新凤鸣（603225.SH）

2020 年 09 月 09 日

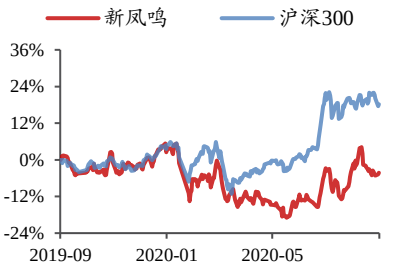
深耕细作稳扩张，长丝龙头将启航

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/9/8
当前股价(元)	11.30
一年最高最低(元)	12.90/9.41
总市值(亿元)	158.15
流通市值(亿元)	133.34
总股本(亿股)	14.00
流通股本(亿股)	11.80
近 3 个月换手率(%)	28.0

股价走势图



数据来源：贝格数据

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

● **深耕细作稳步扩张，长丝龙头扬帆起航，首次覆盖，给予“买入”评级**

公司作为在涤纶长丝领域精耕细作 20 年的行业龙头，产能扩张计划明确，新项目建设掷地有声。**公司二期 220 万吨 PTA 产能预计将于 9 月末投产；2020H2-2022 年，公司计划投放约 200 万吨涤纶长丝产能。**我们认为，公司成长动能充足且具有较强的后发优势，产业链纵向延伸和产品结构横向发展相结合，将助力公司增强盈利能力，开启新一轮腾飞。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 5.44 亿元、17.70 亿元、23.33 亿元，EPS 分别为 0.39、1.26、1.67 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 29.1、8.9、6.8 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● **公司在独山港生产基地打造“PTA-涤纶长丝” 生产基地，成本优势突出**

独山能源二期 220 万吨 PTA 项目投产后，公司 PTA 生产能力将达 500 万吨，基本实现涤纶长丝重要原材料 PTA 的自给自足。公司 PTA 生产装置采用 BP 公司最新一代 PTA 工艺技术，能耗物耗水平进一步改善，具备较强的后发优势。同时，**PTA 装置采取余热发电方案，并规划了 210 万吨涤纶长丝产能，其中 60 万吨预计将于 2021 年投产，届时涤纶长丝生产装置可利用 PTA 装置余热发电产生的电量，进一步优化涤纶长丝生产成本。**公司在独山港打造一体化“PTA-涤纶长丝”生产基地，将进一步提升公司涤纶长丝产品的市场竞争力，增强盈利能力。

● **公司涤纶长丝、涤纶短纤产能持续扩张，助力公司开启新一轮腾飞**

公司横向发展战略雏形已现，未来成长动能充足。2020 年 H2 公司计划新增 30 万吨涤纶长丝产能；2021 年公司计划新增 100 万吨涤纶长丝产能，届时公司涤纶长丝总产能将达 600 万吨；未来公司将继续保持每两年 5 套或者每年 2 套的投放速度。根据公司公告，公司将投资 65.50 亿元建设 200 万吨涤纶短纤产能，其中包括 7 套聚酯短纤装置，38 条短纤纺丝生产线，待公司 200 万吨产能完全投放后，将一举成为涤纶短纤行业龙头。公司横向扩张有助于发挥现有优势，完善产业链结构，进一步提升公司盈利水平，助力公司开启新一轮腾飞。

● **风险提示：**产能投放不及预期、下游需求放缓、企业安全生产。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32,659	34,148	33,244	46,767	57,273
YOY(%)	42.2	4.6	-2.6	40.7	22.5
归母净利润(百万元)	1,423	1,355	544	1,770	2,333
YOY(%)	-4.9	-4.8	-59.9	225.4	31.8
毛利率(%)	9.1	8.5	6.5	9.1	9.5
净利率(%)	4.4	4.0	1.6	3.8	4.1
ROE(%)	17.3	11.6	4.5	13.0	14.9
EPS(摊薄/元)	1.02	0.97	0.39	1.26	1.67
P/E(倍)	11.1	11.7	29.1	8.9	6.8
P/B(倍)	2.0	1.4	1.4	1.2	1.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 深耕细作稳步扩张，长丝龙头扬帆起航 4
1.1、 公司精耕细作二十年，产能稳步扩张成为涤纶长丝行业龙头 4
1.2、 公司股权结构清晰，庄奎龙一家为实际控制人 5
1.3、 三大涤纶长丝产品持续为公司创收，未来公司毛利率和净利率水平将迎修复 6
1.4、 多方融资资本陆续落地，公司上市以来产能稳步扩张 9
1.5、 公司库存管理能力行业领先，存货周转率始终维持在较高水平 10
2、 公司向上游延伸投建 PTA，成功打通“PTA-涤纶长丝”产业链 11
2.1、 下游聚酯行业具有较强的发展韧性，带动 PTA 需求向上 11
2.2、 PTA 产能持续扩张加大供给过剩压力，未来或迎新一轮行业整合期 12
2.3、 公司 PTA“自用+外购”模式降低涤纶长丝生产成本，保障原材料供应 15
3、 涤纶长丝具备较强的发展韧性，公司产能持续扩张、成长动能充足 15
3.1、 涤纶长丝具有较强发展韧性，预计未来需求仍将保持较高增速 15
3.2、 涤纶长丝行业集中度较高，行业龙头持续扩张、强者恒强 19
3.3、 公司涤纶长丝销售收入持续攀升，产能扩张助力公司开启新一轮腾飞 21
4、 涤纶短纤行业集中度有待提升，近年下游需求保持可观增速 22
4.1、 涤纶短纤主要应用于混纺，行业集中度有待提升 22
4.2、 近年涤纶短纤需求增速较快，未来纺纱和水刺无纺布将共同带动涤纶短纤需求向上 24
4.3、 公司横向发展、进军涤纶短纤领域，剑指涤纶短纤龙头地位 25
5、 盈利预测与投资建议 26
6、 风险提示 27
附：财务预测摘要 28

图表目录

图 1： 公司精耕细作 20 年，始终专注于涤纶长丝领域 4
图 2： 公司股权结构清晰，庄奎龙一家为实际控制人 6
图 3： 2010-2019 年公司营收稳步增长 7
图 4： 近十年公司净利润虽有波动但整体呈现上升趋势 7
图 5： 2019 年涤纶长丝产品占比公司营收的 84% 7
图 6： 2019 年公司涤纶长丝产品贡献 92.9%的毛利 7
图 7： 近年来公司国内的营收占比 90%以上 8
图 8： 公司毛利率和净利率均与行业景气程度相关 8
图 9： 公司涤纶长丝产品毛利率基本位于 8%以上 8
图 10： 近年来公司各项费用率管控得当 9
图 11： 公司上市至今在建工程/固定资产比值较高，产能扩张稳步推进 10
图 12： 公司存货周转率远高于行业平均水平 11
图 13： 95%的 PTA 应用于聚酯产品 11
图 14： 涤纶长丝和涤纶短纤是 PTA 最主要的下游应用 11
图 15： 涤纶长丝需求增长带动 PTA 需求向上 12
图 16： 我国 PTA 产能占比持续攀升 13
图 17： 我国是全球第一大 PTA 生产和消费大国 13
图 18： 2009-2019 年我国 PTA 产能历经三轮扩产高峰 13
图 19： 2013 年起我国 PTA 实现自给自足 13

图 20: 截至目前我国 PTA 产能已近 5400 万吨 14
图 21: 我国 PTA 行业集中度较高，CR4 占比高达 53% 14
图 22: 全国居民人均可支配收入和消费支出逐年增加 17
图 23: 我国涤纶长丝需求自 2015 年起开始复苏 17
图 24: 当前尚处于竣工周期景气阶段的中期 17
图 25: 服装鞋帽针纺织品零售额 3 月触底之后快速修复 17
图 26: 3 月后江浙织机开工率快速回升 18
图 27: 近期涤纶长丝和涤纶短纤库存天数较为平稳 18
图 28: 纺织服装出口和零售自 3 月触底后持续复苏 18
图 29: 2020 年 1 月至 9 月涤纶长丝价差受到上游原材料和下游供需的双向影响 19
图 30: 2010-2019 年涤纶长丝产能 CAGR 高达 8.2% 20
图 31: 涤纶长丝产量逐步提升，开工率维持在 80%左右 20
图 32: 公司涤纶长丝产品销售收入保持增长 21
图 33: 涤纶短纤的主要用途是与棉花等其他纤维混纺，终端下游为家纺、服装等领域 22
图 34: 近三年涤纶短纤表观消费量保持较高增速 25
图 35: 近三年棉纱产量和混纺纱、化纤纱产量出现分化 25
图 36: 涤纶短纤与棉花的价差基本位于 6000-7000 元/吨 25
图 37: 我国湿巾需求量将保持较高增速 25

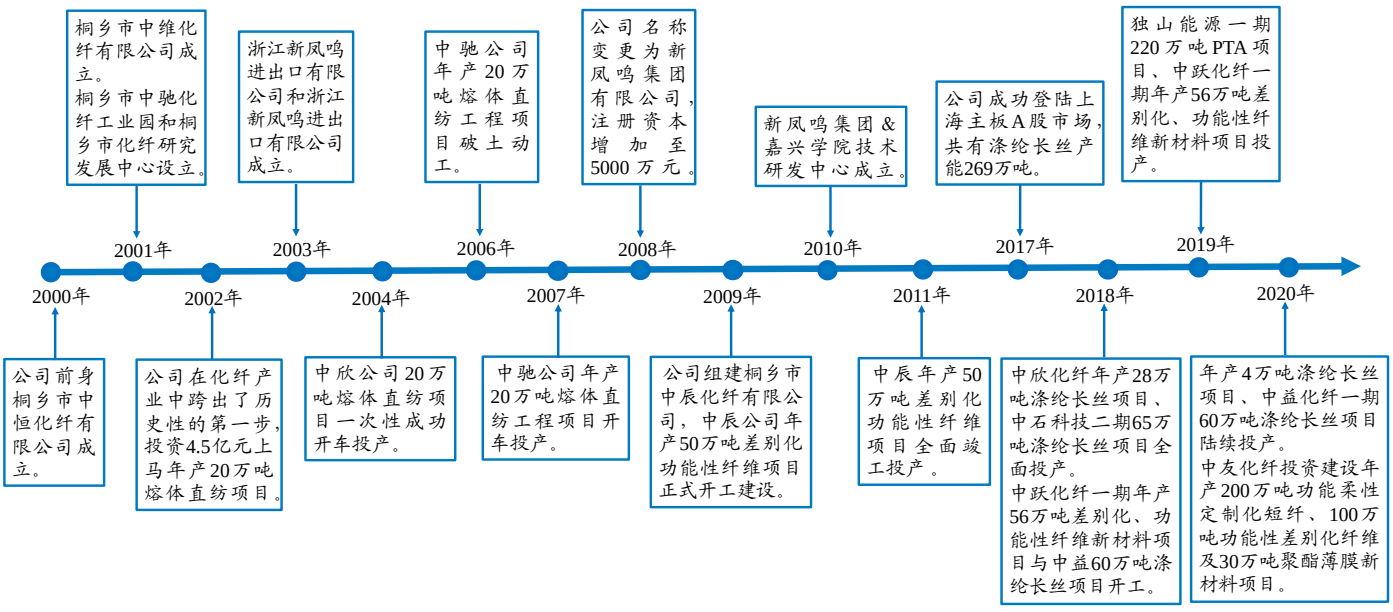
表 1: 公司涤纶长丝和 PTA 产能扩张计划明确 5
表 2: 融资资本落地迅速，公司募投项目建设掷地有声 9
表 3: 未来我国拟建 PTA 产能超 3700 万吨 14
表 4: 民用涤纶长丝产品包括 POY、DTY 和 FDY 16
表 5: 涤纶长丝生产工艺可分为熔体直纺和切片纺丝 16
表 6: 随“金九银十”传统旺季即将到来，POY 价差有所回升 19
表 7: 国内涤纶长丝行业集中度较高，CR6 占比 53%左右 20
表 8: 仪征化纤、恒逸石化、三房巷三大龙头产能占比仅为 31%左右 23
表 9: 公司业绩拆分与盈利预测 26
表 10: 可比公司盈利预测与估值 27

1、 深耕细作稳步扩张，长丝龙头扬帆起航

1.1、 公司精耕细作二十年，产能稳步扩张成为涤纶长丝行业龙头

新凤鸣集团股份有限公司（以下简称“新凤鸣”或“公司”） 坐落在化纤名镇桐乡洲泉。公司的前身桐乡市中恒化纤有限公司成立于 2000 年，当时公司仅具备 4 万吨涤纶长丝生产能力；2002 年，公司在化纤产业中跨出了历史性的第一步，投资 4.5 亿元上马年产 20 万吨熔体直纺项目，2004 年，该熔体直纺项目一次性成功开车投产，成为公司发展历史上不可磨灭的重要转折点，项目的顺利投产标志着公司由切片纺转为熔体纺，步入发展快车道。2008 年，桐乡市中恒化纤有限公司完成股份制改造，新凤鸣集团股份有限公司正式挂牌成立。此后十年间，公司保持着一贯精耕细作、稳步扩张的作风，2017 年 4 月公司成功登陆资本市场，实现上市公司身份的转变。公司自成立以来始终专注于民用涤纶长丝领域，公司的主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售，以及涤纶长丝主要原料之一的 PTA（精对苯二甲酸）的生产。公司涤纶长丝产品覆盖 POY（预取向丝）、FDY（全拉伸丝）和 DTY（拉伸变形丝）等多个系列、400 余个规格品种，主要应用于下游服装、家纺和产业用纺织品等领域。公司历经近 20 年的精心耕耘，目前已成为涤纶长丝行业的领军企业，位居国内民用涤纶长丝行业前三。

