2025 年 09 月 27 日

桐昆股份（601233.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

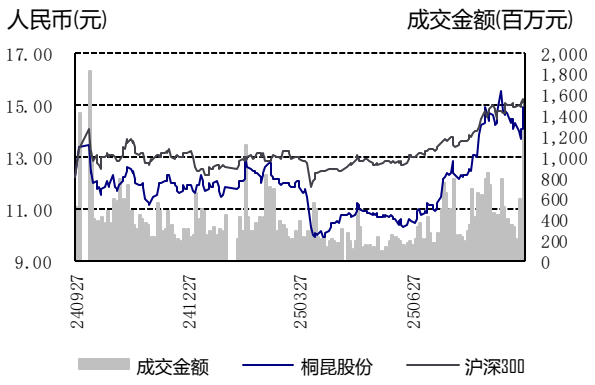
证券研究报告

承压周期下的优质涤纶长丝龙头

基础化工组
分析师：陈屹（执业 S1130521050001）
chenyi3@gjzq.com.cn
联系人：孙泽辉
sunzehui@gjzq.com.cn

市价（人民币）：14.95 元

目标价（人民币）：17.02 元



投资逻辑：

1、涤纶长丝产业链利润变动主要看供给侧投放节奏，综合来看行业短暂承压后将迎来拐点。从历史数据来看，涤纶长丝行业原材料成本占比基本均在 70%以上，在极端原油价格行情下，主要公司归母利润会有较大波动，但从长期来看，产业链利润受中下游供需格局影响更大，尤其是供给侧产能投放节奏。根据百川盈孚，当前整个涤纶长丝 25/26/27 年产能增速为 2.88%/4.92%/5.23%，并且上游 PX、PTA、MEG 均有较多计划产能，行业短期仍旧承压，但考虑到当前主要公司资本开支已经明显放缓，我们认为涤纶长丝行业短暂承压后将迎来拐点。现阶段具备规模成本优势，能够受益于产能出清行情的桐昆股份是当下最优选择。

2、涤纶长丝竞争激烈，需要重点关注具备多产业链和成本优势的企业。多产业链能够让企业具备更大的利润空间和增长弹性。在 2020 年之前 PX-PTA-POY 全链价差平均可以达到 3080 元/吨，是单 POY 价差的 2.5 倍。通过覆盖上游产业链，能有效降低原材料价格波动对生产经营的影响。当前桐昆已经实现了对上游重要原材料的覆盖。此外，涤纶长丝成本优势主要来自规模效应。桐昆当前涤纶长丝产能 1350 万吨，是全球产能龙头，毛利率在行业中处于中高位置。

3、老旧产能和小规模装置因性价比存在出清风险，桐昆将因此受益。根据卓创资讯，装置投产时长超过 20 年的老旧产能有 634 万吨，占比 12.95%，如果老旧产能全部出清，供给侧压力将得到有效缓解；从另一个角度来看，由于规模效应确实能带来较为明显的利润优势，小产能装置也有替换和出清的可能，当前设计产能 20 万吨以内的装置产能总计 1401.2 万吨，占比达 30%。相比之下，桐昆 20 年老旧装置产能占比为 7.34%，小产能占比为 9.17%，均远低于行业平均水平，在出清行情中会有更大的收入弹性。

盈利预测、估值和评级

我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 1004.84 亿元/1099.13 亿元/1202.02 亿元，同比-0.8%/+9.4%/+9.4%，归母净利润 17.79 亿元/20.55/23.69 亿元，对应 EPS 为 0.74/0.85/0.99 元。公司作为化纤龙头，应享有一定估值溢价，给予公司 2025 年 23 倍估值，目标价 17.02 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险、新产能释放低于预期、宏观经济环境变化引发的风险、依赖单一市场的风险、环保和安全风险。

公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	82,640	101,307	100,484	109,913	120,202
营业收入增长率	33.30%	22.59%	-0.81%	9.38%	9.36%
归母净利润(百万元)	797	1,202	1,779	2,055	2,369
归母净利润增长率	512.12%	50.80%	48.02%	15.53%	15.26%
摊薄每股收益(元)	0.331	0.498	0.740	0.855	0.985
每股经营性现金流净额	1.29	3.64	2.17	3.23	3.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.25%	3.29%	4.68%	5.19%	5.77%
P/E	45.77	23.67	19.09	16.52	14.33
P/B	1.03	0.78	0.89	0.86	0.83

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、当前涤纶长丝行业处于承压阶段，核心在于供给侧产能投放节奏 4
1.1 原材料成本是行业利润的决定性因素 4
1.2 涤纶长丝上游原材料主要有 PX、PTA、MEG，下游应用于织造纺服行业 4
1.3 产业链利润重心阶段性后移，企业长丝端的盈利能力在当前阶段更为重要 5
二、在涤纶长丝承压周期行情中，桐昆是优质企业标的 10
2.1 涤纶长丝行业竞争激烈，单一产业链的竞争无法让企业获得长期竞争优势 10
2.2 规模效应带来利润率优势，在出清格局中受益更大 12
2.3 供给侧趋于稳定下的龙头收益，强大现金流给予足够的成长空间 13
三、涤纶长丝行业未来重点关注减产空间和出海机会 14
3.1 老产能和小产能存在出清风险，供给侧改善空间大 14
3.2 终端消费复苏，纺织服装需求整体稳中向好 15
3.3 国外投资机会大，但风险难以把控 16
四、盈利预测与投资建议 17
4.1 盈利预测 17
4.2 投资建议及估值 17
五、风险提示 18

图表目录

图表 1： 涤纶长丝行业原材料成本占比很高 4
图表 2： 原油价格和涤纶长丝行业公司归母净利润高度相关（亿元） 4
图表 3： 涤纶长丝上游主要是石脑油-PX-PTA 5
图表 4： 盛虹一体化装置 PX 原料消耗计算表 5
图表 5： 涤纶长丝上游主要是石脑油-PX-PTA 6
图表 6： PX2025 年产能 4422 万吨 6
图表 7： 对外依存度在 2019 年后快速下降 6
图表 8： 涤纶长丝上游主要是石脑油-PX-PTA 7
图表 9： PTA 2025 年产能 9523 万吨 7
图表 10： 国内产能远高于需求 7
图表 11： PTA 价格持续面临下行压力 8
图表 12： 2022 年后 PTA 价差频繁出现转负情况 8
图表 13： MEG 2025 年现有产能 2920 万吨 8
图表 14： 2021 年后 MEG 产能超过需求量 8
图表 15： 煤制 MEG 价差近期有所回暖 9

图表 16： 涤纶长丝 2025 年现有产能 4468 万吨 9
图表 17： 长丝供给端压力较大 9
图表 18： POY 价格处在 6500-8000 元水平 10
图表 19： 长丝价差处在相对健康区间 10
图表 20： 原油价格和产业链价差存在背离走势，核心仍是供给侧投放节奏 10
图表 21： 多产业链能够保证具备更大的利润空间和弹性 11
图表 22： 桐昆完全覆盖上游 PX-PTA/MEG 产业链 11
图表 23： 单位涤纶成本线 11
图表 24： 主要炼化公司涤纶长丝产量与毛利率 12
图表 25： 规模效益带来利润空间中枢的提升 13
图表 26： 行业资本开支幅度下降（亿元） 13
图表 27： 民营大炼化经营活动现金流改善（亿元） 13
图表 28： 桐昆资产负债率长期低于同行（%） 14
图表 29： 桐昆 ROE 处于行业中上水平（%） 14
图表 30： 20 年产能占比 12.95% 14
图表 31： 20 万吨以内设计产能装置占比 30% 14
图表 32： 桐昆市占率排名第一，占 26% 15
图表 33： 桐昆产能分布情况（万吨） 15
图表 34： 2025 年 3-8 月纺服零售值平均增速 2.77% 15
图表 35： 2025 年前 8 个月纺服零售值累计增速 2.93% 15
图表 36： 24 年纺织服装行业工业增加值同比增长 0.8% 16
图表 37： 25 年纺服行业固定资产投资完成额同比高增 16
图表 38： 25 年纺服行业上半年营收同比增长 16
图表 39： 25 年纺服行业利润有所下降 16
图表 40： 泰昆石化股权结构 16
图表 41： 泰昆项目主要产能及目标市场 16
图表 42： 公司主营业务分拆及利润预测 17
图表 43： 可比公司估值比较（截至 2025-9-26） 18

一、当前涤纶长丝行业处于承压阶段，核心在于供给侧产能投放节奏

1.1 原材料成本是行业利润的决定性因素

从历史数据来看，涤纶长丝行业原材料成本占比基本均在 75%以上，是行业利润的决定性因素，在极端原油价格行情下，主要公司归母利润会有较大波动，2022 年上半年原油价格从 2021 年末 80 美元/桶，涨至 113 美元/桶，主要涤纶长丝公司下半年利润转负，环比大幅下滑，个别公司跌幅达两倍以上。因此，涤纶长丝行业利润重点在于上游原料的价格预期走势。

