

长丝主业加速复苏，炼化布局未来可期

——新凤鸣首次覆盖报告



买入(首次)

行业：基础化工
日期：2024年03月22日

分析师：詹烨
E-mail：zhanye@yongxingsec.com
SAC编号：S1760521040001

基本数据

03月18日收盘价(元) 14.71
12mthA 股价格区间(元) 9.75-15.49
总股本(百万股) 1,529.47
无限售A股/总股本 100.00%
流通市值(亿元) 224.99

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

深耕涤纶长丝行业，一体化发展助力成长。作为国内规模最大的涤纶长丝生产企业之一，公司上市以来多个项目密集落地，纵横一体化发展渐具规模。2023年公司长丝产能达到740万吨，涤纶短纤产能达到120万吨，PTA产能达到500万吨，实现“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化发展。

长丝扩能高峰渐远，行业格局反转可期。本轮行业产能投放高峰已经过去，同时，老旧装置的逐步退出将推动落后产能进一步出清，长丝行业供应压力明显缓解，产业集中度有望进一步提升。同时，海外的补库预期也将提升出口需求，长丝行业有望景气复苏。随着价差逐步修复，行业龙头有望持续受益。

规模与技术优势巩固，产品协同助力降本增效。公司研发体系完善，拥有多项自行开发的核心技术，成功投产多项差异化产品，整体规模位居行业前列。未来公司还将投资约200亿建设新材料项目，进一步扩大公司规模优势。同时，公司PTA项目与长丝项目协同布局，提升了资源配置效率和效益，助力公司实现降本增效。

布局印尼海外炼厂，平台化发展未来可期。公司顺应行业发展趋势，加快出海步伐，规划布局1600万吨/年印尼北加炼化一体化项目，有望打造国内炼化企业在东南亚的桥头堡。依托于炼化平台，公司有望布局EVA、POE等附加值较高的新材料产品，从整体上实现产品增值，多元化发展未来可期。

盈利预测与投资建议

我们认为公司作为国内长丝行业龙头之一，有望在长丝行业景气复苏中充分受益。同时，公司通过纵横双向拓展，PTA等产品与长丝主业形成协同效应，助力降本增效。未来，公司将加快落地印尼海外炼厂，多元化发展未来可期。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为10.63、19.07、24.61亿元，其中2024-2025年对应的PE分别为12倍、9倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原料价格波动、宏观环境变化、汇率波动、环保和安全等风险

盈利预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	50,787	58,342	64,412	68,496
年增长率(%)	13.4%	14.9%	10.4%	6.3%
归属于母公司的净利润	-205	1,063	1,907	2,461
年增长率(%)	-109.1%	618.2%	79.4%	29.1%
每股收益(元)	-0.14	0.69	1.25	1.61
市盈率(X)	—	21.14	11.78	9.13
净资产收益率(%)	-1.3%	6.3%	10.2%	11.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所(2024年03月13日收盘价)

正文目录

1. 深耕涤纶长丝行业，一体化发展助力成长	4
1.1. 国内领先的涤纶长丝生产企业	4
1.2. 纵横一体化布局完善产品结构	5
1.3. 行业格局改善推动业绩底部回暖	5
2. 长丝扩能高峰渐远，行业格局反转可期	7
2.1. 多因素共振推动长丝供给增速放缓	7
2.2. 国内刚需叠加海外补库提升需求韧性	9
2.3. 产业格局向好推动长丝利润持续改善	10
3. 规模与技术优势巩固，产品协同助力降本增效	11
3.1. 产品差异化布局扩大规模优势	11
3.2. 研发与引进结合推动技术领先	12
3.3. 协同效应和技术化发展推动降本增效	14
4. 布局印尼海外炼厂，平台化发展未来可期	16
4.1. 海外炼厂布局顺应炼厂发展趋势	16
4.2. 炼化平台拓宽公司中远期成长空间	17
5. 盈利预测与投资评级	18
5.1. 盈利预测	18
5.2. 估值水平	19
5.3. 风险提示	20

图目录

图 1: 公司主要发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2023/10/26)	5
图 3: 公司营收与同比增速	6
图 4: 公司归母净利润及同比增速	6
图 5: 公司不同板块营收贡献 (2022)	6
图 6: 公司不同板块毛利贡献 (2022)	6
图 7: 不同板块毛利率 (%)	7
图 8: 可比公司化纤板块毛利率 (%)	7
图 9: 国内涤纶长丝年度新增产能情况 (万吨)	8
图 10: 国内涤纶长丝行业产能集中度 (2023)	8
图 11: 2022-2023 年国内长丝下游开工率对比 (%)	9
图 12: 国内涤纶长丝各品种库存天数	9
图 13: 美国非耐用消费品存货量当月同比增速	10
图 14: 美国纺织产品库销比	10
图 15: 2018-2023 年聚酯产业链利润变化 (元/吨)	11
图 16: 公司产能规模逐步扩大	12
图 17: 公司湖州基地	12
图 18: 公司研发支出及占比情况	13
图 19: 公司部分研发中心	13
图 20: 公司人均创收情况	14
图 21: 公司的自动落丝机设备	14
图 22: 公司的巴马格纺丝设备	15
图 23: 公司的全自动包装流水线	15
图 24: 公司独山能源 PTA 装置	15
图 25: 大型 PTA 装置具备成本优势 (元/吨)	15
图 26: 聚酯产业链一体化平台	16
图 27: 新加坡汽柴油价差情况	17
图 28: 炼化平台的多元化布局	18

表目录

表 1: 近几年出台的化纤行业相关政策.....	8
表 2: 公司部分自研及合作开发核心技术.....	13
表 3: 公司主要板块盈利预测.....	19
表 4: 可比公司估值 (2024/03/18)	20

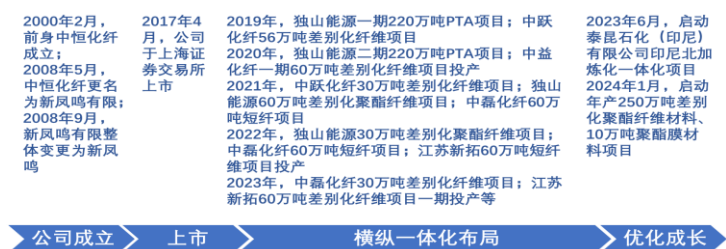
1. 深耕涤纶长丝行业，一体化发展助力成长

1.1. 国内领先的涤纶长丝生产企业

作为国内领先的长丝生产企业，公司深耕涤纶长丝产业链二十多年。公司总部坐落在桐乡洲泉，长期专注于民用涤纶长丝领域。公司前身为成立于2000年2月22日的中恒化纤；2008年5月，中恒化纤更名为新凤鸣有限；2008年9月，新凤鸣有限整体变更为新凤鸣；2017年4月，公司于上海证券交易所上市，连续多年跻身“中国民企500强”、“中国制造业500强”、“浙江省百强企业”之列。