图1：公司精耕细作 20 年，始终专注于涤纶长丝领域



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司涤纶长丝和 PTA 扩张计划明确，新增产能建设掷地有声。随着 2020 年 4 月子公司中益化纤 30 万吨涤纶长丝项目顺利投放，**目前公司已拥有 460 万吨涤纶长丝产能，其中 POY 产品占比 75%左右，其余 25%为 FDY 和 DTY**。2020 年下半年，公司计划新增 30 万吨涤纶长丝产能，预计截至 2020 年底公司涤纶长丝产能将达近 500 万吨。2021 年，公司计划在湖州生产基地投放涤纶长丝产能 30 万吨，在独山港生产基地投放涤纶长丝产能 60 万吨，预计截至 2021 年底，公司涤纶长丝总产能将达 600 万吨。2022-2023 年，公司将陆续投放共计 100 万吨涤纶长丝产能，预计截至

2023 年底公司涤纶长丝产能将达 700 万吨。此外，公司致力于积极完善上游产业链，孙公司独山能源一期 220 万吨 PTA 项目于 2019 年 10 月底进入试生产阶段，2019 年 11 月、12 月陆续投产，可满足部分涤纶长丝生产原料的需求。目前，公司正在建设二期 220 万吨 PTA 项目，预计将于 2020 年三季度末投产。

表1：公司涤纶长丝和 PTA 产能扩张计划明确

产品	生产基地	主要厂区和建设项目	产能（万吨）	投产状态
涤纶长丝	桐乡市洲泉镇	中欣化纤	40	已投产
	桐乡市洲泉镇	中辰化纤（高新技术企业）	50	已投产
	桐乡市洲泉镇	中维化纤（高新技术企业）	55	已投产
	桐乡市洲泉镇	中盈化纤	62	已投产
	湖州市吴兴区东林镇	中石科技一期（高新技术企业）	62	已投产
	湖州市吴兴区东林镇	中石科技二期（高新技术企业）	65	已投产
	桐乡市洲泉镇	中欣化纤二期	28	已投产
	湖州市吴兴区东林镇	中跃化纤一期	56	已投产
	桐乡市洲泉镇	新凤鸣	4	已投产
	桐乡市洲泉镇	中益化纤一期 ZCP11 项目	30	已投产
	桐乡市洲泉镇	中益化纤一期 ZCP12 项目	30	2020Q4 投产
	湖州市吴兴区东林镇	中跃化纤二期 HCP7 项目	30	2021Q1 投产
	嘉兴平湖独山港经济开发区	独山能源	60	2021 年投产
	嘉兴平湖独山港经济开发区	独山能源	150	待定
	桐乡市洲泉镇	中友化纤	100	待定
PTA	嘉兴平湖独山港经济开发区	独山能源一期 PTA 项目	220	已投产
	嘉兴平湖独山港经济开发区	独山能源二期 PTA 项目	220	2020Q3 投产
	嘉兴平湖独山港经济开发区	独山能源 400 万吨 PTA 项目	400	待定
涤纶短纤	桐乡市洲泉镇	200 万吨功能柔性定制化短纤	200	2021 年预计投产 60 万吨

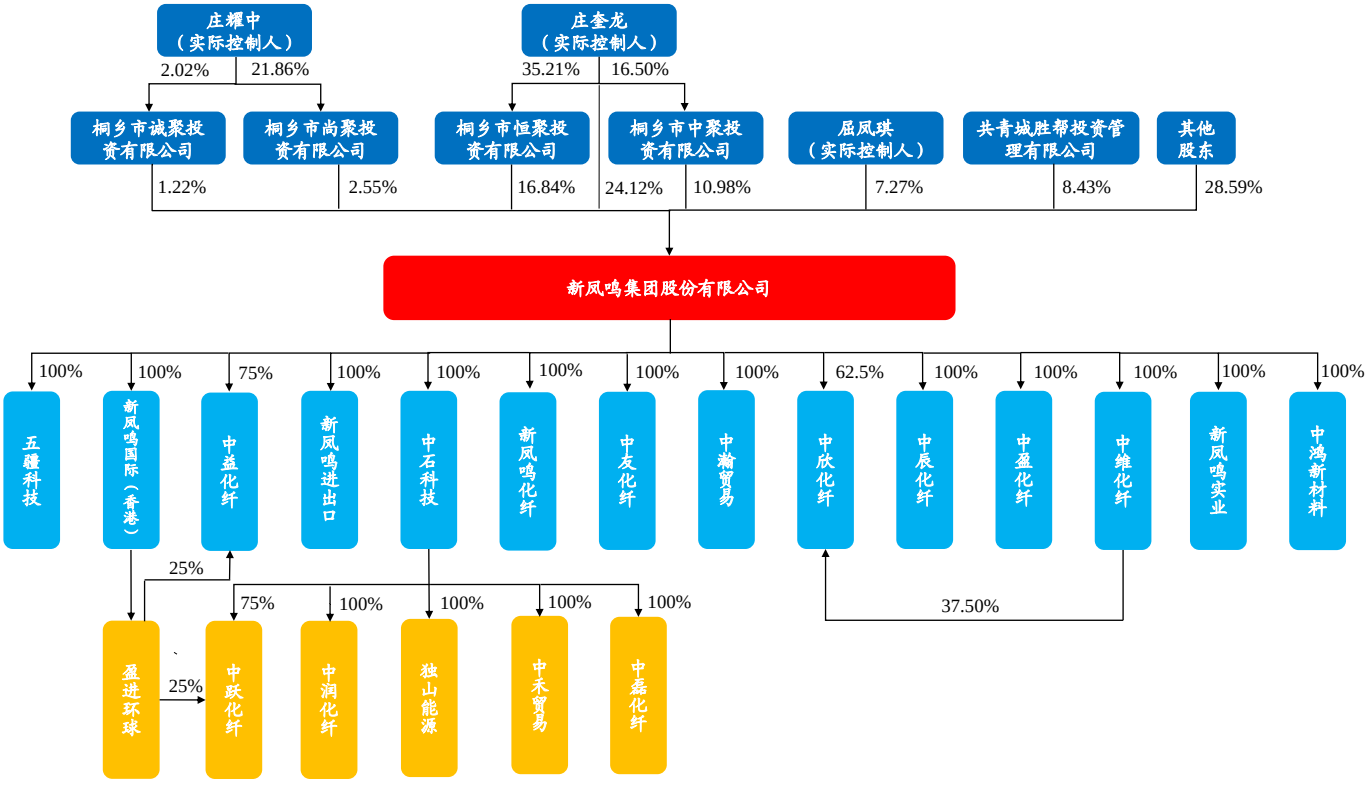
资料来源：公司年报、公司公告、开源证券研究所

1.2、 公司股权结构清晰，庄奎龙一家为实际控制人

公司股权结构清晰，庄奎龙、屈凤琪和庄耀中为公司实际控制人，其中庄奎龙为公司控股股东，庄奎龙直接持有公司股份 24.12%的股份，并通过恒聚投资和中聚投资间接控制公司 5.93%、1.81%的股份；屈凤琪为庄奎龙妻子，直接持有公司 7.27%的股份；庄耀中为庄奎龙与屈凤琪之子，通过尚聚投资和诚聚投资间接持有公司

0.56%、0.024%的股份，三人合计持有公司 39.71%的股权。目前公司旗下共有 14 家控股子公司分别为：新凤鸣化纤、中维化纤、中欣化纤、中辰化纤、新凤鸣进出口、新凤鸣国际、新凤鸣实业、中石科技、中盈化纤、中益化纤、中友化纤、中瀚贸易、五疆科技、中鸿新材料。其中，中友化纤、中瀚贸易、中鸿新材料、五疆科技是 2020 年新设立的子公司，根据公司公告，中友化纤将投资 110 亿元，建设年产 200 万吨涤纶短纤、100 万吨功能性差别化纤维及 30 万吨聚酯薄膜项目；公司设立中瀚贸易则是为公司及其他子公司提供更加专业的贸易平台；公司以自有资金设立中鸿新材料是为完善化纤板块产业结构，主要生产化纤油剂、薄膜等辅料。此外，根据公司 7 月 17 日下午发布的公告，公司将收购众润投资持有的五疆科技 100%股权，交易完成后，五疆科技将变更为公司全资子公司，本次交易构成关联交易，因众润投资为公司实际控制人庄奎龙、庄耀中控制的公司。

图2：公司股权结构清晰，庄奎龙一家为实际控制人



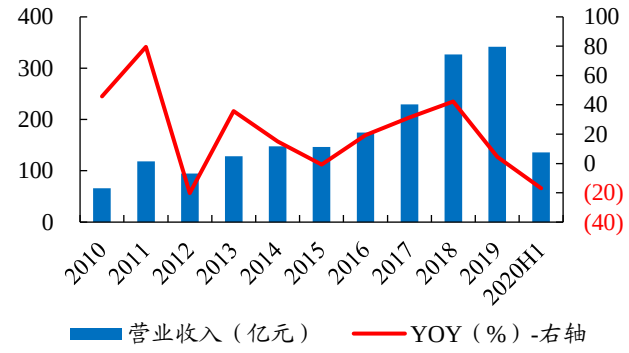
资料来源：公司公告、企查查、开源证券研究所

1.3、 三大涤纶长丝产品持续为公司创收，未来公司毛利率和净利率水平将迎修复

2010-2019 年，公司营业收入稳步增长，归母净利润虽有波动但是整体呈现增长趋势。2010 年公司营业收入为 65.96 亿元，2019 年公司营业收入已增长至 341.48 亿元，2010-2019 年 CAGR 为 20.04%。2010 年，公司归母净利润为 4.10 亿元，2019 年公司归母净利润增长至 13.55 亿元，年均复合增速为 14.20%。其中 2010-2013 年，公司归母净利润持续下滑，2012 年公司营收也出现大幅下降，主要是由于该时期国内宏观经济形势疲软、全球经济复苏放缓及欧债危机导致整个涤纶长丝行业进入结构性的深度调整期，2013 年公司的归母净利润为 0.36 亿元，触及谷底。2014 年起，

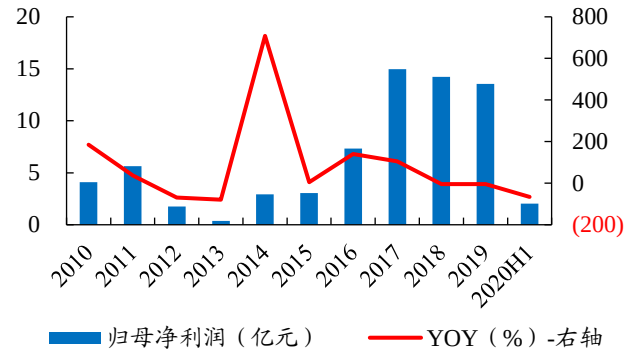
涤纶长丝行业经历了底部调整后有所回暖，随着下游需求的恢复，行业景气度逐渐回升。因此，公司上市第一年，即 2017 年，公司营业收入和归母净利润增速明显，分别同比增长 31.39%和 104.51%。2019 年，涤纶长丝行业景气度再次有所下行，涤纶长丝价格下滑、价差缩窄，公司盈利能力小幅回落。2020 年上半年，由于受到新冠疫情影响，涤纶长丝下游需求受到较大冲击，公司营收和归母净利润分别同比大幅下降 16.93%和 65.70%。我们认为，短期业绩波动不改公司长期价值，随疫情缓和、下游需求陆续恢复，我们看好涤纶长丝行业迎来复苏。

图3：2010-2019 年公司营收稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

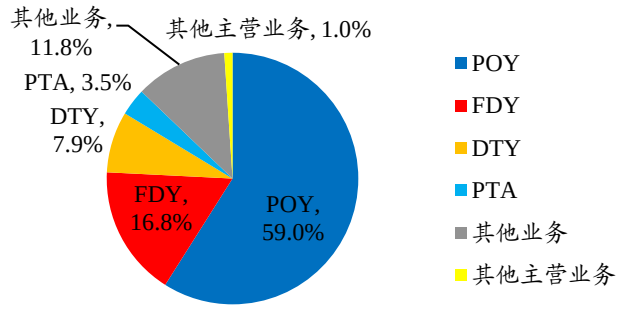
图4：近十年公司净利润虽有波动但整体呈现上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

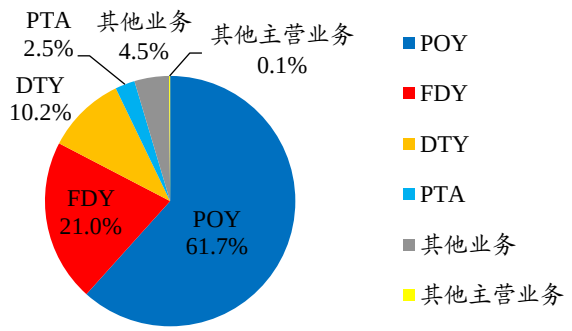
涤纶长丝是公司营业收入和毛利的主要来源。2019 年，POY、DTY、FDY 三大涤纶长丝产品占公司总营收的 84%，其中 POY 产品占比 59%，FDY 产品占比 17%，DTY 产品占比 8%。独山能源一期 220 万吨 PTA 项目于 2019 年 10 月底进入试生产阶段，于 2019 年 11 月、12 月陆续投产、释放业绩，因此 PTA 业务在 2019 年仅占比公司总营收的 3%左右。从毛利上来看，2019 年公司 93%左右的毛利都由涤纶长丝产品贡献，其中，POY 占比最大，高达 61.7%，FDY 占比 21.0%，DTY 占比 10.2%，PTA 占比 2.5%。由于我国纺织品市场需求规模大，公司产品主要在国内销售，近年来公司国内的营收占比 90%以上，少部分外销东南亚、北非和西欧地区。目前公司涤纶长丝的国内市场占有率接近 10%，是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一。

