

# 新凤鸣（603225）

证券研究报告

2023年12月04日

## 乘涤纶新周期东风，化纤航母再启航

### 二十余年深耕主业，打造长丝一体化龙头

公司成立于2000年2月，专注于民用聚酯纤维领域，拥有20多年的聚酯纤维生产、研发经验，注重产业链一体化布局，目前拥有740万吨涤纶长丝、120万吨短纤、500万吨PTA，主要产品产能均居国内前列，随着聚酯产能和一体化建设的不断发展，公司拥有了从上游PTA到下游涤纶长丝的垂直供应体系，有效保证了原料供应降低原料波动对价格影响；产品差异化程度高，拥有超过1000余个聚酯纤维品种。

公司应用“5G+工业互联网”技术，实现超10万台（套）设备的全要素连接，实现了14道核心生产环节的全智能化生产，助力公司实现高效运营，公司三费成本较低，主要产品毛利率处于行业领先地位。

### 扩产周期尾声，涤纶有望迎来新周期

过去一轮产能扩张相对温和：2018-2023年1-10月，涤纶长丝平均产能增速AAGR仅为7.0%，2017-2023年1-10月长丝需求AAGR 8.0%，产能与需求的同步扩张打下了良好的供需基础，2018-2023年1-10月长丝行业开工率平均达到83%。

长丝扩产周期基本结束，产能或将进入较长时间的低速增长期，2024年国内新产能预计141万吨左右，产能增速仅为2.6%，考虑到明年或仍有企业搬迁或退出，实际产能净增速或明显低于该值。需求端韧性较强：随着国内经济的逐步复苏，内需端仍有望逐步好转；海外库存持续去化，明年或将开启补库进程，拉动外需增长。

### 炼化稀缺性显现，出海布局正当时

2023年10月，国家发改委等4部门发文，提出“到2025年，国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，千万吨级炼油产能占比55%左右，严控新增炼油产能”；根据行业相关预测，预计2023年，中国炼油产能或将增加至9.8亿吨，并有望在2024年达到10亿吨大关，炼化项目稀缺性显现。

公司计划在印尼建设1600万吨炼化一体化项目，股权占比44.1%，下游主要包括430万吨成品油、520万吨PX、80万吨乙烯，通过印尼炼化项目可以强化产业链一体化优势，打造国内国际双循环。

**盈利预测与评级：**考虑到涤纶长丝或将进入新一轮景气周期，我们给予公司2023/2024/2025年归母净利润预测11/20/25亿，2023年12月1日股价对应的PE分别为16/9/7倍；考虑到公司主业供需格局的改善及印尼炼化项目的成长性，给予公司2024年12倍估值，目标价16元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**需求不及预期风险；印尼项目进展不及预期风险；资产负债率提升风险；宏观环境变化及依赖单一市场的风险

### 投资评级

行业	基础化工/化学纤维
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.97元
目标价格	16元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,529.47
流通A股股本(百万股)	1,529.47
A股总市值(百万元)	18,307.76
流通A股市值(百万元)	18,307.76
每股净资产(元)	10.68
资产负债率(%)	66.60
一年内最高/最低(元)	13.79/9.75

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**唐婕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770.03	50,787.33	60,944.80	69,477.07	73,729.06
增长率(%)	21.05	13.44	20.00	14.00	6.12
EBITDA(百万元)	6,290.75	3,746.37	4,841.16	5,952.69	6,402.62
归属母公司净利润(百万元)	2,253.98	(205.06)	1,138.40	2,027.72	2,479.53
增长率(%)	273.77	(109.10)	(655.16)	78.12	22.28
EPS(元/股)	1.47	(0.13)	0.74	1.33	1.62
市盈率(P/E)	8.12	(89.28)	16.08	9.03	7.38
市净率(P/B)	1.11	1.17	1.09	0.98	0.88
市销率(P/S)	0.41	0.36	0.30	0.26	0.25
EV/EBITDA	4.88	7.66	5.68	4.41	3.01

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 深耕涤纶二十载，打造中国化纤标杆.....	4
1.1. 产业链差异化与一体化布局 .....	4
1.2. 公司经营情况 .....	6
1.3. 公司股权结构 .....	7
2. 扩产周期结束，涤纶长丝有望迎来新周期 .....	8
2.1. 2024-2025 年产能增速 AAGR=1.6%，长丝进入低速扩张期 .....	8
2.2. 内需韧性强，外需弹性大：需求或有长期支撑 .....	9
2.3. 替代效应持续，贡献额外需求增量 .....	11
3. 中国引领全球 PTA 扩张，行业或仍将处于低迷期 .....	12
4. 布局短纤赛道，打开棉纺纤维领域成长空间 .....	14
5. 印尼项目打开二次成长曲线 .....	15
6. 盈利预测与估值 .....	16
6.1. 盈利预测假设 .....	16
6.2. 盈利预测与估值 .....	18
7. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司 2023 年中期主要产能 .....	4
图 3：公司 2023 年产业链结构 .....	5
图 4：2022 年公司长丝产量结构（单位：万吨） .....	5
图 5：POY 毛利率同行业对比 .....	5
图 6：DTY 毛利率同行业对比 .....	6
图 7：FDY 毛利率同行业对比 .....	6
图 8：公司 2016-2023Q1-3 营业收入与增速（单位：亿元，%） .....	6
图 9：公司 2016-2023Q1-3 营业成本与增速（单位：亿元，%） .....	6
图 10：公司 2016-2023Q1-3 归母净利润与增速（单位：亿元，%） .....	6
图 11：公司 2016-2022 产品主营收入结构（单位：亿元） .....	6
图 12：公司 2016-2022 产品毛利结构（单位：亿元） .....	7
图 13：公司 2016-2022 年主要产品毛利率（%） .....	7
图 14：公司股权结构：截至 2023 年 Q3 .....	7
图 15：长丝产能及增速：万吨，% .....	8
图 16：长丝开工率：% .....	8
图 17：主要石化产品产能增速： .....	9
图 18：行业集中度： .....	9
图 19：中国纺服零售：亿元 .....	9

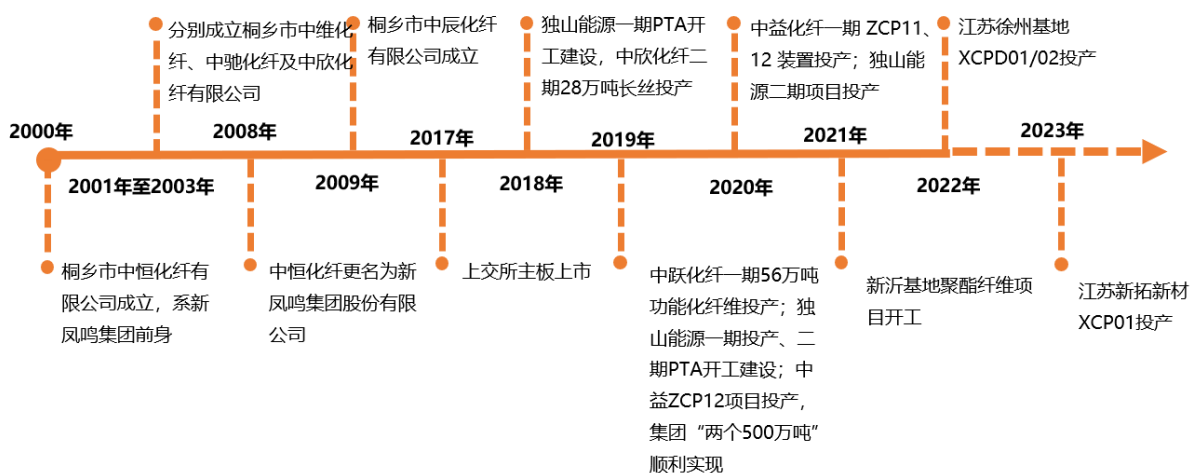
图 20: 中国纺服库存同比: % .....	9
图 21: 美国服装销售金额: % .....	10
图 22: 美国服装库存同比: % .....	10
图 23: 美国库销比 .....	10
图 24: 中国服装出口当月值 .....	10
图 25: 2021 年全球聚酯纤维产能分布 .....	11
图 26: 涤纶长丝出口: 万吨 .....	11
图 27: 中国重点纤维消费量及长丝份额: 万吨, % .....	12
图 28: 中国涤纶棉花价格价差: 元/吨 .....	12
图 29: 2023 全球 PX 产能分布 .....	12
图 30: 2023 全球 PTA 产能分布 .....	12
图 31: PTA 产能及增速: 万吨, % .....	13
图 32: PTA 负荷: % .....	13
图 33: PTA CR4 集中度 .....	13
图 34: PTA 盈利: 元/吨 .....	13
图 35: 短纤供需: 万吨, % .....	14
图 36: 短纤价格及盈利: 元/吨 .....	14
图 37: 三大棉纺原料消费情况: 万吨 .....	15
图 38: 三大棉纺原料消费占比: % .....	15
图 39: 泰昆石化(印尼)有限公司股权结构: 截至 2023 年 6 月 .....	15
表 1: 涤纶长丝新产能梳理: 万吨 .....	9
表 2: 涤纶短纤新增产能统计: 万吨/年 .....	14
表 3: 印尼北加炼化项目产能结构(单位: 万吨/年) .....	16
表 4: 板块主要产品盈利预测拆分(单位: 亿元)(销量单位: 万吨) .....	17
表 5: 可比公司估值 PE: 2023 年 12 月 1 日 .....	18