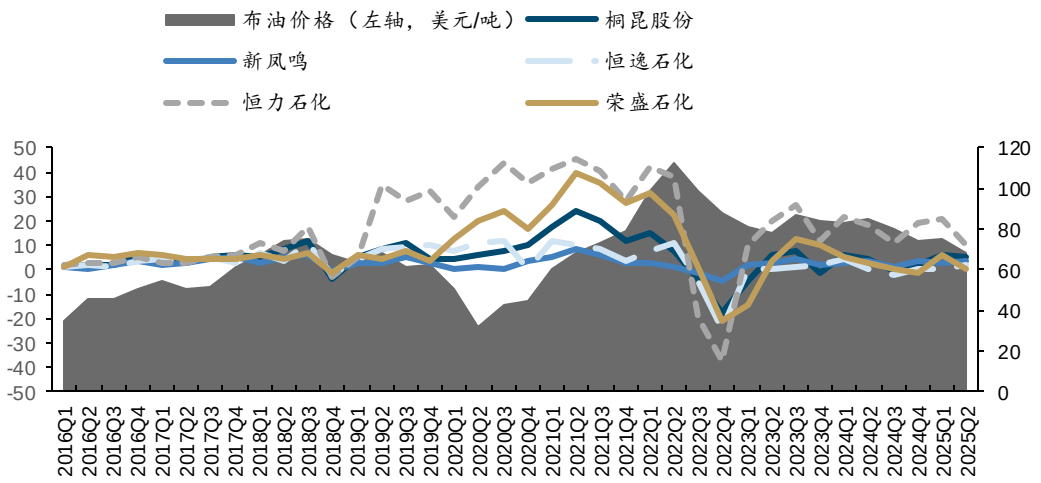
图表1：涤纶长丝行业原材料成本占比很高

涤纶长丝原材料成本占比

		2024	2023	2022	2021	2020
桐昆股份						
	FDY	83.47%	79.30%	78.85%	75.89%	73.48%
	DTY	82.73%	80.01%	79.82%	79.65%	77.20%
	POY	88.55%	84.48%	83.96%	82.75%	80.51%
新凤鸣						
	FDY	84.56%	84.33%	83.41%	81.45%	78.85%
	DTY	69.87%	71.61%	71.61%	67.53%	65.08%
	POY	88.12%	88.01%	87.02%	86.15%	84.33%
恒逸石化						
	聚酯产品	83%	82.97%	82.46%	81.29%	80.09%
恒力石化						
	聚酯产品	89%	87.1%	83.2%	84.4%	80.3%
荣盛石化						
	聚酯化纤	91.79%	90.04%	90.03%	87.98%	88.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

图表2：原油价格和涤纶长丝行业公司归母净利润高度相关（亿元）

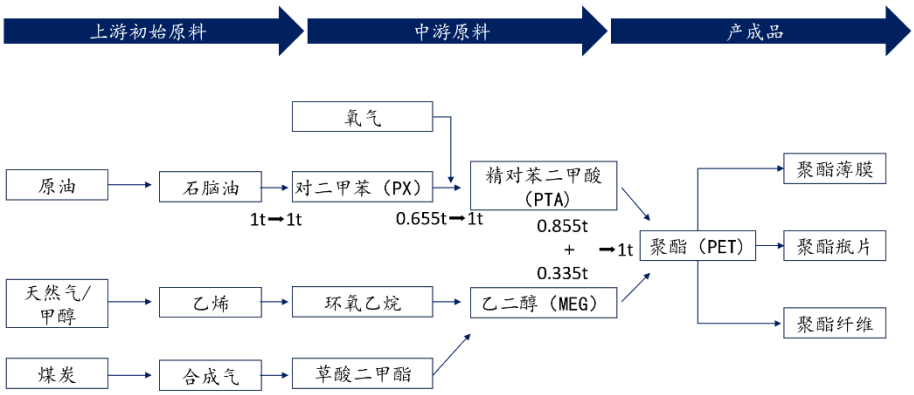


来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 涤纶长丝上游原材料主要有 PX、PTA、MEG，下游应用于织造纺服行业

涤纶长丝产业链上游以原油裂解出的石脑油制 PX，经氧化精制成 PTA；同时乙烯路线或煤制路线产出 MEG；中游将约 0.855 吨 PTA+0.335 吨 MEG 聚合得 1 吨 PET 熔体，采用连续聚合直纺生产 POY/FDY/DTY 等涤纶长丝，下游进入织造、染整与服装家纺等。需要注意的是，此处的原料消耗系数主要参考百川盈孚采用市场默认平均值，实际物料消耗情况会根据企业工艺路线优化和一体化规模效应有所变动。

图表3：涤纶长丝上游主要是石脑油-PX-PTA



来源：百川盈孚、国金证券研究所

以盛虹炼化于 2018 年披露的炼化一体化环评报告书中 PX 装置的进料出料表为例。按全链口径计算，将进入连续重整的重石脑油视为芳烃链的唯一源头投入，分母取重整入口石脑油总量 605.09 万吨/年，此处不考虑 PX 装置内部的中间物流如重整汽油和 C6C7 芳烃。随后，按对外可计价的终端芳烃产品质量当量对石脑油投入进行分摊，具体以 PX、苯和重芳烃的产量 280.00、52.95 和 7.81 万吨/年计算 PX 占比份额为 82.17%，并据此计算石脑油归属到 PX 的量为 605.09×0.822≈497.4 万吨/年，进而得到 PX 的单位石脑油单耗为 497.4/280.0≈1.78 吨/吨。该算法仅计算了物料消耗，从经济价值角度还需要考虑流程副产物经济价值，此处仅为说明 PX 物料消耗实际情况会根据工艺和规模效益有所区别，行业简化测算常以 1:1 投料当量近似判断 PX 价差位置，PTA、PET 亦同逻辑。

图表4：盛虹一体化装置 PX 原料消耗计算表

石脑油加氢装置进料（万吨/年）		连续重整装置进料（万吨/年）	
轻烃回收石脑油	284.36	#1HC 重石脑油	165.37
沸腾床加氢石脑油	45.27	#2HC 重石脑油	206
石脑油（润滑油异构脱蜡装置）	2.28	预处理重石脑油	233.72
加氢精制石脑油	9.25	异构化尾气	0.33
石脑油原料合计	341.16	石脑油进料合计	605.09
PX 装置主要进料（万吨/年）		PX 装置主要出料（万吨/年）	
甲苯	5.35	PX	280
二甲苯	1.55	苯	52.95
C6+重整汽油	526.42	重芳烃	7.81
C6C7 芳烃	89.78	C7 重整汽油	53.5
重整氢	0.79	C9 重整汽油	69.88
纯氢	5.34	回流物料	165.09
单位 PX 石脑油消耗计算			
石脑油进料		605.09	
芳烃链产品当量		340.76	
PX 占芳烃产品比例		82.17%	
分摊到 PX 的石脑油量		497.20	
单位 PX 消耗石脑油		1.78	

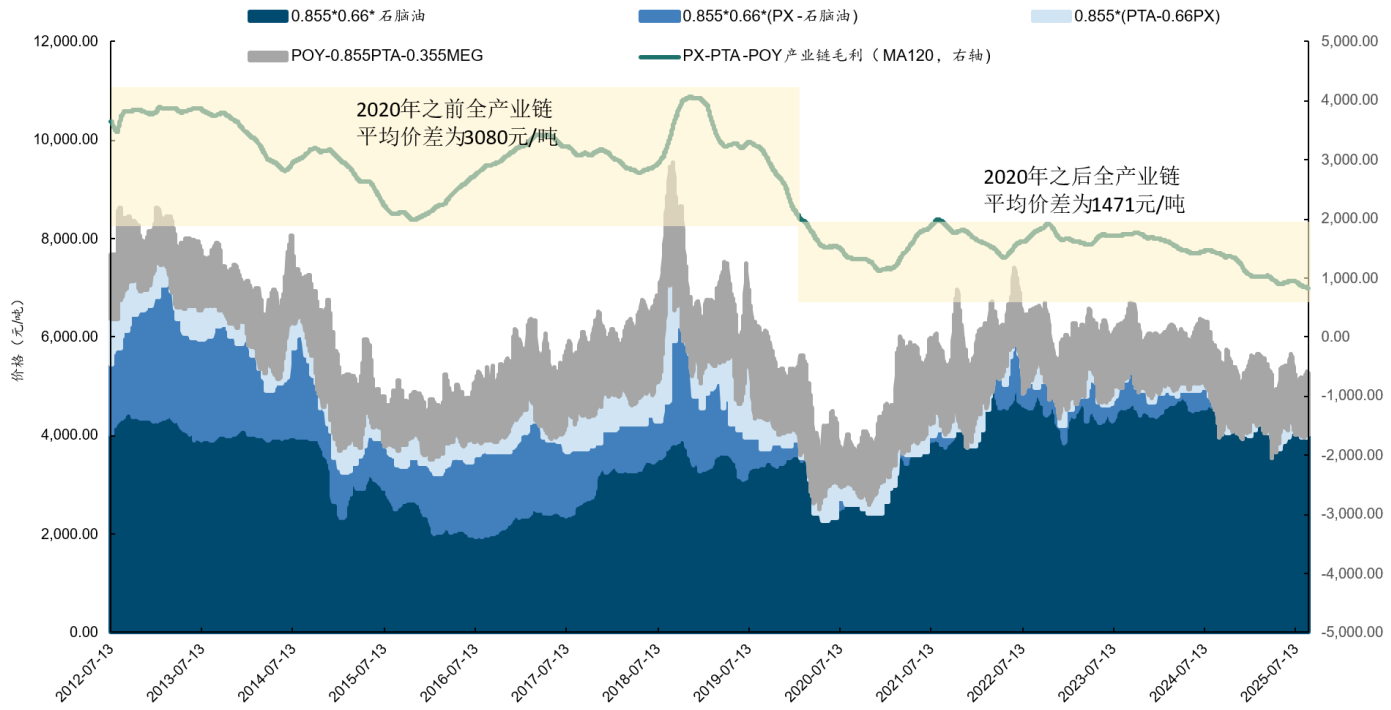
来源：盛虹炼化一体化项目环评报告书，国金证券研究所

1.3 产业链利润重心阶段性后移，企业长丝端的盈利能力在当前阶段更为重要

涤纶长丝全产业链整体价差呈现逐渐缩减趋势，2018-2020 年是国内大炼化集中投产期，一体化项目将“原油→石脑油→重整/芳烃→PX→PTA→聚酯”的链条前移，显著缩短了中间贸易环节。中游 PX、PTA 的装置规模与自给率快速提升，进口依赖度下降。随着供给端

加速，PX、PTA 价差自 2020 年前的高位均值逐年回归，产业链总价差由前期约 3,000 元/吨收敛至近五年约 1,400 - 1,600 元/吨区间。价差收敛改变了利润分配：原料中游溢价减弱、终端涤纶长丝环节的成本波动更可控，利润重心阶段性后移至下游成品侧，企业长丝端的盈利能力在当前阶段更为重要。