图5：2019 年涤纶长丝产品占比公司营收的 84%



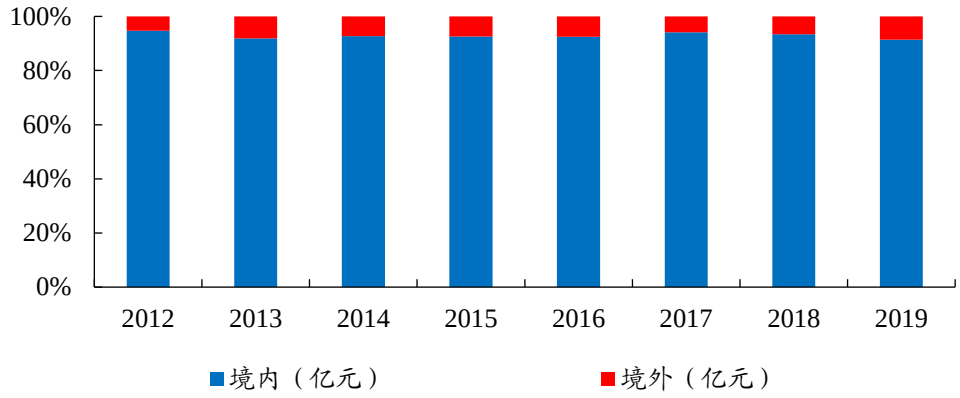
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019 年公司涤纶长丝产品贡献 92.9%的毛利



数据来源：Wind、开源证券研究所

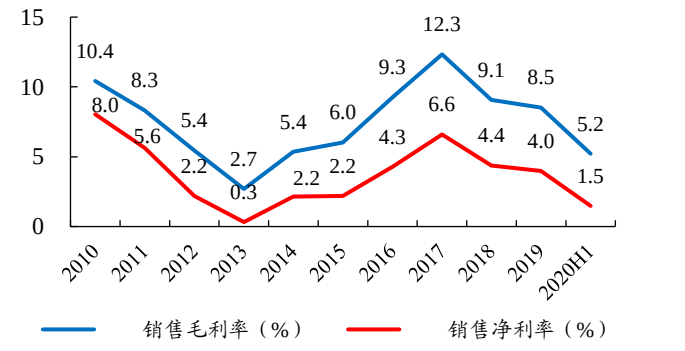
图7：近年来公司国内的营收占比 90%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

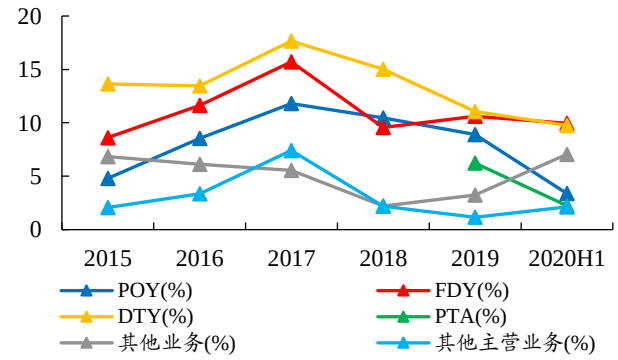
公司盈利能力与行业景气程度相关，向上游延伸产业链有助于提升抗风险能力。公司销售毛利率和销售净利率均与行业景气程度相关。2011-2013 年，行业景气逐步回落并于 2013 年到达谷底，公司销售毛利率相应从 8.3%下降至 2.7%，销售净利率从 5.6%下降至 0.3%。此后随着行业景气度回升，公司销售毛利率和销售净利率持续反弹，2017 年公司销售毛利率创下 2010 年以来的新高，高达 12.3%，净利率高达 6.6%。2018 年起，行业景气度再次有所回落，公司毛利率和净利率随之下滑。由于原材料 PTA 占比涤纶长丝生产成本的 85%左右，公司向上游打通 PTA 产业链，完善涤纶长丝产业链有助于抵御周期波动，提升抗风险能力。POY、FDY、DTY 三大涤纶长丝产品毛利率基本位于 8%以上。2019 年，DTY 的毛利率最高，为 11.06%；其次是 FDY，毛利率为 10.62%；POY 产品毛利率为 8.9%。2020 年 H1，由于受到疫情影响，公司涤纶长丝产品的毛利率均出现不同程度的下滑，其中 POY 毛利率下滑至 3.38%，未来随国内外需求复苏，公司涤纶长丝产品毛利率水平有望持续修复。

图8：公司毛利率和净利率均与行业景气程度相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司涤纶长丝产品毛利率基本位于 8%以上

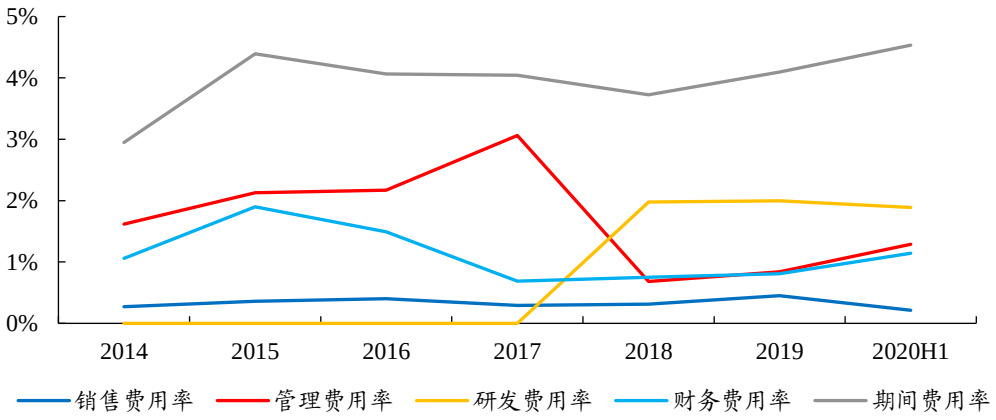


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司各项费用率管控得当，近五年间期间费用率均控制在 5%以内。公司 2014 年至 2019 年，公司涤纶长丝产能从 170 万吨增至 430 万吨，并于 2019 年成功打通“PTA-涤纶长丝”产业链。5 年间公司产能与产业链均实现了质的飞越，但是期间费用率管控成效显著，截至 2020 年上半年，公司期间费用率为 4.53%，较 2014 年仅上升了 1.58 个百分点。而员工数量从 6,589 人增加至 10,887 人，增幅仅为 65.23%。

单位人工成本不断降低，生产效率行业领先。在 2020 年上半年，疫情给公司带来了较大的挑战，公司逆势而上、提质增效，各项费用率水平保持稳定，销售费用率得到明显优化，与 2019 年 H1 相比下降了 55.38%。

图10：近年来公司各项费用率管控得当



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、 多方融资资本陆续落地，公司上市以来产能稳步扩张

自 2017 年上市以来，公司采取多渠道融资与投资项目相匹配，资本落地迅速。根据公司《首次公开发行股票招股说明书》，2017 年公司通过 IPO 募集资金净额为 19.70 亿元，主要用于桐乡中维化纤年产 4 万吨超细扁平纤维深加工项目和湖州中石科技年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目。其中，中维化纤年产 4 万吨超细扁平纤维深加工项目在公司上市之前以自筹资金先行投入，于 2016 年 4 月建设完成；中石科技年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目于 2018 年 3 月、5 月陆续投产。2018-2019 年公司分别通过可转债发行上市和定向增发股票方式进行资金募集，募集资金净额分别为 21.53 亿元和 21.89 亿元，募集资金当年便投入到涤纶长丝扩建、独山能源 220 万吨 PTA 等项目建设中。除直接融资外，公司还通过自筹资金和银行贷款等方式为项目建设融通资金。2017-2019 年公司涉及生产建设或技改项目的在建工程新增投资额分别为 13.80 亿、42.75 亿元和 57.33 亿元，公司上市以来产能稳步扩张，新项目资本开支逐年增长，募投项目建设有序推进、按期投产，具有较强的发展动能。

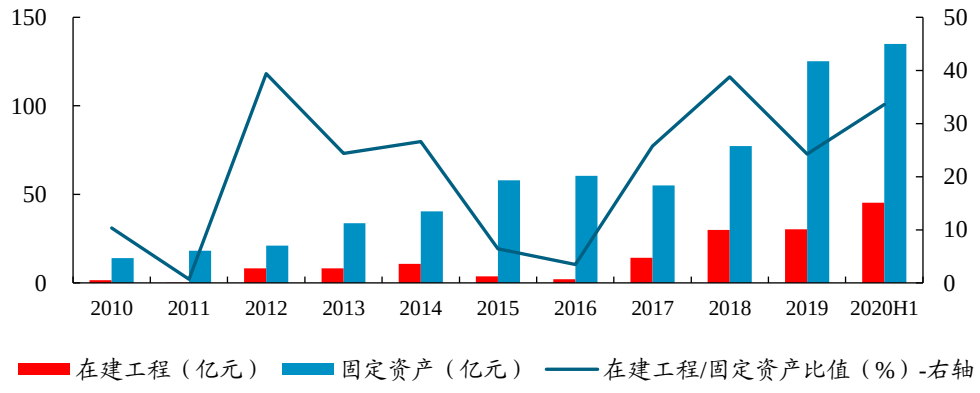
表2：融资资本落地迅速，公司募投项目建设掷地有声

年份	融资方式	融资渠道	获得金额（亿元）	资金用途	实际使用资金来源
2017	直接融资	IPO	19.7	桐乡中维化纤年产 4 万吨超细扁平纤维深加工项目（自筹资金先行投入，于 2016 年 4 月建设完成）	自筹资金
				湖州中石科技年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目（2017 年投入金额 8. 26 亿元）	募集资金
	间接融资	年末净新增短期借款	3.38		
2018 年重要在建工程项目共计 11 项，报告期内共计投资 13.80 亿元					

年份	融资方式	融资渠道	获得金额（亿元）	资金用途	实际使用资金来源
2018	直接融资	可转债	21.53	中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目（2018 年投入金额 5.87 亿元）	募集资金、自筹及银行借款
				中维化纤锅炉超低排放节能改造项目（2018 年投入金额 2.28 亿元）	募集资金及自筹
				年产 4 万吨差别化纤维柔性智能化生产试验项目（2018 年投入金额 2.51 亿元）	募集资金、自筹及银行借款
				中石科技年产 26 万吨差别化纤维深加工技改项目（2018 年投入金额 3.24 亿元）	募集资金及自筹
	间接融资	年末净新增短期借款	15.12		
2018 年重要在建工程项目共计 9 项，报告期内共计投资 42.75 亿元					
2019	直接融资	定向增发	21.89	浙江独山能源有限公司年产 220 万吨 PTA 项目（2019 年投入金额 8.30 亿元）	自筹及银行借款
				中跃化纤年产 56 万吨差别化、功能性纤维新材料项目（2019 年投入金额 14.35 亿元）	募集资金、自筹及银行借款
	间接融资	年末净新增短期借款	9.25		
		年末净新增长期借款	16.47		
2019 年重要在建工程项目共计 11 项，报告期内共计投资 57.33 亿元					

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司上市至今在建工程/固定资产比值较高，产能扩张稳步推进



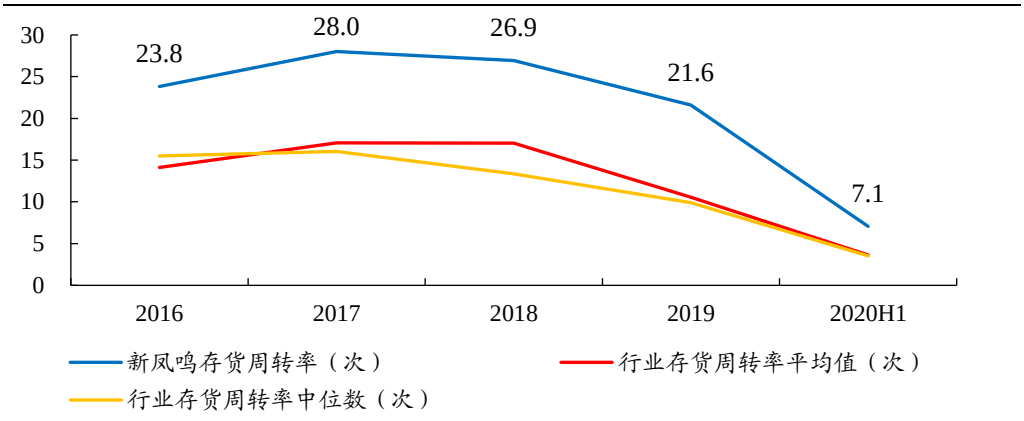
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、 公司库存管理能力行业领先，存货周转率始终维持在较高水平