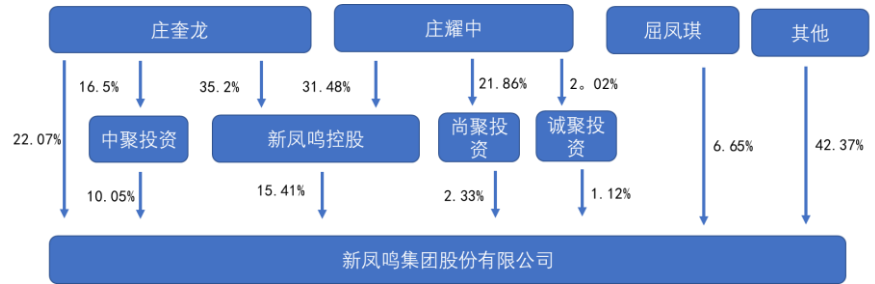
公司上市以来多个项目密集落地，横纵一体化发展渐具规模。其中化纤方面，根据公司公告，2019年，中跃化纤年产56万吨差别化纤维项目投产；2020年，中益化纤一期年产60万吨智能化、低碳差别化纤维项目全面投产；2021年，中跃化纤年产30万吨差别化、功能性纤维新材料项目投产，独山能源年产60万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维项目投产，中磊化纤年产60万吨功能柔性定制化短纤项目投产；2022年，独山能源年产30万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维项目投产，江苏新拓年产60万吨绿色功能性短纤维项目投产；2023年，中磊化纤年产30万吨超仿真差别化纤维项目投产，江苏新拓年产60万吨差别化功能性纤维项目一期投产等。PTA方面，独山能源PTA一期、二期项目已分别于2019年和2020年投产，实现横纵一体化发展。

图1:公司主要发展历程



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司的控股股东为新凤鸣控股集团有限公司，公司实际控制人为庄奎龙、屈凤琪和庄耀中。新凤鸣控股持有公司股票占公司总股本的15.41%。为了进一步确认新凤鸣控股对公司的控制关系，优化公司治理结构，庄奎龙先生将其所持有的全部22.07%公司股份所对应的全部表决权委托给新凤鸣控股行使，暨新凤鸣控股成为公司控股股东。公司实际控制人为庄奎龙、屈凤琪和庄耀中，其中庄奎龙与屈凤琪系夫妻关系，庄耀中系庄奎龙与屈凤琪之子，实际控制人合计控制公司57.63%股份。

图2:公司股权结构 (截至 2023/10/26)


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

1.2. 横纵一体化布局完善产品结构

从主营业务来看，公司主要生产 PTA 和涤纶长丝(POY、FDY、DTY)、短纤等各类规格差别化中高端产品。公司在专注涤纶长丝的基础上，积极横向拓展涤纶短纤等产品，同时公司持续投产 PTA 等装置，形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局。具体来看：

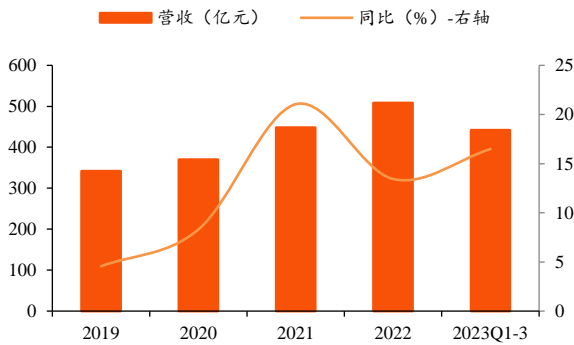
- 1) 涤纶长丝产品，主要为 POY、FDY 和 DTY，主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等领域。根据公司公告，截至 2023H1，公司涤纶长丝产能达到 740 万吨，国内市场市占率超过 12%，是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一。
- 2) 涤纶短纤产品，以棉型、水刺、涡流纺、三维中空、彩纤等类型为主，主要应用于棉纺行业，单独纺纱或与棉、粘胶纤维、麻、毛、维纶等混纺，所得纱线用于服装织布为主，还可用于家装面料，包装用布和保暖材料等。根据公司公告，截至 2023H1，公司涤纶短纤产能为 120 万吨，进一步丰富了公司的产品序列。
- 3) PTA 产品，作为聚酯产品的主要原料，PTA 价格波动较大，公司积极推进 PTA 项目建设，确保供应的稳定性。根据公司公告，截至 2023H1，公司 PTA 产能达到 500 万吨，为公司聚酯生产提供了稳定的原料。

1.3. 行业格局改善推动业绩底部回暖

从营收和归母净利润来看，公司营收整体保持增长态势，但是利润波动较大。其中营收增长主要得益于规划项目的持续投放，过去几年，公司每年都有新项目落地，推动 2019-2022 年营收 CAGR 达到约 14%。2023 年前三个季度，虽然在行业产能集中投放的冲击下，公司主要产品价格均出现不同程度的下滑，其中主要产品 POY/FDY/DTY 价格同比下滑约 4.71%/2.45%/5.17%，但是受益于化纤项目的落地，营收保持增长。归母净

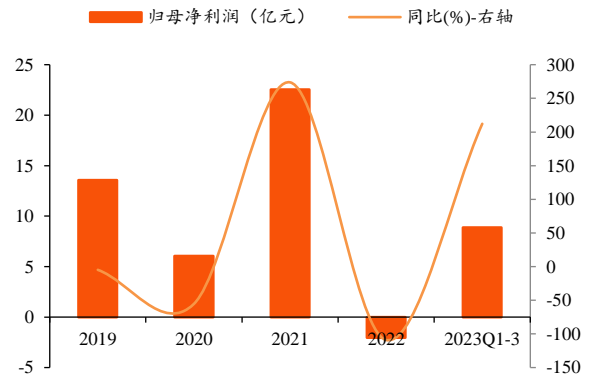
利润方面，公司 2020 年业绩下滑比较明显，同比下滑约 55%，主要是受疫情爆发以及原油价格下跌的双重影响，主要产品销售价格明显下跌。2021 年，公司业绩明显修复，一方面，原料价格重心上移支撑公司产品售价整体上涨，另一方面，下游纺织需求稳定增长，推动产品价差扩大。然而，受油价波动以及经济下行影响，公司的产销与价差承压，2022 年业绩转亏。2023 年前三个季度，随着产品价差修复，公司业绩修复到 8.87 亿元。

图3:公司营收与同比增速



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

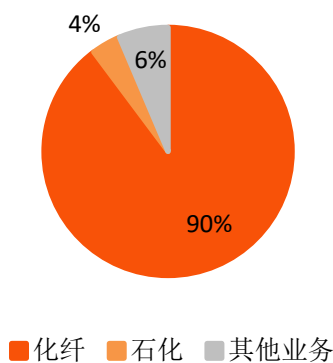
图4:公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

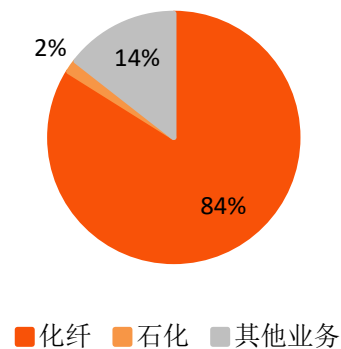
从营收占比来看，化纤产品的营收贡献最大。2022 年，公司化纤产品贡献 90%的营收，石化产品贡献较小。从毛利贡献来看，化纤产品仍然占主导（84%），石化和其他业务贡献较小。未来随着印尼海外炼厂的投产，公司产业链条将进一步拓展，石化等板块的占比有望提升。