## 1. 深耕涤纶二十载，打造中国化纤标杆

新凤鸣集团股份有限公司成立于 2000 年 2 月，总部坐落在中国化纤名镇--桐乡洲泉，公司拥有 20 多年的聚酯纤维生产、研发经验，引进了当今世界最先进的聚酯装置和纺丝设备，专注于民用聚酯纤维领域，公司注重产品差异化布局及产业链一体化，拥有超过 1000 余个聚酯纤维品种；业务围绕涤纶主业，集 PTA、聚酯、纺丝、长丝/短纤、加弹、进出口贸易为一体，下设浙江桐乡、湖州、平湖、江苏徐州四大基地二十余家子公司；在众多工厂的情况下，公司应用“5G+工业互联网”技术，实现超 10 万台（套）设备的全要素连接，实现了 14 道核心生产环节的全智能化生产，成为国家级智能制造标杆企业，也成为化纤企业拥抱数字化、迈向高质量发展的样板之一。

在 2023 年 9 月全国工商联发布的“2023 中国民营企业 500 强”榜单中，新凤鸣控股集团位列 100 位，这是新凤鸣首次挺进前 100，较去年上升 23 名，同时发布的还有“2023 中国制造业民营企业 500 强”榜单，公司位列 63 位，较去年上升 9 名。

图 1：公司发展历程



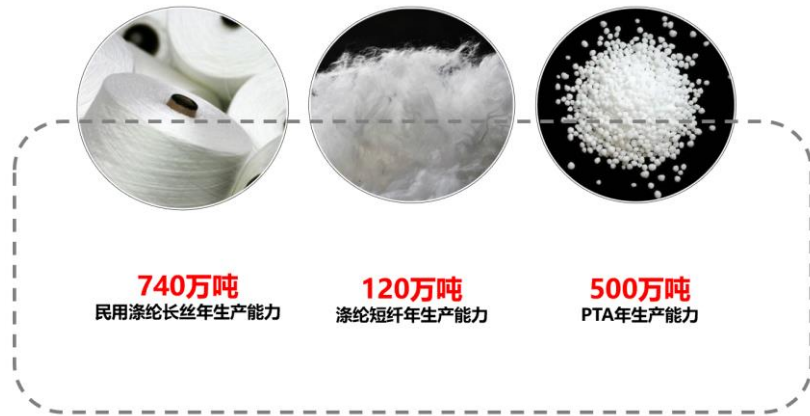
资料来源：公司官网，公司公告等，天风证券研究所

### 1.1. 产业链差异化与一体化布局

公司主要业务为民用涤纶长丝、短纤及其主要原材料之一 PTA 的研发、生产和销售。其中，涤纶长丝的主要产品为 POY、FDY 和 DTY，主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等领域；涤纶短纤以棉型、水刺、涡流纺、三维中空、彩纤等为主，主要应用于棉纺行业，单独纺纱或与棉、粘胶纤维、麻、毛、维纶等混纺，所得纱线用于服装织布为主，还可用于家装面料，包装用布，填充料和保暖材料等。

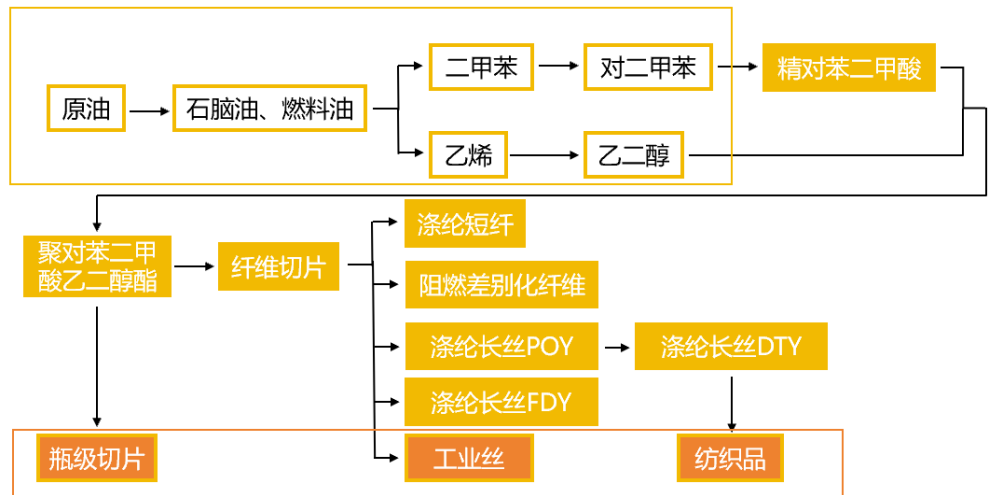
截至 2023 年 6 月，公司已拥有民用涤纶长丝产能 740 万吨，以及涤纶短纤产能 120 万吨，公司继续稳步投放涤纶长丝和涤纶短纤产能。同时公司 500 万吨 PTA 已满额达产，它是新凤鸣打造涤纶长丝完整产业链战略规划中，向上游原材料环节延伸的第一步。公司 PTA 扩产项目也在持续推进中，目前已规划了 540 万吨的 PTA 项目，公司预计到 2026 年上半年，公司 PTA 产能将达到 1,000 万吨。

图 2：公司 2023 年中期主要产能



资料来源：公司公告，天风证券研究所

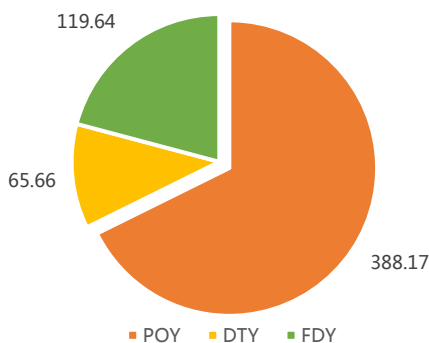
图 3：公司 2023 年产业链结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

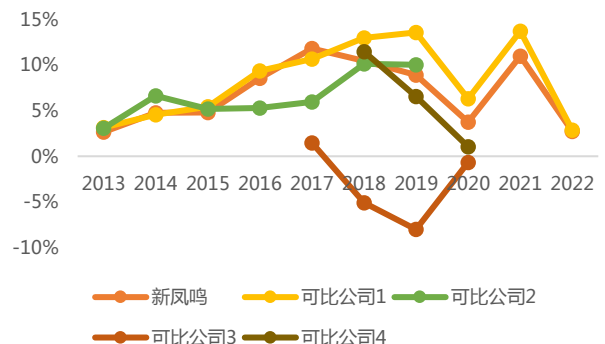
**长丝产能领跑，毛利率领先：**公司的主要产品为各类民用涤纶长丝和涤纶短纤，包括了以 POY、FDY、DTY 为主的涤纶长丝和棉型、水刺、涡流纺、三维中空、彩纤等类型的涤纶短纤。截至 2023 年 6 月，公司涤纶长丝产能为 740 万吨，涤纶长丝的国内市场占有率超过 12%，是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一。2022 年公司涤纶丝总产量 573.47 万吨，其中 POY 产量 388.17 万吨，DTY 产量 65.66 万吨，FDY 产量 119.64 万吨，分别占到 67.69%，11.45%，20.86%。

图 4：2022 年公司长丝产量结构（单位：万吨）



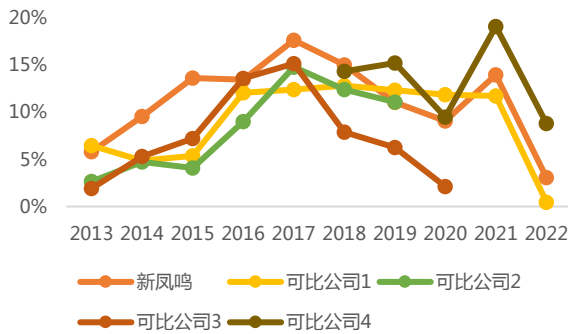
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：POY 毛利率同行业对比



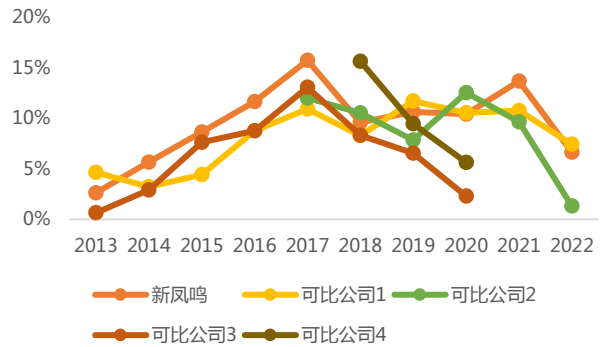
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：DTY 毛利率同行业对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：FDY 毛利率同行业对比



资料来源：wind，天风证券研究所

## 1.2. 公司经营情况

公司现具有桐乡洲泉、湖州东林、平湖独山、徐州新沂四大基地。截止至 23 Q2，桐乡洲泉基地和湖州东林基地全部为聚酯纤维生产基地，合计最大产能超 600 万吨；平湖独山主要为 PTA 生产基地，现 PTA 产能 500 万吨并将在 2026 达到千万吨级别产能，同时已于 2021 年 7 月和 2022 年 2 月分别投产了 60 万吨、30 万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维；徐州新沂基地于 2021 年 5 月正式开工建设，现已拥有 60 万吨短纤、80 万吨长丝产能，同时该基地已拿到近 60 万吨标煤的能耗指标。