图表5：涤纶长丝上游主要是石脑油-PX-PTA



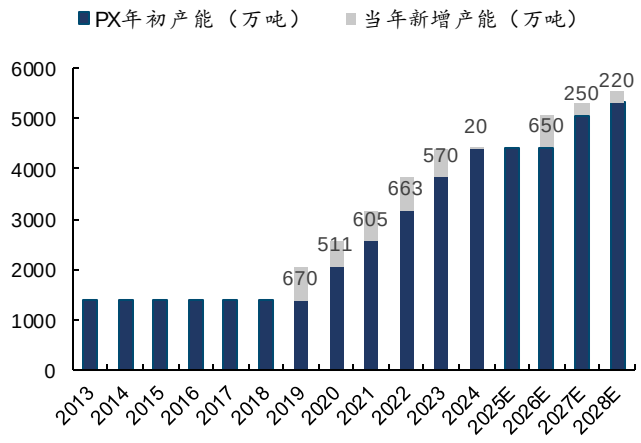
来源：百川盈孚、国金证券研究所

细分看每个环节：

①PX：供给过剩、价差分位数低位徘徊

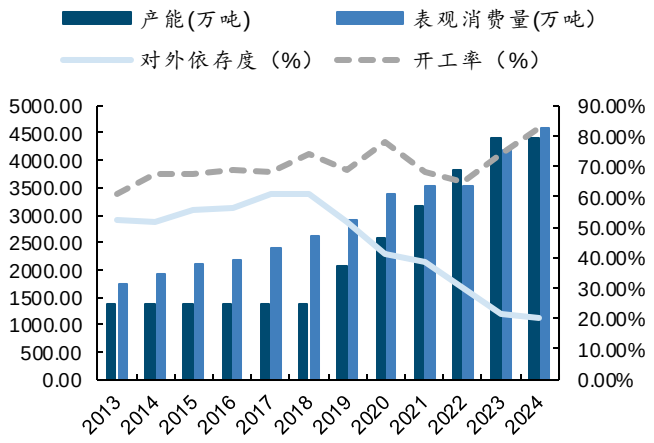
PX 对外依存度大幅降低，国内供给处于过剩状态。根据百川盈孚，2018 年中国 PX 产能为 1383 万吨，对外依存度高达 60%，2019 年后国内大量投放 PX 产能，6 年内新增 3039 万吨，到 2025 年达到 4422 万吨，完全能够满足国内市场需求，对外依存度降至 20%。未来 2026-2027 年分别还有 650/250/220 万吨新投放产能，价格下行压力较大。

图表6：PX2025 年产能 4422 万吨



来源：百川盈孚、国金证券研究所

图表7：对外依存度在 2019 年后快速下降



来源：百川盈孚、国金证券研究所

价格价差端受产能快速投放影响，在 2020 年后快速收窄。2020 年之前 PX 主要依靠进口，

基本处于“暴利”模式，价差最高可以达到 5200 元/吨。2020 年后随着国内民营炼化项目集中投产，价差快速收窄并在大部分时期处于负值，当前价差分位数自 2010 年来处于历史低位 3%水平，考虑到未来还将有 1120 万吨产能投放，我们认为未来价差较难得到有效改善。

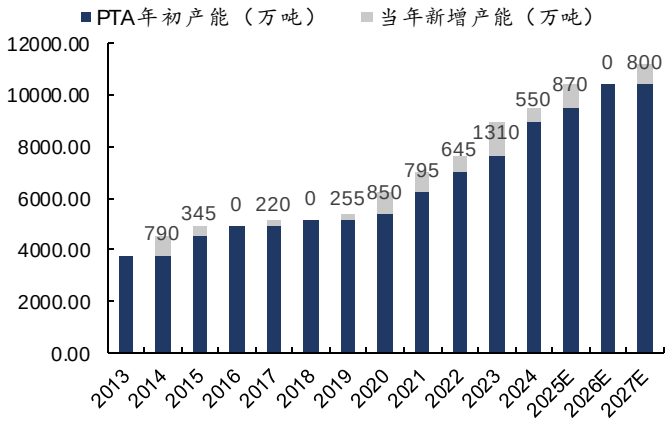
图表8：涤纶长丝上游主要是石脑油-PX-PTA

来源：同花顺、百川盈孚、国金证券研究所

②PTA：长期过剩、价差高波动并趋低

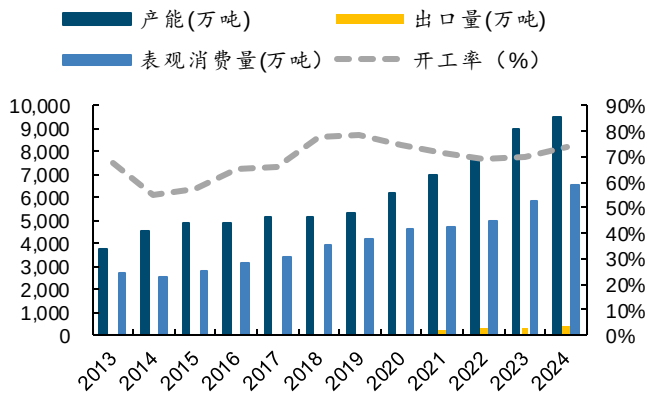
PTA2024 年产能达到 9523 万吨，而表观需求量只有 6557 万吨，开工率为 73.48%。根据百川盈孚，过去 12 年 PTA 平均每年产能增加 524 万吨，平均增速 9%，略高于需求平均增速 8%。未来预计还有 1170 万吨产能的增量，到 2027 年整体 PTA 产能将达到亿吨级别。此外，为了消化国内过剩产能，2022 年后国内 PTA 出口量开始增加，2021 年出口增速高达 204%，2022-2024 保持平均 20%增速。

图表9：PTA 2025 年产能 9523 万吨



来源：百川盈孚、国金证券研究所

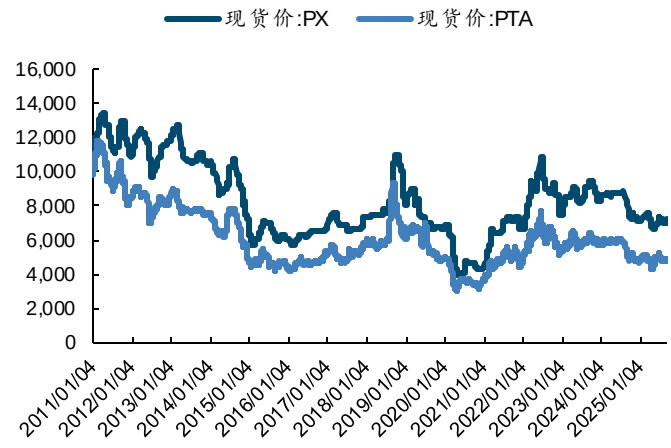
图表10：国内产能远高于需求



来源：百川盈孚、国金证券研究所

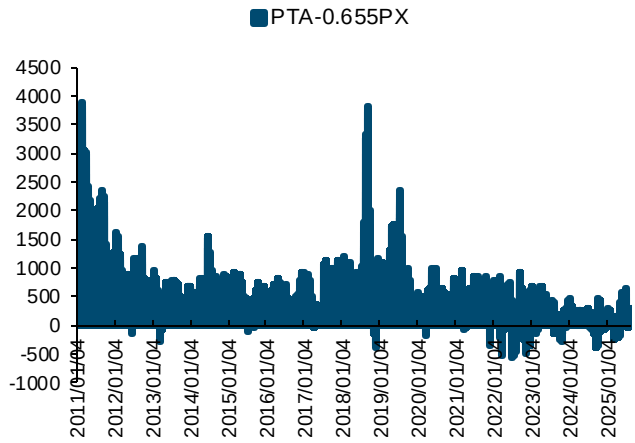
PTA 需求和产能投产错配，周期特征导致价差波动幅度较大。根据百川盈孚，PTA 价格峰值出现在 2013 年、2018 年和 2022 年，随后产能大幅投放带来价格下跌，周期性特征导致 PTA 价差波动极大，高点在 2011 年可以达到 3571 元/吨，低点在 2023 年可以低至-307 元/吨。目前国内 PTA 产能严重过剩导致价差持续收窄，2023 年后价差基本在 500 元/吨以下，价差分位数在 6.5%低位，随着未来产能继续投放，价差仍面临较大下行压力。

图表11：PTA 价格持续面临下行压力



来源：同花顺、百川盈孚、国金证券研究所

图表12：2022 年后 PTA 价差频繁出现转负情况

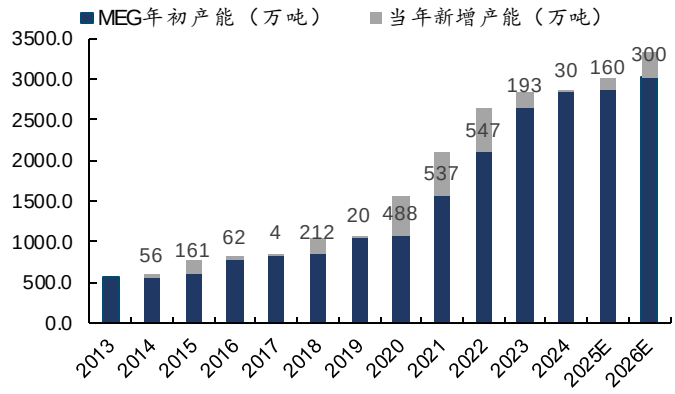


来源：同花顺、百川盈孚、国金证券研究所

③MEG：产能超需求，煤制价差阶段性修复

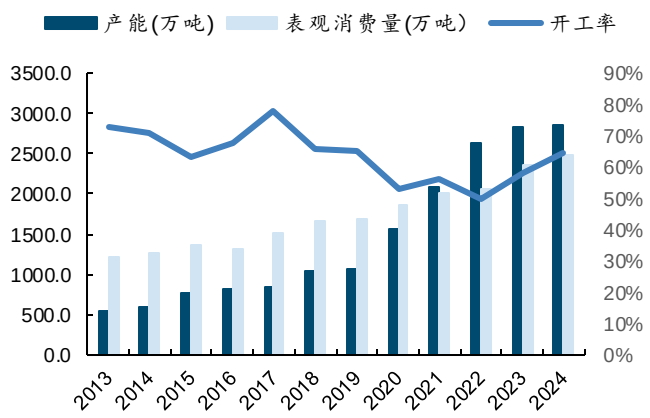
根据百川盈孚，2025 年 MEG 现有产能约 2920 万吨，且自 2021 年后产能已显著超过需求，装置开工与检修节奏成为平衡短期供需的主要工具。开工率于 2022 年降至 50%低点，后续产能投放节奏放缓，开工率随着需求逐渐回升。