图5:公司不同板块营收贡献（2022）



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

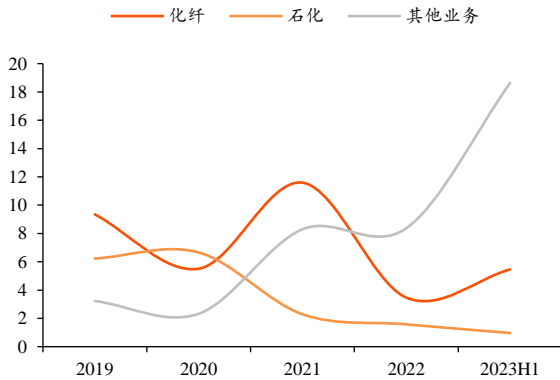
图6:公司不同板块毛利贡献（2022）



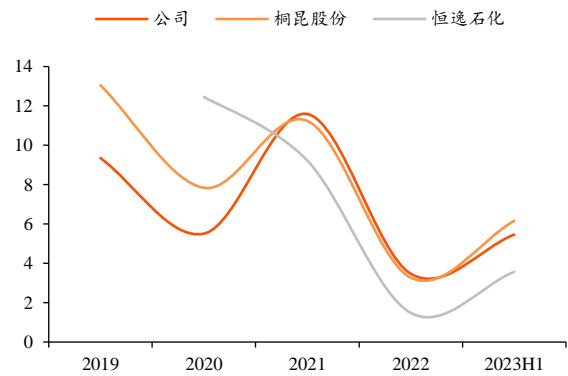
资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

从毛利率来看，公司化纤板块毛利率整体高于石化板块，与可比公司相比也处于较高水平。对于 PTA 产品而言，由于行业近几年扩能压力较大，公司 PTA 产品的毛利率从 2020 年以后呈现单边下滑态势，其中 2023H1 毛利率只有约 0.97%。化纤板块毛利率整体波动较大，其中 2023H1 化纤板块

毛利率已经从底部抬升，达到 5.46%。对比可比公司的化纤板块，公司毛利率在 2021 和 2022 年实现了对桐昆股份和恒逸石化的反超，主要得益于公司陆续投产高档差别化纤维项目，提高了公司差别化丝品种的比例。

图7:不同板块毛利率 (%)


资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图8:可比公司化纤板块毛利率 (%)


资料来源：各公司公告，Wind，甬兴证券研究所

2. 长丝扩能高峰渐远，行业格局反转可期

2.1. 多因素共振推动长丝供给增速放缓

行业相关政策陆续出台，落后装置有望逐步退出。国内化纤企业整体具有小而分散的特点，根据公司公告，截至 2022 年底，化纤企业达到 2000 多家，但是多数化纤企业年生产规模在 1-2 万吨左右。近些年来，化工入园以及能效要求提升等政策陆续出台，能效不达标老旧装置有望逐步退出。其中 2021 年，国家发改委等部门发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，要求推进开展化工园区认定，引导石化化工生产企业向化工园区转移，提高产业集中集聚集约发展水平；2023 年，国家发改委等部门发布《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，规定了化学纤维、纺织品等行业的能效标杆水平和基准水平，要求推动传统产业改造升级。随着政策趋严，市场竞争加剧，规模小的企业有望逐步被市场淘汰。

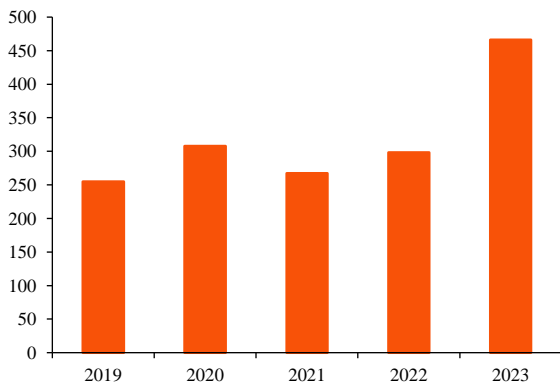
表1:近几年出台的化纤行业相关政策

发布时间	部门	相关文件	主要内容
2020.10.23	国家发改委	《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》	提出进一步放开石油、化工、电力、天然气等领域节能环保竞争性业务
2021.10.21	国家发改委等部门	《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》	推进开展化工园区认定,引导石化化工生产企业向化工园区转移,提高产业集中集聚集约发展水平,形成规模效应,降低单位产品能耗和碳排放
2021.10.24	国务院	《2030年前碳达峰行动方案》	要求优化产品结构,促进石化化工与煤炭开采、冶金、建材、化纤等产业协同发展
2022.1.21	国家发改委等部门	《促进绿色消费实施方案》	要求推广应用绿色纤维制备、高效节能印染、废旧纤维循环利用等装备和技术,提高循环再利用化学纤维等绿色纤维使用比例
2022.4.12	工业和信息化部、国家发改委	《关于化纤工业高质量发展的指导意见》	要求到2025年,规模以上化纤企业工业增加值年均增长5%。废旧资源综合利用水平和规模进一步发展,行业碳排放强度明显降低,形成了一批具备较强竞争力的龙头企业
2023.6.6	国家发改委等部门	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023年版)》	要求结合工业重点领域产品能耗、规模体量、技术现状和改造潜力等,进一步拓展能效约束领域,比如化纤及混纺针织物,针织物、纱线,粘胶短纤维等11个领域

资料来源:各部门网站,新华社,甬兴证券研究所

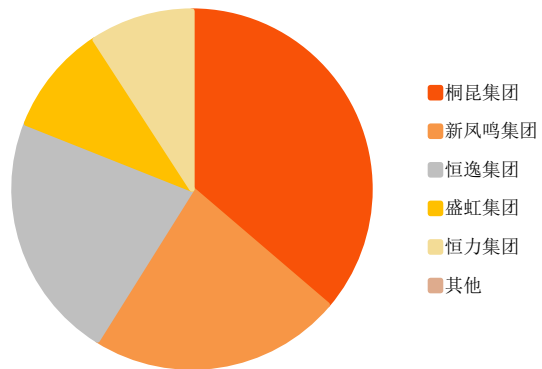
产能投放高峰接近尾声,行业集中度有望提升。随着全球化纤产业的布局调整,化纤产能逐步向以中国、印度为主的亚洲地区转移。根据隆众资讯,2023年国内熔体直纺涤纶长丝累计新增产能466万吨,为历年最高。但是2024年以后,国内产能投放高峰告一段落,其中2024年国内仅有3套涤纶长丝装置存在明确投产计划,分别为桐昆嘉通能源30万吨/年、新凤鸣新拓36万吨/年以及荣盛50万吨/年,整体新增产能规模仅略高于2016年。从产能分布来看,长丝行业产能集中度较高,其中桐昆、新凤鸣、恒逸、盛虹、恒力位居行业前五,产能占比超过70%。未来行业龙头凭借其规模和技术优势或将主导行业扩张,长丝行业集中度有望继续提升。

图9:国内涤纶长丝年度新增产能情况(万吨)



资料来源:隆众资讯,甬兴证券研究所

图10:国内涤纶长丝行业产能集中度(2023)