**产品结构丰富，营收增速健康：**2022 年公司实现营业收入 507.87 亿元，同比增长 13.44%；归母净利润-2.05 亿元，同比下降 109.10%。公司主营业务收入主要由 POY、DTY、FDY 产品贡献，其余产品包括短纤、精对苯二甲酸（PTA）、聚酯切片等；2016-2022 年主营业务收入年化增速达到 19.45%；从毛利结构上看，POY 同样占比最高。

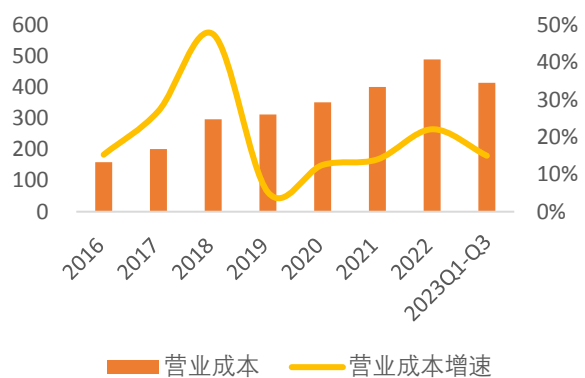
产品毛利率方面，主要产品涤纶预取向丝(POY)、涤纶加弹丝(DTY)、涤纶牵伸丝(FDY)在 2021 年以前于 10%上下波动，2022 年均出现大幅下降，其主要系 2022 年原油价格影响，公司原料成本大幅上涨所致。

图 8：公司 2016-2023Q1-3 营业收入与增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司 2016-2023Q1-3 营业成本与增速（单位：亿元，%）

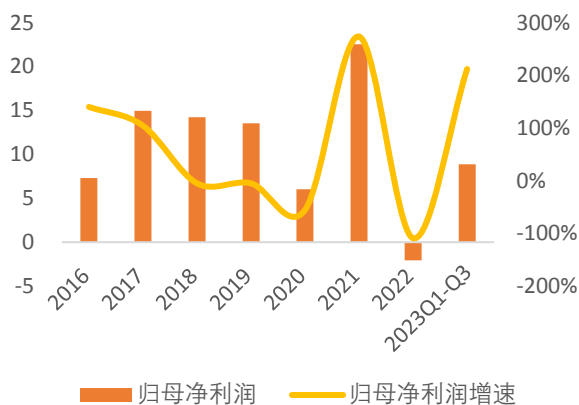


资料来源：公司公告，天风证券研究所

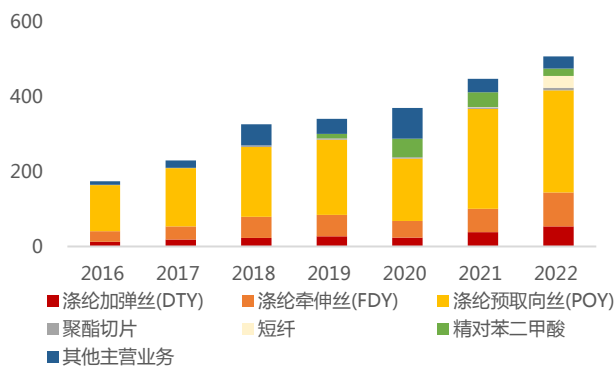
图 10：公司 2016-2023Q1-3 归母净利润与增速（单位：亿元，%）

图 11：公司 2016-2022 产品主营收入结构（单位：亿元）



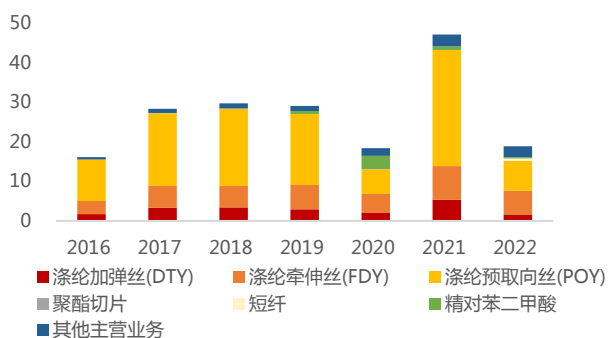


资料来源：公司公告，天风证券研究所



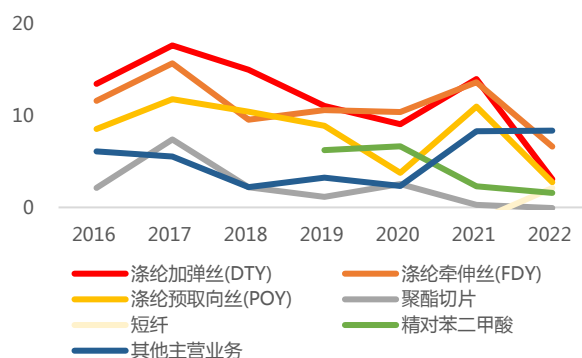
资料来源：东方财富 Choice，天风证券研究所

图 12: 公司 2016-2022 产品毛利结构 (单位: 亿元)



资料来源：东方财富 Choice，天风证券研究所

图 13: 公司 2016-2022 年主要产品毛利率 (%)



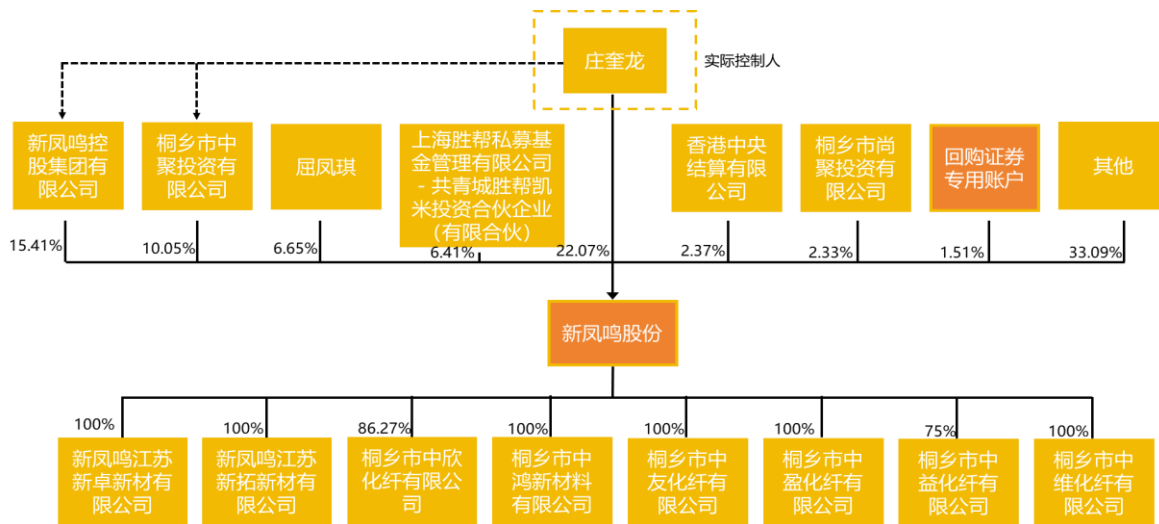
资料来源：东方财富 Choice，天风证券研究所

### 1.3. 公司股权结构

截至 2023 年三季度末，公司股权结构较为稳定：前四大股东分别为庄奎龙、新凤鸣控股集团有限公司、桐乡中聚投资有限公司、屈凤琪，合计直接持有公司 54.18% 的股权。上述股东中，庄奎龙为公司控股股东，新凤鸣控股集团有限公司、桐乡市中聚投资有限公司为庄奎龙控制的企业，屈凤琪为庄奎龙妻子。

2022 年 3 月 7 日，新凤鸣集团股份有限公司发布公告称将使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额不低于人民币 1.50 亿元，不超过人民币 3.00 亿元，回购价格为不超过人民币 18.00 元/股。截至 2023 年三季度报告期末，公司回购专用证券账户中持有公司股份 23,088,491 股，占目前公司总股本的 1.51%。

图 14: 公司股权结构: 截至 2023 年 Q3



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

## 2. 扩产周期结束，涤纶长丝有望迎来新周期

### 2.1. 2024-2025 年产能增速 AAGR=1.6%，长丝进入低速扩张期

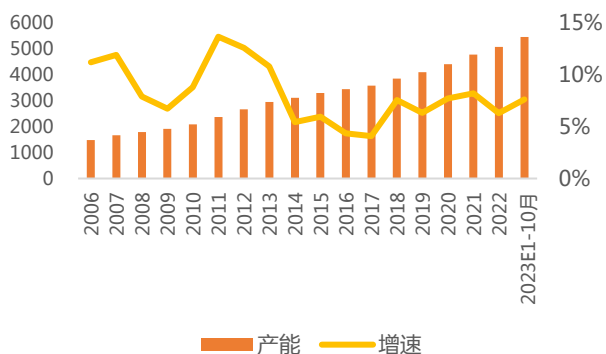
**过去一轮产能扩张相对温和**：2018~2023 年 1-10 月，涤纶长丝行业进入新一轮产能扩张，产能由 3882 万吨增长至 5383 万吨，平均年增长率 AAGR 仅为 7.0%，根据图 17 中的数据对比，长丝产能增速在众多化学品中处于偏低增速，2018-2023 年乙烯产能增速 AAGR 为 15%、丙烯 9%、PX 21%、PTA 10%、苯乙烯 18%、苯酚 19%；