公司坚持将原材料和库存商品维持在合理水平，低库存管理能力在行业内处于领先地位。根据公司年报，公司主要原材料 PTA、MEG 的库存通常保持 10 天以内的消耗量，库存商品保持 5-7 天的销量，既减少了对仓库库容和流动资金的占用，也有利于公司对市场波动及时做出有效的调整。在采购上，公司每日编制原材料库存表，根据库存量并结合原材料价格走势及后续市场趋势的判断决定次日采购，保持合理库存。在销售上，公司销售部门将产品库存情况作为对外报价的重要依据，并

针对不同类别的客户等级开展不同的营销活动，确保低库存运行。公司库存管理水平在行业内处于领先地位，根据 Wind 数据，2019 年公司存货周转率为 21.6，**近些年公司的存货周转率远高于行业平均水平，2020 年上半年在新冠疫情的冲击下，公司存货周转率依然领跑行业。**

图12：公司存货周转率远高于行业平均水平



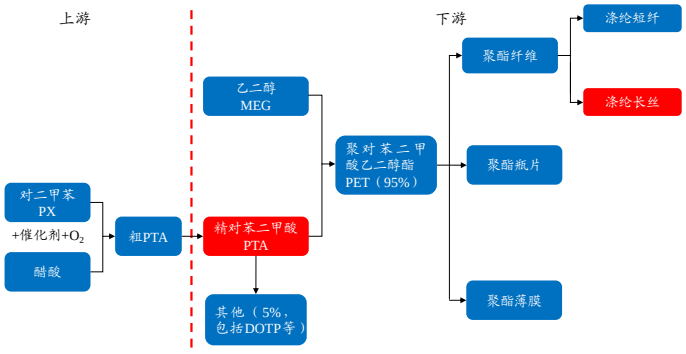
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、公司向上游延伸投建 PTA，成功打通“PTA-涤纶长丝”产业链

2.1、下游聚酯行业具有较强的发展韧性，带动 PTA 需求向上

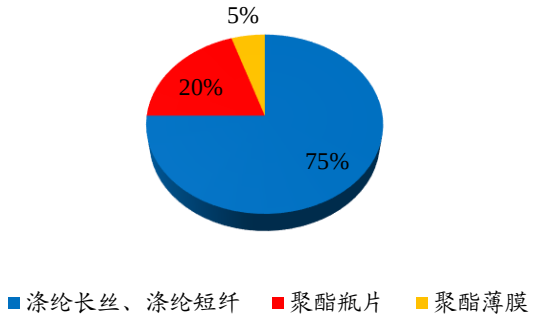
PTA 下游的最大需求来自于涤纶长丝和涤纶短纤。PTA 全称为精对苯二甲酸，由 PX 溶于醋酸后经氧化获得粗 PTA，再通过精制提纯得到 PTA。PTA 下游主要应用于化纤行业，据百川盈孚统计，95%的 PTA 应用于聚酯产品，具体产品包括聚酯纤维（涤纶长丝、涤纶短纤）、聚酯瓶片和聚酯薄膜，其余 5%应用于 PVC 增塑剂 DOTP 等产品。其中，聚酯纤维（涤纶长丝和涤纶短纤）产品占比 75%，是 PTA 最主要的下游应用，民用涤纶长丝和涤纶短纤主要应用于纺织服装行业，涤纶工业丝主要应用于汽车领域；聚酯瓶片占比 20%，主要应用于饮料包装；聚酯薄膜占比 5%左右，主要应用于印刷、包装、电子等领域。

图13：95%的 PTA 应用于聚酯产品



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

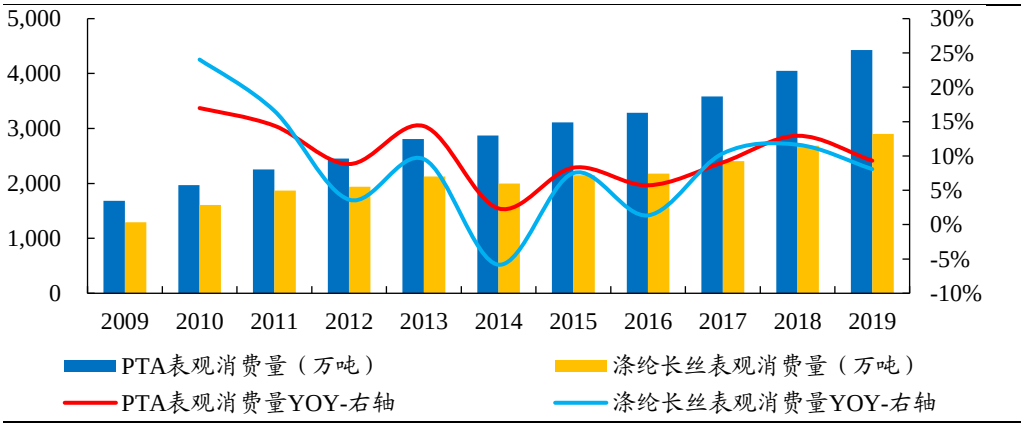
图14：涤纶长丝和涤纶短纤是 PTA 最主要的下游应用



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

涤纶长丝需求增速表现出较强的发展韧性，带动 PTA 需求同步增长。2014 年全球经济增速整体放缓，下游需求疲软，涤纶长丝表观消费量增速下滑至近十年以来的最低点，PTA 表观消费量增速同步下降至近十年的最低点 2.34%。2016 年起全球经济有所回暖，我国涤纶长丝行业逐步复苏，涤纶长丝和 PTA 表观消费量均企稳回升。2019 年，受中国经济增速放缓以及中美贸易摩擦的影响，我国纺织服装行业景气度整体再次下滑，内销和外需增速都有所放缓。但是即便在外部环境景气度欠佳的情况下，涤纶长丝下游消费依然实现了高速增长，据卓创资讯统计，2019 年我国涤纶长丝表观消费量增速为 8.1%，表现出较强的发展韧性；2019 年我国 PTA 表观消费量为 4427 万吨，与涤纶长丝表观消费量保持同步增长，较 2018 年同比增长 9.31%，增长势头依然强劲。**我们看好未来下游聚酯产品，尤其是涤纶长丝需求仍将保持较高的景气度，PTA 需求将实现同步增长。**

图 15：涤纶长丝需求增长带动 PTA 需求向上

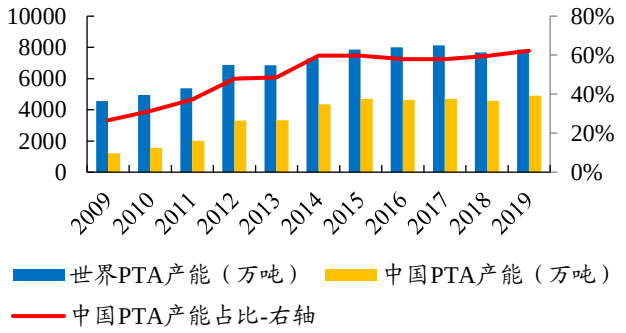


数据来源：CCF、卓创资讯、开源证券研究所

2.2、 PTA 产能持续扩张加大供给过剩压力，未来或迎新一轮行业整合期

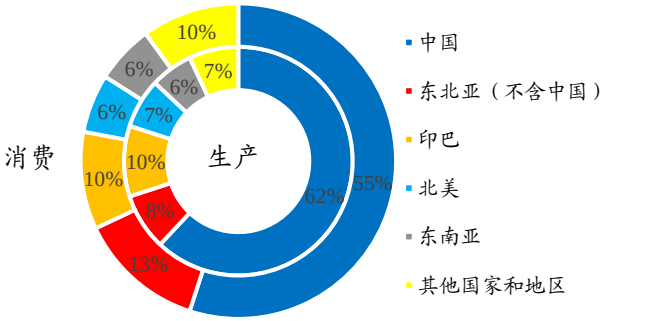
根据中石化经济技术研究院数据，2009-2019 年，全球 PTA 产能稳步提升，从 2009 年的 4549 万吨增长到 2019 年的 7896 万吨，年均复合增速为 5.6%。目前 PTA 产业主要聚集在亚洲地区，据中国产业信息网和 CCF 统计，2019 年亚洲 PTA 产能和中国 PTA 产能分别为 6790 万吨和 4898 万吨，分别占全球总产能的 86%和 62%。而在 2009 年我国 PTA 产能仅为 1210 万吨，仅占全球的 27%，经过十年的大幅扩张，我国 PTA 产能占比提升了 35%，成为全球第一大 PTA 生产大国。在需求端，亚洲同样是 PTA 的主要消费市场，2019 年亚洲 PTA 消费量占比全球总消费量的 80%。其中，我国是全球最大的 PTA 消费国，PTA 消费占比高达 55%，因此我国在全球 PTA 市场供需中占据主导地位。

图16：我国 PTA 产能占比持续攀升



数据来源：中石化经济技术研究院、开源证券研究所

图17：我国是全球第一大 PTA 生产和消费大国

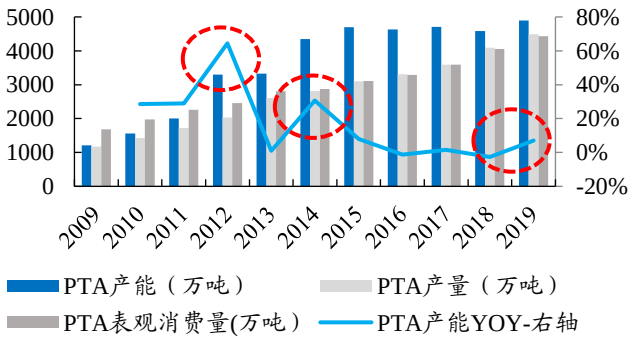


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

注：钱伯章.精对二甲酸的国内外市场分析[J].上海化工 2014(01):35-41，赵明阳.2014 年聚酯产业链供需状况及发展趋势[J].化学工业 2015(5):19-33

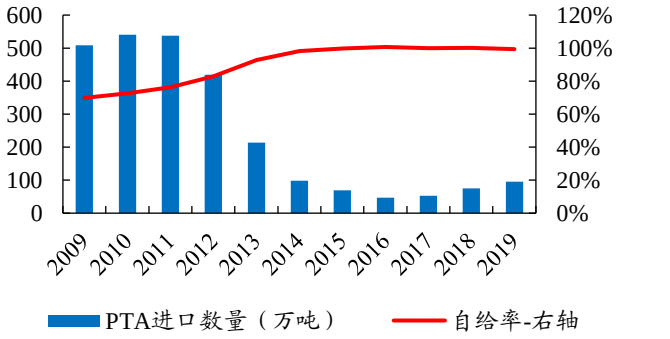
2009 年至 2019 年我国 PTA 行业历经三轮扩产高峰，目前面临供应过剩问题。自 2000 年以来，随下游聚酯产业快速发展，我国 PTA 行业逐渐进入快速成长时期，产能逐年攀升，其中 2012 年产能大幅增长，同比增长 64%。与此同时，我国 PTA 进口依赖度也随之下降，自 2013 年起我国 PTA 基本不再依赖进口。在经历了 2014 年第二轮产能大幅扩张以后，我国 PTA 行业开始出现供大于求的供需格局，据 CCF 统计，2014 年我国的 PTA 产能为 4348 万吨，表观消费量为 2872 万吨，这也导致 2014 年的开工率仅为 65%。此后我国 PTA 产能扩张速度有所放缓，2015 年后落后产能加速出清，多套装置关停，单套规模 60 万吨以下的小装置基本失去竞争力。自 2019 年起我国 PTA 行业迎来了第三轮扩产小高峰，据 CCF 统计，截至 2019 年底我国 PTA 产能为 4893 万吨，同比增长近 7%，增大了我国 PTA 行业供应过剩的压力。

图18：2009-2019 年我国 PTA 产能历经三轮扩产高峰



数据来源：CCF、开源证券研究所

图19：2013 年起我国 PTA 实现自给自足

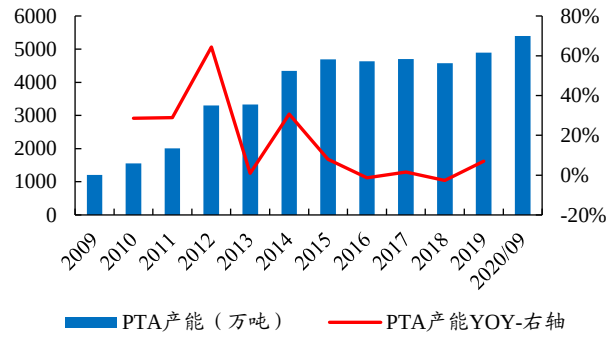


数据来源：CCF、海关总署、开源证券研究所

目前我国 PTA 行业集中度较高，龙头企业继续以低成本扩张，持续发挥规模优势。荣盛石化、恒逸石化、恒力石化、桐昆股份的 PTA 产能位列全国前四位，这四大石化企业的 PTA 产能占我国总产能的 53%左右，我国 PTA 行业集中度较高。从未来投产计划来看，产能继续扩张的主力也以行业龙头为主。首先，对于龙头企业而言，由于已具备一定生产基础，扩产投资的成本较低。**如新凤鸣 PTA 一期项目、二期项目生产规模都为 220 万吨，投资金额分别为 40 亿元和 32 亿元，**而福建百宏 250 万吨 PTA 装置环评总投资却高达 57.2 亿元。其次，PTA 核心成本竞争力在于设备和