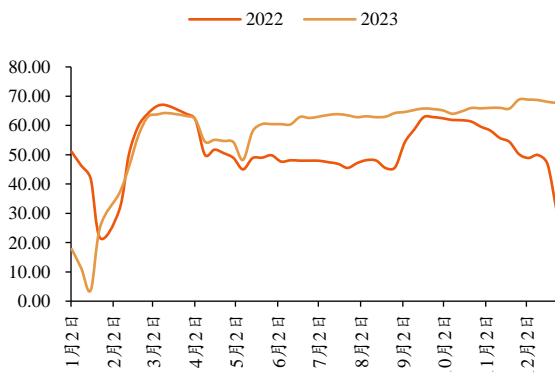
资料来源:隆众资讯,甬兴证券研究所

2.2. 国内刚需叠加海外补库提升需求韧性

涤纶长丝的消费与下游纺织业的旺盛需求密切相关。相较于其他纤维制品，涤纶长丝具有结实耐用、弹性好、耐腐蚀、耐光性好、易洗快干等特点，因此不仅可以纯纺，还可以与各种纤维混纺或交织，广泛用于衣料、床上用品、各种装饰布料、国防军工特殊织物等纺织品。从国内需求来看，服装消费依然在涤纶长丝需求中占据主导。根据隆众资讯，2023年，服装、家纺以及产业用纺织品占比分别为49%、34%以及17%。我们认为，内循环政策的推动、新应用领域的拓展以及出口的提升为终端需求的增长提供了保障。

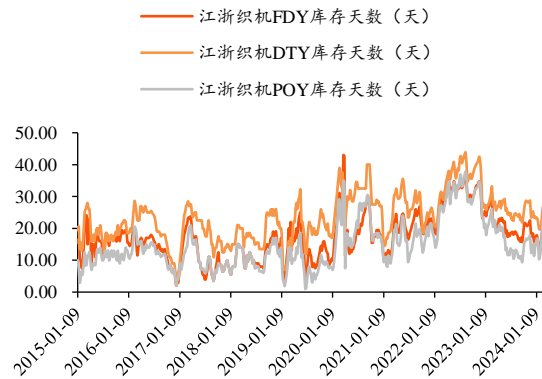
在内循环政策的推动下，国内纺织品服装需求仍有提升空间。为了应对复杂多变的国际环境，充分挖掘国内消费潜力，近两年国家陆续推出多项政策促进消费。其中2023年4月28日工业和信息化部与商务部联合下发《两部门关于开展2023“三品”全国行活动的通知》，要求大力提升消费品产品和服务供给能力，增强消费对经济增长的拉动作用。同时，随着国内出行及旅游业逐步恢复，2023年居民户外用以及家居用品购买需求明显高于去年同期水平。根据国家统计局数据，2023年国内服装鞋帽、针纺织品的零售额为14095亿元，同比增长约8%，推动涤纶下游终端织造开工同比整体提升。随着内循环政策的推动以及经济逐渐复苏，国内纺织品服装需求量仍有提升空间。

图11:2022-2023年国内长丝下游开工率对比(%)



资料来源：隆众资讯，Wind，甬兴证券研究所

图12:国内涤纶长丝各品种库存天数



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

在立足传统应用领域的基础上，聚酯纤维的应用领域也在不断拓展。特别是在交通、新能源、医疗卫生、基础设施、安全防护等产业领域，高性能化、差别化、生态化纤维，未来对于差别化、功能型聚酯纤维的需求有望逐步增长。同时，作为最便宜的纺织原料，涤纶长丝相比纺织服装其他原料，如锦纶、氨纶等具有很高的价格优势。未来随着涤纶长丝产品性能以及差异化率的提升，涤纶长丝也将对锦纶、氨纶、纱线等需求进行持续替代，替代需求有望进一步增加。

国外市场有望迎来补库，出口需求有望延续增长。在产业调整的背景

下，部分国内纺织品、服装企业向东南亚转移，国内纺织制品以及服装出口有所下滑，其中 2023 年纺织制品、服装出口金额分别为 567、1431 亿美元，同比均有所下滑。然而，由于东南亚地区缺乏相关产业配套，聚酯产业发展相对落后，仍然需要大量进口国内涤纶长丝作为生产原料，也推动国内涤纶长丝出口持续增长。根据隆众资讯数据，2023 年涤纶长丝出口约 399 万吨，同比增加约 20.65%，其中 2023 年 12 月涤纶长丝出口约 28 万吨。同时，随着海外有望进入补库阶段，长丝需求有望进一步提升。根据 wind 数据，2023 年美国纺织产品库销比同比有所回落，并且美国非耐用消费品库存当月同比增速在 2022 年中旬达到高点以后进入下行通道，未来海外或将逐步进入补库阶段，进一步带动长丝需求增长。

图13:美国非耐用消费品存货量当月同比增速



资料来源：美国商务部普查局，Wind，甬兴证券研究所

图14:美国纺织产品库销比



资料来源：美国商务部普查局，Wind，甬兴证券研究所

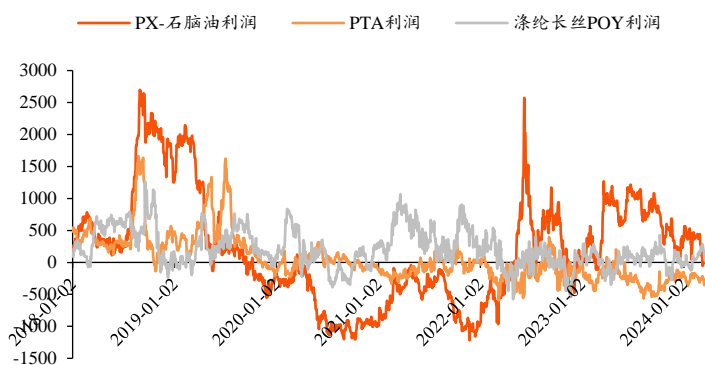
2.3. 产业格局向好推动长丝利润持续改善

涤纶长丝位于产业链下游，其主要原料是 PTA 和 MEG，约占生产成本的 85%左右，其中 PTA 位于产业链中游，最上游是 PX，三者具有较强的相关性。然而，由于产业链各部分供需格局存在差异，过去几年，产业链各部分的利润分布也在不断变化：

1) 2018-2019 年，由于 2019 之前 PX 产能投放较少，大部分依赖进口，而聚酯公司处于产业链拓展的需求，纷纷布局 PTA 项目，对 PX 需求形成利好，而涤纶长丝也受益于原料价格下滑，因此聚酯产业链两端的利润表现整体好于 PTA。

2) 2020-2021 年，PX 进口依存度高位回落，盈利承压明显，上游表现相对产业链中下游较差。

3) 2022-2023 年，上游 PX 利润表现较好，与此同时，PTA 与涤纶长丝受到产能投放的影响，利润表现不及上游。

图15:2018-2023 年聚酯产业链利润变化（元/吨）


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

从未来扩能情况来看，产业链利润有望向下游聚酯端转移。近年来随着民营炼厂陆续投产，上游原材料供给偏宽松。2024 年，涤纶长丝增速明显放缓，而 PTA 仍然有较多的产能投放计划，未来聚酯原材料的供应持续宽松，产业利润有望向下游聚酯端转移，长丝行业龙头有望受益。

