大的技术提供商，在全球范围内转让的技术超过 4300 万吨。从 Invista 的装置授权记录来看，2012 年是产能扩大的转折点，表现为恒力石化两套 220 万吨/年装置投产，而之前的单套装置大多低于 100 万吨/年。从生产成本的角度来看，技术进步主要体现吨投资成本、原料单耗及富余能量的回收利用，采用新一代 P8+和 BP 新一代技术的 250 万吨级别 PTA 装置较上一代技术有 200 元/吨左右的成本优势：

- 恒力石化 5 套在产 PTA 装置均采用 Invista 技术，一期项目两条生产线共投资 250 亿元，3-5 号线投资额分为 90 亿元、29 亿元、30 亿元。恒力规划建设惠州 2 × 250 万吨/年 PTA 项目预计投资额为 115 亿元，新增 PTA 装置单吨投资额较前期下降明显。此外，除了独山新能源二期采用了 BP 的技术，嘉兴石化二期、恒力石化 PTA#4、#5 线以及福建百宏、虹港石化均采用 Invista 的 P8 技术。
- Invista P8 技术相较于此前的 P7 技术在富余能量回收利用方面改进明显，原料单耗也有所减少。根据环评报告，桐昆嘉兴石化二期 PTA 项目与一期相比，PX、醋酸吨消耗分别降低 6kg、5kg；吨 PTA 发电量由 25kWh 提升至 110KWh，嘉兴

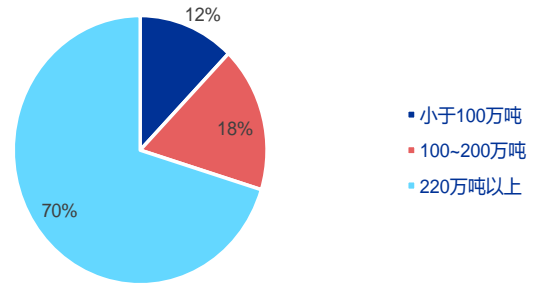
石化二期项目建成投产后，自产电量除满足一、二期装置自身需求外，还有每小时 1 万余度的电力富余。

图 23 : Invista 专利的 PTA 投产及单套平均规模



资料来源：Invista，申万宏源研究

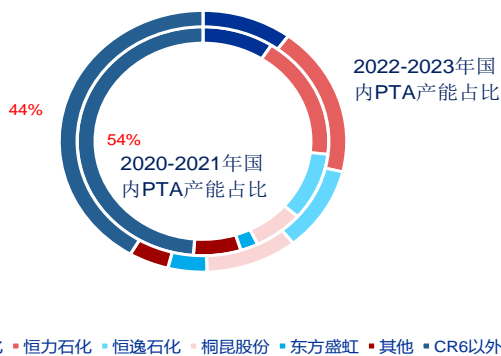
图 24 : 国内 PTA 单套装置产能规模



资料来源：化纤信息网，申万宏源研究
注：未考虑装置退出

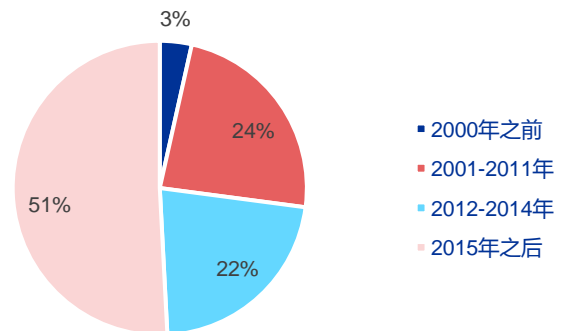
国内 PTA 行业集中度不断提升，龙头一体化优势显现。 由于规划新增 PTA 产能主要来自国内民营聚酯龙头，我们计算 2022-2023 年国内 CR6 将从当前 51% 提升至 58%。若不考虑 2000 年之前投产的装置，当前国内 PTA 产能在 2011 年之前投产的老旧装置仍超过 1600 万吨，单套产能 100-200 万吨/年的装置规模在 1400 万吨以上，行业中仍有较多技术相对落后的装置。除工艺升级之外，龙头企业在项目规划一体化上有着更强的禀赋优势：1) 区位优势明显：临近沿海或内河口岸码头及纺织产业集群地，便于上游 PX 及下游 PTA 产品运输；2) 上下游一体化：短途采用槽罐车或管道运输，降低包装成本、运输成本，减少热损耗；3) 公用工程分摊使得低项目投资，装置折旧低于行业平均水平。

图 25 : 化纤巨头 PTA 产能集中度继续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26 : 国内 PTA 产能年份分布



资料来源：化纤信息网，申万宏源研究
注：未考虑装置退出

2.3.2 行业普遍亏损情况下，桐昆股份仍具备利润优势

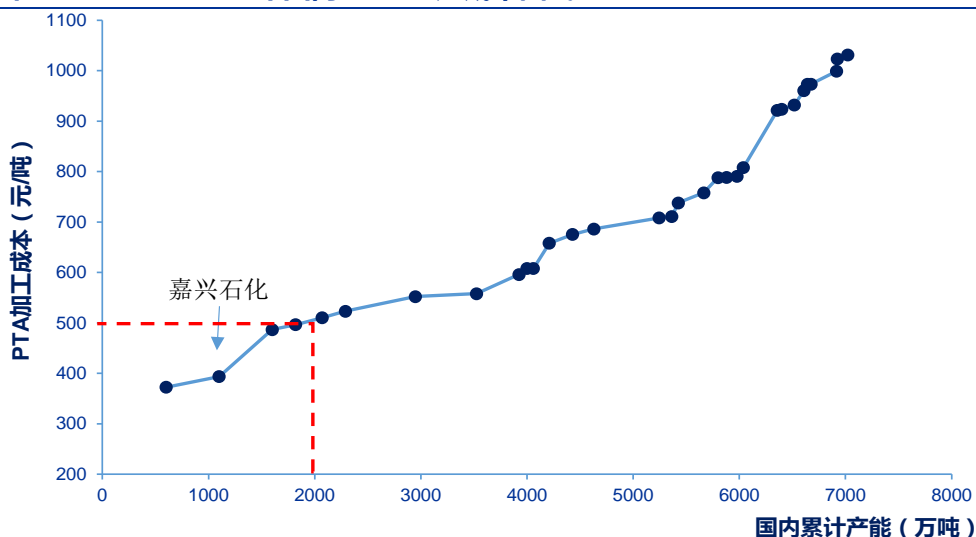
根据 PTA 的生产成本构成，除主要原材料 PX 外，其余的成本为公用工程（蒸汽、水、电）、醋酸、折旧、财务及运输成本等，因此 PTA 的生产成本与规模效应直接相关。

通过对各 PTA 生产企业的成本进行模拟，未来 PTA 生产成本曲线将会更加陡峭，行业最低的加工成本（PTA-.*PX）有望降低到元/吨以内，主要体现在：

- 1、随着恒逸石化位于宁波的 PTA2# 的 300 万/年、桐昆如东一期的 250 万吨/年 PTA 以及恒力位于惠州的 PTA6# 的 250 万吨/年产能在今年内投产 行业龙头较成本端靠后的产能相比，优势将进一步扩大。
- 2、行业龙头仍然不断加码 PTA 产能，引领 PX-PTA-涤纶长丝的集中度继续提升，比如恒力石化于广东惠州在建的 250 万吨/年，桐昆如东二期的 250 万吨/年和逸盛海南二期的 250 万吨/年 PTA。
- 3、PTA 落后产能将会加速退出。假设 2022 年国内 PTA 需求为 5500 万吨，全球需求为 8000 万吨，2022 年全球保守新增 1000 万吨/年生产能力，则全球范围内或有约 2000 万吨/年的产能面临淘汰。
- 4、由于未来新增 PTA 装置多来自于自身配套，且单套装置产能大多在 250 万吨/年以上，以单吨 POY 消耗 0.86 吨 PTA 计算，一套 250 万吨的 PTA 装置能够供应 291 万吨聚酯产能，对应 7 套规模化长丝生产装置，聚酯龙头 PTA 自给率有望快速提升，大幅压缩流通市场需求。

产业链上下游配套完善，按往年加工费用来看，公司 PTA 项目仍能保持 100 元/吨的超额收益。公司嘉兴石化基地拥有两套合计 420 万吨产能的 PTA 装置，其中二期装置为国内首套采用 Invista P8 技术的装置，具备一定后发优势。此外，嘉兴石化区位优势明显，厂区距离乍浦港仅有 3 公里，便于原料 PX 以及 PTA 运输。园区除利用反应余热进行发电外，还能够将产出的 PTA 直接送至园区配套的 90 万吨长丝装置，或通过内河航运运至其余厂区，运输过程可以省去部分包装、运输和下游聚合反应加热的费用。在行业高景气阶段，2018-2019 年年均价差在 900-1000 元/吨，桐昆股份能够获得 400-500 元/吨的丰厚利润。2022 年按照下游需求 5% 左右增长 PTA 需求在 6000 万吨/年。我们以 $PTA=0.655*PX$ 计算公司除 PX 原料外的加工费用，得到公司 2017-2021 年除 PX 外加工费用约为 400 元/吨。另一方面，目前行业边际完全成本约为 500 元/吨，公司对应约有 100 元/吨的超额收益。但今年以来，在行业面临原料价格走高及需求不振的情况下，PTA 加工费持续收缩甚至一度转负，预计将挤压今年二季度 PTA 生产利润。

图 27：2021-2022 年国内 PTA 生产成本曲线



资料来源：中纤网，申万宏源研究

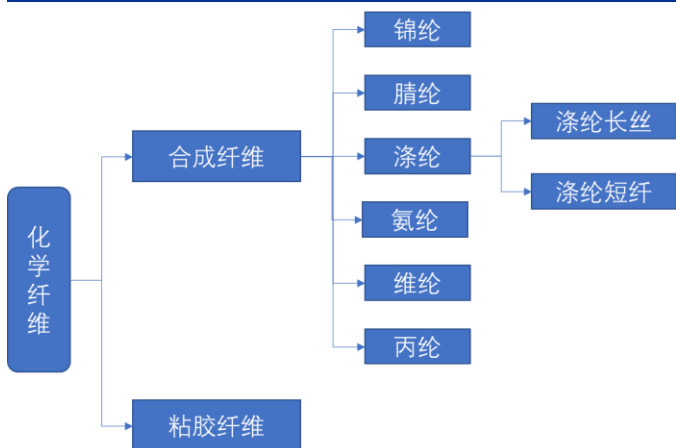
3. 长丝产业链格局长期向好，底部反转趋势凸显

我们认为这一轮涤纶长丝产业链景气复苏于上一轮景气复苏表现基本一致，行业利润仍集中在下游长丝环节。由于历史上国内 PX 或 PTA 环节供给阶段性不足，景气周期中弹性远远大于下游的涤纶长丝，导致产业链利润基本集中于上游。我们认为这一轮景气周期存在两个明显的特点：1) 自 2022 年 3 月以来，国内疫情反复导致下游需求回落，叠加油价暴涨带动原料价格走高，长丝价差大幅收窄。但随着 6 月国内疫情管控政策逐渐开放，且油价从高位有所回落，长丝价差不断修复。4 月行业至暗时刻已经过去，涤纶长丝底部反转趋势显现。同时长丝原材料供给趋于明显宽松：上游 PX 具备长期扩产逻辑、PTA 扩产难度大幅度降低，长丝原料价格弹性大幅弱化；2) 过去几年行业加速落后产能出清，聚酯龙头包揽新增产能，且新增产能并凭借自身综合优势实现长期超额利润，行业集中度快速提升、扩产趋于理性，叠加近期国际海运费回落带动下下游纺织服装出口订单向好，行业有望进入新一轮景气周期。