图表13：MEG 2025 年现有产能 2920 万吨



来源：百川盈孚、国金证券研究所

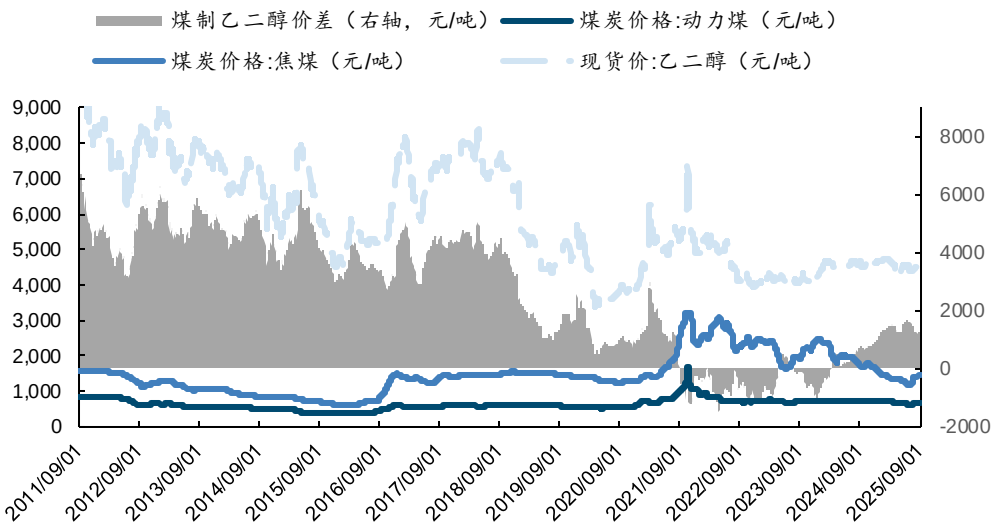
图表14：2021 年后 MEG 产能超过需求量



来源：百川盈孚、国金证券研究所

在 2020-2022 年产能快速投放的大背景下，煤制 MEG 价差 2021 年后转负，近期价差随着煤价自高位回落，叠加部分区域电价、运费阶段性缓和，推动煤制 MEG 现金成本下移。根据百川盈孚，MEG 价差由负值收窄并阶段性回暖，当前处于自 2011 年来约 30%分位数。

图表15：煤制 MEG 价差近期有所回暖

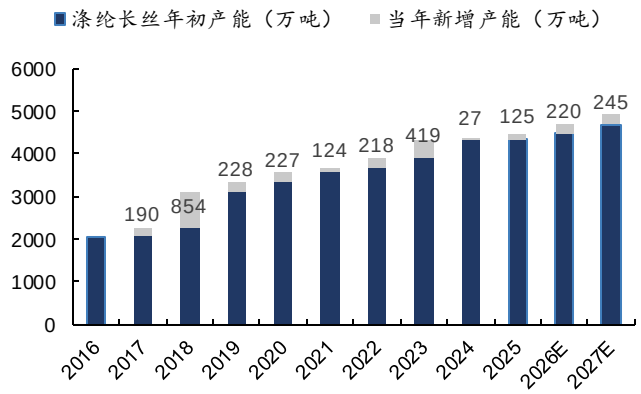


来源：同花顺、百川盈孚、国金证券研究所

④涤纶长丝：价格相对平稳，价差尚处健康区间

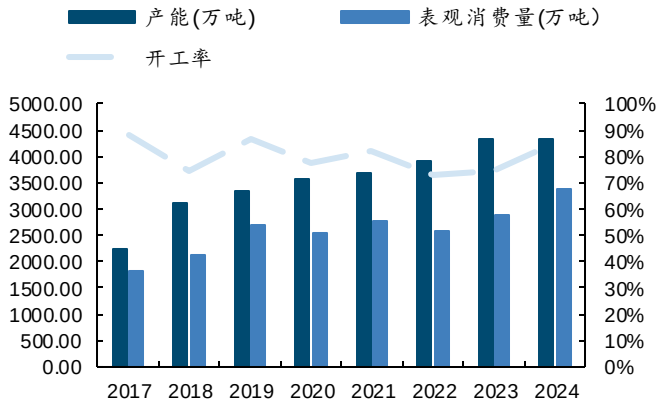
根据百川盈孚，2025 年长丝产能约 4468 万吨，自 2017 开始平均每年增加 268 万吨产能，行业供给压力仍存；开工率维持在 75%-80%区间，较为稳定。表观需求年均增速为 10%，基本和产能投放速度一致。价差方面，POY 价格五年价格稳定在 6500-8000 元/吨水平，受到供给侧产能增速影响较小，POY-PTA/MEG 价差处于自 2012 年来 14.9%分位数。

图表16：涤纶长丝 2025 年现有产能 4468 万吨



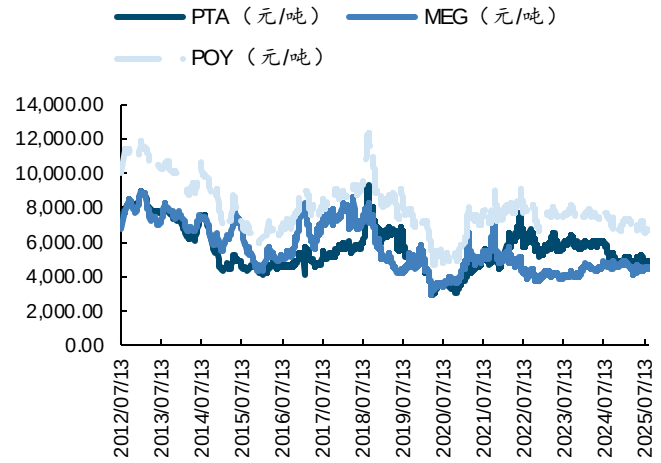
来源：百川盈孚、国金证券研究所

图表17：长丝供给端压力较大



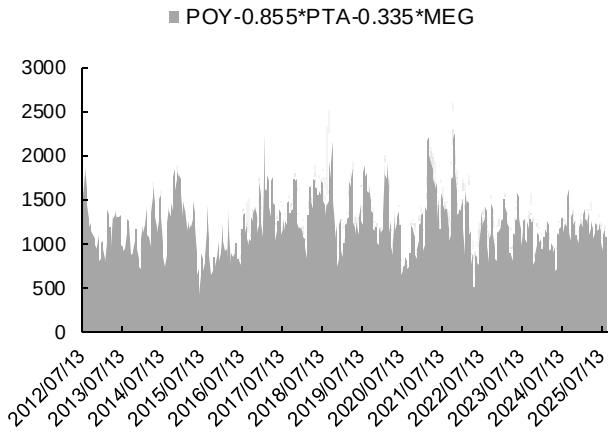
来源：百川盈孚、国金证券研究所

图表18：POY 价格处在 6500-8000 元水平



来源：同花顺、百川盈孚、国金证券研究所

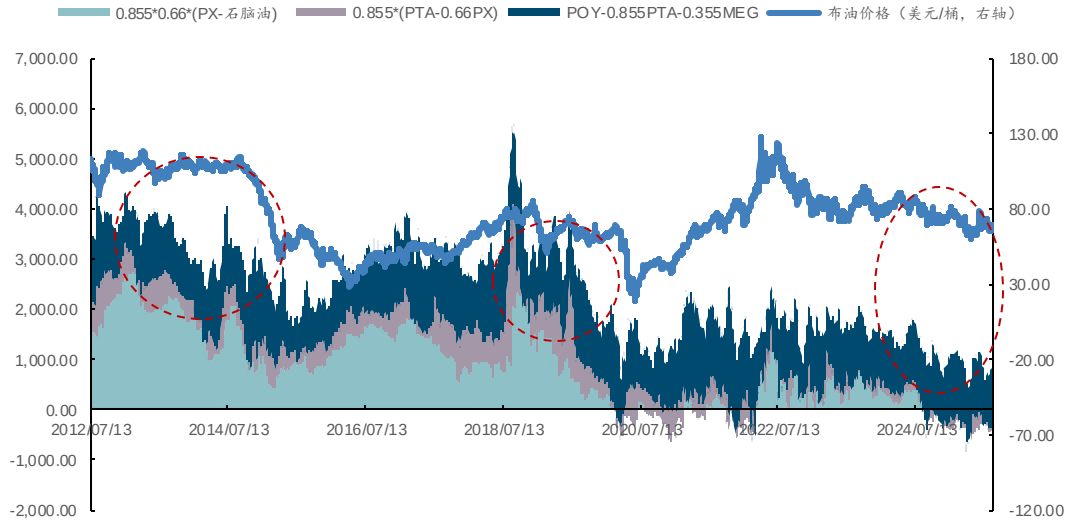
图表19：长丝价差处在相对健康区间



来源：同花顺、百川盈孚、国金证券研究所

我们认为相较于原油价格扰动，产业链利润最大的影响因素为行业基本面供需格局。具体来讲，涤纶产业链价差和油价存在阶段性背离走势，即便在原油相对平稳的时期（如 2012－2014 年、2018－2020 年以及 2023 年至今），产业链价差仍显著走弱，其根本原因在于供给侧的集中扩张，民营大炼化与一体化项目在芳烃/PX、PTA 至长丝等多个环节密集投产带来的阶段性过剩。相较于原油价格这一成本锚，决定产业链利润的关键在于中下游供需格局与产能投放节奏。考虑到当前整个涤纶长丝产业链未来仍有较多产能投放，我们认为涤纶行业短期仍将承压，涤纶长丝的大级别行情取决于是否有老旧产能出清和行业协同涨价。