3. 规模与技术优势巩固，产品协同助力降本增效

3.1. 产品差异化布局扩大规模优势

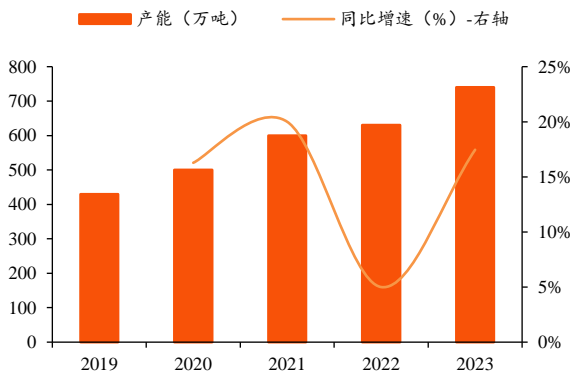
差异化布局顺应产业升级趋势。从长丝产品种类来看，国内涤纶长丝主要集中在常规产品，技术含量高、附加值高的特种纤维、高级面料纤维产量少，产品差别化率不高。从外部环境来看，我国涤纶长丝行业既要面对韩国、土耳其、阿根廷、印度及欧美等国家和地区的贸易壁垒，又要应对印度、巴基斯坦、土耳其等国家在国际市场的竞争。因此，加快产业升级、布局差别化纤维成为国内长丝企业在激烈竞争中突围的关键。

差异化布局响应国家政策要求。根据中国工业和信息化部 2012 年发布的《纺织工业“十二五”发展规划》，要求加快发展差别化纤维、高技术纤维和生物质纤维技术及产业化，化学纤维差别化率由 2010 年的 46% 提高到 60% 以上。根据工业和信息化部、国家发展和改革委员会 2022 年发布的《关于化纤工业高质量发展的指导意见》，明确要求提高常规纤维附加值，实现常规纤维高品质、智能化、绿色化生产，开发超仿真、原液着色等差别化、功能性纤维产品，拓展功能性纤维应用领域，满足消费升级和个性化需求。因此，布局差别化纤维也是积极响应国家相关产业政策的体现。

在产业升级以及政策驱动下，公司加快差异化产品布局，产业规模位居行业前列。根据公司公告，2019 年，中跃化纤年产 56 万吨差别化纤维项目投产；2020 年，中益化纤一期年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目全面投产；2021 年，中跃化纤年产 30 万吨差别化、功能性纤维新材料项目投产，独山能源年产 60 万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维项目投产，中

磊化纤年产 60 万吨功能柔性定制化短纤项目投产；2022 年，独山能源年产 30 万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维项目投产，江苏新拓年产 60 万吨绿色功能性短纤维项目投产；2023 年，中磊化纤年产 30 万吨超仿真差别化纤维项目投产，江苏新拓年产 60 万吨差别化功能性纤维项目一期投产等。根据公司 2023 年中报，公司涤纶短纤产能达到 120 万吨，涤纶长丝产能为 740 万吨，是国内规模最大的涤纶长丝生产企业之一。

图16:公司产能规模逐步扩大



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图17:公司湖州基地

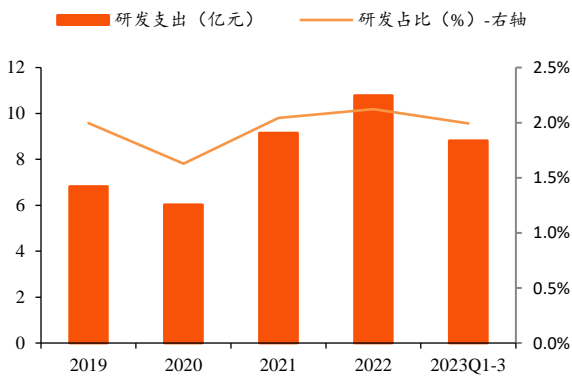


资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

新项目有望落地，长丝规模有望进一步扩大。公司围绕“两洲两湖”（桐乡洲泉、湖州东林、平湖独山、江苏徐州）基地为主线，稳步推进长丝主业发展，其中桐乡洲泉基地、湖州东林基地以及江苏徐州基地全部为聚酯纤维生产基地，平湖独山主要为 PTA 生产基地。根据公司公告，未来将投资约 200 亿建设新材料项目，项目一次规划，分两期实施，其中一期投资约 35 亿元人民币，建设周期为 3 年，计划建设 25 万吨/年聚酯生产装置（阳离子纤维产品）1 套、40 万吨/年聚酯生产装置（差别化纤维产品）1 套，二期投资尚未规划。项目新增各类具有阻燃、吸湿排汗、仿棉、抗静电、抗紫外线、抗菌、原液着色等差别化功能性化学纤维，有望进一步提升产品差异化，扩大公司规模优势。

3.2. 研发与引进结合推动技术领先

公司重视自主研发，研发体系较为完善。成立以来，公司始终把技术创新放主要位置。从研发占比来看，根据公司公告，2022 年公司研发占比公司研发投入占营收比重约 2%，并且 2020-2022 年保持增长态势。同时，公司建立了专业化的技术研发团队，截至 2022 年，公司共有研发人员 2629 人，占员工总数的 17.76%。依托于研发体系，公司被中国化学纤维工业协会认定为中国低碳环保功能性长丝制造基地，拥有的“企业研究院”被认定为省级高新技术研究开发中心，同时与东华大学、浙江理工大学等单位以及中国工程院院士等相关技术专家建立了长期技术合作伙伴关系。

图18:公司研发支出及占比情况


资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图19:公司部分研发中心


资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

随着研发的持续投入，多项核心技术获得突破。依托长期的研发投入，公司拥有国外引进和自行开发的核心技术，居于国内同行业领先水平。截至2023年中报，公司已成功开发了环保抗皱纤维、高特丝纤维、EACOOOL吸湿排汗纤维、超柔纤维、桃皮绒细旦纤维等差异化产品。除了加大重点产品开发外，公司也加快生产技术、工程设备技术的突破。其中“超大容量高效柔性差别化聚酯长丝成套工程技术开发”被国务院评为国家科学技术进步二等奖，“大容量短流程熔体直纺涤纶长丝柔性生产关键技术及装备”项目获中国纺织工业联合会科学技术进步奖一等奖。

表2:公司部分自研及合作开发核心技术

序号	主体技术	来源	创新类型	技术水平
1	酯化蒸汽能量利用技术	自主开发	原始创新	国内领先
2	酯化加压反应技术	自主开发	原始创新	国际领先
3	在线清洗技术	自主开发	原始创新	国际领先
4	纺丝环吹技术	合作开发	集成创新	国际领先
5	Wings POY 卷绕技术	国外引进	集成创新	国际领先
6	POY 多头 纺技术	合作开发	集成创新	国际领先
7	FDY 多头 纺技术	合作开发	集成创新	国际先进
8	二合一组件技术	合作开发	集成创新	国际领先
9	自动化生产技术	合作开发	集成创新	国际先进
10	箱体脱过热加热技术	自主开发	原始创新	国际领先
11	管理信息化技术	合作开发	原始创新	国内先进
12	熔体直纺柔性加工技术	合作开发	集成创新	国际领先
13	聚合微量改性大有光聚酯纤维的制备方法	自主开发	原始创新	国内领先