需求韧性同样较强，2017~2023 年 1-10 月长丝需求 AAGR 8.0%，略高于产能增速，特别今年以来，我国生产生活有序恢复、消费场景拓展、促消费政策落地带动纺织品服装内需实现较好增长，**根据 CCFEI 统计数据，1-10 月份长丝国内表观消费增速达到 14.6%**。

产能与需求的同步扩张打下了良好的供需基础，2018~2023 年 1-10 月长丝行业开工率平均达到 83%，处于历史上相对较高时期，较 2012-2016 年的行业低迷期开工率提升了 10% 左右。

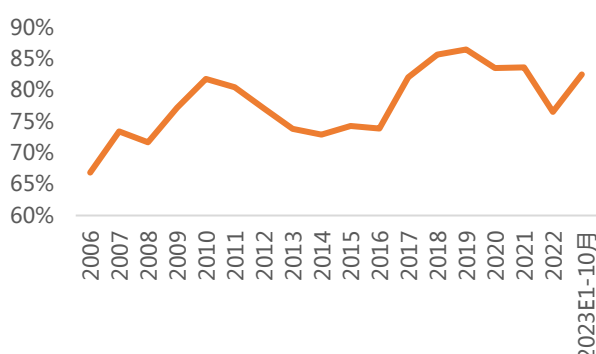
龙头企业继续加速扩张包括重组次新产能，老牌中小企业则主动或者被动退出，六家头部企业长丝产能由 2017 年 1483 万吨增长至 2022 年 3049.5 万吨，CR6 由 41%提升至 61%，行业集中度进一步提升，龙头企业话语权不断增强。

图 15：长丝产能及增速：万吨，%



资料来源：CCFEI，CCF，天风证券研究所

图 16：长丝开工率：%



资料来源：CCFEI，天风证券研究所

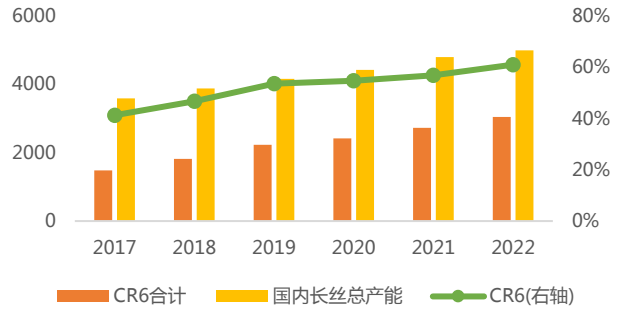


图 17：主要石化产品产能增速：

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
乙烯	6%	9%	4%	7%	10%	25%	27%	15%	8%	11%	6%	13%
聚乙烯	2%	6%	5%	7%	5%	13%	24%	4%	9%	20%	16%	1%
丙烯	16%	12%	4%	3%	8%	7%	13%	9%	14%	16%	14%	2%
聚丙烯	6%	13%	9%	4%	9%	17%	13%	8%	15%	19%	14%	6%
丙烯酸	9%	-5%	5%	14%	6%	3%	6%	0%	18%	5%	14%	0%
PX	13%	0%	1%	1%	46%	23%	14%	21%	19%	7%	0%	12%
PTA	-5%	6%	11%	5%	9%	12%	4%	11%	16%	10%	9%	6%
涤纶	6%	5%	3%	10%	7%	7%	7%	5%	8%	2%	1%	0%
苯乙烯	6%	17%	7%	3%	2%	26%	20%	19%	35%	11%	6%	4%
苯酚	14%	0%	0%	9%	0%	27%	0%	25%	51%	2%	16%	14%
丙酮	14%	0%	0%	9%	0%	27%	0%	26%	51%	3%	16%	15%

资料来源：隆众资讯，中纤网，天风证券研究所

图 18：行业集中度：



资料来源：各公司公告，CCFEI，天风证券研究所

**未来长丝或将进入较长的低速扩能期：**进入 2024 年，长丝扩产周期基本结束，产能或将进入较长时间的低速增长期，从具体项目来看，2024 年国内预计有桐昆嘉通能源 30 万吨、新凤鸣新拓 36 万吨、荣盛 50 万吨、盛虹 25 万吨再生丝投产，合计 141 万吨左右，产能增速仅为 2.6%，考虑到明年或仍有企业搬迁或退出，实际产能净增速或明显低于该值。

本轮产能低增长持续时间可能长于前几轮，龙头企业扩张放缓，中小企业仍在持续退出。

表 1：涤纶长丝新产能梳理：万吨

项目	产能	产品	投产时间
桐昆嘉通能源 CP7	30	半光 POY	2023 年底或 2024 年初
新凤鸣新拓 CP3	36	半光 POY	2024 年
荣盛盛元	50	半光 POY+FDY	2024 年
盛虹	25	再生丝	2023 年底或 2024 年初
<b>2024 年合计</b>	<b>141</b>		
盛虹	50	超仿真功能性纤维	——

资料来源：CCF，各公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 内需韧性强，外需弹性大：需求或有长期支撑

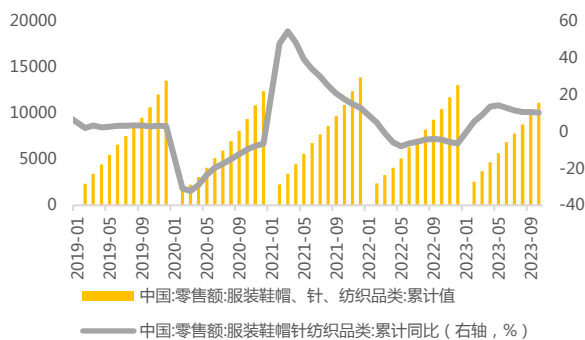
### 1-10 月国内纺织服装零售同比+10.2%，产业链库存压力较小：

内销方面，得益于扩大内需系列政策的实施显效等，我国纺织品服装消费存量能够得到保证，同时其增量有待挖掘，如消费圈层丰富、产业用纺织品应用领域持续拓展、网络零售新业态层出不穷等，需求潜力得到有效释放，据国家统计局数据，1-10 月我国纺织服装零售额为 11126 亿元，同比增长 10.2%，较 2021 年增长 2.4%；其中 10 月份零售额为 1207 亿元，同比增长 7.5%，纺服消费延续复苏趋势。

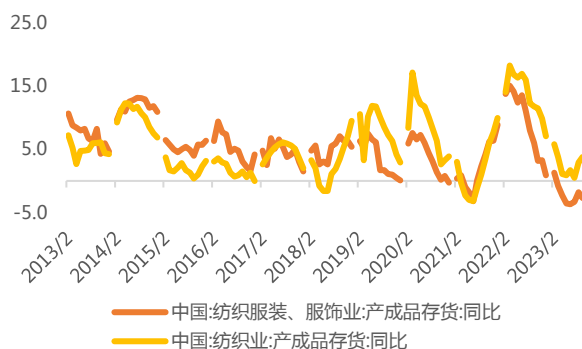
国内纺服库存压力不大：2023 年 10 月份，中国纺织服装、服饰业产成品存货金额 1000.5 亿元，同比-2%，处于季节性偏中位区间，纺服产业库存压力有限。

图 19：中国纺织服装零售：亿元

图 20：中国纺织服装库存同比：%



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 海外库存持续去化，明年或将开启补库进程：

2021 年下半年至 2022 年，美国纺服经历了一波快速累库，2022 年 6、7 月份，零售商和批发商库存同比增速一度分别达到 32%和 74%，据纺织网显示，在高库存压力下，批发商、零售商选择通过降低服装进口来达到库存优化的效果，同时也导致主要的服装出口国 2023 年纺服出口承压，但近期数据已出现边际改善迹象：

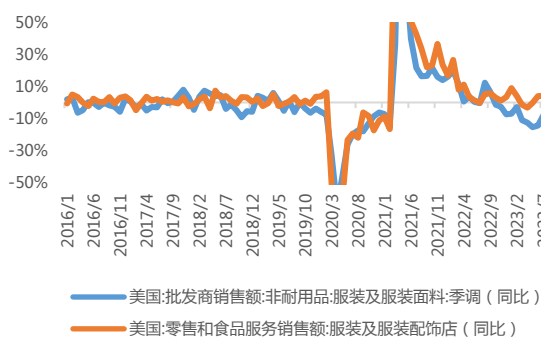
截至 10 月底，越南纺织品服装出口总额超 330 亿美元，**同比下降 12.45%**，其中 10 月份情况较为乐观，出口额超 32 亿美元，环比增长 5.28%，较去年同期增长 2.96%。

截至 8 月份，印度纺织品及其副产品累计出口金额 141 亿美元，**同比下降 11%**，其中 8 月份出口金额 29 亿美元，环比增长 5%，同比增长 6%。

2023 年 1-10 月，我国纺织品服装累计出口额 2457.18 亿美元，**同比下降 9.22%**；其中纺织品出口 1125.53 亿美元，同比下降 9.8%，服装出口 1331.64 亿美元，同比下降 8.7%。10 月，我国纺织品服装出口总额 229.66 亿美元，同比降幅 8.23%，出口金额仍在持续下降，纺服出口承压运行。