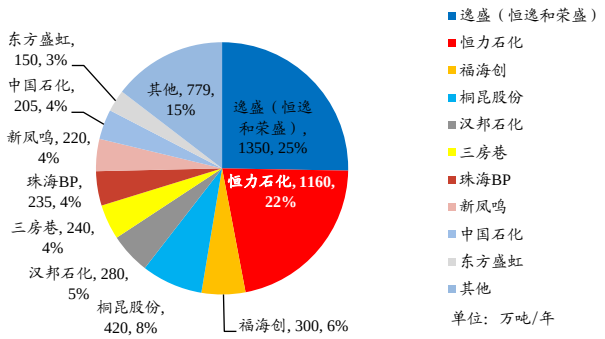
工艺，是典型的后发优势行业，越晚投产规模越大的装置成本越低。过去十年，PTA 边际加工成本从 1000 元/吨大幅下降至 500 元/吨左右，主要是由于大容量技术带来的规模经济以及工艺技术的提升。因此，在行业竞争愈加激烈的背景下，龙头企业优势愈发凸显。

图20：截至目前我国 PTA 产能已近 5400 万吨



数据来源：CCF、开源证券研究所

图21：我国 PTA 行业集中度较高，CR4 占比高达 53%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

未来几年我国 PTA 产能仍将保持大幅增长，或迎来新一轮的行业整合期。2020 年我国 PTA 产能或将迎来爆发式增长，预计将有 1490 万吨 PTA 产能集中释放，民营企业仍然是扩产的主力军。恒力石化第四条年产 250 万吨 PTA 生产线已于 2020 年 1 月投产，第五条 250 万吨 PTA 生产线于 2020 年 6 月底投料开车；逸盛新材料一期 300 万吨、新凤鸣二期 220 万吨 PTA 项目也将在 2020 年陆续投产，届时我国 PTA 所面临的供应过剩压力将进一步增大。近年来，我国投产的 PTA 装置规模基本大于 200 万吨，与新投产的上下游一体化大装置相比，原有 100 万吨左右的小规模装置将逐渐丧失竞争力，在产能过剩的压力下，部分落后的小装置可能关停，我国 PTA 行业或将迎来新一轮的行业整合期。

表3：未来我国拟建 PTA 产能超 3700 万吨

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
恒力石化#4	250	恒力石化	已投产
恒力石化#5	250	恒力石化	已投料
逸盛宁波	300	恒逸石化、荣盛石化	2020 年
福建百宏	250	百宏石化	2020 年 10 月
独山能源	**220**	**新凤鸣二期**	**2020Q3**
澄星实业+中石化	220	江阴澄星实业集团、中石化	2020 年
2020 年小计	**1490**		
逸盛宁波	300	恒逸石化、荣盛石化	2021 年
逸盛海南	220	恒逸石化、荣盛石化	2021 年
虹港石化	240	盛虹石化	2021 年
宁夏宝塔	120	宝塔石化集团	2021 年
2021 年小计	**880**		
仪征化纤	220	中国石化	2022 年

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
桐昆股份一期+二期	500	桐昆股份	一期已开工建设
蓝山屯河	120	蓝山屯河	2022 年
宁波台化	300	台化	待定
佳龙二期	200	佳龙集团	待定
2021 年后小计	**1340**		

数据来源：公司公告、卓创资讯、开源证券研究所

2.3、 公司 PTA“自用+外购”模式降低涤纶长丝生产成本，保障原材料供应

2019 年末公司首个 PTA 生产项目顺利投产，二期年产 220 万吨 PTA 项目投产在即，预计将于 2020 年三季度建成投产，届时公司 PTA 生产能力将达 500 万吨，基本可实现涤纶长丝重要原材料 PTA 的自给自足。未来，PTA 除了公司自用外，也将进行外销，同时也会选择继续外购 PTA，外采的大部分仍将通过长约方式进行采购，少部分通过市场自行采购，**公司通过“自用+外购”的模式在优化采购成本的同时，保障 PTA 稳定供应。**

公司 PTA 新装置后发优势明显，公司已布局配套涤纶长丝装置，成本优势突出。公司 PTA 生产装置采用 BP 公司最新一代 PTA 工艺技术，能耗物耗水平进一步改善，具备较强的后发优势。公司 PTA 生产基地距离涤纶长丝生产基地运输距离较短，可节省物流运输成本；同时，公司 PTA 装置采取余热发电方案，公司已布局配套了 60 万吨涤纶长丝产能，预计将于 2021 年投产，届时涤纶长丝生产装置可利用 PTA 装置余热发电产生的电量，进一步优化涤纶长丝生产成本；此外，PTA 可通过管道运输直达配套的涤纶长丝生产装置。因此，公司在独山港打造一体化“PTA-涤纶长丝”生产基地，将进一步提升公司涤纶长丝产品的市场竞争力，增强盈利能力。

公司横向发展战略雏形已现，未来将进一步拓宽 PTA 下游聚酯产品，“PTA-聚酯”产业链的领军者地位稳固。2020 年 6 月，公司发布公告，公司全资子公司桐乡中友化纤拟投资 110 亿元建设年产 200 万吨的短纤项目，100 万吨功能性差别化纤维及 30 万吨聚酯薄膜新材料项目。公司进一步拓宽 PTA 下游聚酯产品品种，有利于完善公司产业结构，提高公司在化纤行业中的品牌协同效应，为公司拓展未来发展空间打下坚实的基础。

3、 涤纶长丝具备较强的发展韧性，公司产能持续扩张、成长动能充足

3.1、 涤纶长丝具有较强发展韧性，预计未来需求仍将保持较高增速

涤纶长丝具有强度大、热稳定性高、弹性好、染色性佳的优点，主要应用于服装、家纺和工业领域。据卓创资讯数据，服装、家纺和工业领域的应用分别占比 44%、27%和 28%。民用涤纶长丝主要应用于服装和家纺领域，主要产品包括 POY（涤纶

预取向丝）、DTY（拉伸变形丝）和 FDY（全拉伸丝）三种，其中 POY 是用量最大的品种。涤纶长丝具有熔体直纺和切片纺丝两种生产工艺，熔体直纺是将 PTA 和 MEG 聚合后的聚酯熔体直接送往纺丝；切片纺丝则需将聚合物熔体先制作为切片后送往纺丝。熔体直纺和切片纺丝具有各自的优势，熔体直纺具备工艺流程短的特点，大规模工业生产通常采用熔体直纺，切片纺丝生产品种切换便利，灵活性强。

表4：民用涤纶长丝产品包括 POY、DTY 和 FDY

名称	特性	用途
POY	预取向、低结晶度；后加工性能好	主要用于后加工生产。例如生产 DTY、DT、ATY，也适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝和缝纫线。
DTY	有一定的弹性及收缩性	直接用于下游制造，是针织（纬编、经编）或机织加工的理想原料，主要用于制作服装面料、床上用品及装饰用品。
FDY	强度高、染色均匀、面料手感顺滑柔软、毛丝断头少	直接用于下游制造，主要用于制作高端服装。可用于生产涤塔夫、牛津布、西装里料、鞋用材料等，以及各种绒类织物、雨披、伞面、包覆纱等。

资料来源：中国产业信息网、公司公告、开源证券研究所

表5：涤纶长丝生产工艺可分为熔体直纺和切片纺丝

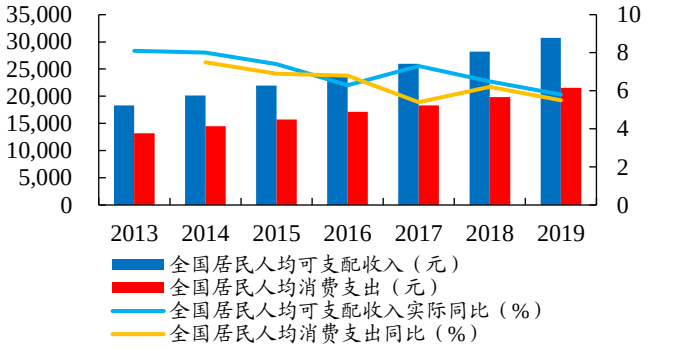
主要生产工艺	熔体直纺	切片纺丝
工艺流程	聚酯熔体→纺丝→后处理→成品	聚酯切片→干燥→熔融→纺丝→后处理→成品
优点	工艺流程短，可以省去切片生产、输送混合、干燥和再熔融等过程	酯化缩聚和纺丝是两个独立的组成部分，相互独立，纺丝装置布局灵活
	设备投资少，聚酯原料和热消耗低，成本更低	品种切换方便，灵活性大
	自动化程度高，适合大规模生产	
缺点	工艺复杂，酯化缩聚故障或原料不足都会影响纺丝	工艺流程长
		单位产量基建成本高
	适合单一品种大量生产，灵活性差	聚酯原料和热消耗高

资料来源：《聚酯工业》、《合成纤维》、开源证券研究所

注：季先进.聚酯工艺技术的新改进[J].合成纤维,2014,43(06):6-9.马英杰,陈钢,郭群. 涤纶差别化是化纤市场发展的必然趋势[J].聚酯工业,2014,27(04):1-3.

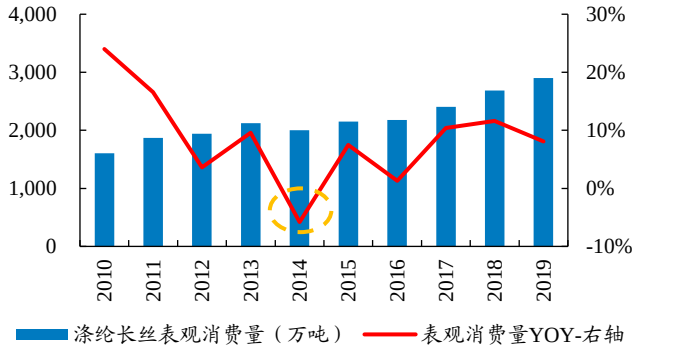
涤纶长丝行业上接石油化工，下接纺织、服装、汽车以及其他工业等领域，与我国经济发展和居民消费能力具有一定相关性。全国居民人均可支配收入与全国人均消费支出逐年增加，近几年二者的同比增速有所下降，但截至 2019 年增速依然维持在 6%左右。2014 年，我国宏观经济增速放缓，国内下游纺织服装行业需求较为疲软，导致涤纶长丝表观消费量出现负增长，与 2013 年相比同比下降 5.8%。2015 年后，纺织服装行业有所回暖，下游需求逐步复苏，涤纶长丝表观消费量恢复增长。2018 年，涤纶长丝需求迎来一轮小高峰，2018 年涤纶长丝表观消费量为 2658 万吨，同比增长 11.6%，为近五年以来的最高增速。**2019 年，涤纶长丝行业虽然受到全球经济增速放缓和中美贸易摩擦等外部环境的影响，但是仍然展现出较强的发展韧性，2019 年涤纶长丝需求依然实现了 8.1%的同比增长。**

图22：全国居民人均可支配收入和消费支出逐年增加



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

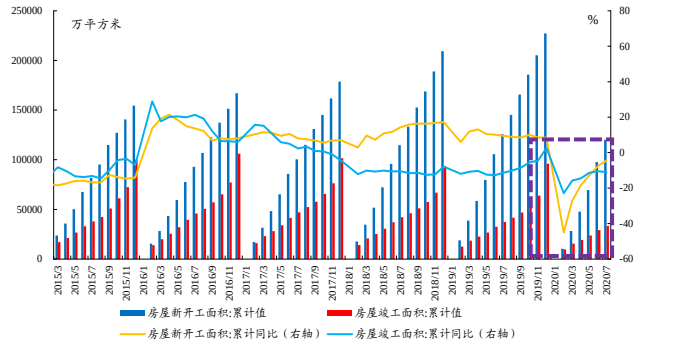
图23：我国涤纶长丝需求自 2015 年起开始复苏



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

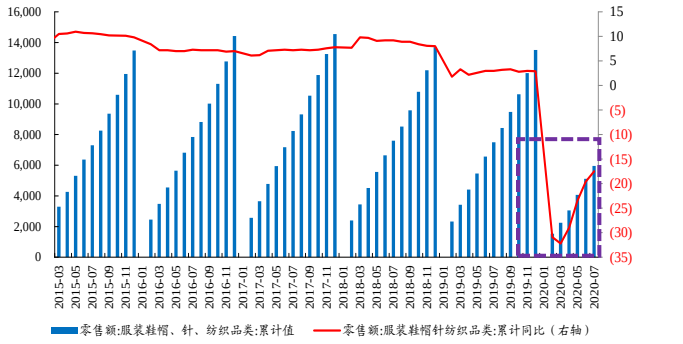
房地产竣工持续回暖将有利于提振家纺用品需求。2016 年底-2019 上半年，在“房住不炒、因城施策”的调控主基调下，我国房地产市场坚持稳定增长预期，住宅新开工面积同比增速走高，逐渐与竣工面积同比增速产生背离，竣工面积增速放缓抑制了部分家纺用品的新增需求。2019 年 8 月，房屋开竣工“剪刀差”逐步收窄，地产竣工端开始步入回暖期、快速修复。据国家统计局发布数据显示，2019 年 1-12 月，全国房地产开发投资共 132,194 亿元，同比增长 9.9%，其中住宅投资 97,071 亿元，增长 13.9%；商品房销售面积 171,558 万平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积 150,144 万平方米，同比增长 1.5%。房地产竣工持续回暖将有利于提振家纺用品需求。**2020 年 Q1 受到新冠疫情冲击，房地产开竣工进度均有所放缓，但随疫情缓解开竣工进度有望持续修复，房屋竣工面积同比增长有望带动家用纺织用品需求增长。**