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

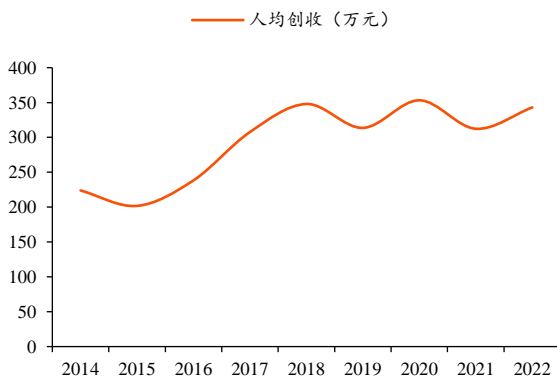
除了自主研发以外，公司也通过技术引进扩大领先优势。其中PTA项目中，公司一二期选用行业领先的英国BP公司最新一代PTA工艺技术和专利设备，相比传统PTA技术，可减少95%固废，65%温室气体及75%的

废水排放，能耗物耗水平明显降低，设备后发优势明显。根据中国石油和化学工业联合会公布的2020年底石油和化工行业重点耗能产品能效“领跑者”标杆企业PTA能耗指标的排名，公司独山能源PTA能耗与电耗指标位列第一。公司PTA三期项目选用KTS公司PTA P8++技术，或将进一步扩大公司的领先优势。

3.3. 协同效应和技术化发展推动降本增效

公司积极推进“智能转型”，生产效率明显提升。公司积极推动传统工厂实现5G信息化改造升级，已实现5G网络全覆盖，在移动办公、数据采集等多个领域开展应用，成为化纤行业“智能转型”的代表。根据浙江省经信厅发布的《2021年浙江省“未来工厂”名单的通知》，公司“聚酯长丝未来工厂”被认定为20家浙江省“未来工厂”之一，生产效率提升明显。2014年至2022年，公司涤纶长丝产能从171万吨增至630万吨，而员工数量仅从6589人增加至14806人，人均创收增长约53%，生产效率提升明显。

图20:公司人均创收情况



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图21:公司的自动落丝机设备



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司设备自主化程度高，后发优势助力降本增效。截至2023年8月，公司拥有26套熔体直纺生产线，其中24套为2010年后投产，较新的设备有利于降低设备检修频率，实现稳定生产。同时，公司聚酯设备采用国际先进的杜邦工艺—美国康泰斯技术及装备，纺丝设备主要采用德国巴马格技术及装备，丝饼搬运和产品包装主要采用智能化控制的自动络筒和自动包装设备，工艺上采用酯化蒸汽能量利用、酯化加压反应、Wings卷绕和废水、废气再利用技术等一系列改善产品品质、降低能耗的技术，在生产效率、物耗能耗等方面具有优势。

图22:公司的巴马格纺丝设备



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

图23:公司的全自动包装流水线



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

PTA 与长丝项目协同布局, 一体化产业链优势凸显。对于外购 PTA 的涤纶长丝企业而言, 原油价格波动、检修等导致的原材料供需变化都可能致 PTA 价格大幅波动, 进而影响涤纶长丝产品的盈利。为了提升原料供应的稳定性, 完善公司产业结构, 公司持续向产业链上游延伸。公司在 PTA 基地配套相应的涤纶长丝生产, 进一步降低公司涤纶长丝的生产成本。原料可以就地输送, 降低了物流成本, 同时可以利用 PTA 装置余热发电, 提升了资源配置效率和效益, 进一步降低了生产成本。

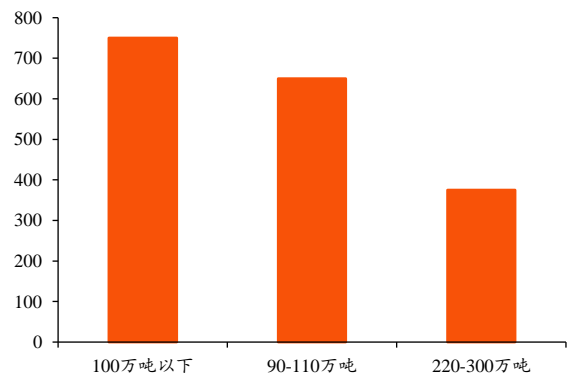
另外, 公司 PTA 新装置具备规模和技术优势, 有效降低单位产能投资成本和运行成本, 助力降本增效。其中已投产的 PTA 一期和二期项目采用 BP 最新一代 PTA 工艺技术, 而规划的 540 万吨的 PTA 项目, 将引进的是 KTS 公司 P8++ 技术, 进一步增强公司成本竞争力。一方面, 装置大型化使得单吨投资额、公用工程的分摊成本下降, 另一方面, 大型装置的原料单耗相对较低。根据 2021 年李西春等发表的《浅析国内精对苯二甲酸技术和生产现状》, 2020 年投产的 200-250 万吨的大型生产装置加工成本约 350-550 元/吨, 而 2000 年投产的规模 30-60 万吨的装置加工成本高达 700-800 元/吨, 加工成本相比大型装置明显偏高。在行业产能扩张以及行业利润欠佳的背景下, 公司 PTA 装置的成本优势更为突出, 竞争力相对更强。

图24:公司独山能源 PTA 装置



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

图25:大型 PTA 装置具备成本优势 (元/吨)



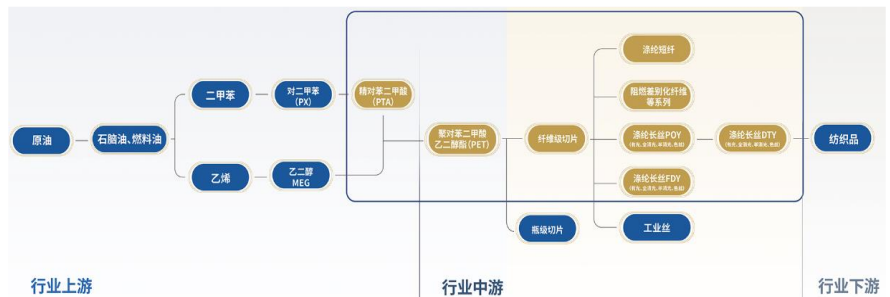
资料来源: 2021 年李西春等发表的《浅析国内精对苯二甲酸技术和生产现状》, 甬兴证券研究所

4. 布局印尼海外炼厂，平台化发展未来可期

4.1. 海外炼厂布局顺应炼厂发展趋势

打造炼化一体化平台是聚酯行业发展趋势。从国内民营炼厂的发展来看，由于多数企业本身具备下游聚酯产品，为了满足自身PX原料供给，逐步向产业链上游拓展，其中荣盛石化投产浙石化4000万吨/年炼化一体化项目、恒力石化投产2000万吨/年炼化一体化项目、恒逸石化投产文莱炼化一期项目800万吨/年炼化产能、东方盛虹投产1600万吨/年炼化一体化项目。可比公司桐昆股份也通过参股浙石化切入炼化板块。究其原因，一方面，聚酯企业通过布局一体化装置可以提高原料的自给能力，另一方面，拥有炼化平台可以丰富公司的产品结构和提升产品附加值，提高公司的盈利能力。

图26:聚酯产业链一体化平台

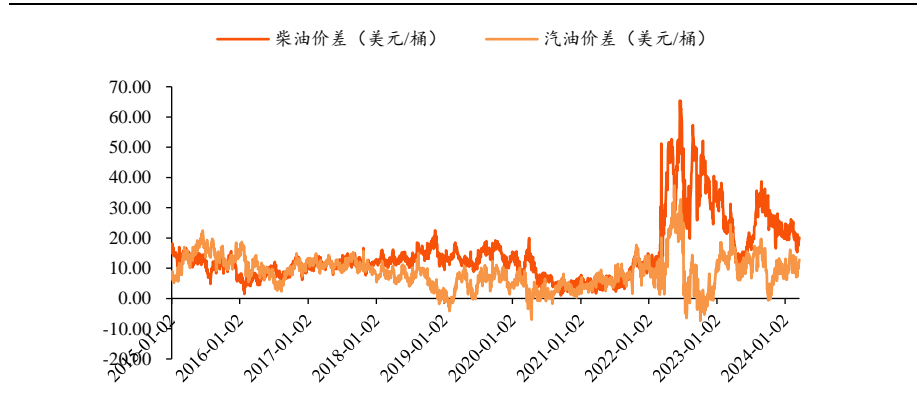


资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

国内严控炼油指标限制了民营炼厂的上游拓展能力。根据国家发展改革委等部门2023年发布的《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》，新建炼油及扩建一次炼油项目应纳入经国家批准的相关规划，实行产能减量置换和污染物总量控制，能效达到标杆水平，环保满足重污染天气重点行业绩效分级A级指标要求。到2025年，国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内。在国内剩余指标有限的背景下，民营炼厂发展空间受限。

在此背景下，公司加快出海步伐，通过布局印尼炼化项目打造国内炼化企业在东南亚的桥头堡。根据公司2023年6月发布的《关于启动泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目的公告》，项目建设内容包括1600万吨/年炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施。主要产品包括成品油430万吨/年、对二甲苯（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FDPE50万吨/年、EVA（光伏级）37万吨/年、聚丙烯24万吨/年等。其中成品油和基础化工品由印尼市场消化，其余的化工原料和产品运回国内生产高附加值产品。

相对于国内而言，东南亚地区的成品油供需格局向好，公司成品油销售有望受益。一方面，受炼厂装置老旧、能源转型、公共卫生事件等因素影响，东南亚地区退出产能较多，根据恒逸石化数据，2020-2023 年东南亚和澳洲地区炼能退出超过 3000 万吨。与此同时，东南亚地区炼厂未来产能新增有限，2023 年以来东南亚炼厂没有新增产能投放计划，2028 年之前东南亚地区炼能将总体保持不变。在俄乌冲突背景下，东南亚成品油供应持续偏紧，推动新加坡成品油价差，尤其是柴油价差自 2022 年以来维持相对高位，有利于公司成品油的销售。

图27:新加坡汽柴油价差情况


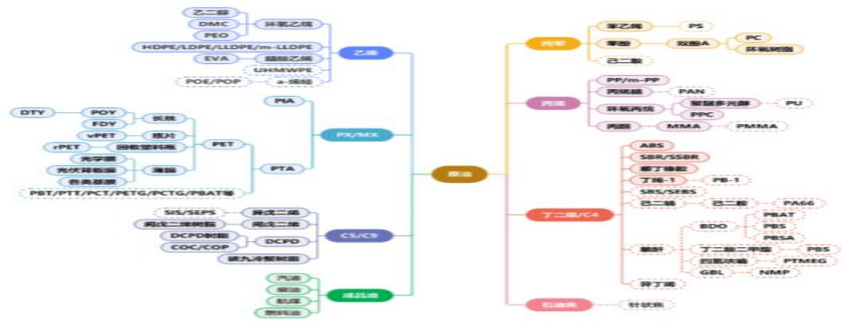
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

4.2. 炼化平台拓宽公司中远期成长空间

化工新材料产业是新能源、高端装备、绿色环保等战略领域重要基础材料。与传统材料相比，化工新材料具有性能更优、附加值更高、技术难度更大等特点，是国家重点扶持的高新技术产业之一。根据中国石油和化学工业联合会发布的《石油和化学工业“十四五”发展指南》，石化行业要加快特种工程塑料、高端功能膜材料、热塑性弹性体等技术的开发，突破高端聚烯烃、生物基纤维、生物基聚酯等全产业链制备技术，增加化工新材料产品的丰富度等。在国内产业绿色转型以及居民消费升级的背景下，化工新材料的需求有望持续增长。

通过印尼海外炼厂平台，公司多元化发展未来可期。通过搭建石化平台可以为公司现有的聚酯业务，以及未来的化工业务发展提供充足的原料，达到一体化发展的效果。同时，搭建石化平台能将企业所有板块进行统一布局，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。另外，依托印尼海外炼厂平台，有望布局高附加值产品，实现公司的二次成长。

图28:炼化平台的多元化布局



资料来源：荣盛石化公告，甬兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

涤纶长丝：根据公司公告，2023 年公司涤纶长丝产能达到 740 万吨。至 2024 年末，公司还将投产 40 万吨长丝产能，未来还将建设 250 万吨新材料项目，一期建设周期为 3 年，建设 25 万吨/年聚酯生产装置（阳离子纤维产品）1 套、40 万吨/年聚酯生产装置（差别化纤维产品）1 套，二期投资尚未规划。假设 25 万吨/年聚酯生产装置 2025 年初建成投产，则 2023-2025 年公司的涤纶长丝产能分别为 740、780、805 万吨。

PTA：公司在独山港建设了 PTA 生产基地，目前产能 500 万吨，假设 2023-2025 年公司 PTA 产能保持不变。

费用变动：公司积极推动传统工厂实现 5G 信息化改造升级，加大降本增效力度，同时，公司持续加大研发投入。假设 2023-2025 年公司三费占比小幅下滑，而研发占比逐步提升。

表3:公司主要板块盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
POY	收入(百万元)	26683	27264	29283	34310	37192
	增长率	60%	2%	7%	17%	8%
	毛利率	11%	3%	6%	7%	8%
FDY	收入(百万元)	6257	9086	10729	11047	11400
	增长率	38%	45%	18%	3%	3%
	毛利率	14%	7%	11%	13%	14%
DTY	收入(百万元)	3816	5343	5893	6207	6534
	增长率	63%	40%	10%	5%	5%
	毛利率	14%	3%	5%	7%	8%
短纤	收入(百万元)	40	3164	6574	7016	7538
	增长率		7827%	108%	7%	7%
	毛利率	-2%	2%	6%	6%	6%
PTA	收入(百万元)	3942	1939	1873	1843	1843
	增长率	-21%	-51%	-3%	-2%	0%
	毛利率	2%	2%	3%	1%	1%
其他业务	收入(百万元)	4,032	3,989	3,989	3,989	3,989
	增长率	-53%	-1%	0	0%	0%
	毛利率	7%	7%	7%	7%	7%
合计	收入(百万元)	44770	50787	58342.213	64411.81	68495.89
	增长率	21%	13%	15%	10%	6%
	毛利率	11%	4%	7%	8%	9%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5.2. 估值水平

业务方面,作为国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一,公司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、彩纤等类型的涤纶短纤;桐昆股份是国内最大的涤纶长丝生产企业,主要从事各类民用涤纶长丝、坯布、PTA的生产,并向上游延伸参股投资浙石化20%股权,产业链布局完善;恒逸石化依托文莱炼化项目,打通从炼油到化纤全产业链,主要产品包括成品油、石化产品、聚酯产品等。