图表20：原油价格和产业链价差存在背离走势，核心仍是供给侧投放节奏



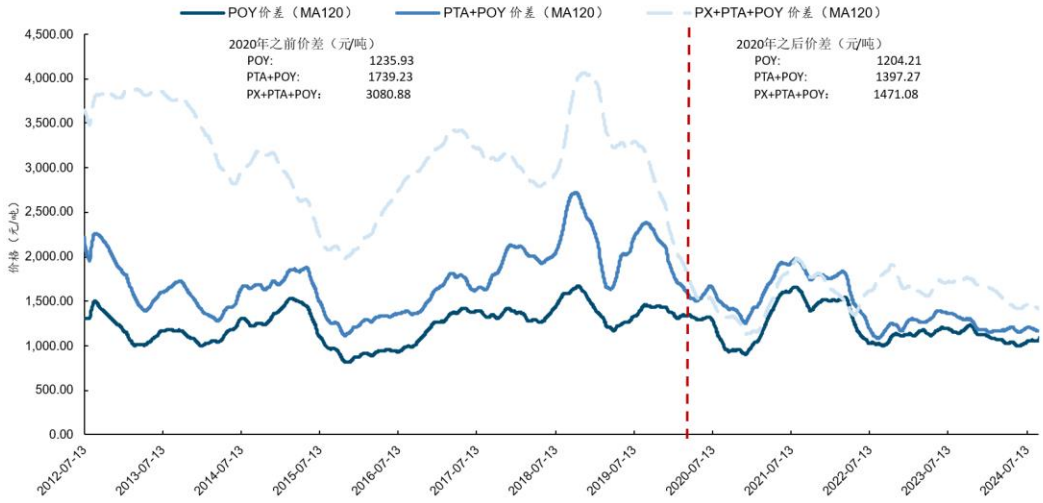
来源：同花顺、百川盈孚、国金证券研究所

二、在涤纶长丝承压周期行情中，桐昆是优质企业标的

2.1 涤纶长丝行业竞争激烈，单一产业链的竞争无法让企业获得长期竞争优势

多产业链能够让企业具备更大的利润空间和增长弹性。在 2020 年之前 PX-PTA-POY 全链价差平均可以达到 3080 元/吨，是单 POY 价差的 2.5 倍，即使在 2020 年后各大民营龙头一体化炼化产能投放致使行业整体价差缩减，多产业链依旧具备更高的价差。另一方面，多产业链可平滑利润波动。例如，2022-2023 年 POY 价差大幅回落至约 1000 元/吨附近，而全链价差仅短暂下滑一个季度后即回归常态区间，大大增强了企业的抗风险能力。

图表21：多产业链能够保证具备更大的利润空间和弹性



来源：同花顺、百川盈孚、国金证券研究所

截至 2024 年末，桐昆已经实现了产业链全覆盖。当前桐昆具备 1300 万吨聚合和 1350 万吨涤纶长丝年生产加工能力。PX 方面，公司参股浙石化 20%股权，间接具备 PX 产能。PTA 方面，公司在 2012 年后陆续投产 PTA 产能，当前产能 1020 万吨，基本满足 PTA 原料需求。MEG 方面，公司中昆项目 2*60 万吨天然气制乙二醇项目一期 60 万吨已经投产。

图表22：桐昆完全覆盖上游 PX-PTA/MEG 产业链

单位：万吨	权益产能	具体项目	投产时间	新建项目
PX	176	公司参股浙石化 20%股权，浙石化具备 PX 产能 880 万吨	2019 年浙石化一期 400 万吨 PX 投产	与新凤鸣出海投建炼厂，印尼项目规划 PX 产能 520 万吨
			2022 年浙石化二期投产	
PTA	1020	嘉兴石化一期 120 万吨产能，按 180 万吨计提	2012 年底	
		嘉兴石化二期 200 万吨产能，按 240 万吨计提	2017 年底	
		嘉通能源一期 500 万吨产能，按 600 万吨计提	2024 年	
涤纶长丝	1350	具备 1300 万吨聚合和 1350 万吨涤纶长丝年生产加工能力		宇欣 60 万吨，福建恒海 60 万吨，安徽佑顺 30 万吨，恒优 30 万吨，沭阳 120 万吨
MEG	60	新疆中昆项目一期 60 万吨天然气制乙二醇	2023 年底	新疆中昆二期 60 万吨乙二醇

来源：公司年报、百川盈孚、国金证券研究所

从另一方面来讲，对于上游产业链的覆盖能够实现相关材料自主可控，稳定公司整体生产和经营活动，平滑涤纶长丝生产成本曲线。我们拆分了桐昆过去 10 年的长丝单吨成本，观察到桐昆涤纶长丝实际成本波动远低于原材料外购成本。通过覆盖上游产业链，桐昆有效降低原材料价格波动对生产经营的影响，从而实现更稳定的运营。

图表23：单位涤纶成本线

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PTA 产能（万吨）	180	180	420	420	420	420	720	1020	1020
涤纶长丝产能（万吨）	410	460	570	690	740	860	960	1350	1350

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
涤纶长丝产量（万吨）	350	394	472	568	657	738	781	1047	1282
涤纶长丝收入（亿元）	224	296	391	423	337	495	556	726	894
涤纶长丝毛利率	9.64%	11.03%	12.05%	13.05%	7.84%	11.24%	3.27%	5.60%	4.89%
涤纶长丝成本（亿元）	203	264	344	367	311	440	538	685	850
长丝生产需要 PTA 产量	299	337	403	486	562	631	668	895	1096
PTA 自给率	60%	53%	104%	86%	75%	67%	108%	114%	93%
PTA 单吨成本（元/吨）	5794	6696	7284	6466	4731	5959	6882	6544	6629
原材料外购价格（0.855PTA+0.355*MEG）	6096	6915	8084	6605	4435	5891	6795	6454	6344
桐昆长丝实际成本变动情况	-6%	16%	9%	-11%	-27%	26%	15%	-5%	1%
原材料外购成本变动情况	-34%	13%	17%	-18%	-33%	33%	15%	-5%	-2%

来源：公司公告、同花顺、国金证券研究所

2.2 规模效应带来利润率优势，在出清格局中受益更大

涤纶长丝行业的成本优势主要来源于规模效益和技术迭代带来的物耗能耗下降。头部公司通过一体化炼化装置用更优的能耗物耗形成单位成本优势，体现在更高、更稳定的毛利率上。从实际数据来看，桐昆作为涤纶长丝产能第一的龙头企业，拥有行业中上水平毛利率，为了更加直观地展示规模效益带来的优势，我们将企业毛利率按照年度平均值进行标准化，明显发现涤纶长丝产量和市场毛利率中枢呈正相关关系。

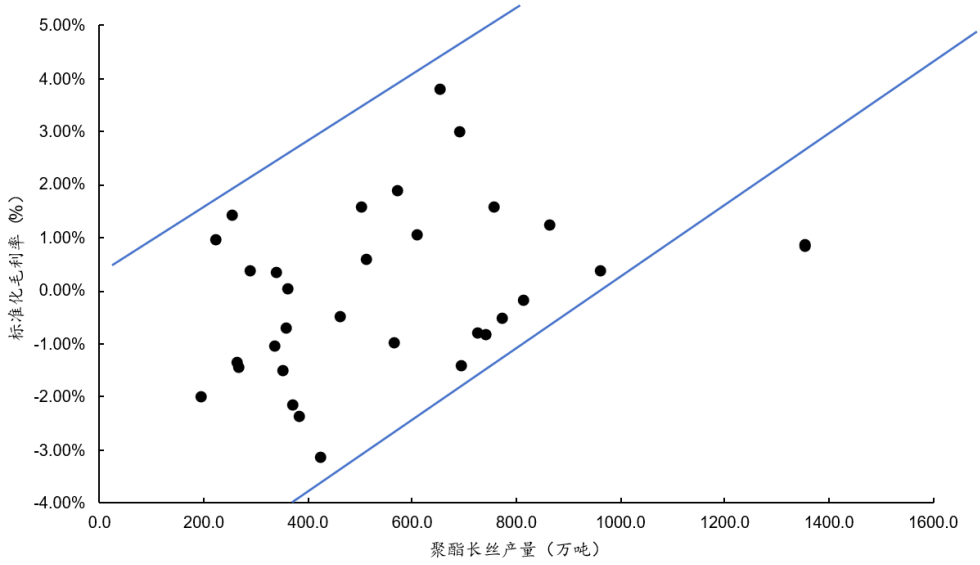
图表24：主要炼化公司涤纶长丝产量与毛利率

产量（万吨）	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
新凤鸣	270.35	309.07	385.13	455.83	544.14	573.47	680.10	754.24
毛利率（%）	12.95%	10.53%	9.35%	5.51%	11.59%	3.47%	5.77%	5.65%
东方盛虹		154.19	183.73	201.37	221.04	218.54	274.29	313.44
毛利率（%）		13.43%	12.20%	6.59%	14.30%	6.25%	5.41%	6.44%
恒逸石化	191.4	333.18	562.71	650.27	723.38	692.19	770.79	810.89
毛利率（%）	9.54%	9.11%	9.07%	12.46%	9.22%	1.48%	4.22%	3.89%
荣盛石化	221.27	261.05	265.18	357.99	366.54	336.40	348.02	379.26
毛利率（%）	12.50%	8.80%	8.61%	8.71%	7.87%	3.23%	3.21%	1.68%
桐昆	460	570	690	740	860	960	1350	1350
毛利率（%）	11.03%	12.05%	13.05%	7.84%	11.24%	3.27%	5.60%	4.89%

来源：ifind、国金证券研究所

注：受限于年报披露口径，东方盛虹和荣盛石化采用的是聚酯化纤的产量和毛利率、恒逸石化采用的是聚酯产品的产量和毛利率，恒力石化因为业务口径变动较为频繁不便于统计比较，故不在表中。