图24：当前尚处于竣工周期景气阶段的中期



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图25：服装鞋帽针纺织品零售额 3 月触底之后快速修复

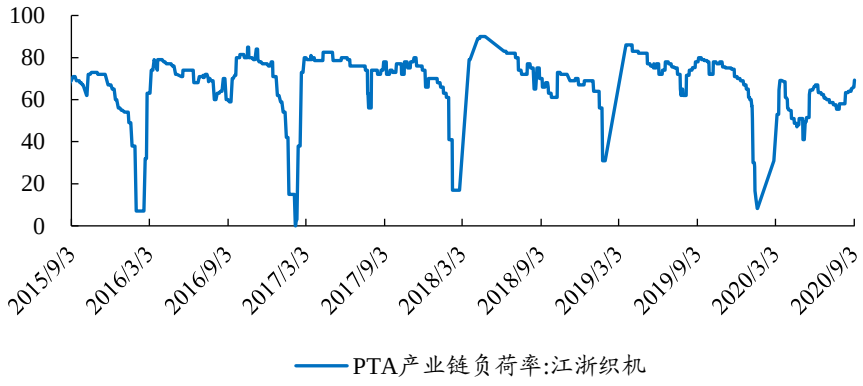


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年初，受传统春节淡季和疫情的影响，江浙地区织机开工率急速下滑，进入 3 月后江浙织机开工率快速回升，截至目前江浙地区的织机开工率为 70%左右，仍然低于 75%-80%的往年水平。春节过后，疫情导致下游纺服需求低迷，涤纶长丝处于不断累库状态，库存量也不断冲高，据 Wind 数据，3 月末江浙地区的 POY 库存天数一度触及 35 天的历史高位。但随着国内疫情得到有效控制、内需强势回补，自 4 月起涤纶长丝库存开始下降，截至目前涤纶长丝 POY 的库存天数基本维持在 28 天左右，去库成效较为显著。据国家统计局数据，2020 年 7 月服装鞋帽、针纺织品

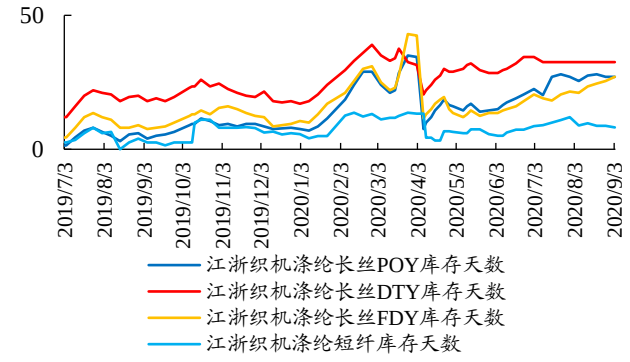
零售额同比下降 2.5%，与 3-5 月的同比降幅相比已明显缩窄；出口方面，据海关总署数据，**2020 年 7 月当月，我国完成服装及衣着附件出口 153.2 亿美元，虽同比下降 8.5%，但是降幅较前几月已经有所缩窄，同时实现环比增长 19.0%**，完成纺织纱线、织物及制品出口 159.8 亿美元，环比下降 1.1%，同比增长 48.4%，主要由于我国口罩和防护服出口增长所致。**综合而言，下游纺织服装的内需和出口均已出现明显的环比改善，我们看好外需持续复苏、出口市场回暖将进一步带动涤纶长丝需求回升。**

图26：3 月后江浙织机开工率快速回升



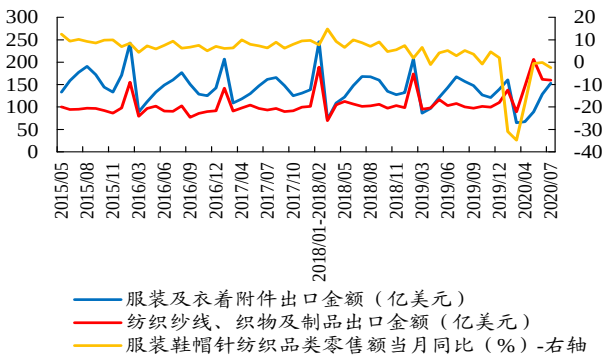
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：近期涤纶长丝和涤纶短纤库存天数较为平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：纺织服装出口和零售自 3 月触底后持续复苏



数据来源：国家统计局、海关总署、开源证券研究所

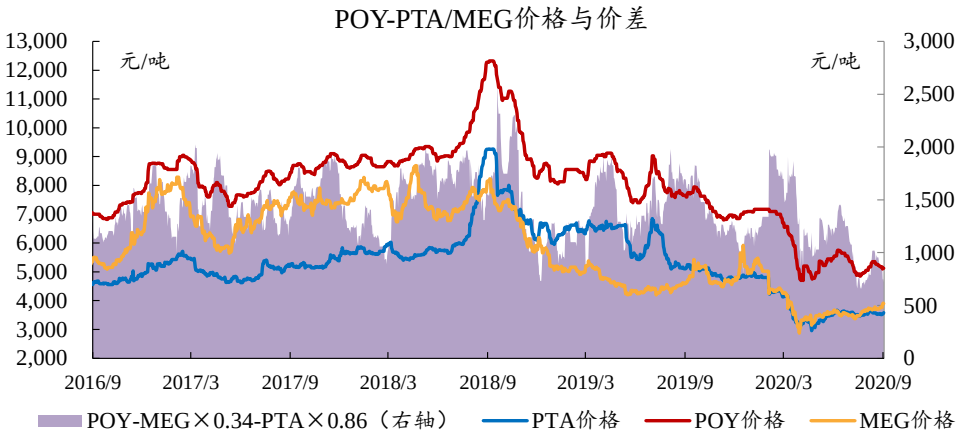
涤纶长丝价差受上游原材料和下游供需双向影响，随旺季到来涤纶长丝价差有望持续修复。2020 年 1 月-4 月，新冠疫情爆发叠加原油价格大幅下行，POY 价差随之大幅走低，4 月 POY 平均价差降至 1061 元/吨；步入 5 月之后，随国内疫情缓和、原油价格反弹，POY 价差逐步修复，5 月 POY 平均价差反弹至 1200 元/吨左右；7 月起，由于海外疫情尚未完全控制，纺服需求较为低迷，POY 价差再度走低，7 月 POY 平均价差仅为 818 元/吨；进入 8 月后，随“金九银十”传统旺季即将到来，POY 价差有所回升。我们预计进入旺季后，涤纶长丝价差将迎来进一步修复，行业景气度将持续提振。

表6：随“金九银十”传统旺季即将到来，POY 价差有所回升

月份	POY 平均价差（元/吨）
2020/01	1244
2020/02	1806
2020/03	1584
2020/04	1061
2020/05	1192
2020/06	1299
2020/07	818
2020/08	887

数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2020 年 1 月至 9 月涤纶长丝价差受到上游原材料和下游供需的双向影响

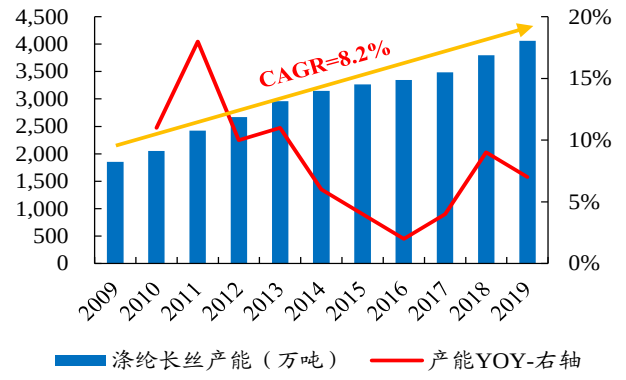


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 涤纶长丝行业集中度较高，行业龙头持续扩张、强者恒强

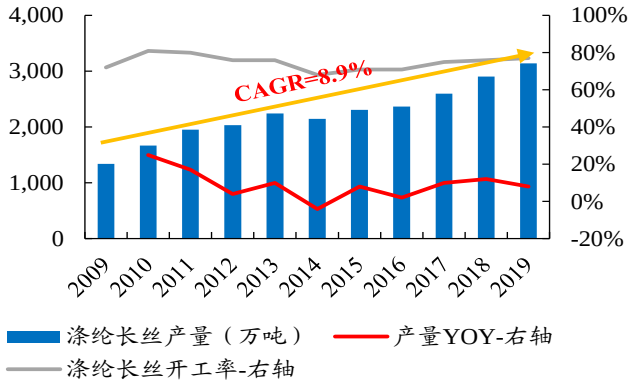
2009-2019 年我国涤纶长丝产能和产量持续扩张，据卓创资讯统计，2009 年我国涤纶长丝产能和产量分别为 1852 万吨、1340 吨，2019 年我国涤纶长丝产能和产量分别攀升至 4061 万吨、3140 万吨，2009-2019 年涤纶长丝产能和产量的 CAGR 分别高达 8.2%和 8.9%，近五年行业开工率有所提升，2019 年开工率上升至 77%左右。**目前，我国涤纶长丝行业集中度已经达到较高的水平，桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹、荣盛石化这几家龙头企业的涤纶长丝产能占比高达 53%左右。**但是龙头企业并没有停下继续扩张的脚步，未来桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、荣盛石化和东方盛虹合计将有超 900 万吨涤纶长丝产能投放，预计落后产能将不断被淘汰，大型龙头企业将凭借其规模和技术优势持续扩张，行业集中度将进一步提升，未来涤纶长丝龙头将进入强者恒强的发展阶段。

图30：2010-2019 年涤纶长丝产能 CAGR 高达 8.2%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图31：涤纶长丝产量逐步提升，开工率维持在 80%左右



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表7：国内涤纶长丝行业集中度较高，CR6 占比 53%左右

	公司简称	参股或控股公司	现有、未来新增产能及投产时间（万吨/年）
现有产能	桐昆股份	桐昆股份	690
	恒逸有限	恒逸石化	35
	恒逸聚合物		62
	恒逸高新		162
	嘉兴逸鹏		75
	双兔新材料		103
	杭州逸暟		85
	太仓逸枫		25
	总计		547
	新凤鸣	**新凤鸣**	**460**
	恒力石化	恒力石化	175
	东方盛虹	东方盛虹	210
	盛元化纤	荣盛石化	125
	福建百宏		118
	天圣化纤		80
	宁波华鑫		50
	吴江新民		50
未来新增产能	恒超化纤	桐昆股份	50（2020 年三季度投产）
	江苏嘉通		240（待定）
	福建逸锦	恒逸石化	35（FDY 和短纤合计，投产时间待定）
	海宁恒逸新材料		100（25 万吨已投产，其余 2020 年内投产）
	逸盛大化	恒逸石化、荣盛石化	100
	东方盛虹	盛虹集团	20（2020 年投产）
	新凤鸣	**新凤鸣**	**30（2020 年四季度）+100（2021 年）+100（2022-2023 年）**
	浙江三维	浙江三维	20
	福建百宏	福建百宏	20
	恒科新材料	恒力石化	135（建设周期为 48 个月，2020~2021 年分批

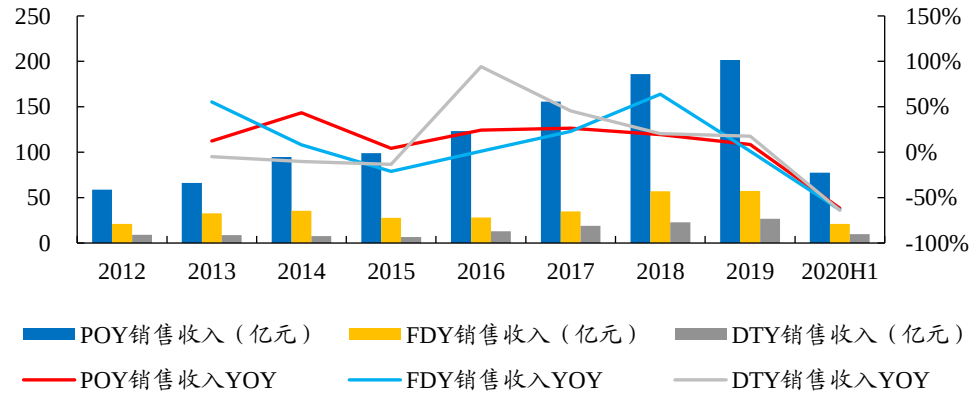
公司简称	参股或控股公司	现有、未来新增产能及投产时间（万吨/年）
		投产）
恒力化纤		20（车用丝，2020 年年底前投产）

数据来源：卓创资讯、公司公告、开源证券研究所

3.3、 公司涤纶长丝销售收入持续攀升，产能扩张助力公司开启新一轮腾飞

涤纶长丝营业收入保持增长，Q2 公司业绩拐点已现。公司涤纶长丝的现有产能为 430 万吨，稳居行业前三，公司在涤纶长丝市场的占有率接近 10%。POY、FDY、DTY 三大类涤纶长丝产品的销售收入作为公司营业收入的主体，自 2013 年至 2019 年，均保持较为可观的增速。2019 年，由于行业景气程度下滑，涤纶长丝价格下降，公司营收增速有所放缓，但依然实现了同比增长，POY、FDY、DTY 的销售收入增速分别为 8.34%、0.90%、17.71%。2020 年上半年，由于受到新冠疫情的冲击，下游纺服需求锐减，公司 POY、FDY、DTY 的销售收入分别同比下降 61.63%、63.37%、64.02%。但是，站在当前时点，伴随着疫情缓和、下游需求转暖，公司至暗时刻已过，Q2 单季度公司总营收和净利润分别环比上升 67.84%、142.37%，公司业绩拐点已现。长期来看，未来随着国内外下游需求进一步复苏，公司业绩将持续修复。