3.1 涤纶长丝是最主要的纤维品种，需求占比将持续增长

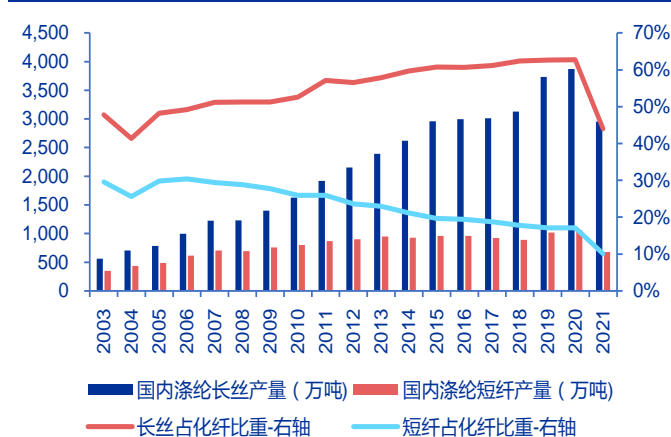
在全球范围内，对各类纤维（包括棉花、聚酯、粘胶、尼龙、聚烯烃、丙烯酸、丝绸、羊毛等）的需求约为 1 亿吨。其中，聚酯约占 5500 万吨，约占纤维总需求的近 55%。而在 10 年前，聚酯的份额不到 50%。由于天然纤维不能满足人类对纺织服装需求的增长，而合成纤维中涤纶性能上最接近天然纤维，同时价格又相对其他合成纤维更具优势，所以一直在合成纤维中保持主导地位。多年来，聚酯纤维通过不断降低成本、性能改进，应用范围也在不断增长。

图 28：化学纤维品类细分



资料来源：中国化学纤维网，申万宏源研究

图 29：涤纶长丝是国内应用最广泛的一种化学纤维



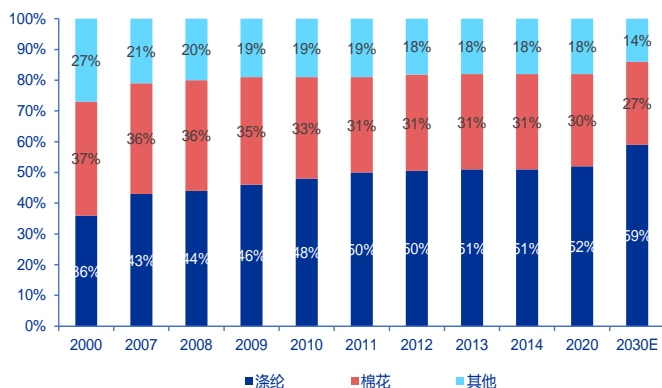
资料来源：Wind，申万宏源研究

受益于涤纶的成本优势以及使用性能的不断改进，其在全球的纤维使用中占比不断提升。目前全球涤纶在纤维中的使用比例接近 52%，发达国家如日本的涤纶需求占比则在 60% 以上，而据统计数据显示，印度市场中涤纶的占比仅为 37%，从人均消费来看，目前全球人均年涤纶消费 7.25 公斤，而印度仅为约 3.47 公斤，假设印度人均涤纶消费量提高 1 公

斤/年，则带来 132 万吨/年的新增需求。涤纶需求在新兴市场仍有很大的提升空间，长期看好涤纶需求增长。

涤纶具有强度高、弹性好、耐热、耐磨、耐腐蚀、表面光滑等特性，但染色性较差等特点。用途主要包括三个方面：1) 服装，如服装面料、里料、内衣、袜子、服装填充物等；2) 家纺，如窗帘、纱窗、浴帘、床被、桌布、装潢材料等；3) 工业，如轮胎帘子布、输送带、灯箱布、三角皮带、车辆安全带等。据百川资讯数据，2021 年服装、家纺和工业需求占比分别为：52%、33%、15%，行业下游消费结构较为稳定。

图 30：涤纶在全球纤维中的使用比例



资料来源：JBF，申万宏源研究

图 31：日本的纤维消费结构



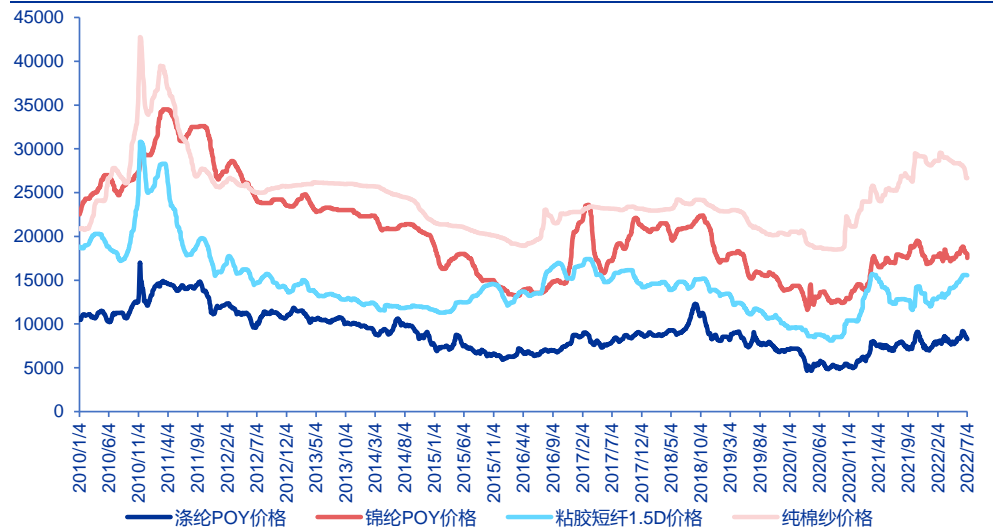
资料来源：JCFA，申万宏源研究

3.2 涤纶价格优势明显，看好长期需求增长趋势

短期内原料价格上涨推动长丝价格走高，而上游原料供给宽松下，预计中长期涤纶长丝价格中枢将有所下移。传统天然纤维在增产、降本方面具备一定劣势，以棉为例：纯棉纱是将棉籽中提取出来的天然纤维经纺丝后得到的，生产过程中需要经历种植、采收、纺丝等一系列过程，未来价格的下降空间仍然较小。历史上由于 PX 环节长期处于供应短缺的状态，是涤纶价格的主要支撑环节。尽管今年以来，油价上涨带动原料成本上升，推动涤纶长丝价格走高，而后续随着油价回落，短期内长丝价格将回。且现如今随着 PX、PTA 加工中枢价差回落，涤纶长丝价格成本支撑减弱，预计中长期价格中枢有一定幅度的下降，进一步强化涤纶长丝价格优势。除原料价格相对低廉之外，我们认为与传统的棉、毛、麻等纺织行业相比，涤纶长丝在生产流程方面也具备明显优势：

- 1、**生产流程短。**涤纶长丝不需经过棉、麻、毛等短纤维的纺纱工序，减少了物料损耗。若以棉花价格 12000 元/吨计算，则纺成纱约 21000 元/吨，麻、羊毛、丝绸的价格则更贵。
- 2、**生产效率高，能耗低。**涤纶长丝强度高、断头少，织造效率普遍达到 95% 以上，远远高于天然纤维的织造效率。另外，涤纶织造行业以喷水织机为主，其用电功耗约 3kW，远低于需配备空压机的喷气织机（用电功率约 9kW），能耗更低。

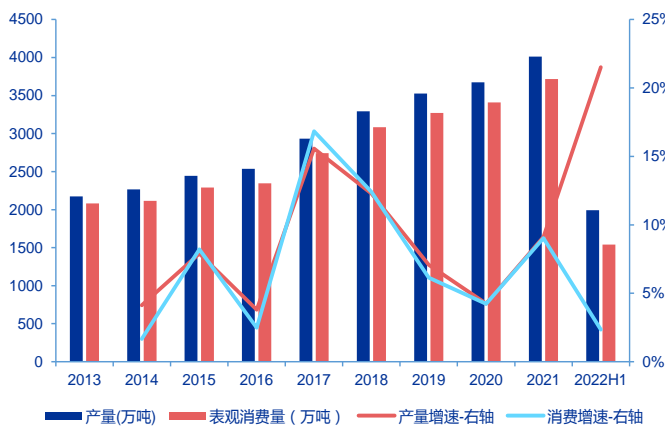
图 32：涤纶长丝价格优势明显（元/吨）



资料来源：中纤网，申万宏源研究

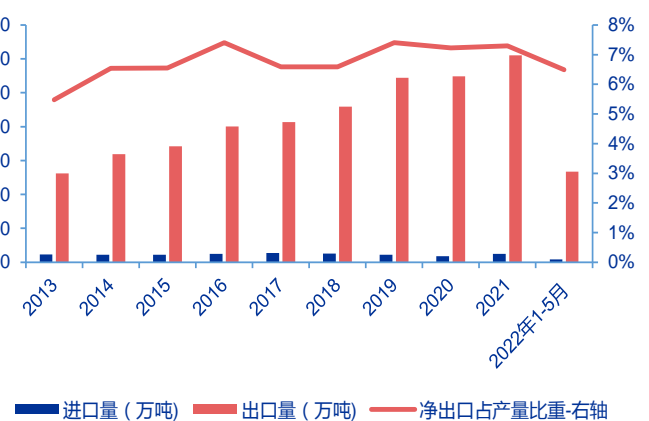
历史上涤纶长丝需求保持高速增长，在涤纶长丝价格中枢下行、性能改善以及下游需求提振的前提下，仍然看好涤纶长丝长期需求增长趋势。由于下游纺织服装产业链配套完善，涤纶长丝消费以国内为主，净出口量占国内产量比重保持在 7%左右，长丝主要以终端纺织品的形式进行出口。数据上来看，我国涤纶长丝产量及表观消费量在过去几年中一直保持着快速增长，近 5 年来国内长丝产量、表观消费量复合增速均为 9.6%。2020 年全球受疫情影响，全球经济增速下滑，纺织服装产业需求受到了较大冲击，导致长丝需求增速较前期有明显下滑。后疫情时代需求持续恢复，2021 年我国长丝产量与消费量增速甚至超过疫情前 2019 年的水平。从长期来看，短期内油价高位推动长丝价格走高的影响将逐步减弱，后续长丝价格中枢将随油价回落而下移，有望加速刺激原本涤纶渗透率较低的发展中国家需求，预计长期涤纶长丝需求增速回到 8%左右，看好长期需求增长趋势。

图 33：我国涤纶长丝产量与表观消费量



资料来源：中纤网，申万宏源研究

图 34：目前涤纶长丝仍以供给国内纺织业消费为主



资料来源：中纤网，申万宏源研究

3.3 长丝集中度提升、扩张有序，行业龙头优势明显

龙头包揽长丝扩产，后期产能增速平稳。2022 年预计新增 440 万吨涤纶长丝产能，截至目前我国涤纶长丝有效产能已经超过 4800 万吨，与上一轮扩产周期不同之处在于，新投产装置以差异化直纺产能为主，国内六家聚酯龙头在新增产能中占比达到九成以上。从目前已有数据来看，2023 年国内预计新增涤纶长丝产能 480 万吨，保持平稳增长的趋势。