图表25：规模效益带来利润空间中枢的提升

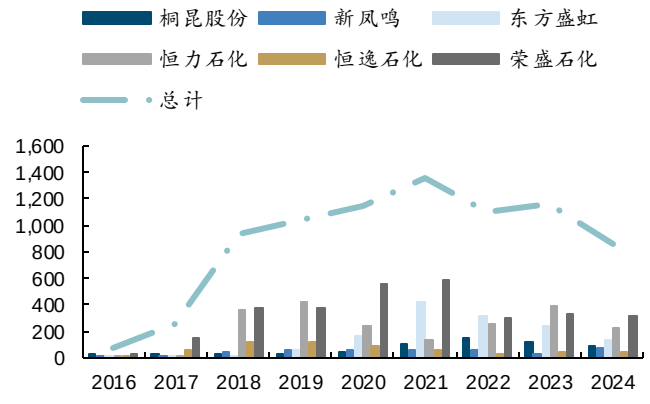


来源：ifind、国金证券研究所

2.3 供给侧趋于稳定下的龙头收益，强大现金流给予足够的成长空间

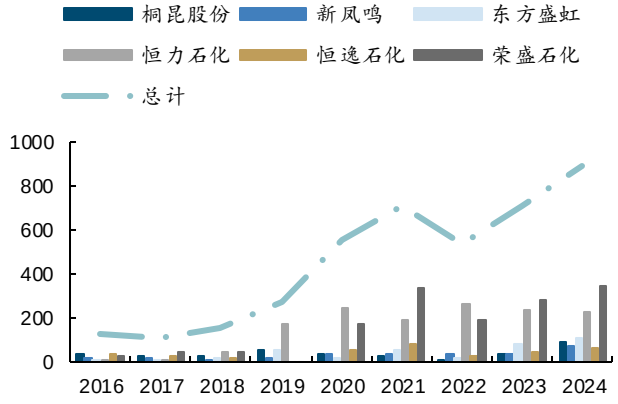
即使现在仍然有新建产能规划，但涤纶长丝产业链扩产大趋势已经开始收紧，未来供给端不会出现与过去十年近似的产能高速增长情形。随着资本开支的下降，企业未来有更多现金流用于分红回购、降杠杆以及拓展新方向。从同业对比中来看，桐昆资产负债率长期优于同行，并且 ROE 一直处于行业中上游水平，这意味着桐昆在自由现金流改善阶段具备相对更强的资本配置与穿越周期能力。

图表26：行业资本开支幅度下降（亿元）



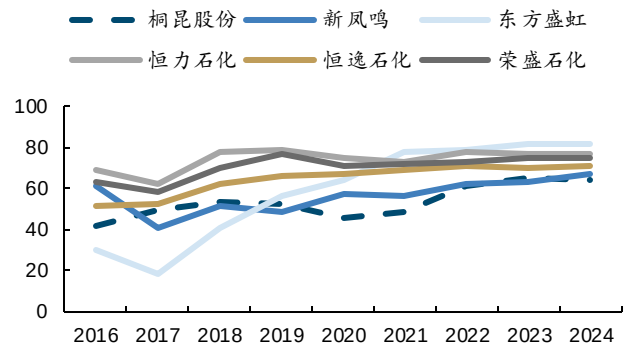
来源：公司年报、同花顺、国金证券研究所

图表27：民营大炼化经营活动现金流改善（亿元）



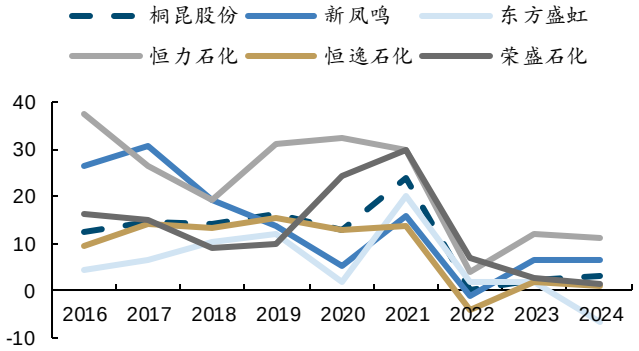
来源：公司年报、同花顺、国金证券研究所

图表28：桐昆资产负债率长期低于同行（%）



来源：公司年报、同花顺、国金证券研究所

图表29：桐昆 ROE 处于行业中上水平（%）



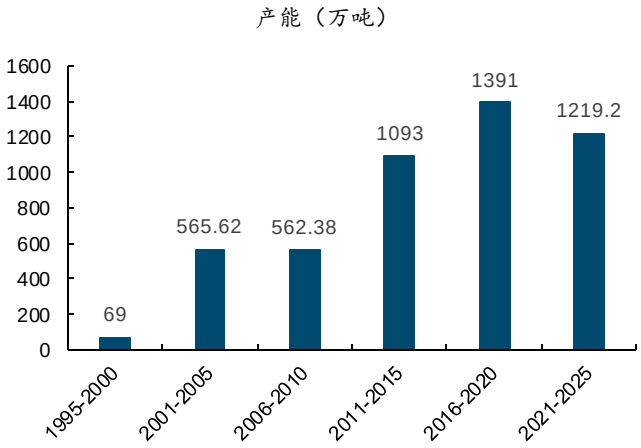
来源：公司年报、同花顺、国金证券研究所

三、涤纶长丝行业未来重点关注减产空间和出海机会

3.1 老产能和小产能存在出清风险，供给侧改善空间大

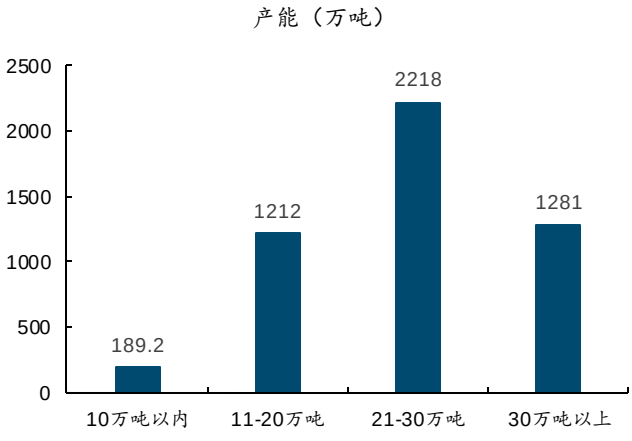
老产能和小产能因性价比存在出清风险。以时间口径统计，参考卓创资讯数据涤纶长丝行业 20 年前老旧产能有 634 万吨，占比 12.95%，考虑到未来 2026-2027 年有 465 万吨产能投放，如果老旧产能全部出清，供给侧将会有 169 万吨产能出清，有效缓解供需压力；从另一个角度来看，由于规模效应确实能带来较为明显的利润优势，小产能装置也有替换和出清的可能，当前设计产能 20 万吨以内的装置产能总计 1401.2 万吨，占比达 30%，从该角度来看，供给侧存在更大的改善空间。

图表30：20 年产能占比 12.95%



来源：卓创资讯、国金证券研究所

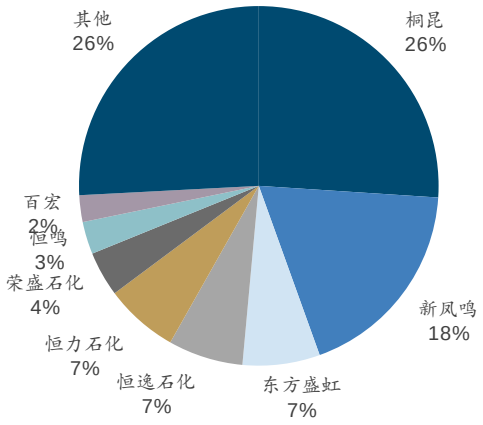
图表31：20 万吨以内设计产能装置占比 30%



来源：卓创资讯、国金证券研究所

桐昆在出清行情中会有极大收益。从产能格局来讲，涤纶长丝行业集中度较高，2025 年 CR3 达 51%。其中，桐昆市占率排名第一，产能占 26.3%；从桐昆自己的产能分布情况来看，20 年老旧装置产能占比为 7.34%，小产能占比为 9.17%，均远低于行业平均水平，在出清行情中会有更大的收益。

图表32：桐昆市占率排名第一，占26%



来源：百川盈孚、国金证券研究所

图表33：桐昆产能分布情况（万吨）

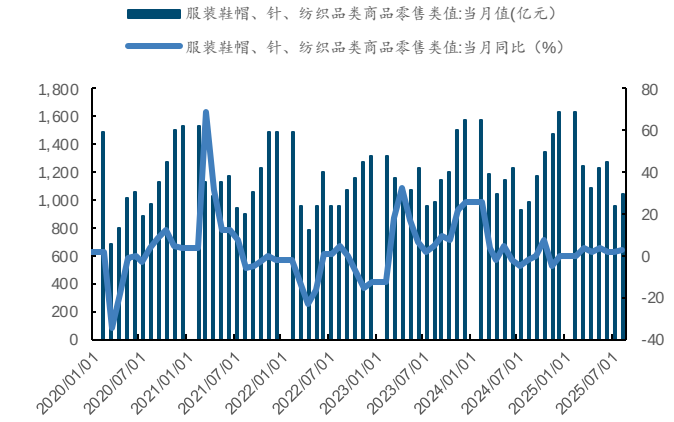
装置投产时间分布		装置规模分布	
时间段	产能	设备产能	产能
2005 之前	80	10 万吨以内	0
2006-2010	70	11-20 万吨	100
2011-2015	110	21-30 万吨	540
2016-2020	380	30 万吨以上	450
2021-2025	450		
20 年老装置占比	7.34%	小产能占比	9.17%

来源：卓创资讯、国金证券研究所

3.2 终端消费复苏，纺织服装需求整体稳中向好

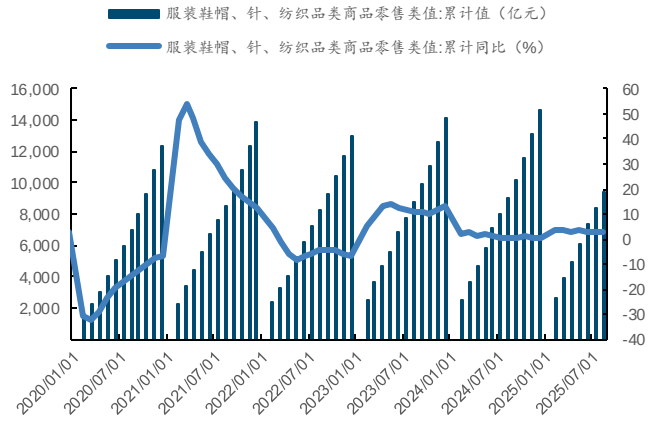
受 2023 年高基数和高增长的影响，2024 年国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值累计约为 1.47 万亿元，全年累计同比增长 0.3%。伴随着 2024 年下半年开始的各类补贴政策，需求逐步回暖，2025 年 3 月份后国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值月度增速转正，3-8 月份平均月度增速 2.77%。