图32：公司涤纶长丝产品销售收入保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司涤纶长丝生产设备技术先进，具有较强的成本优势。目前，公司拥有 15 套熔体直纺生产线，其中 13 套熔体直纺生产线于 2010 年后投产，所采用的生产设备技术先进、自动化程度高、工艺技术稳定，与国产装置相比，在生产效率、生产稳定性、物耗能耗等方面均具有明显优势。目前，全球领先的纺丝设备主要由德国巴马格和日本 TMT 供应，这两家供应商的卷绕头订单已被新凤鸣、桐昆股份和恒逸石化等行业龙头垄断。**公司与德国巴马格深度合作，公司的纺丝设备主要采用德国巴马格的技术与装备，在行业内处于领先地位。**

公司涤纶长丝产能持续扩张，未来成长动能充足。2020 年下半年，公司计划新增 30 万吨涤纶长丝产能，**预计截至 2020 年底公司涤纶长丝产能将达近 500 万吨。**2021 年，公司计划在湖州生产基地投放涤纶长丝产能 30 万吨，在平湖生产基地投放涤纶长丝产能 60 万吨，在独山港生产基地实现 PTA、涤纶长丝一体化生产，**预计截**

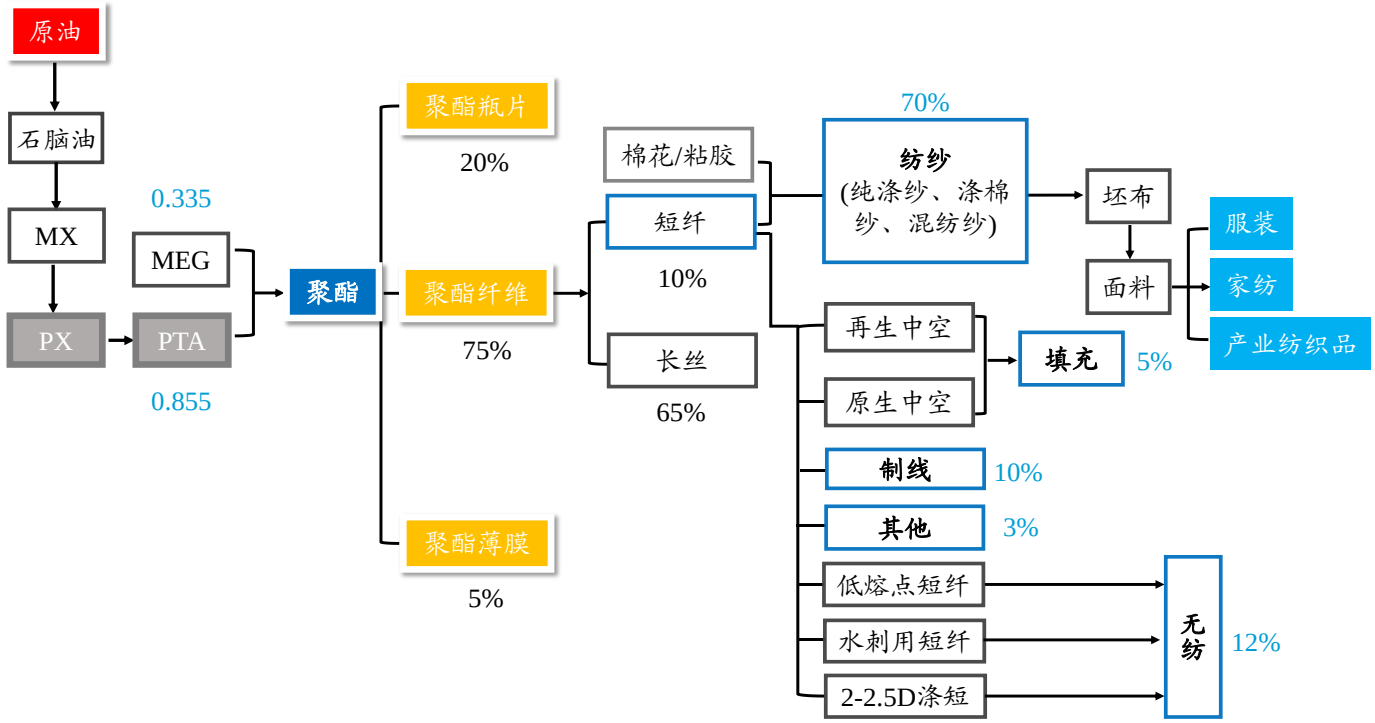
至 2021 年底公司涤纶长丝总产能将达 600 万吨。预计未来公司长丝产能的投放速度为每两年 5 套或者每年 2 套，每套 30 万吨，**截至 2023 年底公司涤纶长丝产能将达 700 万吨。**公司涤纶长丝产能扩张计划明确，成长动能充足，未来公司涤纶长丝销售收入和市场占有率将会迈上新的台阶。

4、 涤纶短纤行业集中度有待提升，近年下游需求保持可观增速

4.1、 涤纶短纤主要应用于混纺，行业集中度有待提升

涤纶短纤是除涤纶长丝之外的另一主要聚酯纤维品种，其上游原材料与其他聚酯产品相同，主要为 PTA 和 MEG。与涤纶长丝应用领域相似，涤纶短纤主要应用于纺织服装行业，主要的用途是与棉花等其他纤维混纺，制成坯布或纱线，最终应用于家纺、服装等领域。而涤纶长丝可直接用于织布，涤纶短纤则一般需要混纺。此外，涤纶短纤还可用于填充和无纺布领域。据百川盈孚统计，涤纶短纤下游主要应用于纺纱、制线、无纺、填充等四个领域，其中以纺纱占比最高，为 70%左右；其产品主要分纯涤纱、涤棉纱、混纺纱等。纯涤纱全部原料为涤纶短纤；涤棉纱是涤纶短纤与棉花混纺而成；涤粘纱则是由涤纶短纤和粘胶短纤混纺而成。其他应用领域无纺布、制线、填充分别占比 12%、10%、5%。

图33：涤纶短纤的主要用途是与棉花等其他纤维混纺，终端下游为家纺、服装等领域



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

涤纶短纤行业集中度有待提升，CR3 仅占比 31%左右。根据卓创资讯和百川盈孚数据，涤纶短纤的产能主要分布在江苏、福建和浙江三省，占据全国总产能的 84%。

从企业规模上来看，以 20 万吨以上的装置为主，这些装置产能占总产能的比重约 74%。**根据产能规模，可将涤纶短纤企业大致分成三个梯队，第一梯队龙头企业包括仪征化纤、恒逸石化、三房巷，产能规模均在 80 万吨以上。**其中，仪征化纤产能位列第一，总产能为 90 万吨；其次为恒逸石化，旗下共计 3 家短纤企业，产能合计 87 万吨；三房巷产能为 80 万吨，位列第三。第二梯队包括华宏、福建金纶、华西股份等，产能规模在 40-60 万吨。第三梯队的产能规模在 20-25 万吨。从行业集中度上来看，涤纶短纤行业集中度有待提升，截至目前，仪征化纤、恒逸石化、三房巷三大龙头产能占比仅为 31%左右。未来涤纶短纤行业新增产能约为 100 万吨，其中包括新凤鸣将于 2021 年下半年投产的 60 万吨产能。

表8：仪征化纤、恒逸石化、三房巷三大龙头产能占比仅为 31%左右

	公司简称	参股或控股公司	现有、未来投产产能及投产时间（万吨/年）
现有产能	恒逸高新	恒逸石化	20
	宿迁逸达		40
	福建逸锦		27
	三房巷	三房巷集团有限公司	80
	江南高纤		19
	华西股份	江苏华西集团有限公司	40
	天津石化	中国石油化工集团有限公司	10
	洛阳石化		10
	仪征化纤		90
	上海石化		15
	江阴向阳	江阴市恒来特种化纤有限公司	13
	江阴华宏	江苏华宏实业集团有限公司	53
	江阴常盛	江苏倪家巷集团有限公司	10
	江苏优彩		10
	扬州富威尔	仪征威英化纤有限公司	30
	东台德赛		20
	新苏化纤		20
	恒鸣化纤	杭州信恒投资合伙企业（有限合伙）	30
	宁波泉迪		15
	宁波华星		8
	宁波大发	慈溪大发化纤有限公司	25
	时代纤维		3
	浙江东华	浙江振亚控股集团有限公司	3
	安吉		6
	福建山力		20
	福建经纬		25
	福建锦兴		21
	福建金纶	福建金源纺织有限公司	45
	厦门象屿	厦门象屿集团有限公司	3
	厦门翔鹭	翔鹭实业有限公司	16

	公司简称	参股或控股公司	现有、未来投产产能及投产时间（万吨/年）
	洛阳实华	洛阳炼化宏达实业有限责任公司	15
	淄博万杰	万杰集团有限责任公司	15
	山东华鸿	泰安圣奥化工有限公司	12
	汇维仕	韩国株式会社 HUVIS	15
	滁州兴邦	滁州协鑫兴邦投资有限公司	20
	上海远纺	远东化聚工业股份有限公司	10
	湖北绿宇	浙江绿宇再生科技有限公司	7
	合计		**821**
未来新增产能	**新凤鸣**	**新凤鸣**	**60（远期共计 200）**
	江南高纤		4
	江苏优彩		10
	恒鸣化纤	杭州信恒投资合伙企业（有限合伙）	15
	华西村	江苏华西集团有限公司	10
	合计		**99**

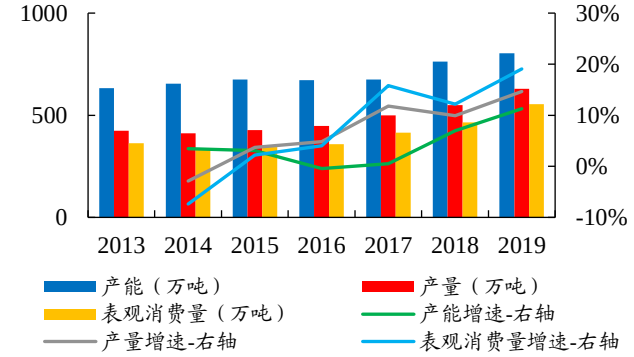
数据来源：《桐乡市中友化纤有限公司年产 200 万吨功能柔性定制化短纤、100 万吨功能性差别化纤维及 30 万吨聚酯薄膜新材料项目可行性研究报告》、卓创资讯、百川盈孚、开源证券研究所

4.2、 近年涤纶短纤需求增速较快，未来纺纱和水刺无纺布将共同带动涤纶短纤需求向上

涤纶短纤具备明显的价格优势，在纺纱领域的渗透率有望进一步提升。近几年涤纶短纤表观消费量保持较高增速，2017-2019 年表观消费量增速分别高达 15.8%、12.2%、19.1%。从涤纶短纤下游的细分应用来看，近三年化学纤维纱和棉混纺纱产量基本稳定，但是棉纱产量出现明显下滑，由于涤纶短纤对棉花具有一定的替代性，因此，棉纱产量的下降一定程度上可刺激涤纶短纤混纺领域的需求，涤纶短纤近三年的高增速也可侧面印证对涤纶短纤对棉花的持续替代效应。涤纶短纤与棉花相比具有明显的价格优势，近些年涤纶短纤与棉花的价差基本位于 6000-7000 元/吨，截至目前棉花价格是涤纶短纤价格的两倍以上。纺织企业在订单许可范围内可自由分配涤纶短纤和棉花的用量比例，在当前过高的价差下，纺织企业将逐渐提高涤纶短纤用量，涤纶短纤的市场份额有望进一步提升。

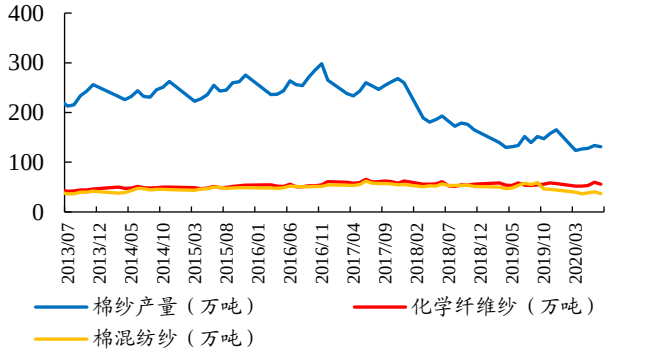
水刺无纺布领域具有较大的发展潜力，有望带动涤纶短纤需求实现同步增长。涤纶短纤除了应用于纺织服装外，还可应用于无纺布领域，无纺布是涤纶短纤的第二大下游需求，占比 12%左右。无纺领域中以水刺用短纤和低熔点短纤为主。水刺无纺布主要应用于湿巾、面膜、医用无纺布、纸尿裤等，湿巾和面膜为水刺无纺布最具代表性的下游产品，二者的消费量决定了水刺无纺布实际需求量。据卓创资讯统计，欧美地区为全球最大的湿巾消费市场，消费量占比逾 70%；受人口老龄化、二胎政策、居民消费水平和健康消费观念提升的影响，我国湿巾类产品市场具有较大的发展潜力，同时 2020 年新冠疫情全球蔓延使得消毒湿巾需求快速增长。涤纶短纤作为水刺无纺布的重要原材料之一，也有望实现同步增长。