长丝的主要设备由国内行业龙头控制，扩产受进口卷绕头限制，行业成长趋于稳定。生产涤纶长丝的纺纱系统中，高速卷绕头是核心部件，优良的高速卷绕头可以大幅提高生产效率，并且产出质地良好的涤纶丝。在全球范围内，高速卷绕头的研发、生产主要集中在德国欧瑞康巴马格、日本 TMT 公司、北京中丽、上海金纬、郑州华蔡等公司。但目前国产卷绕头与巴马格、TMT 相比在卷绕速度、运行稳定性上仍有一定差距。巴马格、TMT 生产的卷绕头仅能满足年 300 万吨新增聚酯产能的需求，供给国内产品约能满足 250 万吨左右新增聚酯产能，且订单基本为国内行业龙头所包揽。受益尖端设备供应的瓶颈，预计未来涤纶长丝行业高端产能扩张将持续保持相对稳定的趋势。

表 4：国内涤纶长丝产能及投放进度

项目	装置产能（万吨/年）	投产进度
2019 年底	4050	
2020 年底	4475	
恒逸海宁新材料	25	2021 年初
福建逸锦	25	2021 年 2 月
中跃二期（湖州）	30	2021H1
独山能源（平湖）	60	2021H2
盛虹宿迁一期	25	2021H2
潍坊华宝	10	2021H2
恒逸海宁新材料	25	2021H2
恒鸣化纤	60	2021H2
天龙新材料	6	2021H2
桐昆如东一期 1#	30	2021Q4
2021 年底产能	4771	
安徽九华蓝	65	2022Q1
新疆企业	25	2022Q1
独山能源（嘉兴）	30	2022Q1
恒逸海宁新材料	50	2022Q2
荣盛盛元	50	
桐昆如东一期	90	
桐昆如东二期 1#	30	
宿迁逸达	50	
恒力恒科	50	
2022 年底产能	5211	
桐昆沭阳	150	
江苏新沂	270	
桐昆安徽佑顺		

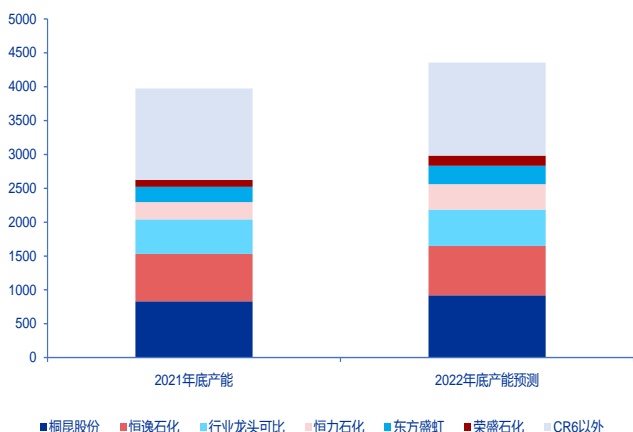
恒超二期	120
桐昆如东二期	90
盛虹新材料	50
2023 年底及以后产能	6011

资料来源：中纤网，申万宏源研究

龙头企业有望凭借自身成本优势，以及差异化产品研发、生产能力的提升，加速小规模聚酯生产企业的退出，进一步提高行业集中度。我们认为聚酯龙头在发展中对行业其他装置的挤出效应分为可以分为三个方面：

- 1、聚酯行业集中度较高，行业龙头规模效应明显，且行业前六家的龙头企业产业链均已延伸至上游 PTA 环节，具备产业链一体化优势。2022 年各聚酯龙头仍规划了较大的涤纶长丝和 PTA 产能，不断拔高行业壁垒并提升龙头定价权。
- 2、熔体直纺技术升级，差异化研发能力效果显著，加速淘汰落后小规模装置：涤纶长丝的种类多，差异化明显，需要企业具备优秀的研发、销售和仓储管理能力，而以降成本为主要优势的熔体直纺技术早期差异化能力与切片纺工艺差距较大。但经过多年研发积累，龙头企业在细旦、异形、消光、易染等差异化方向成果显著，高耗能、小规模切片纺工艺在差异化方面的优势也正消失殆尽。
- 3、熔体直纺纺丝差异化定制能力提升，切片纺“船小好调头”的优势或将不复存在。由于切片纺是将切片熔融后重新纺丝，单体规模小且便于更换纺丝工艺，是天然的差异化纺丝工艺路线。但随着熔体直纺在线添加技术的成熟，这项优势也将不复存在。目前熔体直纺利用在线添加技术添加功能性添加剂，实现在线共聚共混改性，实现抗静电、抗菌、阻燃等新型功能性纤维生产，突破连续缩聚熔体直纺只能生产常规产品的设备技术瓶颈。

极端行情下验证龙头竞争力：桐昆采用联合减产压低库存、销售模式创新等方式，与行业龙头发挥协同效应，龙头话语权有望随行业集中度进一步提升。今年 3 月底开始油价攀升，且 4 月疫情爆发影响下游开工负荷，涤纶长丝行情走低，因此公司通过以下方式在行业低谷时期保证自身良性发展：1) 联合行业龙头减产保价，共同降开工率压低库存；2) 通过保证金模式锁定产品的销售价格；3) 销售模式有所创新，与大贸易商进行合作，保证公司货品产销。行业低谷加速了行业龙头集中的进度。截至 2021 年，行业龙头 CR6（桐昆、恒逸、盛虹、恒力、荣盛等）在聚酯产业链占据约 66% 的市场份额，且龙头企业基本包揽行业 80% 以上的新增产能，预计 2023 年 CR6 将进一步提升至 68%，对下游客户的议价能力较强，聚酯景气度有支撑。

图 35：涤纶长丝龙头扩产、集中度提升（万吨/年）


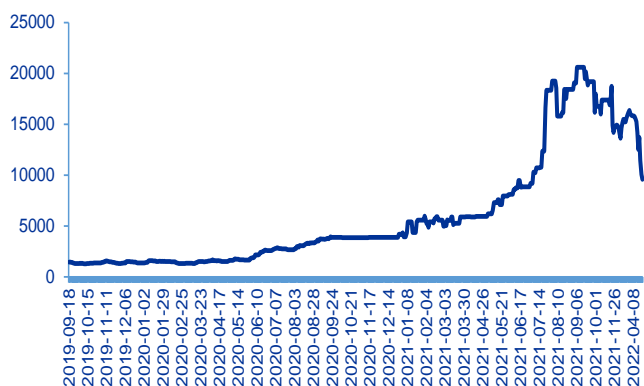
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：涤纶长丝产能集中度提升

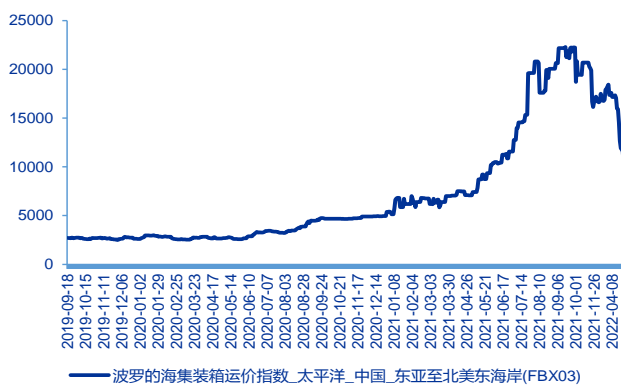

资料来源：化纤信息网，申万宏源研究

3.4 涤纶长丝需求边际改善，有望迎来新一轮景气周期

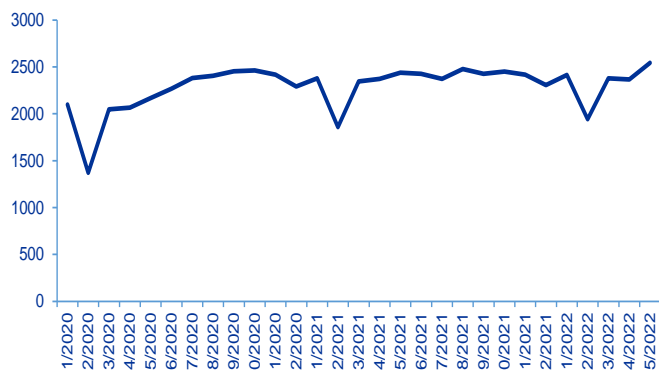
国际海运费从高位回落，带动我国出口订单好转。2021 年受到各国疫情封锁措施影响，国际港口拥堵、劳动力和运力不足，推高国际海运费价格，2021 年 9 月美西海运费甚至一度突破 2 万美金，而后虽然有所回落，但截至 2022 年 5 月美西运价仍保持 1 万美金以上。而在步入 6 月以来，国际海运费持续回落，截至 2022 年 7 月 15 日当周美西和美东海运费分别降至 7234、9993 美金，环比 6 月分别下降 21.3%、15.2%，较去年同期分别下降 32.6%、31.4%。与此同时，波罗的海航运交易所发布的 FBX 指数显示，7 月 15 日，FBX 集装箱海运价格平均为 6414 美元，较去年 9 月的历史高点下跌 42.3%。随着今年海运费从去年的高位回落，海外客户的订货意愿增强，带动国内企业的出口订单迅速增长。根据交通运输部发布的数据，2022 年 5 月我国港口集装箱吞吐量环比上涨 7.5% 至 2543 万 TEU，比去年同期仍高出 4.3%。

图 37：波罗的海集装箱运价指数-东亚至美西


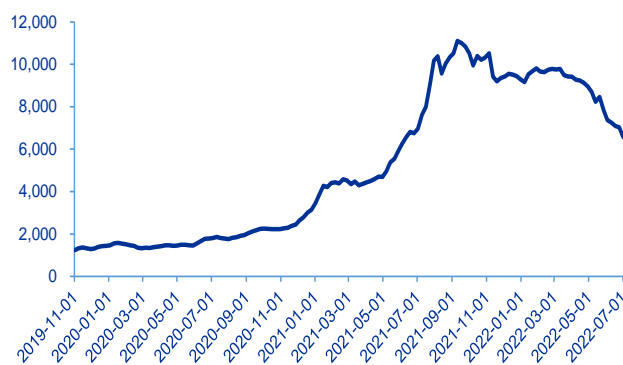
资料来源：Datayes，申万宏源研究

图 38：波罗的海集装箱运价指数-东亚至美东


资料来源：Datayes，申万宏源研究

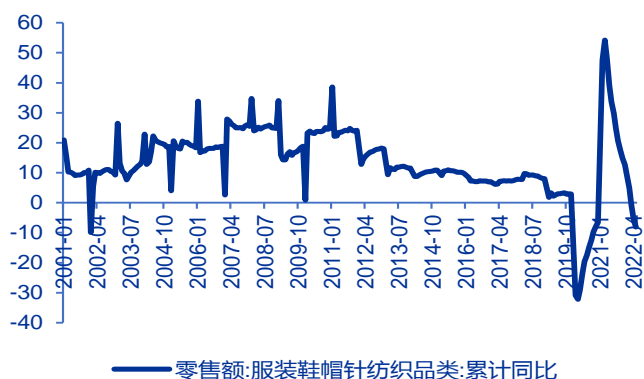
图 39：我国港口集装箱吞吐量回升（万 TEU）


资料来源：交通运输部，申万宏源研究

图 40：6 月以来 FBX 波罗的海货运指数持续下滑


资料来源：Wind，申万宏源研究

下游纺织服装出口业务有所回暖，涤纶长丝需求底部反转趋势显现。2022 年上半年受疫情影响，线下客流下滑，叠加线上物流受阻，纺织服装需求大幅下滑。2022 年 1-6 月服装鞋帽针织纺织品累计零售额同比减少 6.5%，单月数据来看，2022 年 3-6 月服装鞋帽针织纺织品零售额实现负增长。随着国内疫情得到控制，6 月疫情较为严重地区的管控措施逐渐放开，整体需求逐渐回暖，6 月我国服装鞋帽针织纺织品零售额环比有所改善，预计 7 月情况环比将持续改善。海关总署数据显示，随着 5、6 月复工复产推进，2022 年 6 月，我国纺织品服装出口额同比增长 14.08% 至 315.46 亿美元。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 135.05 亿美元，同比增长 7.95%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 180.42 亿美元，同比增长 19.15%。