图表34：2025 年 3-8 月纺服零售值平均增速 2.77%



来源：同花顺、国金证券研究所

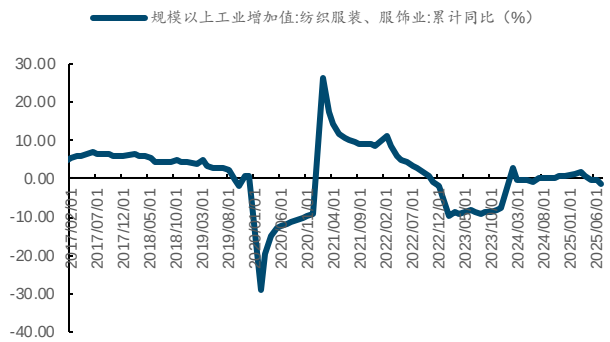
图表35：2025 年前 8 个月纺服零售值累计增速 2.93%



来源：同花顺、国金证券研究所

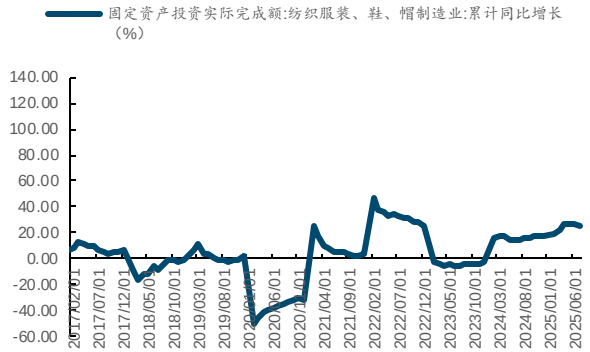
从生产和投资端来看，国内纺织服装行业整体稳中向好。从投资端来看，由于纺织企业稳步扩大高端化、智能化、绿色化转型升级投入，根据国家统计局数据，2024 年 1-12 月国内纺织服装、鞋、帽制造业固定资产投资实际完成额累计同比增长 18.0%。从生产端来看，国内纺织服装生产企业收入和利润呈现稳中有增的态势，根据国家统计局数据，2024 年国内纺织服装、服饰业规模以上工业企业营业收入约为 1.26 万亿元，同比增长 2.8%，该增长态势一直持续到 2025 年上半年；2024 年实现利润总额 623.8 亿元，同比增长 1.5%，但到 2025 年前 7 个月累计利润下降幅度为-14.58%，平均下降幅度为-11.58%；投资方面，2024 年国内纺织服装、服饰业规模以上工业增加值累计同比增长 0.8%，2025 年依旧较为稳定。

图表36：24 年纺织服装行业工业增加值同比增长 0.8%



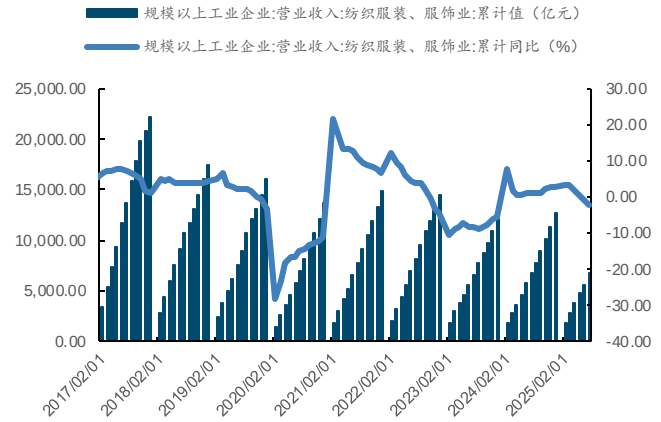
来源：同花顺、国金证券研究所

图表37：25 年纺服行业固定资产投资完成额同比高增



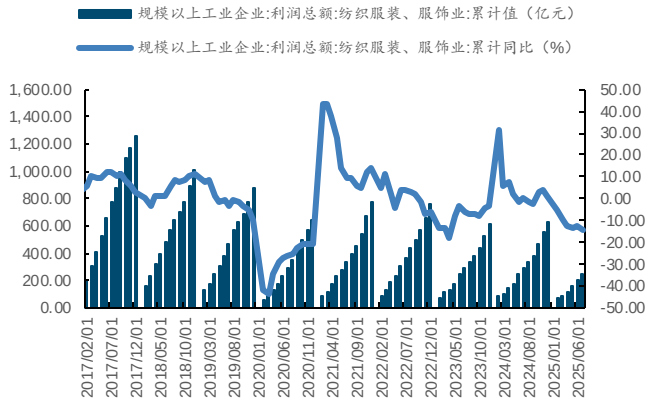
来源：同花顺、国金证券研究所

图表38：25 年纺服行业上半年营收同比增长



来源：同花顺、国金证券研究所

图表39：25 年纺服行业利润有所下降

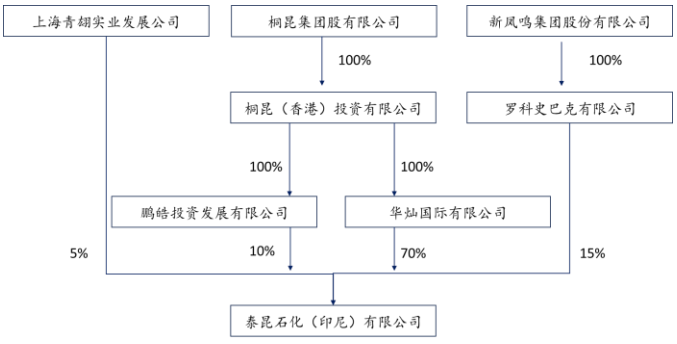


来源：同花顺、国金证券研究所

3.3 国外投资机会大，但风险难以把控

桐昆联合新凤鸣出海，打开东南亚市场机会。2023 年 6 月份，桐昆发公告启动泰昆石化炼化一体化项目，该项目包括 1600 万吨/年炼油产能，对二甲苯产能 520 万吨/年，乙烯 80 万吨/年，主要用于补充印尼国内炼油产能，其余的化工原料和产品运回中国供中国专业企业进行深度加工生产高附加值产品，预计建设年限 4 年。考虑到大规模资金出境的审批风险和国际国内政治经济形式的变化，公司于 2024 年 5 月发布公告进行调整，投资金额从 86 亿美元降至 40 亿美元，项目规模调整为 1000 万吨/年炼油，对二甲苯产能 200 万吨/年，乙烯 120 万吨/年，股权结构也进行了相应调整。项目建成后，预计可实现年均营业收入 74 亿美元，年均税后利润 5.2 亿美元，税后财务内部收益率 11.39%，税后投资回收期 10.31 年。

图表40：泰昆石化股权结构



来源：公司公告、同花顺、国金证券研究所

图表41：泰昆项目主要产能及目标市场

产品	产能（万吨/年）	目标市场
成品油	418	印尼
对二甲苯	200	中国
苯	72	中国
丙烷	70	中国
FDPE	50	中国、东盟
EVA	37	中国、东盟
聚丙烯	24	中国、东盟
硫磺	45	印尼

来源：公司公告、同花顺、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

涤纶长丝方面，2024 年公司涤纶长丝产能为 1350 万吨，据公司公告和百川盈孚，桐昆计划将在 2025-2027 年每年分布新增 110/120/120 万吨涤纶长丝产能 ，预计 2025-2027 年公司涤纶长丝销量分别为 1318.21/1431.69/1563.01 万吨；2024 年-2025 年上半年受原油及原料 PTA、MEG 价格走弱，成本支撑塌陷以及终端需求疲软，内外销订单均不足，价格有所下降，而 2026 年随着产能投放速度放缓，需求逐渐回暖，供需格局向好，未来价格有望小幅回暖，预计 2025-2027 年价格为 6774.69/6910.19/6979.29 元/吨。毛利率方面，我们认为随着公司高溢价差别化纤维项目投建以及上游 PX 大幅投产带来的成本下降，毛利率有较大提升空间，预计未来 2025-2027 年毛利率有 6.5%/6.63%/6.7%。

PTA 方面，公司 PTA 主要为自用。2024 年产能 1020 万吨，未来暂无新增规划，由此我们预计 2025-2027 年 PTA 外售量 120 万吨。价格方面，我们认为 PTA 价格主要受产能投放节奏影响，目前 PTA 行业仍处于扩能期，供给端压力仍存。根据百川盈孚数据，2025-2027 年 PTA 投放产能为 870/0/800 万吨，据此预计 2025-2027 公司 PTA 价格分别为 4943/4990/4950 元/吨，毛利率分别为-0.95%、-0.50%、-0.70%。

费用率方面，根据公司年报，2024 年管理费用和销售费用变动主要系人员薪酬增加所致，研发费用系公司加大研发投入所致，其他方面并无变动。考虑到公司成本结构主要以原材料为主，管理费用率和销售费用率占比较小且较为稳定，未来三年费率和 2024 年保持一致。研发费用方面，公司根据《关于化纤工业高质量发展的指导意见》坚持创新投入，研发经费投入保持 2%目标，预计未来三年研发费用率为 2%。

公司投资收益金额较大，主要系参股浙石化 20%股权所得，浙石化收益主要受原油价格波动影响，公司 2025 年 H1 投资收益为 4.27 亿元，考虑到当前原油价格处于较低位置，未来下降空间较小，保守估计公司未来投资收益 2025-2027 年分别为 8.5/8.67/8.84 亿元。

图表42：公司主营业务分拆及利润预测

单位：亿元		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	公司营业收入	619.96	826.39	1,013.07	1,004.84	1,099.13	1,202.02
	yoy	5%	33%	23%	-1%	9%	9%
	综合毛利率	3.01%	4.97%	4.44%	5.72%	5.94%	6.04%
涤纶长丝收入	营业收入	559.80	729.79	897.17	893.05	989.32	1090.87
	yoy	12%	30%	23%	0%	11%	10%
	销量（万吨）	767.62	1034.45	1297.81	1318.21	1431.69	1563.01
	价格（元/吨）	7292.68	7054.85	6912.95	6774.69	6910.19	6979.29
	毛利率（%）	3.33%	5.69%	5.06%	6.50%	6.63%	6.70%
	毛利润	18.65	41.56	45.40	58.05	65.59	73.05
PTA 收入	营业收入	0.03	52.16	63.04	59.32	59.88	59.40
	yoy			21%	-6%	1%	-1%
	销量（万吨）		90.5	126.76	120	120	120
	价格（元/吨）		5763.54	4973.18	4943	4990	4950
	毛利率（%）	0.71%	-0.95%	-0.71%	-0.90%	-0.50%	-0.70%
	毛利润	0	-0.5	-0.45	-0.53	-0.30	-0.42
其他收入	营业收入	60.13	44.45	52.86	52.48	49.93	51.75
	毛利率（%）	3.16%	1.31%	0.54%	1.67%	1.17%	1.13%
	毛利润	1.90	0.58	0.28	0.87	0.58	0.58

来源：同花顺，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 1004.84 亿元/1099.13 亿元/1202.02 亿元，同比-0.8%/+9.4%/+9.4%，归母净利润 17.79 亿元/20.55 亿元/23.69 亿元，同比+48.02%/+15.33%/+15.26%，对应 EPS 为 0.74/0.85/0.99 元。

我们选取民营聚酯、炼化优质企业新凤鸣、荣盛石化、东方盛虹、恒力石化、恒逸石化作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 46/23/17 倍，公司 2025-2027 年 PE 分别为 20/17/15 倍，具备估值优势，且公司作为化纤龙头，应享有一定估值溢价，给予公司 2025 年 23 倍估值，目标价 17.02 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表43：可比公司估值比较（截至 2025-9-26）

代码	名称	股价（元）	EPS				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603225.SH	新凤鸣	16.60	0.72	0.97	1.23	1.47	17.11	13.50	11.29
002493.SZ	荣盛石化	9.89	0.07	0.24	0.40	0.54	41.21	24.73	18.31
000301.SZ	东方盛虹	9.33	-0.35	0.09	0.36	0.52	103.67	25.92	17.94
600346.SH	恒力石化	16.97	1.00	1.09	1.31	1.55	15.57	12.95	10.95
000703.SZ	恒逸石化	6.83	0.06	0.13	0.19	0.26	52.54	35.95	26.27
	平均值		0.30	0.50	0.70	0.87	46.02	22.61	16.95
601233.SH	桐昆股份	14.95	0.50	0.74	0.85	0.99	20.21	17.49	15.18

来源：Wind，国金证券研究所

注：可比公司采用 ifind 一致性预测数据

五、风险提示

1、 原材料价格波动的风险：涤纶长丝所需主要原材料为 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。

2、 新产能释放低于预期：公司目前海内外在建项目均较多，而大规模资金出境审批较为严格，若项目受到不可抗力的因素影响，投产进度可能不及预期，将对公司的收入造成影响。

3、 宏观经济环境变化引发的风险：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民用涤纶长丝行业的调整而出现下降的风险。

4、 依赖单一市场的风险：公司自成立以来一直专注于民用涤纶长丝领域，近年来，按涤纶长丝年产量计，公司稳居国内民用涤纶长丝行业第一。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。

5、 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、生产规范进行日常管理，建立了严格的标准操作规范，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。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**61,993**	**82,640**	**101,307**	**100,484**	**109,913**	**120,202**
增长率		33.3%	22.6%	-0.8%	9.4%	9.4%
主营业务成本	-59,988	-78,455	-96,604	-94,645	-103,325	-112,877
%销售收入	96.8%	94.9%	95.4%	94.2%	94.0%	93.9%
毛利	2,005	4,185	4,703	5,839	6,588	7,325
%销售收入	3.2%	5.1%	4.6%	5.8%	6.0%	6.1%
营业税金及附加	-152	-294	-294	-292	-319	-349
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-101	-118	-134	-133	-155	-170
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,193	-1,352	-1,471	-1,459	-1,596	-1,745
%销售收入	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-1,655	-1,755	-1,953	-2,010	-2,198	-2,404
%销售收入	2.7%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润（EBIT）	-1,095	665	851	1,946	2,320	2,658
%销售收入	n.a	0.8%	0.8%	1.9%	2.1%	2.2%
财务费用	-427	-783	-1,209	-1,214	-1,316	-1,341
%销售收入	0.7%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-174	-39	-70	-80	-80	-80
公允价值变动收益	30	-15	16	-2	0	0
投资收益	1,232	321	708	850	867	884
%税前利润	-378.6%	51.5%	74.1%	45.0%	39.8%	35.2%
营业利润	-363	579	899	1,856	2,147	2,477
营业利润率	n.a	0.7%	0.9%	1.8%	2.0%	
营业外收支	37	45	56	34	34	34
税前利润	-325	624	956	1,889	2,180	2,511
利润率	n.a	0.8%	0.9%	1.9%	2.0%	2.1%
所得税	462	197	262	-94	-109	-126
所得税率	n.a	-31.6%	-27.4%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	136	821	1,218	1,795	2,071	2,385
少数股东损益	6	24	16	16	16	16
归属于母公司的净利润	**130**	**797**	**1,202**	**1,779**	**2,055**	**2,369**
净利率	0.2%	1.0%	1.2%	1.8%	1.9%	2.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	136	821	1,218	1,795	2,071	2,385
少数股东损益	6	24	16	16	16	16
非现金支出	2,897	3,696	5,008	5,332	5,721	6,177
非经营收益	-1,101	238	132	579	547	570
营运资金变动	-860	-1,634	2,422	-2,484	-541	-45
经营活动现金净流	**1,073**	**3,121**	**8,780**	**5,221**	**7,798**	**9,087**
资本开支	-15,019	-11,289	-8,876	-9,293	-7,086	-7,086
投资	-13	79	-640	-202	0	0
其他	-1,260	725	-387	850	867	884
投资活动现金净流	**-16,292**	**-10,484**	**-9,904**	**-8,645**	**-6,219**	**-6,202**
股权募资	141	0	114	17	0	0
债权募资	16,757	9,098	3,104	6,174	1,674	1,076
其他	-4,072	-2,572	540	-1,688	-1,858	-2,436
筹资活动现金净流	**12,825**	**6,527**	**3,759**	**4,503**	**-184**	**-1,360**
现金净流量	**-2,390**	**-834**	**2,640**	**1,079**	**1,395**	**1,525**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,670	11,616	13,839	14,905	16,291	17,809
应收款项	1,453	1,392	1,464	1,580	1,729	1,890
存货	7,386	10,249	9,162	10,912	11,913	13,014
其他流动资产	1,954	2,850	2,181	2,284	2,877	2,979
流动资产	22,462	26,106	26,648	29,682	32,809	35,693
%总资产	24.9%	25.5%	25.5%	26.7%	28.3%	29.8%
长期投资	18,568	18,907	19,266	19,266	19,266	19,266
固定资产	43,881	52,895	53,119	53,219	54,297	54,928
%总资产	48.7%	51.6%	50.9%	47.8%	46.9%	45.9%
无形资产	2,294	2,860	3,086	3,419	3,743	4,058
非流动资产	67,678	76,340	77,739	81,600	82,999	83,942
%总资产	75.1%	74.5%	74.5%	73.3%	71.7%	70.2%
资产总计	**90,140**	**102,446**	**104,386**	**111,282**	**115,808**	**119,635**
短期借款	22,852	28,401	32,305	40,545	42,219	43,295
应付款项	12,960	14,975	9,938	11,213	12,242	13,373
其他流动负债	3,266	3,580	6,434	4,443	4,616	4,804
流动负债	39,077	46,957	48,677	56,201	59,076	61,472
长期贷款	15,315	18,475	16,921	15,126	15,126	15,126
其他长期负债	741	1,231	1,805	1,517	1,508	1,501
负债	55,134	66,663	67,404	72,844	75,709	78,099
普通股股东权益	34,698	35,470	36,541	37,981	39,626	41,047
其中：股本	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
未分配利润	17,953	18,741	19,837	21,261	22,905	24,326
益			442	457	473	490
负债股东权益合计	**90,140**	**102,446**	**104,386**	**111,282**	**115,808**	**119,635**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.054	0.331	0.498	0.740	0.855	0.985
每股净资产	14.391	14.711	15.155	15.794	16.478	17.069
每股经营现金净流	0.445	1.295	3.642	2.165	3.234	3.769
每股股利	0.000	0.043	0.100	0.148	0.170	0.393
回报率						
净资产收益率	0.38%	2.25%	3.29%	4.68%	5.19%	5.77%
总资产收益率	0.14%	0.78%	1.15%	1.60%	1.77%	1.98%
投入资本收益率	0.63%	1.06%	1.26%	1.96%	2.26%	2.53%
增长率						
主营业务收入增长率	4.84%	33.30%	22.59%	-0.81%	9.38%	9.36%
EBIT增长率	N/A	-160.73%	27.99%	128.53%	19.21%	14.58%
净利润增长率	-98.22%	512.12%	50.80%	48.02%	15.53%	15.26%
总资产增长率	29.34%	13.65%	1.89%	6.61%	4.07%	3.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
存货周转天数	38.7	41.0	36.7	42.1	42.1	42.1
应付账款周转天数	41.2	46.2	33.1	25.7	25.7	25.7
固定资产周转天数	137.8	195.0	174.6	168.1	149.5	131.6
偿债能力						
净负债/股东权益	74.29%	97.91%	96.04%	105.86%	102.20%	97.60%
EBIT利息保障倍数	-2.6	0.8	0.7	1.6	1.8	2.0
资产负债率	61.16%	65.07%	64.57%	65.46%	65.37%	65.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	24	27	34	67
增持	0	5	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.17**	**1.18**	**1.15**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-28	买入	14.01	N/A
2	2024-01-30	买入	12.70	N/A
3	2024-04-27	买入	13.38	N/A
4	2024-04-30	买入	13.37	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究