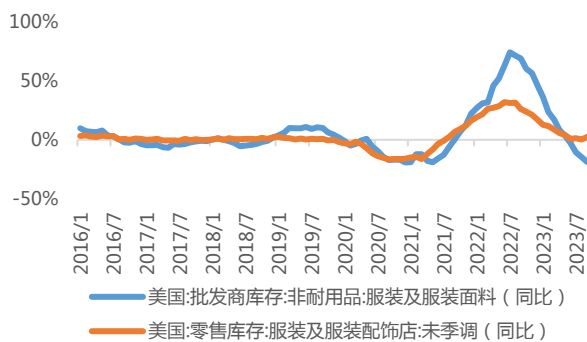
美国纺服库存有效去化：截至 9 月份，批发商库存 345 亿美元，零售商库存 623 亿美元，同比-18.8/+2.5%，库存已经得到有效去化，但仍处于偏高区间；同时由于零售端数据走弱，美国批发商库销比偏高，截至 9 月份，批发商库销比 2.74，较 2016-2020 年均值 2.2 仍有去化空间。纺织网行业专家认为，随着美国服装面料库存持续去化，明年二季度可能会开启补库行情。

图 21：美国服装销售金额：%



资料来源: wind, 天风证券研究所

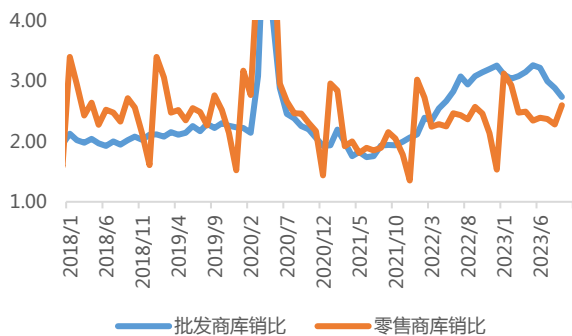
图 22：美国服装库存同比：%



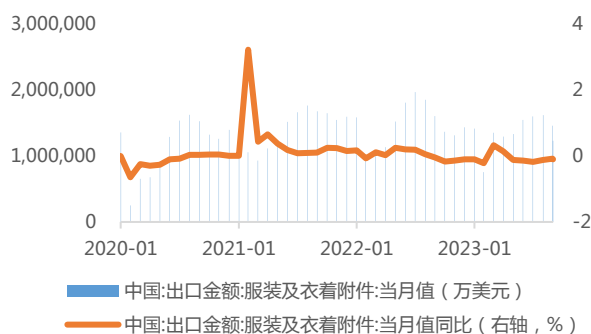
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 23：美国库销比

图 24：中国服装出口当月值



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

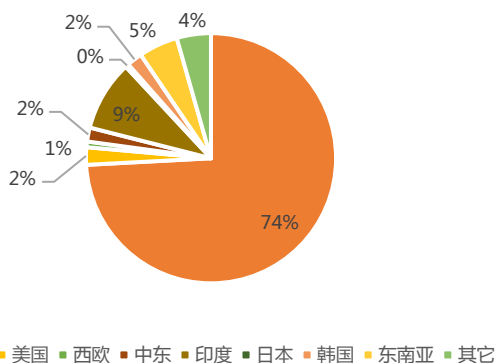
### 一体化优势下，长丝出口加速：

截至 2021 年，中国聚酯化纤产能占全球的 74%，且近年来随着涤纶龙头行业进一步向上游 PTA 和 PX 行业的扩产，产业链一体化优势明显，以 PTA 为例，2023 年 7-11 月，中国 CFR 华东 PTA 均价 787 美元/吨，CFR 印度 PTA 均价 848 美元/吨，价差达到 62 美元/吨，低价原料是中国长丝的重要竞争力来源。

近年来，出于关税、环保政策、产业转型升级、劳动力成本等多方考量，纺织服装订单正在逐步流向东南亚国家；但就涤纶长丝本身而言尚未出现大规模产业转移，东南亚及印度近年来聚酯纤维产能增量有限，东南亚聚酯纤维产能由 2016 年的 376 万吨增长至 2021 年的 428 万吨，增量仅 52 万吨；印度聚酯纤维产能由 2016 年的 681 万吨增长至 2021 年的 770 万吨，增量 89 万吨。

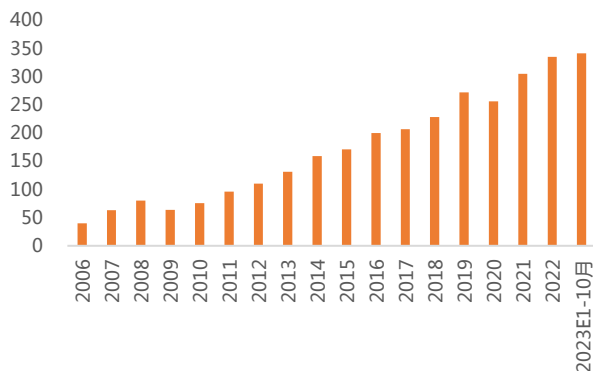
下游产业的转移使得海外的长丝需求增加，中国长丝出口量快速增长，2013-2022 年，中国涤纶长丝平均出口增速达到 12%；2023 年 1-10 月，中国长丝出口量达到 341.1 万吨，同比增长 26%。

图 25：2021 年全球聚酯纤维产能分布



资料来源: IHS, 天风证券研究所

图 26：涤纶长丝出口：万吨



资料来源: CCFEI, 天风证券研究所

### 2.3. 替代效应持续，贡献额外需求增量

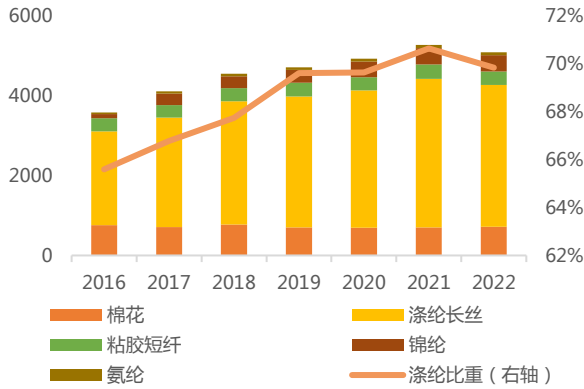
涤纶纤维作为应用广泛的化学纤维，其具有良好的成纤性能和机械性能，强度高、耐光、耐热和耐酸碱性好，具有良好的加工性和易纺性，可纯纺、混纺或交织。涤纶面料耐洗耐磨、免烫抗皱，在服装、家纺、装饰和产业用等领域被广泛应用，是应用广泛的一种化纤。

近年来，涤纶长丝对其它纤维表现出一定的替代性，在几种常见的纤维种类中，中国市场涤纶所占的比重由 2016 年的 66% 提升至 2022 年的 70%，从趋势上来看，2019-2022 年替

代效应进入平台期，市占率在 70%左右震荡；进入 2023 年，由于棉价上涨，涤-棉价差进一步拉大，替代效应有所增强，部分涤类产品替代棉类产品，仿棉长丝（涤纶长丝）替代纱线产品；防晒服领域替代锦纶纤维。

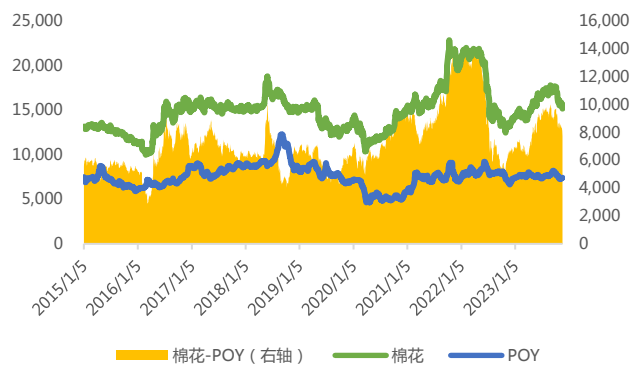
长期来看，我们认为涤纶优异的材料性能及低廉的价格或长期驱动对其它纤维的替代，贡献长丝的额外需求增量。

图 27：中国重点纤维消费量及长丝份额：万吨，%



资料来源：wind，百川资讯，天风证券研究所

图 28：中国涤纶棉花价格价差：元/吨



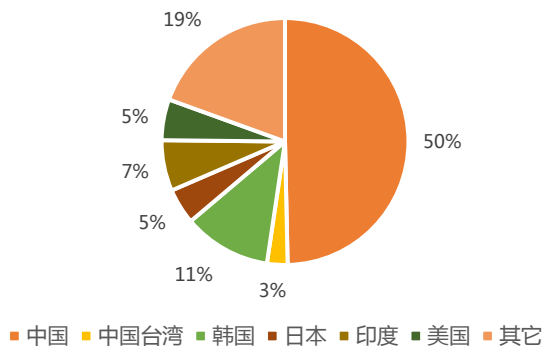
资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 中国引领全球 PTA 扩张，行业或仍将处于低迷期

近年来，全球 PTA 产业持续扩张，产能由 2019 年 0.96 亿吨增加至 2023 年的 1.21 亿吨，年均产能增速达到 5.6%；中国引领全球 PTA 产能扩张，中国 PTA 产能由 2020 年的 5695.5 万吨增长至 2023 年的 7997.5 万吨，在全球 PTA 中的比重持续提高，由 2020 年的 58% 增加至 2023 年的 66%。

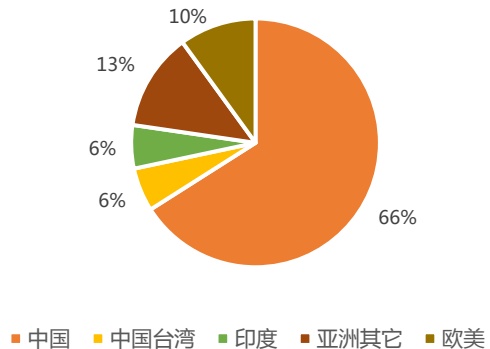
产业链一体化是 PTA 的重要特征：基于 PTA 产业链上下游较长，各环节关联度高的特点，行业内主流企业多进行产业链上下游一体化布局，目前行业内主流企业大多在原料端 PX 或需求端聚酯等领域进行了配套产能的建设，有效降低生产、销售成本的同时也进一步增强了产业链上下游供需的稳定性，我国 PX 进口依存度在历史上一度接近 60%，近年来随着 PX 的大量投产，2023 年国内 PX 产能达到 4381 万吨，占全球产能比重由 2020 年的 36% 提高至 2023 年的 50%，进口依存度下降至 22%。

图 29：2023 全球 PX 产能分布



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 30：2023 全球 PTA 产能分布



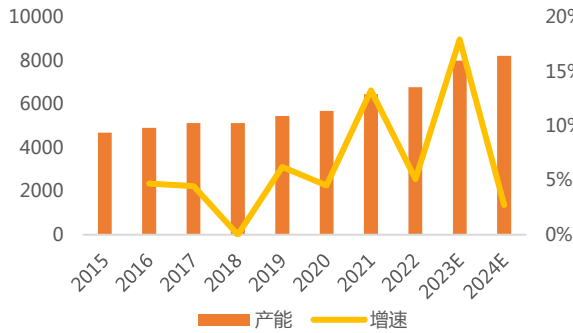
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2020 年开始，PTA 进入新一轮产能扩张周期，大型 PTA 装置集中投产，2023 年产能扩张达到巅峰，年度净新增产能达到 1217 万吨，产能增速高达 18%，完全抵消了下游聚酯扩产

大年的影响；从开工率上来看，由于近年来产能的高速扩张，开工率趋势下行，2019 年年度平均开工率达到 82%，到 2023 年下降至 69%；产能过剩下行业利润低迷，常处于亏损状态。

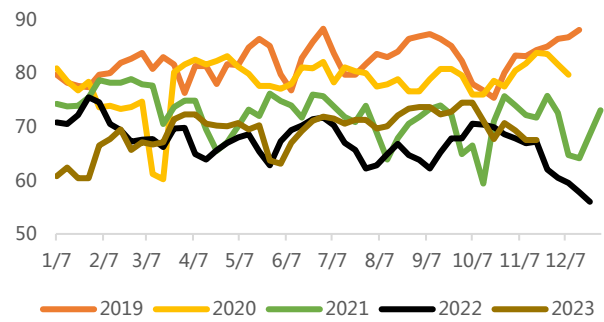
根据卓创统计数据，未来 5 年国内仍有接近 3000 万吨的 PTA 产能计划投放，PTA 行业竞争或将进入白热化，缺乏产业链上下游配套或者缺乏周边地域产业配套的 PTA 装置将面临更大的生存压力，尤其是部分中小型 PTA 装置的生存空间有限，预估部分长期停车产能难以重启，未来大概率被市场淘汰。根据卓创资讯估计，未来 5 年或将有超过 1000 万吨的落后 PTA 和中型 PTA 淘汰。

图 31：PTA 产能及增速：万吨，%



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

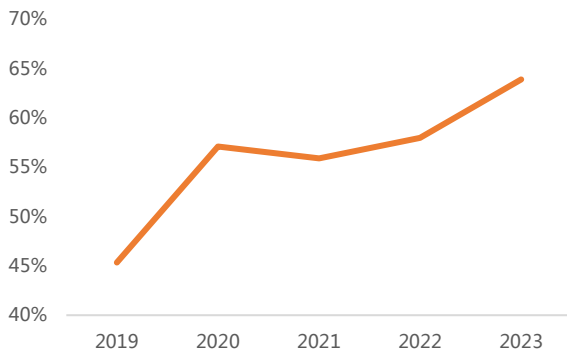
图 32：PTA 负荷：%



资料来源：CCFEI，天风证券研究所

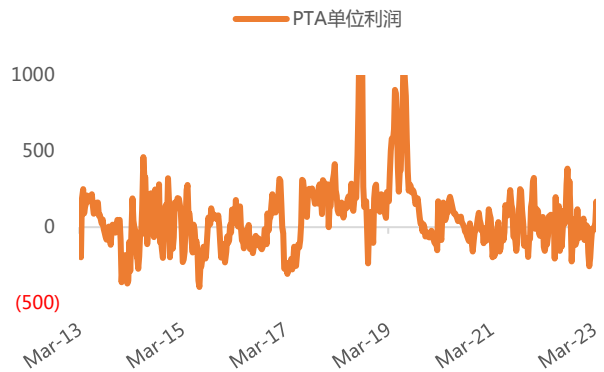
近年来随着龙头企业的扩能，PTA 行业开始出现集中化和规模化的产能趋势，集中度不断提高，CR4 占比由 2019 年的 45.34% 上升至 2023 年的 63.90%；PTA 行业一体化配套格局不断强化，下游聚酯地域分布较为集中，华东市场为 PTA 唯一现货市场，预估 2023 年 PTA 行业形成 PX-PTA-聚酯一体化装置配套的 PTA 产能占 PTA 总产能的 70% 以上。

图 33：PTA CR4 集中度



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 34：PTA 盈利：元/吨



资料来源：wind，CCFEI，天风证券研究所

PTA 核心成本竞争力在于设备和工艺，是典型的后发优势行业，越晚投产规模越大的装置成本越低，原因在于大容量技术带来的规模经济以及工艺技术提升，物耗能耗均有所降低；技术和规模的不断迭代，低成本新装置的不断投产导致行业成本重心大幅下移，过去十年，PTA 边际成本从 1000 元/吨大幅下降至 500 元/吨，单一装置规模也从最初的 60 万吨/年提升至目前的 200 万吨/年。2019 年投产的两套装置为例，其单线规模都超过了 200 万吨/年，分别采用了 BP 最新技术和英威达 P8 技术，物耗能耗均有所降低，预计吨成本节省 100~150 元/吨，相比此前 PTA 最低吨成本还要降低 20%。

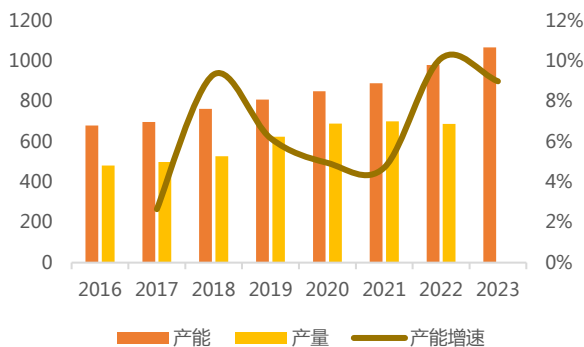
## 4. 布局短纤赛道，打开棉纺纤维领域成长空间

涤纶短纤是由聚酯纺成丝束切断后得到的纤维，涤纶短纤作为合成纤维的重要类别之一，其主要应用领域是棉纺行业，可以单独纺纱或与棉花、粘胶纤维等采用混纺的形式，所得纱线用于服装织布，除此之外，涤纶短纤还用于家装面料、包装用布、填充料和保暖材料。

2017 年，受禁废政策影响，涤纶短纤反替代需求提振下，企业纷纷规划短纤项目，由于投产周期需要 15-24 个月，2018-2020 年迎来短纤的投产高峰期，平均年增长率 AAGR 6.8%，消费增速高达 13.7%，行业开工率由 2018 年的 72% 提升至 2020 年的 83%，短纤盈利持续向好，行业供销两旺；

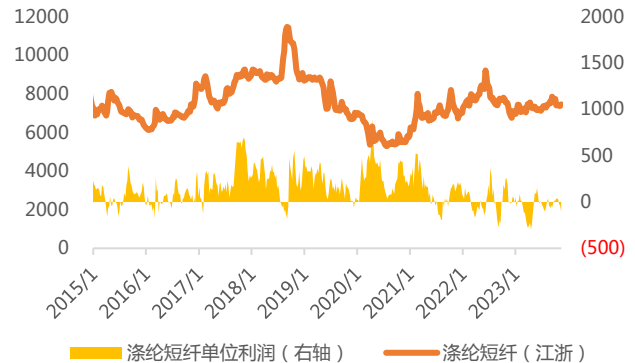
进入 2022 年短纤产能增速再次上升，2022/2023 年行业新增产能达到 90/88 万吨，行业产能增长至 1067 万吨，产能增速分别为 10.1%/9.0%，但需求受多种因素影响，2022 年一季度出现负增长，行业供大于求，2022 年开工率大幅下跌至 74%，利润表现持续低迷。

图 35：短纤供需：万吨，%



资料来源：中纤网，隆众资讯，天风证券研究所

图 36：短纤价格及盈利：元/吨



资料来源：wind，CCFEI，天风证券研究所

未来几年，仍有大量的短纤项目计划投产，根据百川资讯数据显示，2023 年底-2025 年，国内有 5 家企业规划合计 203 万吨短纤产能，若全部投放，预计两年合计仍有 19% 的产能增速，随着涤纶短纤行业已处于成熟期，产品逐步发展为以常规性产品为主到多种差别化涤纶短纤产品共同发展，在当前行业已经供大于求的背景下，短纤行业竞争或将持续加剧。

表 2：涤纶短纤新增产能统计：万吨/年

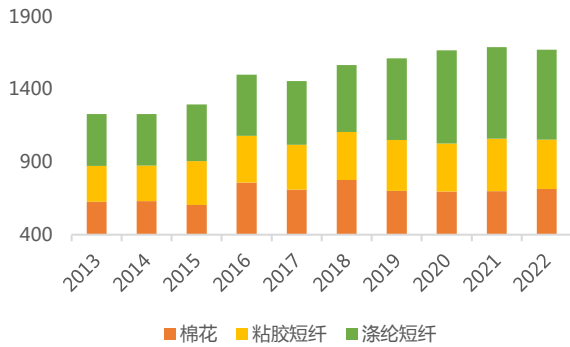
	产能	地址	投产时间
新凤鸣新拓	30	新沂	2023
宿迁逸达	30	宿迁	2023
仪征化纤	10	仪征	2023
仪征化纤	13	仪征	2023
富威尔	5	珠海	2023
合计	88		
新疆中泰	25	新疆	2023 年底
吉兴	60	四川	2024
宿迁逸达	30	江苏	2024
桐昆	60	江苏	2024
四川能投	28	江苏	2025



资料来源：隆众资讯，百川资讯，新疆维吾尔自治区农业农村厅官网，天风证券研究所

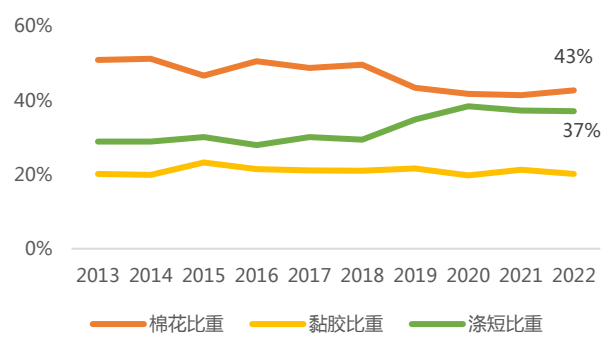
从三大棉纺材料的替代关系上来看，粘胶的比重相对稳定，近年来一直维持 20%左右比重；而棉花和涤短的替代作用较强，棉花的比例趋势下行，2018-2020 年下滑较快，一是由于总体市场消费降级影响，往成本最低的涤纶板块转移；二是国外对新疆棉制品的抵制，三是新疆疫情导致了新疆整体管控影响当地生产加工及运输，整体对原料棉花需求缩减；最后是疫情导致的涤短无纺防疫需求及家纺填充等需求增加。短纤主要应用在棉纺上，对棉花的替代作用，比例逐渐上升。

图 37：三大棉纺原料消费情况：万吨



资料来源：wind，百川资讯，天风证券研究所

图 38：三大棉纺原料消费占比：%



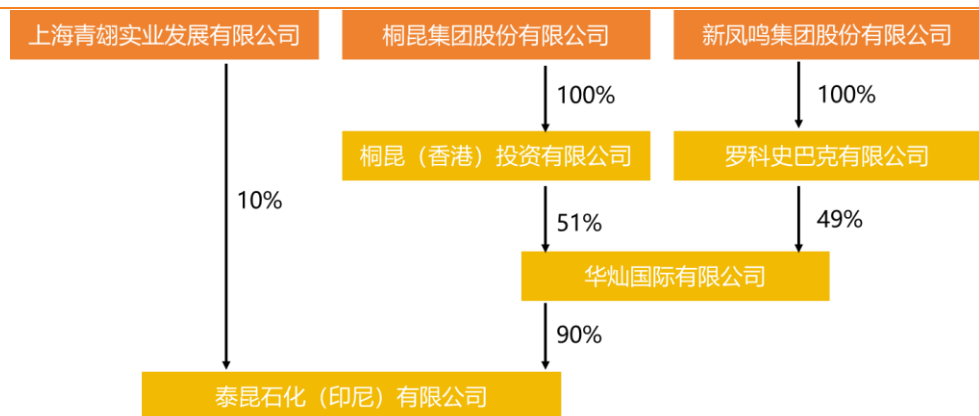
资料来源：wind，百川资讯，天风证券研究所

## 5. 印尼项目打开二次成长曲线

2023 年 6 月 26 日，公司发布公告，计划在印度尼西亚北加里曼丹省北加里曼丹工业园区建设泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加 1600 万吨炼化一体化项目。

项目股权结构清晰：桐昆股份股权占比 45.9%、新凤鸣占比 44.1%、上海青翎占比 10%；桐昆股份和新凤鸣分别在香港成立全资子公司桐昆香港和罗科史巴克；桐昆香港和罗科史巴克在香港共同成立华灿国际，其中桐昆香港股权占比 51%，罗科史巴克股权占比 49%；华灿国际和上海青翎在印尼共同成立泰昆石化，其中华灿国际股权占比 90%，上海青翎股权占比 10%。

图 39：泰昆石化（印尼）有限公司股权结构：截至 2023 年 6 月



资料来源：公司公告，天风证券研究所

项目主要包括 1600 万吨/年炼油，520 万吨/年 PX，80 万吨/年乙烯。产品结构主要包括：成品油 430 万吨/年、PX 485 万吨/年、醋酸 52 万吨/年、苯 170 万吨/年、硫磺 45 万吨/年、丙烷 70 万吨/年、正丁烷 72 万吨/年、聚乙烯 FDPE 50 万吨/年、EVA（光伏级）37 万

吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等。

项目主要产品中，成品油、硫磺将由印尼国内市场消化，对二甲苯、醋酸、苯、丙烷将运回国内于中国市场消化，其余如聚乙烯 FDPE、EVA、聚丙烯等产品由中国、印尼及东盟市场共同消化。

表 3：印尼北加炼化项目产能结构（单位：万吨/年）

产品/装置名称	规划产能	计划产品消化方式
炼油	1600	-
PX	520	中国市场消化
乙烯	80	-
成品油	430	印尼市场消化
醋酸	52	中国市场消化
苯	170	中国市场消化
硫磺	45	印尼市场消化
丙烷	70	中国市场消化
正丁烷	72	-
聚乙烯	50	中国、印尼、东盟市场共同消化
EVA（光伏级）	37	中国、印尼、东盟市场共同消化
聚丙烯	24	中国、印尼、东盟市场共同消化

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**从一滴油到一匹布，强化产业链一体化优势：**到 2025 年，预计公司将拥有 770 万吨 PTA，780 万吨长丝、120 万吨短纤的生产能力，对上游大宗原料对二甲苯（PX）的年需求量将在 500 万吨左右。而 PX 先于 PTA 和聚酯结束扩产周期，产业链利润分配依旧会偏向 PX 环节；通过投建印尼炼化项目、将 PX 等关键原料运回国内生产基地是公司向上游产业链延伸、打造全产业链发展的必然选择，有助于强化公司的全产业链竞争优势。

**布局“蓝海”市场，有望获取超额收益：**近年来石化行业积极响应“一带一路”倡议，主动实施“走出去”战略，抓住战略机遇，提升了全球资源配置能力。相较于国内成品油的供给过剩，东南亚地区成品油缺口大，是全球最大的成品油净进口市场，且东南亚部分炼厂装置建设较早、技术老旧、管理不善等诸多原因，导致过去几年炼能大量退出进一步加剧成品油短缺。东南亚油气资源丰富，公司布局东南亚市场是资源的有效配置，顺应市场发展的需要，有望获取超额收益。

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测假设

涤纶长丝方面：2023 年公司长丝产能 740 万吨，预估 2024-2025 年长丝产能维持在 780 万吨；分别给予 2023/2024/2025 年长丝开工率 91%/95%/97%，对应的长丝产量分别为 673/741/757 万吨；产品结构中，假设仍维持 2022 年比例，即 POY/FDY/DTY 比重分别为 68%/21%/11%；考虑到长丝投产放缓叠加需求不断复苏，盈利能力有望持续改善，综合毛利率逐步回升。

短纤方面：2023-2025 年公司短纤产能维持 120 万吨，考虑到 2023 年新增的短纤装置未能全部释放产能，给予 2023/2024/2025 年短纤开工率 90%/95%/100%，对应的产量分别为 108/114/120 万吨，考虑到未来海内外纺服消费逐步复苏的预期叠加对棉花的替代性持续，预计短纤毛利趋势小幅回升。

PTA 方面:公司 2023-2024 年 PTA 产能维持 500 万吨,2025 年新增 270 万吨 PTA 达到 770 万吨产能,根据测算未来几年公司 PTA 存在一定缺口,需要维持一定的外采量;根据过去几年的经验值,公司仍维持一些 PTA 销售以保持灵活性,假设公司 2023-2025 年 PTA 销售量为 50/70/80 万吨。

表 4: 板块主要产品盈利预测拆分 (单位: 亿元) (销量单位: 万吨)

			2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
化纤板块	POY	销量	339	405	389	427	494	518
		营收	166	267	273	293	342	362
		成本	160	238	265	276	318	337
		毛利	6	29	7	17	24	25
	FDY	销量	80	87	118	129	150	157
		营收	45	63	91	99	116	123
		成本	41	54	85	88	101	107
		毛利	5	9	6	11	14	15
	DTY	销量	34	43	62	67	78	82
		营收	23	38	53	57	67	71
		成本	21	33	52	54	62	66
		毛利	2	5	2	3	5	5
	短纤	销量	0	1	47	108	114	120
		营收	0	0	32	70	75	81
成本		0	0	31	69	72	77	
毛利		0	0	1	1	3	4	
石化板块	PTA	销量	164	95	37	50	70	80
		营收	50	39	19	26	36	42
		成本	46	39	19	25	34	38
		毛利	3	1	0	1	2	3

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 6.2. 盈利预测与估值

考虑到涤纶未来几年有望进入产能低速增长期，而需求端长期有良好支撑，涤纶长丝或将进入新一轮景气周期，我们给予公司 2023/2024/2025 年归母净利润预测 11/20/25 亿，2023 年 12 月 1 日股价对应的 PE 分别为 16/9/7 倍，考虑到公司主业供需格局的改善及印尼炼化项目的成长性，给予公司 2024 年 12 倍估值，目标价 16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值 PE：2023 年 12 月 1 日

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
荣盛石化	14.56	8.30	31.86	50.27	14.62	9.84
恒力石化	7.15	6.20	41.54	12.07	8.43	6.76
桐昆股份	11.38	4.42	248.87	18.90	8.55	6.07
海利得	24.46	10.70	18.53	15.20	12.03	10.51
平均值	14.39	7.41	85.20	24.11	10.91	8.30
新凤鸣	30.36	8.12	-89.28	16.09	9.03	7.38

资料来源：wind，天风证券研究所

## 7. 风险提示

- 1、需求不及预期风险：内需在 2023 年集中爆发，尤其是家纺、酒店的更换需求可能会透支后续的需求；外需美国纺服消费数据走弱，海外补库强度或有可能不及预期。
- 2、印尼项目进展不及预期风险：项目审批具有不确定性，可能导致项目落地时间不及预期的风险。
- 3、资产负债率升高的风险：印尼炼化项目投入资金较大，或有可能导致公司负债率提升的风险。
- 4、宏观环境变化及依赖单一市场的风险：随着经济全球化、一体化的加速，如果未来全球经济发生较大波动，公司的经营业绩也可能会随着民用涤纶长丝行业的调整而出现下降的风险；公司自成立以来一直专注于民用涤纶长丝领域，公司的经营受涤纶长丝行业变化的影响较大，如果下游对涤纶长丝的需求下降，则有可能对公司的经营业绩产生不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,646.54	6,289.08	4,875.58	5,558.17	12,736.71
应收票据及应收账款	535.23	576.00	439.75	957.35	484.19
预付账款	407.84	501.10	371.59	661.89	470.52
存货	3,221.61	3,718.82	2,964.69	5,186.36	2,924.98
其他	1,142.54	820.33	1,028.18	945.30	1,004.15
<b>流动资产合计</b>	<b>10,953.76</b>	<b>11,905.33</b>	<b>9,679.79</b>	<b>13,309.06</b>	<b>17,620.55</b>
长期股权投资	273.06	327.27	427.27	527.27	627.27
固定资产	20,100.82	22,615.31	22,419.73	21,370.22	19,868.74
在建工程	2,488.05	3,062.63	2,531.31	1,765.66	1,382.83
无形资产	1,636.85	1,744.85	1,674.77	1,604.69	1,534.61
其他	2,055.86	1,648.68	1,867.63	1,831.99	1,749.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>26,554.64</b>	<b>29,398.73</b>	<b>28,920.72</b>	<b>27,099.83</b>	<b>25,163.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>37,508.40</b>	<b>41,304.06</b>	<b>38,600.51</b>	<b>40,408.88</b>	<b>42,783.71</b>
短期借款	6,190.13	8,491.23	7,834.41	7,026.11	7,000.00
应付票据及应付账款	3,461.08	3,854.31	4,642.33	5,145.13	5,073.93
其他	1,529.04	2,286.70	1,645.47	1,875.24	2,073.53
<b>流动负债合计</b>	<b>11,180.25</b>	<b>14,632.24</b>	<b>14,122.21</b>	<b>14,046.48</b>	<b>14,147.45</b>
长期借款	6,527.18	7,355.75	4,884.32	4,884.32	4,884.32
应付债券	2,288.40	2,392.81	2,225.54	2,302.25	2,306.86
其他	514.63	659.86	542.62	572.37	591.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,330.21</b>	<b>10,408.42</b>	<b>7,652.48</b>	<b>7,758.94</b>	<b>7,782.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>21,083.83</b>	<b>25,604.03</b>	<b>21,774.69</b>	<b>21,805.42</b>	<b>21,930.26</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,529.57	1,529.47	1,529.47	1,529.47	1,529.47
资本公积	5,710.41	5,709.40	5,709.40	5,709.40	5,709.40
留存收益	8,980.29	8,435.41	9,402.36	11,226.38	13,498.40
其他	204.30	25.75	184.59	138.21	116.18
<b>股东权益合计</b>	<b>16,424.57</b>	<b>15,700.03</b>	<b>16,825.82</b>	<b>18,603.46</b>	<b>20,853.46</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,508.40</b>	<b>41,304.06</b>	<b>38,600.51</b>	<b>40,408.88</b>	<b>42,783.71</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,253.98	(205.06)	1,138.40	2,027.72	2,479.53
折旧摊销	2,279.15	2,540.97	2,796.96	2,885.25	2,954.39
财务费用	582.00	753.31	568.39	474.33	298.30
投资损失	(10.42)	(32.64)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(2,104.10)	765.05	847.38	(2,309.89)	2,940.40
其它	141.96	(636.42)	(15.73)	(0.30)	5.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,142.57</b>	<b>3,185.21</b>	<b>5,315.40</b>	<b>3,057.11</b>	<b>8,658.07</b>
资本支出	6,739.95	5,629.72	2,217.24	1,070.25	1,080.75
长期投资	171.71	54.21	100.00	100.00	100.00
其他	(13,065.45)	(11,098.09)	(4,393.73)	(2,244.36)	(2,265.85)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,153.79)</b>	<b>(5,414.17)</b>	<b>(2,076.49)</b>	<b>(1,074.12)</b>	<b>(1,085.09)</b>
债权融资	3,117.88	3,770.25	(4,639.80)	(1,050.33)	(164.89)
股权融资	1,969.88	(179.66)	(12.61)	(250.08)	(229.54)
其他	(274.29)	(584.86)	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,813.46</b>	<b>3,005.72</b>	<b>(4,652.41)</b>	<b>(1,300.41)</b>	<b>(394.42)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,802.24</b>	<b>776.77</b>	<b>(1,413.50)</b>	<b>682.58</b>	<b>7,178.55</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>44,770.03</b>	<b>50,787.33</b>	<b>60,944.80</b>	<b>69,477.07</b>	<b>73,729.06</b>
营业成本	40,066.81	48,903.83	56,800.55	64,057.86	67,830.74
营业税金及附加	99.72	90.46	108.56	123.75	131.33
销售费用	73.01	84.50	97.51	111.16	110.59
管理费用	526.67	651.98	731.34	798.99	811.02
研发费用	915.21	1,077.91	1,218.90	1,389.54	1,474.58
财务费用	520.01	548.87	568.39	474.33	298.30
资产/信用减值损失	(18.99)	(169.66)	(51.98)	(51.98)	(51.98)
公允价值变动收益	(1.36)	(21.28)	(15.73)	(0.30)	5.44
投资净收益	4.20	22.42	20.00	20.00	20.00
其他	(66.49)	127.49	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>2,651.22</b>	<b>(529.20)</b>	<b>1,371.85</b>	<b>2,489.15</b>	<b>3,045.96</b>
营业外收入	38.30	73.04	62.22	57.85	64.37
营业外支出	16.64	9.34	11.07	12.35	10.92
<b>利润总额</b>	<b>2,672.88</b>	<b>(465.51)</b>	<b>1,423.00</b>	<b>2,534.65</b>	<b>3,099.41</b>
所得税	418.89	(260.45)	284.60	506.93	619.88
<b>净利润</b>	<b>2,253.98</b>	<b>(205.06)</b>	<b>1,138.40</b>	<b>2,027.72</b>	<b>2,479.53</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,253.98</b>	<b>(205.06)</b>	<b>1,138.40</b>	<b>2,027.72</b>	<b>2,479.53</b>
每股收益(元)	1.47	(0.13)	0.74	1.33	1.62

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.05%	13.44%	20.00%	14.00%	6.12%
营业利润	362.19%	-119.96%	-359.23%	81.45%	22.37%
归属于母公司净利润	273.77%	-109.10%	-655.16%	78.12%	22.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.51%	3.71%	6.80%	7.80%	8.00%
净利率	5.03%	-0.40%	1.87%	2.92%	3.36%
ROE	13.72%	-1.31%	6.77%	10.90%	11.89%
ROIC	14.25%	0.04%	5.59%	9.12%	10.08%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	56.21%	61.99%	56.41%	53.96%	51.26%
净负债率	61.07%	87.31%	65.67%	52.63%	13.17%
流动比率	0.93	0.78	0.69	0.95	1.25
速动比率	0.66	0.54	0.48	0.58	1.04
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	91.83	91.41	120.00	99.46	102.29
存货周转率	18.30	14.64	18.24	17.05	18.18
总资产周转率	1.36	1.29	1.53	1.76	1.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.47	-0.13	0.74	1.33	1.62
每股经营现金流	2.05	2.08	3.48	2.00	5.66
每股净资产	10.74	10.27	11.00	12.16	13.63
<b>估值比率</b>					
市盈率	8.12	-89.28	16.08	9.03	7.38
市净率	1.11	1.17	1.09	0.98	0.88
EV/EBITDA	4.88	7.66	5.68	4.41	3.01
EV/EBIT	7.63	23.46	13.44	8.56	5.59

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com