综合考虑公司所处行业以及主营业务情况,我们选取了桐昆股份、恒逸石化这两家上市公司作为可比公司。其中相对桐昆股份而言,公司业绩与长丝板块相关度更高,主要是桐昆股份除了长丝板块以外,还拥有浙石化20%股权,在化工品需求偏弱的背景下,业绩被浙石化拖累。另外,相对于恒逸石化来看,公司长丝业务规模更大,毛利率更高。

表4:可比公司估值 (2024/03/18)

可比公司	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			PB
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	24E
桐昆股份	601233.SH	14.03	0.05	0.59	1.54	268	24	9	1.2
恒逸石化	000703.SZ	6.75	-0.29	0.1	0.28	-24	69	24	1.1
行业均值			-0.12	0.35	0.91	122	47	17	1.1
新凤鸣	603225.SH	14.71	-0.14	0.69	1.25		21	12	1.2

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

我们认为公司作为国内长丝行业龙头之一,有望在长丝行业景气复苏中充分受益。同时,公司通过横纵双向拓展,PTA与短纤产品与长丝主业形成协同效应,助力降本增效。未来,公司将加快落地印尼海外炼厂,多元化发展未来可期。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为10.63、19.07、24.61亿元,其中2024-2025年对应的PE分别为12倍、9倍,首次覆盖给予“买入”评级。

5.3. 风险提示

原料价格波动的风险。涤纶长丝和涤纶短纤生产所需主要原料为PTA和MEG,如果PTA和MEG价格发生大幅波动,公司的库存和采购管理、产品的市场价格调整不能有效降低或消化原材料价格波动影响,将对公司的生产经营产生不利影响。

宏观环境变化的风险。宏观经济环境变化对民用涤纶长丝行业有一定的影响。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,我国的经济增速持续放缓,则公司的经营业绩也可能会随着行业调整而出现下降的风险。

汇率波动的风险。公司存在一定比例的出口销售,主要以美元结算,出口销售存在一定收款期,若人民币汇率发生剧烈波动,可能对公司经营产生一定影响。公司存在一定比例的设备及其他原材料的进口采购,若人民币汇率持续大幅波动,可能对公司经营产生一定影响。

环保和安全风险。随着环保意识的增强及政府环保要求趋严,公司积极采取环保措施,加大环保投入;严格按照相关法律法规进行日常管理,但仍无法完全排除因人为操作失误或意外原因导致的环保事故或安全生产事故,从而影响公司的正常经营活动。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	10,954	11,905	13,961	16,822	20,962	
货币资金	5,647	6,289	7,849	10,311	14,212	
应收及预付	943	1,077	1,217	1,335	1,415	
存货	3,222	3,719	3,987	4,192	4,284	
其他流动资产	1,143	820	908	984	1,050	
非流动资产	26,555	29,399	32,118	34,186	35,724	
长期股权投资	273	327	404	505	582	
固定资产	20,101	22,615	24,913	26,715	28,032	
在建工程	2,488	3,063	2,910	2,788	2,690	
无形资产	1,637	1,745	2,025	2,291	2,508	
其他长期资产	2,056	1,649	1,866	1,887	1,911	
资产总计	37,508	41,304	46,078	51,009	56,686	
流动负债	11,754	15,196	17,619	19,539	21,645	
短期借款	6,190	8,491	9,993	11,386	13,118	
应付及预收	3,461	3,854	4,298	4,677	4,938	
其他流动负债	2,102	2,850	3,327	3,476	3,589	
非流动负债	9,330	10,408	11,626	12,731	13,836	
长期借款	6,527	7,356	8,356	9,356	10,356	
应付债券	2,288	2,393	2,498	2,603	2,708	
其他非流动负债	515	660	772	772	772	
负债合计	21,084	25,604	29,244	32,269	35,480	
股本	1,530	1,529	1,529	1,529	1,529	
资本公积	5,710	5,709	5,710	5,710	5,710	
留存收益	8,980	8,435	9,557	11,469	13,934	
归属母公司股东权益	16,425	15,700	16,834	18,739	21,205	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
负债和股东权益	37,508	41,304	46,078	51,009	56,686	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	44,770	50,787	58,342	64,412	68,496	
营业成本	40,067	48,904	54,524	59,323	62,640	
营业税金及附加	100	90	103	114	121	
销售费用	73	84	91	94	93	
管理费用	527	652	731	788	818	
研发费用	915	1,078	1,244	1,380	1,474	
财务费用	520	549	535	582	607	
资产减值损失	-18	-165	-160	-160	-160	
公允价值变动收益	-1	-21	0	0	0	
投资净收益	4	22	60	34	46	
营业利润	2,651	-529	1,201	2,206	2,866	
营业外收支	22	64	64	64	64	
利润总额	2,673	-466	1,265	2,270	2,930	
所得税	419	-260	202	363	469	
净利润	2,254	-205	1,063	1,907	2,461	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	2,254	-205	1,063	1,907	2,461	
EBITDA	5,452	2,559	5,222	6,743	7,890	
EPS (元)	1.57	-0.14	0.69	1.25	1.61	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3,143	3,185	5,214	6,645	7,756	
净利润	2,254	-205	1,063	1,907	2,461	
折旧摊销	2,279	2,541	3,422	3,891	4,354	
营运资金变动	-2,062	224	-46	-41	-32	
其它	672	625	775	888	974	
投资活动现金流	-6,154	-5,414	-6,003	-5,877	-5,796	
资本支出	-6,271	-5,370	-5,786	-5,776	-5,728	
投资变动	-94	-22	-93	-119	-97	
其他	211	-23	-123	18	30	
筹资活动现金流	4,813	3,006	2,295	1,694	1,941	
银行借款	19,372	23,346	23,346	23,346	23,346	
股权融资	0	0	1	-6	0	
其他	-14,559	-20,340	-21,052	-21,646	-21,405	
现金净增加额	1,813	816	1,560	2,462	3,901	
期初现金余额	3,163	4,976	5,792	7,352	9,814	
期末现金余额	4,976	5,792	7,352	9,814	13,715	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长	21.1%	13.4%	14.9%	10.4%	6.3%
营业利润增长	362.2%	-120.0%	327.0%	83.6%	29.9%
归母净利润增长	273.8%	-109.1%	618.2%	79.4%	29.1%
获利能力					
毛利率	10.5%	3.7%	6.5%	7.9%	8.5%
净利率	5.0%	-0.4%	1.8%	3.0%	3.6%
ROE	13.7%	-1.3%	6.3%	10.2%	11.6%
ROIC	8.3%	0.0%	3.8%	5.4%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	56.2%	62.0%	63.5%	63.3%	62.6%
净负债比率	61.1%	87.3%	89.4%	80.5%	66.2%
流动比率	0.93	0.78	0.79	0.86	0.97
速动比率	0.58	0.47	0.50	0.58	0.71
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.29	1.34	1.33	1.27
应收账款周转率	91.83	91.41	94.31	92.60	90.95
存货周转率	16.37	14.09	14.15	14.51	14.78
每股指标 (元)					
每股收益	1.57	-0.14	0.69	1.25	1.61
每股经营现金流	2.05	2.08	3.41	4.34	5.07
每股净资产	10.74	10.27	11.01	12.25	13.86
估值比率					
P/E	9.46	—	21.14	11.78	9.13
P/B	1.38	1.06	1.33	1.20	1.06
EV/EBITDA	6.01	11.86	7.19	5.57	4.63

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司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。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。