图 41：服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比（%）


零售额:服装鞋帽针纺织品类:累计同比

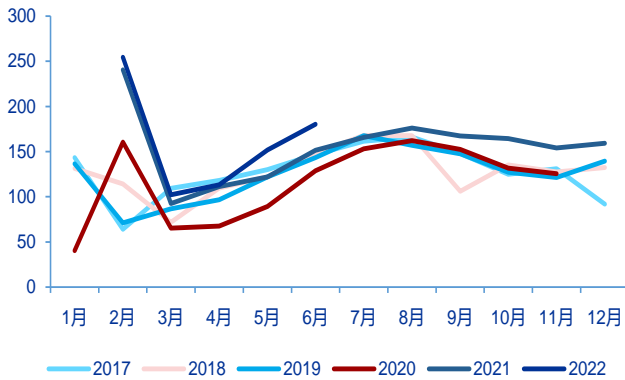
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 42：服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比（%）


零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比

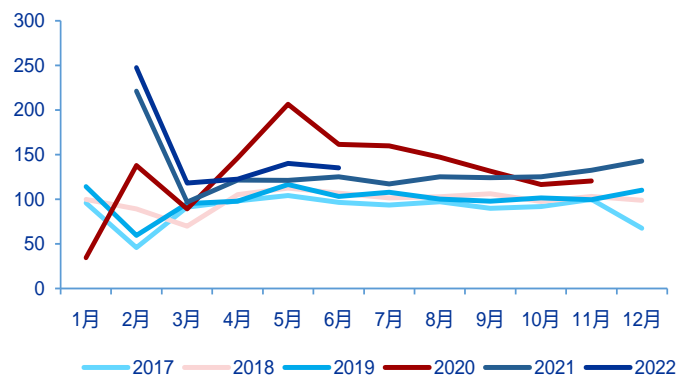
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 43：我国历年服装出口额（亿美元）



资料来源：中纤网，申万宏源研究

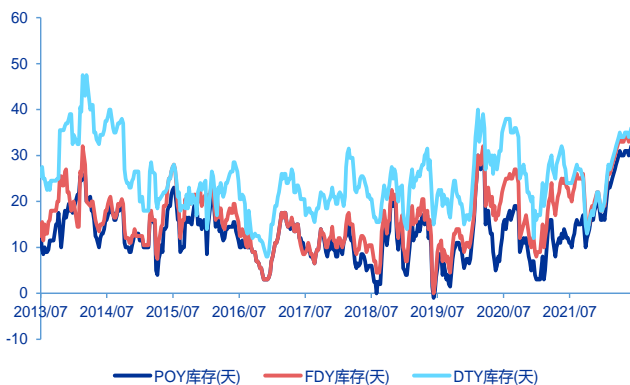
图 44：我国历年纺织品出口额（亿美元）



资料来源：中纤网，申万宏源研究

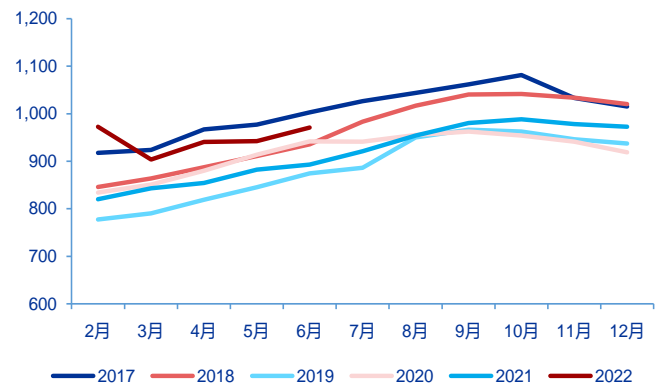
涤纶长丝，以及下游纺织服装、服饰业产成品库存高于历史同期水平。受疫情对于终端纺织服装需求的负面影响以及物流不畅等原因，国内涤纶长丝行业库存自 2022 年 4 月份开始经历了逐渐累库的过程，目前行业库存达到 30 天以上的年内高点。截至 7 月初国内 POY、FDY、DTY 平均库存分别为 33 天、36 天、37 天，均显著高于历史同期水平。2022 年 4 月以来纺织服装、服装业库存一直维持上涨趋势，截至 5 月国内产成品库存达到 970.6 亿元，同比增长 10.0%。

图 45：今年以来涤纶长丝库存高企



资料来源：中纤网，申万宏源研究

图 46：纺织服装、服饰业:产成品存货（亿元）



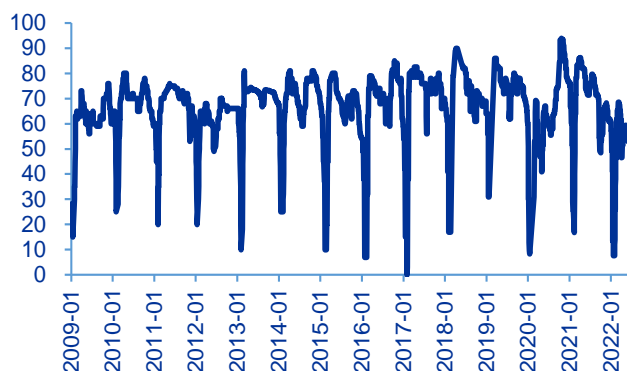
资料来源：Wind，申万宏源研究

4 月行业低谷时期已过，受益原料成本下降以及需求回暖，国内涤纶长丝价格、价差回升。一般而言，由于国外圣诞节，以及国内双十一、春节对纺织服装有较大的促进作用，所以 7-11 月基本为涤纶行业的旺季。而今年由于受到疫情的抑制，华东市场 POY 价格虽受成本上涨推动有所提升，但价差的表现较差，聚酯行业处于亏损之中。从柯桥涤纶景气指数来看，国内涤纶行业景气情况自 2022 年 2 月以来持续走低，但较去年同期表现基本持平。从终端江浙织机的开工率来看，2022 年织机平均开工率从 3 月中接近七成的水平跌至 4 月中的 47%，而后持续回升至 56%左右，今年 3-6 月开工率整体呈现 V 型走势。

图 47：今年以来柯桥涤纶景气指数持续走低

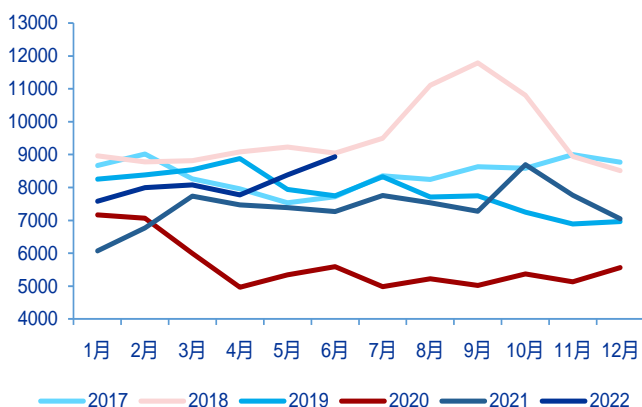

——柯桥纺织:总景气指数:原料类:涤纶

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 48：4 月以来江浙织机开工率持续回升


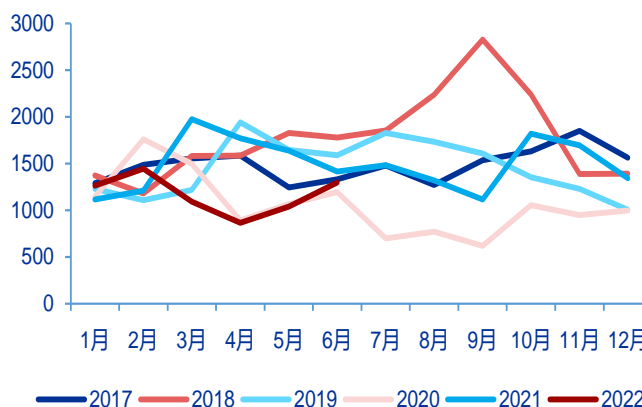
——PTA产业链负荷率:江浙织机(%)

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 49：涤纶长丝 (POY 150F/48F) 月均价 (元/吨)


——2017 ——2018 ——2019 ——2020 ——2021 ——2022

资料来源：中纤网，申万宏源研究

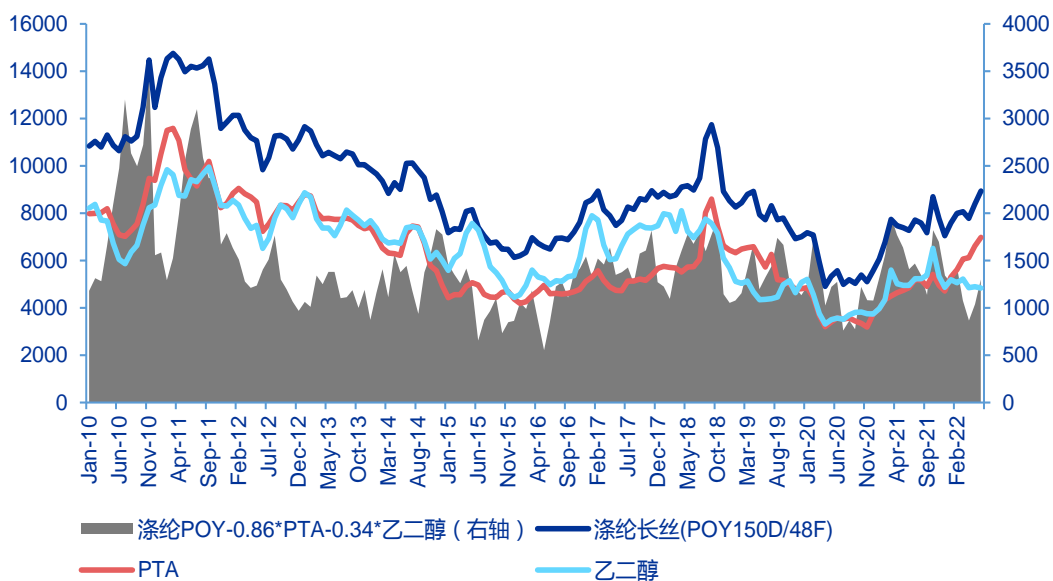
图 50：POY-0.86*PTA-0.34*乙二醇价差 (元/吨)


——2017 ——2018 ——2019 ——2020 ——2021 ——2022

资料来源：中纤网，申万宏源研究

短期波动不改涤纶长丝供需格局向好局面，底部趋势显现，长丝有望迎来新一轮景气周期。 聚酯产业链上游扩产的节奏要快于下游，PX 2021 年产能增长在 20%以上，而另外 MEG、PTA 产能增长同样较快，整体供给处于相对宽松的状态。涤纶长丝产能增速自 2021 年开始放缓，整体增长趋于平稳，年新增产能在 300 万吨左右，产能增速仅 6.6%。今年来看，预计 2022 年 PX 产能增速维持在 21%左右，而涤纶长丝产能增速预计将达到 9.2%。此外，在当前涤纶长丝及下游纺织服装库存高企及油价从相对高位有所回落的情况下，下游存在一定的补库存需求，长丝端供需错配趋势较为明显。当前涤纶产业链需求恢复趋势显现，而上游供需格局宽松下，预计将持续维持盈亏平衡状态，供需格局偏紧的涤纶长丝环节将受益下游需求复苏，在今年 4 月行业底部时期过去后，或将迎来新一轮的景气周期。

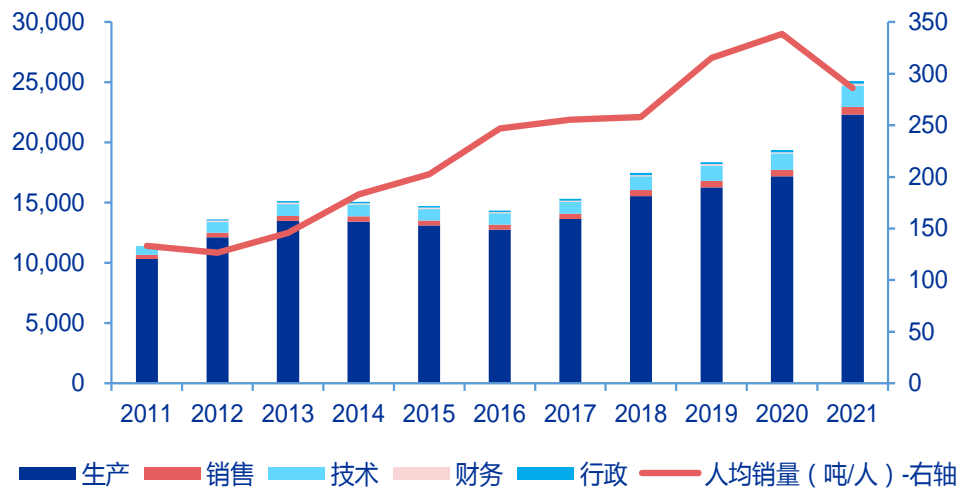
图 51：涤纶长丝底部反转趋势凸显（元/吨）



资料来源：中纤网，申万宏源研究

3.5 公司长丝生产经验丰富、装置协同效应明显，竞争力突出

涤纶长丝产品细分领域众多，同时又是典型的人员密集型行业，对于企业的经营管理要求较高。涤纶长丝虽然大体上可以分为 POY、FDY、DTY 和复合丝四类，但是细分品种繁多，例如桐昆股份 2017 年投产的恒邦二期 20 万吨多孔扁平舒感纤维中包含了 150D/96F、100D/48F、150D/144F 等多条产线，同时不同产线又可以生产不同细分型号的产品，桐昆目前长丝品种达到 1000 多个。细分的产品类型对应下游复杂多变且单体规模相对较小的需求，公司需要不断调整装置运行参数及纺丝添加剂并辅以相应的销售能力以满足下游需求。所以涤纶长丝企业均配备有较多的生产和销售人员，一般一套 40 万吨长丝生产装置需要配备 4000 位生产及销售人员，而 250 万吨 PTA 装置仅需 250 人。以桐昆为例，2021 年 420 万吨 PTA、860 万吨长丝，对应 2.23 万名生产人员和 626 名销售人员，具有较大的管理经营壁垒。而 2021 年因受到能耗双控和限电政策影响，虽然当年公司生产人员大幅增加，但较低的开工率水平导致产品产销量增长有限，因此带动 2021 年公司人均销量首次出现下滑。

图 52：涤纶长丝是典型的人员密集型企业（左轴单位：个人）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司六大聚酯生产基地协同效应明显，长丝相较于行业具备一定成本优势，产能基本处于满负荷生产状态。公司目前已在嘉兴、湖州和江苏范围内形成六大涤纶长丝生产基地，园区间位置相邻且均濒临内河，交通运输便利，同时还属于上海为中心的长江三角洲经济区，紧邻中国绍兴钱清轻纺原料市场、中国柯桥轻纺城、萧绍化纤市场、盛泽化纤市场等专业市场和海宁马桥经编基地、诸暨袜业基地、许村家纺基地、长兴白坯布基地。整个长三角地区的涤纶长丝消费量约占国内总量的 80%，公司现有长丝生产基地均位于我国长丝消费腹地。公司长丝装置依靠产业基地进行产能扩张，凭借公用工程分摊及成本控制，除了刚启动建设的安徽佑顺 120 万吨差别化纤维，单吨聚酯产能投资额基本在 4000 元以下，且装置竞争力突出，基本维持满负荷生产状态。

表 5：公司长丝产能基本维持满负荷生产且单吨投资额较低

主要厂区或项目	设计产能 (万吨)	总投资 (亿元)	单吨投资额 (元/吨)	2021 年开工负荷	备注
中洲公司	7			143%	
恒基公司	5.2			108%	
恒通公司	40	8.26	2065	105%	
恒腾一期	40	17.1	4275	124%	
恒腾二期	40	11.73	2933	146%	
恒腾三期	60	14.97	2495	99%	
恒腾四期	30	9.91	3303	105%	
恒盛公司	70			92%	
恒邦一期	40	15.91	3978	151%	
恒邦二期 CP1	30	8.84	2947	102%	
恒邦二期 CP2	20	5.66	2830	158%	
恒邦三期	20	7.59	3795	135%	
恒邦四期	30	11	3667	124%	
园区厂区	29			108%	
恒瑞厂区	38	8.8	2316	80%	部分投产
恒优 FDY 项目	30	11.61	3870	122%	
恒优化纤 POY 项目				%	

恒优化纤 POY 技改项目	30	6.72	2240	100%
恒超项目	50			124%
恒超二期	60	1.949		预计 2022Q4 投产
恒欣公司	50			51%
嘉通长丝及 PTA	240			2021Q4 长丝 逐步投产
安徽佑顺	120	58	4804	预计 2025 年 投产

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 53：公司已形成六大聚酯生产基地（虚线为刚启动建设的项目）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

如东洋口港及沭阳项目开启公司异地发展新篇章，涤纶长丝龙头引领行业扩张，今年如东一期开始贡献业绩增量。2019年2月公司公告，预计投资160亿元用于建设2*250万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY项目，其中项目分两期建设，一期预计投资120亿元用于建设2*250万吨PTA、30万吨FDY、90万吨POY，配套相应的公用系统，同时在临港工业区一期热源点扩建燃煤热电联产项目。一期首套聚酯装置已于2021年12月正式投产，其余7条聚酯生产线正在土建施工和设备安装过程中，预计每季度可增加一条聚酯产线投产，2023年当年8条聚酯生产线可全部投产。今年10月，首套PTA装置可实现投产运行，预计今年一期项目可形成87.5万吨聚酯和62.5万吨PTA的生产规模，实现销售收入63亿元，税收1.2亿元。2020年12月公司公告，预计投资150亿元用于建设240万吨长丝（短纤）、500台加弹机、1万台织机、配套染整及公共热能中心项目。

规划项目紧邻下游消费市场，区位优势明显。如东洋口港及沭阳项目周边苏州、无锡、南通、宿迁等地区集聚了大量下游加弹织造企业，同时可以辐射至安徽淮北、山东临沂、枣庄、淄博、潍坊、济南等市场。而且在环保治理、产业梯度转移的大背景下，原来环太湖的纺织印染企业搬迁至苏北地区，对本项目而言具有区位优势，产品销售有保障，发展前景广阔。

表 6：公司江苏涤纶长丝生产基地建设规划

项目	建设内容	投资额	项目特点
如东洋口港	2*250 万吨 PTA、30 万吨 FDY、90 万吨 POY，配套相应的公用系统，同时在临港工业区一期热源点扩建燃煤热电联产项目	120 亿	PTA 技术拟采用 INVISTA 公司 PTA P8+ 技术，技术更为先进；园区配套码头、燃煤热电联产项目，以及余热利用、热能回收等先进节能技术
	60 万吨 FDY、60 万吨 POY，新增建设燃煤热电联产项目	40 亿	
沭阳开发区	240 万吨长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目	150 亿	项目为新型功能性纤维、高档纺织及染整面料，打造“芳烃—PTA—聚酯—民用丝—织造—染整”的完整产业链

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 浙江石化竞争优势凸显，公司股权价值有待重估

4.1 浙石化二期投产，得益于大型化炼厂趋势规模优势显现

从全球炼油行业发展趋势来看，炼厂的大型化趋势愈发凸显。只有具备足够的规模，炼厂的副产品才有进一步综合利用的价值，烯烃、芳烃等中间产品才有进一步拓展的空间。因此，规模化发展是先进炼厂的发展趋势之一。根据发改委发布的《石化重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》，未来将加速淘汰落后炼油产能，持续推进淘汰 200 万吨及以下的炼油装置，未来 1000 万吨/年以下的常减压不再批复。未来中小型炼厂只能通过淘汰整合或者走特色化发展路线来实现转型升级目标，而千万吨级的大型炼厂则可以发挥资源规模化利用优势，同时兼顾炼油+烯烃+芳烃一体化发展。

表 7：不同规模炼厂发展前景

类型	炼油规模（万吨/年）	发展方向
小型炼厂	小于 500	基本不具备独立建设规模效益乙烯、芳烃装置的资源条件，通过淘汰或者整合优化进行发展
中型炼厂	500-1000	初步具备通过流程调整组织出百万吨级乙烯或者芳烃生产能力，也可以考虑“特色炼油+特色化工”的精细一体化模式
大型炼厂	大于 1000	具备较好的一体化优化条件，发挥资源优势，油—烯烃—芳烃一体化发展

资料来源：石油和化学工业联合会，申万宏源研究

浙江石化二期全面投产，产能规模位居世界前列。2022年1月13日公告称浙石化二期2000万吨/年炼化一体化项目炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车，打通全流程。二期投产后，浙石化新增2000万吨/年炼油能力、660万吨/年芳烃和140万吨/年乙烯生产能力，化工品收率、丰富度和产品附加值进一步提高。以现有及在建的单个工厂炼油产能来看，浙石化位列全球第五。根据EIA数据，2020年全球炼厂共计866个，平均规模600万吨左右，虽然中东等地区也有规模更大的大型炼厂，但是产能为多套装置改扩建而成，**而浙石化项目为一次性设计分批投建，一体化程度和工艺复杂程度高，具有整体和单线规模优势。**后期浙江石化还规划有三期2000万吨/年炼化项目，具备成长为全球顶级炼化一体化基地的巨大潜力。

对比亚太区域其他炼化项目来看，根据ENI数据，2020年亚太地区炼油厂333个，亚太地区炼厂平均规模580万吨左右。在浙石化投产之前，镇海炼化是国内传统炼化的标杆企业，拥有2300万吨原油综合加工能力和100万吨乙烯生产能力。**随着浙石化二期的投产，浙石化在炼油规模和产品布局方面跃居国内首位。**

表8：全球炼油产能规模排名

国家	炼厂	所有者	产能（万吨/年）
印度	Jamnagar Refinery	Reliance Industry	6200
委内瑞拉	Paraguana Refinery Complex	PDVSA	4830
韩国蔚山	Ulsan Refinery	SK Energy	4250
阿联酋	Ruwais Refinery	Abu Dhabi Oil Refinery (Takreer)	4085
中国	浙江石化	荣盛石化	4000
韩国丽水	Yeosu Refinery	GS Caltex	3925
韩国昂山	Onsan Refinery	S-Oil	3345
科威特	Al Zour Refinery	KNPC	3075
美国德州	Port Arthur Refinery	Motiva Enterprise LLC	3000
新加坡	Singapore Refinery	Exxon Mobil	2960
美国德州	Baytown Refinery	Exxon Mobil	2800
沙特	Ras Tanura Refinery	Saudi Aramco	2750

资料来源：EIA，申万宏源研究

由于炼油行业投资中关键设备比重大，具有显著的工程规模经济特征。如果生产规模太小，设备厂房支出以及三费等固定费用的分摊基数太小，单位原油的固定费用会较高。炼厂单位投资与成本随炼厂规模的扩大而降低。**除此之外，公司的规模优势将带来以下好处：**

- 1) 提升各环节利用效率，将企业整个业务板块置于一个统一的产业网络布局之中，提升各环节利用效率。同时，充分利用上游平台副产的大量廉价中间产物，实现主要原料互供、减少资源消耗和废物产生，从整体上实现产品增值。比如乙烯装置原料丰富，涵盖丁烷、富正构 C5、芳烃抽余油、加氢拔头油等。
- 2) 共享公用工程和服务，降低整体投资。从一体化投产的角度，统筹考虑工程的进度和采购周期，降低投资和成本。大型炼化项目的过程，涉及到从立项、前期设计、FID、采购招标、建设、验收等一系列环节。浙江石化除了整合和优化的优势外，

在相应的建设流程及采购周期大为缩短。公司打破传统石化项目的建设模式，在项目的详细设计环节中，工程建设同步进行，节约了项目建设周期。

3) 装置稳定运行优势。单一装置检修不影响整体装置的生产负荷，保证常年开工的稳定持续性。大型石化装置由于重资产投入，装置的运行稳定性非常重要，因为意外检修会造成综合能耗、物耗高，也会产生大量的废料。而公司的乙烯、丙烯下游应用渠道多，装置的设计产能留有富裕利用空间，当某一装置需要检修时，其余装置可以消化利用原料产品，保证整体的开工率。

表 9：浙石化一期乙烯裂解装置主要原料来源

序号	名称	消耗量（万吨/年）	原料来源
1	丁烷	50.63	来自烷基化装置和 C3/C4 分离装置
2	富正构碳五	85.19	来自 C5 正/异构分离装置
3	芳烃抽余油	80.51	来自芳烃抽提装置
4	加氢拔头油	42.35	来自石脑油加氢装置
5	加氢焦化石脑油	43.97	来自柴油加氢裂解装置
6	富乙烯气	5.76	
7	富乙烷气	30.35	来自 C1/C2 分离装置
8	轻烃	5.65	
9	加氢裂化尾油	39.68	来自蜡油加氢裂化装置
10	PP 装置循环气	0.79	PP 装置
11	丙烷脱氢装置返回	5.21	丙烷脱氢装置
12	丁二烯抽提装置返回	1.07	丁二烯抽提装置
13	裂解汽油加氢装置返回	0.15	裂解汽油加氢装置

资料来源：浙江石化环评报告，申万宏源研究

4.2 浙石化作为化纤龙头，具备进入大炼化的先天优势

新建炼厂的政策性支持将有减弱。发改委“十四五”期间原则上不再新批炼化项目，未来新增项目主要是完成前期已经批复的指标，或通过“存量置换”、“减量置换”的方式新增炼化一体化项目。

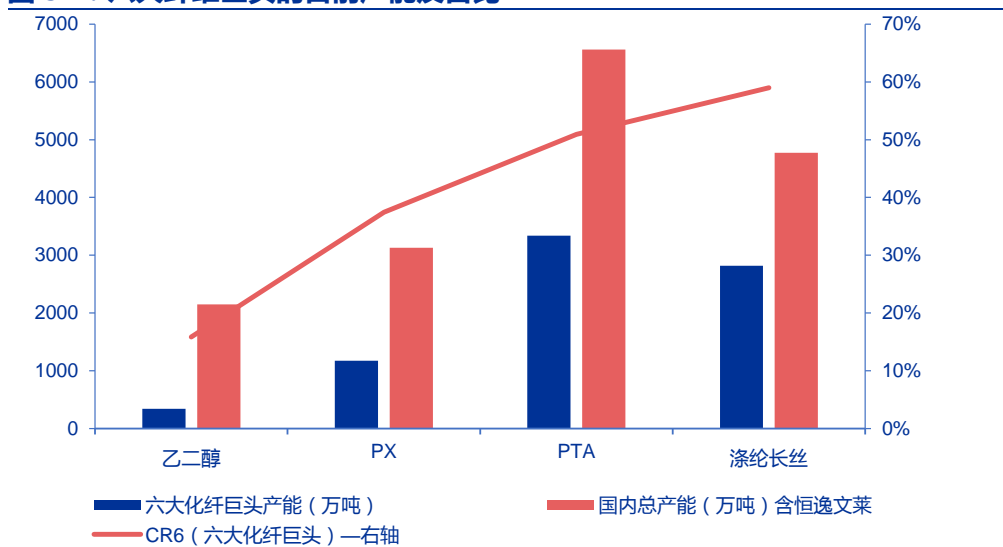
除化纤龙头以外，传统的炼化企业也在进行整合，未来虽然炼化及化纤领域面临着更大的竞争，但是行业龙头竞争力突出的格局有望向好。**我们认为化纤巨头进入大炼化具有先天的优势：**

- **产业链配套优势。**PX-PTA-涤纶长丝整体利润相对稳定，减少业绩波动性。传统的炼化一体化项目以获取成品油为主，新型大炼化以提高化工品收率，如 PX、乙烯原料等为主。对于传统炼厂，如果没有下游的 PTA 配套，设计较大的 PX 产能将会涉及到如何销售的问题。
- **氢气平衡的优势。**PX 的生产单元连续重整也是炼厂主要的氢气来源。炼厂降低成品油收率需要更多的氢气（如加氢裂化能力），如果催化重整的装置规模较小，则炼厂会因氢气不足而多产成品油，或外购氢气。聚酯龙头进入大炼化可以尽可

能将PX产能最大化，以恒力石化为例，960万吨/年重整装置可生产PX 450万吨/年，其中PX可完全供应给自身下游的PTA装置，且副产约50万吨氢气（以5-6%比例计算），可以满足自身炼厂约70%的氢气需求；这部分氢气将会回到公司的加氢精制、加氢裂化装置，进一步减少油品收率。如果以氢气的市场价格1.3万元/吨为计算，则装置的氢气利用环节带来的附加值提升约为45亿元。

- **未来PTA成本曲线趋向陡峭，现存PTA龙头扩产成本优势更为明显，强者恒强尤为明显。**目前对于PTA而言，供给过剩导致行业仍处于微利乃至亏损的局面，但化纤行业龙头相对行业具备超额收益，仍将继续加码PTA产能，预计未来成本曲线将更加陡峭。新建PTA产能将充分利用余热发电，降低整体炼化一体化的公用成本。同时大型炼化一体化装置也会给自身PTA配置醋酸、氢气（CTA加氢精制用，独立的PTA企业需要外购甲醇制氢），综合成本竞争力进一步增强。

图 54：六大纤维巨头的目前产能及占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3 秉持精细化、深加工理念，高油价压力下盈利突出

炼油、乙烯工业是资金密集型、技术密集型的产业。炼油乙烯中任何一个工艺路线、产品的选择均有成熟的工艺，但是大型一体化装置主要是在根据原料的适用性、下游产品的需求的基础上选择最优的工艺路线和产品。因此，在世界上找不出两套炼化产品设计一模一样的装置。

浙江石化的产品及流程设计更类似于模块化，公司在每个环节选择最合适的路线，并进行相应的流程优化和规模放大，关键环节装置规模达到大型/特大型规模，居于世界领先水平。

表 10：国内炼化主要装置规模对比

工艺装置	浙石化项目	恒力石化	东方盛虹	行业可比龙头
常减压蒸馏装置	(套)	(一套双线)	(单线)	(套)

渣油加氢裂化装置	760 (2套)	600 (沸腾床)	360 (沸腾床)	260 (沸腾床)
重油催化裂化装置	840 (2套)			460 (2套)
蜡油加氢裂化装置	760 (2套)	760 (2套)	710 (重油加氢裂化两套)	270 (2套)
柴油加氢裂化装置	1600 (4套)	600		560 (3套)
连续重整	1600 (4套)	960 (4套)	640 (2套)	200 (2套)
焦化	200		300+120	
PX 装置	900 (4套)	450 (2套)	280	60
乙烯装置	420 (3套)	150 (1套)	110	100 (1套)
聚乙烯	120	40		45
聚丙烯	180	85		30
乙二醇	140	180	60	65
苯乙烯	180	72	60	60

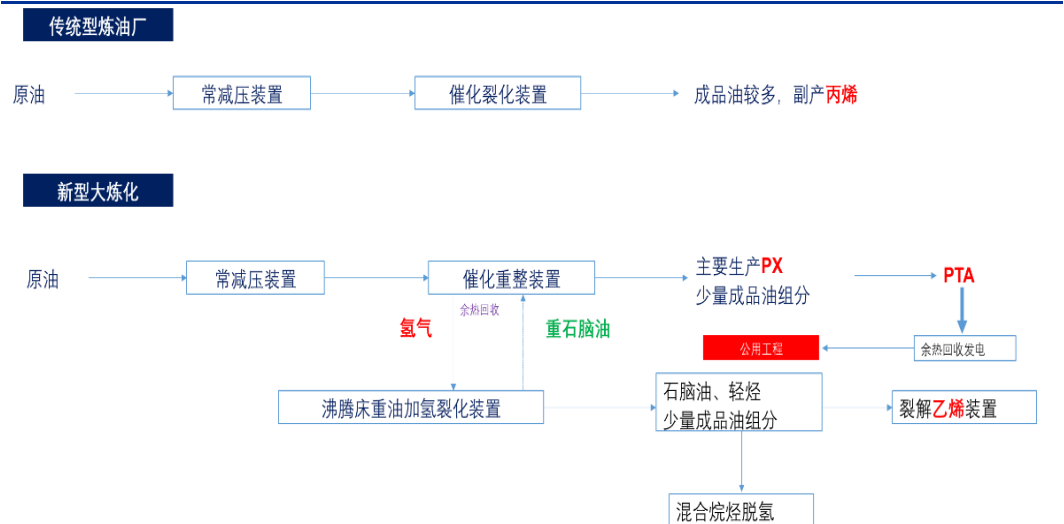
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

在主动制氢成本高居不下的背景下，民营大炼化可以通过催化重整和炼厂干气制氢来副产大量低廉的氢气。

1) 民营大炼化可以将重整装置的能力最大化，提升副产氢的比重。催化重整工艺可将低辛烷值烷烃转化为高辛烷值的芳烃和异构烷烃，同时副产大量低成本氢气。而传统国营炼厂由于芳烃产业链配套不足，重整装置规模较小，比如镇海炼化仅配套200万吨的连续重整装置，远低于浙石化的1600万吨装置，导致副产的氢气较少。而民营大炼化一般是从下游逐步拓展到上游，因此下游的PTA-聚酯产业链较为完善，为了提高上游原料自给能力，通常会把PX产能最大化，变相的增加了副产氢气的规模。而氢气再供给加氢裂化装置，出来的重石脑油再回到重整装置，形成完美闭环。

其中浙石化在降低成品油收率的同时，将PX产能最大化，PX产能规模位居国内首位。初步估计，浙石化1600万吨连续重整装置年副产氢气约62万吨，可以满足炼厂70%左右的氢气需求。如果以氢气的市场价格为1.3万元/吨计算，则装置的氢气利用环节带来的附加值提升约90亿元。

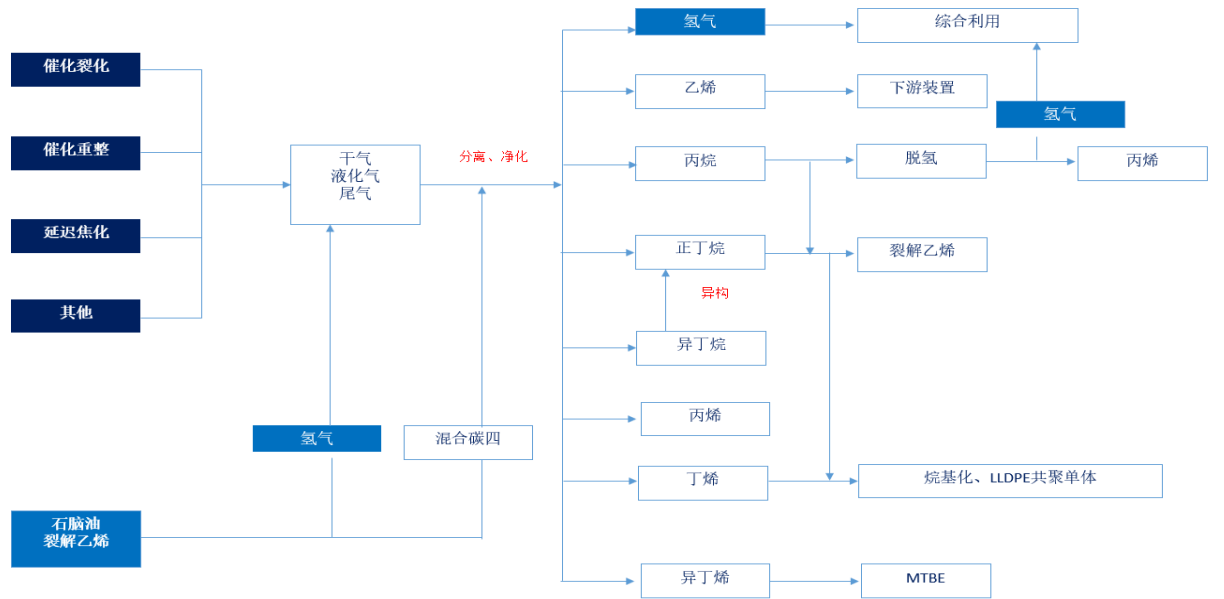
图 55：传统炼厂和民营大炼化工艺对比



资料来源：《炼油工艺学》，申万宏源研究

2) 民营大炼化可以充分利用炼厂干气获取氢气。催化裂化装置出来的干气中含有乙烯、乙烷等产品,传统炼厂通常将其用作燃气为炼厂反应提供热能,有些甚至放入火炬燃烧掉,造成了资源的浪费。但是对于大型炼化装置而言,可以充分利用这些副产品,经 C3、C4 分离后分别送往丙烷脱氢、乙烯裂解及烷基化装置,提升原油利用效率,进一步提高副产氢来源。比如浙江石化配套两套 60 万吨丙烷脱氢装置,也是国内首家利用自身丙烷的装置,可以副产 5 万吨纯氢。

图 56 : 公司的氢气、干气、液化气综合利用



资料来源：浙江石化环评报告，申万宏源研究

浙石化以多产化工品为导向，下游石化产品结构丰富，精细化程度高。浙石化二期乙烯产能也规划 140 万吨/年，目前浙江石化一二期总计乙烯产能达到 280 万吨/年。浙石化下游终端产品包括聚乙烯、聚丙烯、苯乙烯、高含量 EVA、苯酚丙酮、聚碳酸酯、MMA、丙烯腈等，其中聚烯烃布局主要布局高端牌号，聚碳酸酯引进德国科思创非光气法工艺，下游石化产品以精细化、高端化为发展方向，产品附加值高。

表 11 : 浙石化一期和二期主要产品产能 (万吨/年)

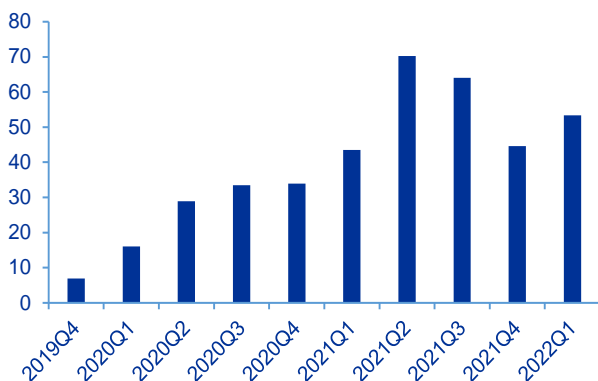
序号	产品	一期	二期	合计
1	汽油	379	378	757
2	煤油	284	290	575
3	柴油	173	155	328
4	燃料油	12	13	25
5	PX	400	500	900
6	纯苯	140	140	280
7	苯乙烯	120	71	191
8	丙酮	14	6	20
9	苯酚	21	21	41
10	聚碳酸酯	26	26	52
11	EVA	0	30	30
	环氧乙烷			
13	DMC	20	20	40

14	LDPE	0	7.1	7.1
15	LLDPE	23	21	44
16	HDPE	43	21	64
17	均聚聚丙烯	54	54	108
18	无规聚丙烯	8	9	17
19	抗冲聚丙烯	27	27	54
20	丙烯	7	34	41
21	丙烯腈	26	26	52
22	MMA	9	9	17
23	丁二烯	22	23	46
24	丁烯-1	1.4	-1.1	0.3
25	己烯-1	0	4.2	4.2
26	裂解 C5	15	18	32
27	C10+	1	1	2
28	C8	9.1	0.4	9.5
29	C9 及重组分	7	8	14
30	硫磺	39	47	85
31	一乙二醇	81	72	152
32	二乙二醇	6	5	12
33	三乙二醇	0.4	0.4	0.8
34	乙腈	0.8	0.8	1.6

资料来源：浙石化环评报告，申万宏源研究

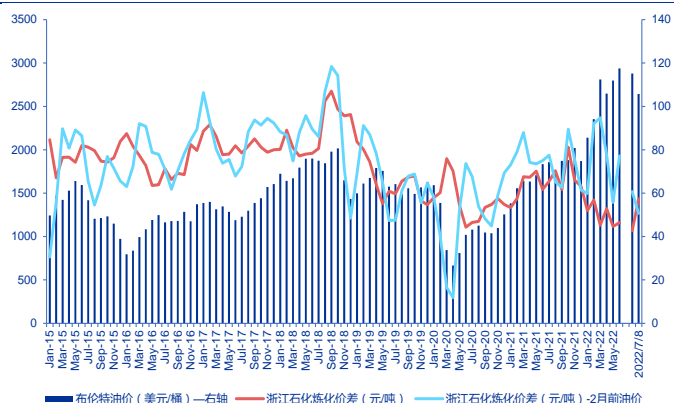
疫情与高油价极限压力测试下，验证浙江石化盈利能力与稳定性。2022 年受俄乌冲突及疫情反复影响，原油价格大幅攀升，而下游需求低迷导致油价上涨并未完全传导至下游化工品，所以上半年，尤其是 Q2 国内传统炼厂盈利均出现较大降幅。浙江石化一期项目于 2019 年 12 月全面投产，2020 年处于装置调整与提负荷阶段，投产后凭借炼厂化工品为导向的产品结构、灵活的经营能力以及低油价带来的库存收益，2020Q1-2021Q2 业绩逐季提升。而 2021 年下半年受油价持续走高及商务部 10 月才批复浙石化二期 1200 万吨的原油进口允许量影响，开工率有所下滑，带动 2021Q3-Q4 业绩有所回落。从浙石化模拟价差来看，公司二季度受油价大幅上涨影响，价差环比一季度有所收窄，但油价单边上行预计将给公司带来一定原油库存收益，预计 2022Q2 将维持可观的盈利能力。当前价差仍处于历史低位，预计后续随需求修复、油价回落，盈利能力仍有一定成长空间。

图 57：浙江石化单季度净利润稳步提升（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 58：高油价影响下，浙石化产品价差处于相对低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 估值与盈利测算

5.1 主要产品利润拆分

涤纶长丝集中度提升，有序扩张下，价差有望受益于上游原材料供需格局宽松趋势。

受国内民营炼化项目投产影响，PX 产能进入快速释放阶段，同时由于 PX 的生产单元连续重整装置对炼厂运行具备关键作用，或导致产能退出困难；另一方面，聚酯龙头受益自身产业配套和先发优势，持续加码 PTA 产能，未来行业呈现过剩趋势。产业链上游大幅扩产导致供需格局宽松，涤纶长丝未来扩产仍集中于行业龙头，产能增速较平稳，产业链利润环节后移概率较大。

2022 年下半年涤纶长丝迎来景气修复。我们统计 2021-2022 年国内新增聚酯产能分别为 440 万吨/年、296 万吨/年，据 CCF 数据 2021 年国内长丝产能为 4771 万吨，2021 年长丝产能增速约 6.6%；预计 2022 年底国内长丝产能约 5211 万吨，产能增速或维持在 9%左右。而 2017-2021 年国内涤纶长丝表观消费量复合增速为 7.0%，2021 年消费量同比增长 8.2%。2022 年长丝需求出现大幅下跌，伴随价差持续收窄，行业景气度走低。随着 5 月国内疫情地区逐渐复工复产，需求恢复先于海外，我国纺织品服装出口额同比增长 20.18%至 292.27 亿美元，预计 6 月服装出口订单将持续回暖。目前涤纶长丝及下游纺织服装、服饰业产成品库存处于历史高位，5 月涤纶景气指数出现回升，且江浙织机开工率自 4 月以来持续回升。我们认为 2022 年下半年随着油价从高位回落、下游需求提振，长丝价差将持续修复，同时下半年尚有“金九银十”的传统旺季支撑，叠加供给端增速平稳，2022 年下半年涤纶长丝或迎来新一轮景气周期。

浙石化盈利能力在极端压力测试下得到验证，公司股权价值有较大的修复空间。浙江石化一期项目于 2019 年 12 月全面投产，2022 年 1 月浙石化二期 2000 万吨/年炼化一体化项目炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车，打通全流程，投产后凭借炼厂化工品为导向的产品结构、灵活的经营能力以及低油价带来的库存收益，2020Q1-2021Q2 业绩逐季提升。从浙石化模拟价差来看，公司二季度受油价大幅上涨影响，价差环比一季度有所收窄，但油价单边上行预计将给公司带来一定原油库存收益，预计今年两期 4000 万吨/年炼油项目合计净利润将超 200 亿元，则公司 2022 年对应投资收益在 40 亿元以上。

表 12：公司主要产品假设及利润拆分和浙江石化投资收益假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销量 (万吨)	58.8	3.1	3.4	5.3	6.7
不含税价格 (元/吨)	3124	3428	4568	4111	4111
PTA 收入 (百万)	1836	106	157	217	277
毛利 (百万)	141	-2	-3	6	8
毛利率 (百万)	7.68%	-1.63%	-2.22%	2.71%	2.71%
POY 销量 (万吨)

	不含税价格 (元/吨)	4864	6629	7264	6849	6849
	收入 (百万元)	22720	35959	47825	50165	55801
	毛利 (百万元)	1429	4927	6120	6298	6444
	毛利率 (%)	6.29%	13.70%	12.80%	12.55%	11.55%
	销量 (万吨)	108.9	95.7	100.0	100.0	126.0
	不含税价格 (元/吨)	5538	7170	7993	7811	7811
FDY	收入 (百万元)	6030	6862	7993	7811	9841
	毛利 (百万元)	633	737	865	1028	1209
	毛利率 (%)	10.50%	10.74%	10.83%	13.16%	12.28%
	销量 (万吨)	75.0	76.0	77.0	97.0	97.0
	不含税价格 (元/吨)	6617	8811	9785	9393	9487
DTY	收入 (百万元)	4965	6697	7537	9114	9206
	毛利 (百万元)	590	786	764	1112	1234
	毛利率 (%)	11.87%	11.74%	10.14%	12.20%	13.40%
	投资净收益 (百万元)	2173	4438	4715	4982	6301

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.2 公司估值

桐昆股份作为国内涤纶长丝龙头，2022 年底将拥有近千万吨涤纶长丝产能，业绩弹性突出、长丝盈利能力优于行业，同时公司如东洋口港及沐阳 PTA、长丝项目投产在即，持股浙江石化 20% 股权，未来成长性确定。我们假设公司涤纶长丝景气修复、在建项目如期投产，下调 2022-2024 年净利润预测至 79.84、90.83、103.82 亿元(原为 84.26、95.78、105.05 亿元)，对应 PE 分别为 4 倍、4 倍、3 倍，2022 年公司 PE 低于可比公司均值，维持“买入”评级。

我们选取的可比公司为民营聚酯、炼化龙头荣盛石化、恒力石化及恒逸石化，与可比公司相比：1) 公司 2022 年底将拥有千万吨涤纶长丝产能，是全球最大的涤纶长丝生产企业，将充分受益涤纶长丝景气复苏带来的业绩弹性；2) 公司 PTA 产能以配套下游为主，未来 PTA 行业供给过剩对公司影响不大，且公司本身 PTA 装置配套完备，具备较强的成本竞争力，未来随着如东 2*250 万吨 PTA 投产，公司 PTA 自给率将大幅提升；3) 公司以参股的方式进军民营大炼化行业，与可比公司主导炼化项目不同，但即使在考虑参股估值折价的情况下，公司 20% 的浙江石化股权仍然被低估。

表 13：可比公司估值表

代码	2022/7/26 收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE				静态 PB	
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
荣盛石化	002493.SZ	14.02	1420	1.27	1.50	1.74	2.00	11	9	8	7	2.82
恒力石化	600346.SH	20.25	1425	2.21	1.96	2.41	2.97	9	10	8	7	2.72
恒逸石化	000703.SZ	9.48	348	0.93	1.81	2.06	2.24	10	5	5	4	1.41
行业平均								10	8	7	6	2.31
桐昆股份	601233.SH	14.63	353	3.04	3.31	3.77	4.31	5	4	4	3	0.97

资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示

1、国内疫情恢复不及预期。今年以来国内疫情反复影响长丝下游需求以及物流不畅等，且涤纶长丝终端需求为服装、家纺及工业，工厂多分布于江浙地区，疫情的管控措施也影响下游织机开工率。

2、原油价格大幅波动。涤纶长丝原料 PX、PTA 价格与原油相关性较大，若后续原油价格继续大幅波动将影响公司经营稳定性，同时公司参股的浙江石化项目盈利能力也与油价有较大的相关性。

3、在建项目推进不及预期。近两年公司有如东洋口港、沐阳、福建古雷等 PTA 和长丝在建项目即将投产，远期规划项目包括安徽佑顺长丝和新疆中昆新材料乙二醇项目，若在建项目推进缓慢不及预期可能影响公司业绩释放。

4、浙江石化二期项目盈利不及预期。公司持有浙江石化 20%的股权，目前浙江石化二期 2000 万吨/年炼油项目目炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车，打通全流程，但若下游装置投产不及预期将对公司业绩造成较大的负面影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45,833	59,131	72,016	82,672	90,160
营业收入	45,833	59,131	72,016	82,672	90,160
营业总成本	45,171	55,623	68,138	77,762	85,272
营业成本	42,937	52,615	64,179	73,285	80,412
税金及附加	93	147	179	205	224
销售费用	79	80	288	331	361
管理费用	692	995	1,152	1,323	1,443
研发费用	1,042	1,460	1,728	1,984	2,164
财务费用	327	327	612	634	669
其他收益	73	103	103	103	103
投资收益	2,173	4,438	4,715	4,982	6,301
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	50	-20	0	0	0
信用减值损失	7	-16	0	0	0
资产减值损失	-3	-17	17	0	0
资产处置收益	-2	-1	-1	-1	-1
营业利润	2,960	7,995	8,711	9,993	11,291
营业外收支	33	-18	0	0	0
利润总额	2,994	7,977	8,711	9,993	11,291
所得税	147	625	705	884	881
净利润	2,847	7,352	8,006	9,108	10,410
少数股东损益	10	20	22	25	29
归母净利润	2,837	7,332	7,984	9,083	10,382

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

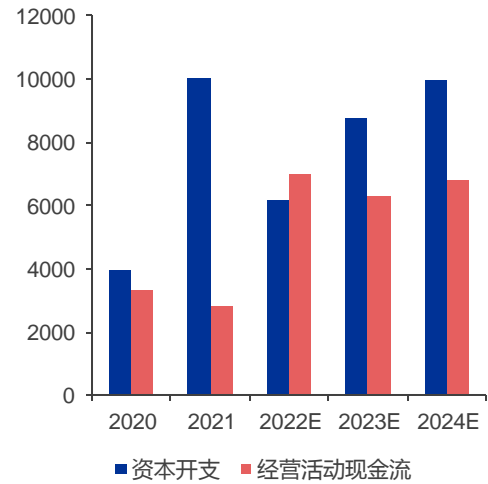
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,847	7,352	8,006	9,108	10,410
加：折旧摊销减值	2,066	2,415	1,355	1,892	2,452
财务费用	521	562	612	634	669
非经营损失	-2,352	-4,331	-4,714	-4,980	-6,300
营运资本变动	276	-3,224	1,732	-349	-441
其它	-13	20	0	0	0
经营活动现金流	3,344	2,794	6,991	6,305	6,790
资本开支	3,936	10,046	6,173	8,801	10,001
其它投资现金流	-643	-476	47	1,494	2,836
投资活动现金流	-4,579	-10,521	-6,125	-7,307	-7,166
吸收投资	49	2,032	0	0	0
负债净变化	3,552	10,916	-623	400	400
支付股利、利息	847	967	612	634	669
其它融资现金流	-2	-1,440	0	0	0
融资活动现金流	2,751	10,541	-1,235	-234	-269
净现金流	1,516	2,812	-369	-1,236	-644

资料来源：wind，申万宏源研究

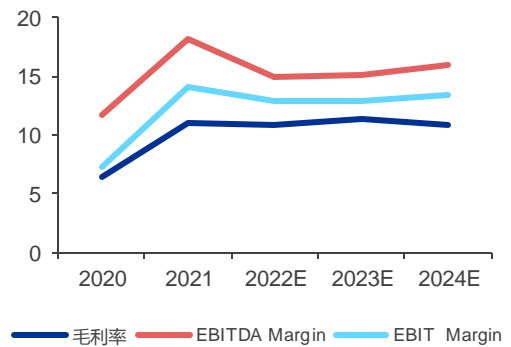
合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,576	18,741	16,657	15,770	15,566
现金及等价物	6,726	11,332	10,963	9,727	9,082
应收款项	791	1,424	1,403	1,443	1,520
存货净额	2,865	5,341	3,647	3,956	4,320
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	194	644	644	644	644
长期投资					

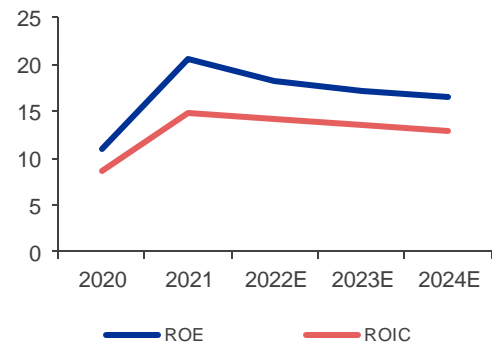
资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



固定资产	21,071	27,753	32,554	39,465	47,015
无形资产及其他资产	2,645	5,980	5,977	5,975	5,973
资产总计	47,063	69,695	77,078	86,586	97,396
流动负债	16,164	26,822	24,699	24,699	24,699
短期借款	7,642	14,899	12,776	12,776	12,776
应付款项	7,174	9,546	9,546	9,546	9,546
其它流动负债	1,348	2,377	2,377	2,377	2,377
非流动负债	5,074	6,868	8,368	8,768	9,168
负债合计	21,238	33,690	33,067	33,467	33,867
股本	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411
其他权益工具	166	0	0	0	0
资本公积	10,728	13,732	13,732	13,732	13,732
其他综合收益	6	13	13	13	13
盈余公积	1,002	1,150	1,311	1,494	1,704
未分配利润	11,645	18,531	26,354	35,254	45,426
少数股东权益	82	169	191	216	244
股东权益	25,825	36,005	44,011	53,119	63,529
负债和股东权益合计	47,063	69,695	77,078	86,586	97,396

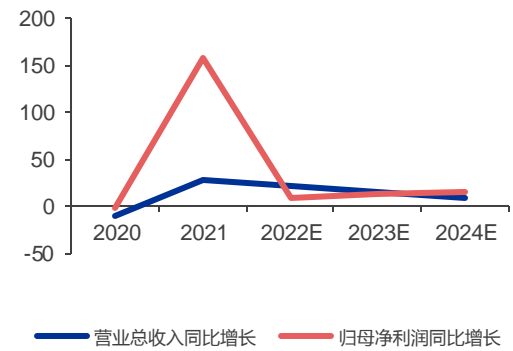
资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

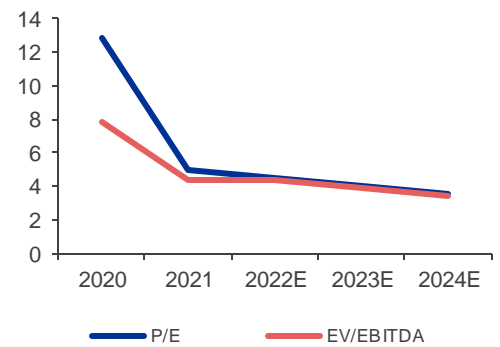
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	1.18	3.04	3.31	3.77	4.31
每股经营现金流	1.39	1.16	2.90	2.61	2.82
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	10.68	14.86	18.17	21.94	26.25
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	8.6	14.8	14.2	13.5	12.9
ROE	11.0	20.5	18.2	17.2	16.4
毛利率	6.3	11.0	10.9	11.4	10.8
EBITDA Margin	11.8	18.1	14.9	15.1	16.0
EBIT Margin	7.2	14.0	12.9	12.9	13.3
营业总收入同比增长	-9.4	29.0	21.8	14.8	9.1
归母净利润同比增长	-1.6	158.4	8.9	13.8	14.3
资产负债率	45.1	48.3	42.9	38.7	34.8
净资产周转率	1.78	1.65	1.64	1.56	1.42
总资产周转率	0.97	0.85	0.93	0.95	0.93
有效税率	17.9	17.7	17.7	17.7	17.7
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	12.8	5.0	4.5	4.0	3.5
P/B	1.4	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/Sale	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.8	4.4	4.4	3.9	3.4
股本	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411

资料来源：wind，申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

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

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

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