图34：近三年涤纶短纤表观消费量保持较高增速



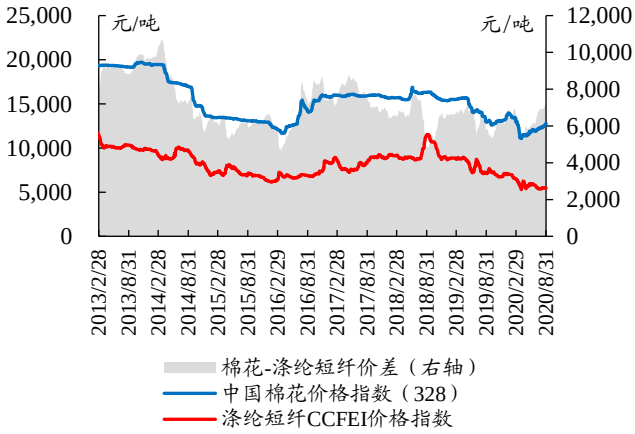
数据来源：《桐乡市中友化纤有限公司年产 200 万吨功能柔性定制化短纤、100 万吨功能性差别化纤维及 30 万吨聚酯薄膜新材料项目可行性研究报告》、卓创资讯、百川盈孚、开源证券研究所

图35：近三年棉纱产量和混纺纱、化纤纱产量出现分化



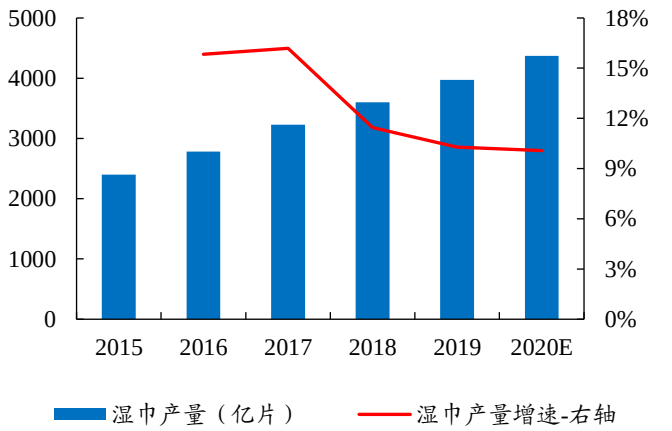
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：涤纶短纤与棉花的价差基本位于 6000-7000 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：我国湿巾需求量将保持较高增速



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

4.3、 公司横向发展、进军涤纶短纤领域，剑指涤纶短纤龙头地位

公司斥资 65.5 亿元进军涤纶短纤，200 万吨产能规划剑指涤纶短纤龙头地位。2020 年 6 月 8 日，公司发布公告，全资子公司中友化纤拟以自有资金或自筹资金投资建设新材料项目，建筑面积约 1,400 亩，该项目建设投资约 110 亿元，其中年产 200 万吨差异化直纺涤纶短纤总投资 65.50 亿元，100 万吨功能性差别化纤维总投资 30 亿元，30 万吨聚酯薄膜等配套新材料总投资 14.50 亿元。根据可研报告，公司计划建设 7 套聚酯短纤装置，其中包括 6 套 30 万吨装置以及一套 20 万吨装置，同时引进先进的全自动生产设备，设置 38 条短纤纺丝生产线，待公司 200 万吨产能完全投放后，将远超仪征化纤 90 万吨现有产能，一举成为涤纶短纤行业龙头。公司已在涤纶长丝领域深耕 20 余年，在涤纶长丝领域工艺技术、生产管理、销售渠道等方面的竞争优势可应用于涤纶短纤，同时向涤纶短纤的横向拓展有助于公司完善产业链结构，进一步提升公司盈利水平。

5、 盈利预测与投资建议

涤纶长丝：预计公司将于 2020 年下半年投放 30 万吨涤纶长丝产能，于 2021 年陆续投放 100 万吨涤纶长丝产能，于 2022 年投放 60 万吨涤纶长丝产能。2020 年新冠疫情使得纺服产业链受到较大冲击，导致公司各类涤纶长丝产品毛利率下滑，假设 2021-2022 年行业景气度有所回暖，毛利率水平持续修复。

PTA：预计公司将于 2020 年下半年投放 220 万吨 PTA 产能，届时公司 PTA 总产能将达 500 万吨。待产能释放后，假设 2020-2022 年公司 PTA 销量持续攀升，PTA 价格于 2020 年触底后，2021-2022 年有所回升。

涤纶短纤：公司已规划 200 万吨涤纶短纤产能，假设公司于 2021 年投放 60 万吨涤纶短纤产能。2020 年涤纶短纤价格受到疫情影响，假设 2021-2022 年涤纶短纤价格持续反弹，毛利率水平有所修复。

表9：公司业绩拆分与盈利预测

报告期	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
POY					
营业收入（亿元）	185.92	201.42	153.00	206.46	254.10
营收 YOY		8.34%	-24.04%	34.94%	23.07%
营业成本（亿元）	166.48	183.49	144.83	184.26	226.34
毛利（亿元）	19.44	17.93	8.18	22.20	27.76
毛利率	10.46%	8.90%	5.34%	10.75%	10.93%
FDY					
营业收入（亿元）	56.90	57.41	41.75	49.60	59.85
营收 YOY		0.90%	-27.28%	18.81%	20.67%
营业成本（亿元）	51.46	51.31	37.47	43.44	52.10
毛利（亿元）	5.44	6.10	4.28	6.16	7.75
毛利率	9.56%	10.63%	10.25%	12.42%	12.95%
DTY					
营业收入（亿元）	22.81	26.85	18.278	27.74	34.32
营收 YOY		17.71%	-31.93%	51.77%	23.72%
营业成本（亿元）	19.38	23.88	16.4515	24.244	29.8716
毛利（亿元）	3.43	2.97	1.8265	3.496	4.4484
毛利率	15.04%	11.06%	9.99%	12.60%	12.96%
涤纶短纤					
营业收入（亿元）				7.056	31.41
营收 YOY					345.15%
营业成本（亿元）				6.312	27.945
毛利（亿元）				0.744	3.465
毛利率				10.54%	11.03%
PTA					
营业收入（亿元）		11.92	87.12	159.6	179.1
营收 YOY			630.87%	83.20%	12.22%
营业成本（亿元）		11.17	82.38	149.226	167.25375
毛利（亿元）		0.75	4.74	10.374	11.84625

报告期	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率		6.29%	5.44%	6.50%	6.61%
其他业务					
营业收入（亿元）	60.97	43.89	32.29	41.23	43.36
营收 YOY		-28.01%	-26.43%	27.69%	5.17%
营业成本（亿元）	59.61	42.54	29.78	39.43	41.52
毛利（亿元）	1.36	1.35	2.51	1.80	1.84
毛利率	2.23%	3.08%	7.77%	4.37%	4.24%
总计					
营业收入（亿元）	326.60	341.49	332.44	491.69	602.14
营收 YOY		4.56%	-2.65%	47.90%	22.46%
营业成本（亿元）	296.93	312.39	310.91	446.91	545.03
毛利（亿元）	29.67	29.10	21.53	44.77	57.11
毛利率	9.08%	8.52%	6.48%	9.11%	9.48%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取涤纶长丝行业领军者桐昆股份、东方盛虹、恒逸石化、荣盛石化进行可比公司估值。公司当前 PE 为 29.08 倍，高于可比公司 16.23 倍的平均 PE；公司当前 PB 为 1.36 倍，低于可比公司 2.27 倍的平均 PB。我们认为，新凤鸣作为涤纶长丝行业龙头，成长动能充足且具有较强的后发优势，公司产业链纵向延伸和产业结构横向发展相结合，有助于公司完善产业链结构，增强公司盈利能力。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 5.44 亿元、17.70 亿元、23.33 亿元，EPS 分别为 0.39、1.26、1.67 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 29.1、8.9、6.8 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表10：可比公司盈利预测与估值

公司代码	公司简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）				PB（倍）			
		2020 年 9 月 8 日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000703.SZ	恒逸石化	12.00	70.97	32.03	21.15	13.82	12.36	10.45	8.63	7.58	1.70	1.65	1.43	1.23
000301.SZ	东方盛虹	6.39	67.18	-30.30	49.44	210.04	12.93	27.87	18.65	6.03	1.49	1.93	1.68	1.35
601233.SH	桐昆股份	15.90	36.04	6.73	49.44	210.04	9.60	9.54	6.35	5.51	1.51	1.40	1.16	0.97
002493.SZ	荣盛石化	18.57	37.28	210.57	37.83	30.71	35.32	17.05	12.37	9.46	3.46	4.09	3.18	2.47
平均							17.55	16.23	11.50	7.14	2.04	2.27	1.86	1.50
603225.SH	新凤鸣	11.30	-4.80	-59.85	225.37	31.84	12.76	29.08	8.94	6.78	1.54	1.36	1.20	1.03

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除桐昆股份外，其余公司的盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

6、 风险提示

产能投放不及预期、下游需求放缓、企业安全生产。[1]

[1] 根据新凤鸣 2020 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 8.43%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5593	6062	6584	8131	9178
现金	2497	2301	2988	3098	3317
应收票据及应收账款	614	314	517	652	984
其他应收款	112	46	123	113	690
预付账款	193	288	79	499	422
存货	1438	1453	1656	1745	1711
其他流动资产	738	1660	1221	2023	2054
非流动资产	11577	16838	21294	24324	26942
长期投资	81	97	129	155	184
固定资产	7725	12516	16904	19796	22250
无形资产	596	903	1187	1473	1762
其他非流动资产	3175	3322	3074	2900	2746
资产总计	17169	22901	27877	32455	36120
流动负债	6610	7071	9399	10708	11117
短期借款	3060	3985	6289	7040	7534
应付票据及应付账款	2080	2252	2190	2061	2259
其他流动负债	1471	835	920	1607	1324
非流动负债	2317	4169	6456	8173	9295
长期借款	2076	3830	3897	4004	4231
其他非流动负债	240	338	2559	4168	5063
负债合计	8927	11240	15855	18880	20412
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	851	1400	1400	1400	1400
资本公积	1778	3437	3437	3437	3437
留存收益	5287	6488	6967	8510	10553
归属母公司股东权益	8242	11660	12022	13575	15709
负债和股东权益	17169	22901	27877	32455	36120

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	979	1825	2193	3374	4527
净利润	1423	1355	544	1770	2333
折旧摊销	895	1133	1372	1833	2247
财务费用	246	276	473	724	962
投资损失	-26	-11	-18	-14	-16
营运资金变动	-1645	-1017	-164	-939	-993
其他经营现金流	86	88	-12	2	-5
投资活动现金流	-3376	-5571	-5816	-4841	-4848
资本支出	3636	5209	4457	2988	2597
长期投资	331	-473	-32	-27	-29
其他投资现金流	591	-834	-1390	-1881	-2279
筹资活动现金流	3104	3799	4309	1577	539
短期借款	1512	925	2304	751	494
长期借款	1254	1754	67	107	227
普通股增加	249	549	0	0	0
资本公积增加	-159	1658	0	0	0
其他筹资现金流	248	-1087	1938	720	-182
现金净增加额	720	79	686	111	219

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32659	34148	33244	46767	57273
营业成本	29693	31240	31091	42508	51841
营业税金及附加	50	54	52	73	89
营业费用	102	154	96	210	258
管理费用	223	286	299	398	458
研发费用	645	682	662	772	853
财务费用	246	276	473	724	962
资产减值损失	78	-7	28	47	32
其他收益	54	117	71	81	90
公允价值变动收益	-9	9	-0	4	2
投资净收益	26	11	18	14	16
资产处置收益	1	-0	-1	-0	-0
营业利润	1693	1587	633	2135	2888
营业外收入	29	37	35	36	35
营业外支出	6	31	23	26	25
利润总额	1716	1593	644	2145	2898
所得税	293	239	101	375	565
净利润	1423	1355	544	1770	2333
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1423	1355	544	1770	2333
EBITDA	2858	3152	2375	4421	5626
EPS(元)	1.02	0.97	0.39	1.26	1.67

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	42.2	4.6	-2.6	40.7	22.5
营业利润(%)	-11.7	-6.3	-60.1	237.5	35.2
归属于母公司净利润(%)	-4.9	-4.8	-59.9	225.4	31.8
获利能力					
毛利率(%)	9.1	8.5	6.5	9.1	9.5
净利率(%)	4.4	4.0	1.6	3.8	4.1
ROE(%)	17.3	11.6	4.5	13.0	14.9
ROIC(%)	11.4	8.7	3.4	7.3	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	52.0	49.1	56.9	58.2	56.5
净负债比率(%)	43.5	50.2	84.3	92.4	89.3
流动比率	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	2.3	1.7	1.3	1.6	1.7
应收账款周转率	64.6	73.5	80.0	80.0	70.0
应付账款周转率	19.5	14.4	14.0	20.0	24.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	0.97	0.39	1.26	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.30	1.57	2.41	3.23
每股净资产(最新摊薄)	5.59	8.04	8.30	9.40	10.93
估值比率					
P/E	11.1	11.7	29.1	8.9	6.8
P/B	2.0	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.8	6.9	10.9	6.4	5.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn