下载日志已记录，仅供内部参考

聚酯景气渐入佳境，多维发展布局未来

核心观点

- **涤纶长丝产业链盈利中枢有望提升：**今年以来在中东危机的影响下，尽管需求出现下滑，但行业回报率反而出现了显著提升。我们认为企业经营策略调整的因素渐渐发挥出重要作用，长丝和 PTA 环节都从被动调整转为主动调整，反而使盈利维持在较好水平。如果这种危机下发生的经营策略调整能够长期化，有望使 PTA-涤纶长丝产业链的盈利中枢站上新的台阶。
- **炼化景气度有望提升：**同样在中东冲突影响下，全球炼化景气度出现明显回升。虽然当下供需矛盾主要集中在海外成品油，不过我们认为国内炼化企业将因行业产品结构调整、及“油转化”投资被严重抑制等原因，使景气度得到加速回升。最后，中东冲突结束后，大概率会迎来原油供给增长明显高于炼能增长的局面，而低油价将推动炼厂化工板块迎来更长的景气周期。公司持有的浙石化资产的价值也将因此而持续提升。
- **多维发展布局未来：**公司还在新疆与印尼分别布局规划了煤矿-煤制乙二醇、及炼化一体化项目。其中已投产项目有 60 万吨乙二醇产能，正在进行煤化工路线改造，后续还有乙二醇二期项目。公司已购得可采储量 1.68 亿吨的煤矿探矿权，正在规划建设 500 万吨年产能的项目，后续可用于配套煤制乙二醇项目。石化规划在印尼建设 1000 万吨炼化一体化项目。在石化与煤化工行业投资意愿持续降温，政府审批不断趋严的情况下，公司的这些项目如果能够落地，有望为公司带来台阶式增长。

盈利预测与投资建议

- 我们认为涤纶长丝、PTA 及炼化行业景气度已进入持续修复阶段，将驱动公司业绩出现大幅提升。我们预测公司 2026-2028 年每股盈利 EPS 为 3.03、3.20 和 3.48 元。我们选取在化纤、PTA、煤化工、炼化业务上与桐昆为同行或同类作为可比公司，按照可比公司 2027 年估值 9 倍 PE，首次覆盖给予目标价 28.8 元和买入评级。

风险提示

- 原油价格波动；宏观经济形势变化；参股公司经营变化；行业经营策略调整；数据统计遗误；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	101,307	93,891	114,971	110,304	114,407
同比增长(%)	*22.6%*	*-7.3%*	*22.5%*	*-4.1%*	*3.7%*
营业利润(百万元)	899	2,056	9,671	10,204	11,115
同比增长(%)	*55.4%*	*128.5%*	*370.5%*	*5.5%*	*8.9%*
归属母公司净利润(百万元)	1,202	2,033	7,202	7,598	8,275
同比增长(%)	*50.8%*	*69.1%*	*254.3%*	*5.5%*	*8.9%*
每股收益（元）	0.51	0.86	3.03	3.20	3.48
毛利率(%)	4.6%	5.5%	9.0%	10.2%	10.2%
净利率(%)	1.2%	2.2%	6.3%	6.9%	7.2%
净资产收益率(%)	3.3%	5.4%	17.2%	15.6%	14.9%
市盈率	45.3	26.8	7.6	7.2	6.6
市净率	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（首次）
股价（2026年10月14日）	20.06 元
目标价格	28.8 元
52 周最高价/最低价	28.1/12.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	237,467/237,467
A 股市值（百万元）	47,636
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2026 年 10 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-11.75	-13.24	-2.43	50.2
相对表现%	-8.54	-7.38	9.64	57.28
沪深 300%	-3.21	-5.86	-12.07	-7.08



证券分析师
倪吉
执业证书编号：S0860517120003
香港证监会牌照：BYB678
niji@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1、长丝龙头企业迎来景气修复与发展新阶段 4

2、涤纶长丝产业链盈利中枢有望提升 5

2.1 行业龙头份额与竞争力显著提升 5
2.2 行业经营策略调整 7

3、炼化业务景气度有望提升 9

3.1 中东冲突加速炼化产能周期修复 9
3.2 国内炼化受益的三层动力 11

4、公司多维发展布局未来 13

4.1 新疆煤化工基地继往开来 13
4.2 印尼炼化项目有望带来台阶式提升 14

5、盈利预测与投资建议 14

5.1 盈利预测 14
5.2 投资建议 15

6、风险提示 15

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司营收与业绩情况（亿元）.....4
图 2：公司资产情况（亿元）.....4
图 3：公司股权结构与产能情况（截至 2026 年 6 月 30 日）.....4
图 4：涤纶长丝价差逐渐收敛（元/吨，截至到 26 年 9 月）.....7
图 5：PTA 价差逐渐收敛（元/吨，截至到 26 年 9 月）.....7
图 6：2026 年涤纶长丝龙头企业盈利能力显著提升（价差，元/吨，截至到 26 年 9 月）.....7
图 7：PX 及 PTA 开工率变化（%）.....8
图 8：纯苯及下游产品开工率变化（%）.....8
图 9：2026 年 4 月后 PTA 价差得到一定维护.....8
图 10：2026 年 4 月后己二酸价差持续走低.....8
图 11：2022 年涤纶长丝（POY）价差低位徘徊.....9
图 12：2022 年长丝上下游库存不断累积（天数）.....9
图 13： 2026 年涤纶长丝（POY）价差维护较好.....9
图 14：2026 年长丝下游大幅去库，上游小幅累库（天数）.....9
图 15：2008 年至今汽柴油和乙烯与原油价差（美元/桶）.....10
图 16：炼化一体化生产流程示意图.....11
图 17：2012 年后国内柴油收率持续下降.....11
图 18：国内乙烯与 PX 产量持续增长（万吨）.....11
图 19：中国石化炼油板块资本开支明显下降（亿元）.....12
图 20：中国石化化工板块资本开支明显下降（亿元）.....12
图 21：原油增量大于炼能增量后油价下跌.....12
图 22：低油价显著有利于化工部分盈利（美元/桶）.....13

表 1：桐昆投资收益主要来自浙石化（亿元）.....5
表 2：涤纶长丝行业一体化水平不断提升.....5
表 3：涤纶长丝两大龙头企业占国内近半份额（万吨）.....6
表 4：PTA 龙头企业占国内三分之二份额（万吨）.....6
表 5：2004 到 2025 年全球炼油能力变化量情况（万桶/天）.....10
表 6：中东主要项目进展较慢.....12
表 7：公司乙二醇技改后原料成本有望大幅下降.....13
表 8：公司印尼炼化项目规划变更.....14
表 9：可比公司估值（截至 2026 年 10 月 14 日）.....15

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

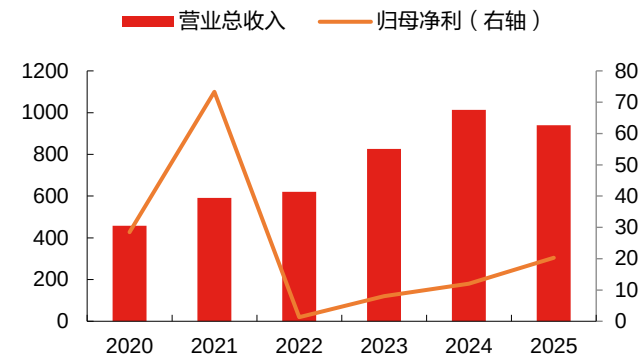
下载日志已记录，仅供内部参考

1、长丝龙头企业迎来景气修复与发展新阶段

公司最早成立于 1981 年，是名为桐乡县化学纤维厂的乡镇企业。1999 年，公司完成股份制改造，更名为桐昆集团。2011 年，公司完成上交所上市。上市公司实际控制人为公司创始人陈士良，其通过桐昆控股、嘉兴盛隆、浙江磊鑫和个人直接持股形成的一致行动人，合计控制上市公司约 41%股权。经过多年发展，公司已经成为全球涤纶长丝产业链龙头企业。根据 2025 年报，桐昆股份营业收入达到 938.9 亿元，归母净利 20.3 亿元；总资产 1135.2 亿元，资产负债率 65.8%。

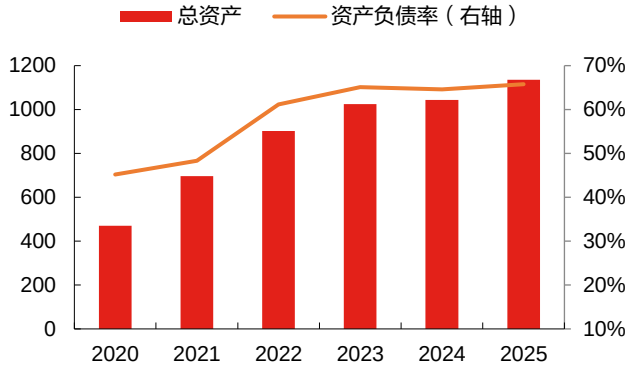
截止 2025 年底，**公司拥有 1510 万吨涤纶长丝产能，1020 万吨 PTA 产能，60 万吨乙二醇产能**。根据中国化纤协会统计，桐昆在国内涤纶长丝市场份额占比超过 28%，国际占比超 18%，是国内规模最大的涤纶长丝企业。

图 1：公司营收与业绩情况（亿元）



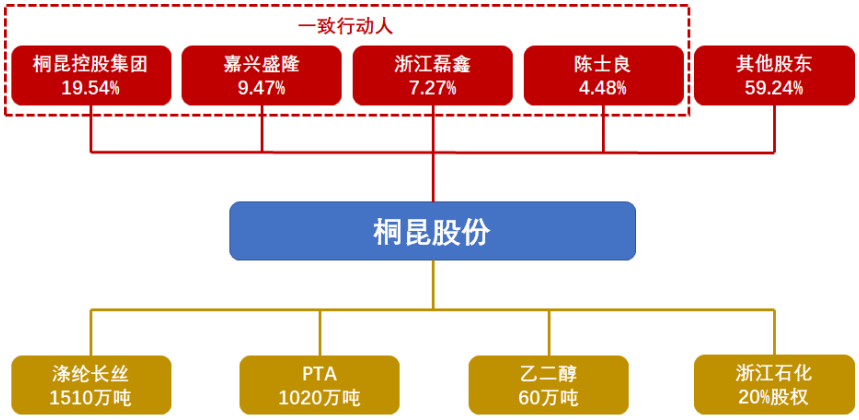
数据来源：公司公告，东方证券研究

图 2：公司资产情况（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 3：公司股权结构与产能情况（截至 2026 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司还有一项重要资产是浙石化股权。浙石化是国内单体规模最大的炼化一体化基地，拥有 4000 万吨原油加工能力，控股股东为荣盛石化股份有限公司，桐昆股份持有浙江石化 20%股权。浙江石化一期项目于 2019 年投产，二期项目于 2021 年投产。从桐昆股份的财务数据可以看出，近几年，浙江石化的投资收益对公司的利润形成较大影响。我们看好公司，主要有以下三点原因：

1） 涤纶长丝：今年以来在中东危机的影响下，尽管需求出现下滑，但行业回报率反而出现了显著提升。我们认为企业经营策略调整的因素渐渐发挥出重要作用，长丝和 PTA 环节都从被动

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

调整转为主动调整，反而使盈利维持在较好水平。如果这种危机下发生的经营策略调整能够长期化，有望使 PTA-涤纶长丝产业链的盈利中枢站上新的台阶。

2）石化：同样在中东冲突影响下，全球炼化景气度出现明显回升。虽然当下供需矛盾主要集中在海外成品油，不过我们认为国内炼化企业将因行业产品结构调整、及“油转化”投资被严重抑制等原因，使景气度得到加速回升。最后，中东冲突结束后，大概率会迎来原油供给增长明显高于炼能增长的局面，而低油价将推动炼厂化工板块迎来更长的景气周期。公司持有的浙石化资产的价值也将因此而持续提升。

3）新项目：公司还在新疆与印尼分别布局规划了煤矿-煤制乙二醇、及炼化一体化项目。在石化与煤化工行业投资意愿持续降温，政府审批不断趋严的情况下，公司的这些项目如果能够落地，有望为公司带来台阶式增长。

表 1：桐昆投资收益主要来自浙石化（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
投资收益来自	21.73	44.38	12.32	3.21	7.08	10.26
浙石化	22.46	44.59	12.10	2.73	7.08	10.62
其他	-0.73	-0.21	0.22	0.48	0.00	-0.36

数据来源：公司公告，东方证券研究

2、涤纶长丝产业链盈利中枢有望提升

我们在近期行业深度报告《涤纶长丝龙头能否迈上新的盈利中枢》和《中东变局对化工系列之五：国内炼化如何受益本次危机》中分析看好涤纶长丝-PTA 产业链及炼化行业的景气回升。而桐昆既是涤纶长丝行业的龙头，也持有浙石化 20%股权，整体资产回报率有望显著提升。

2.1 行业龙头份额与竞争力显著提升

自 2015 年以来，我们认为涤纶长丝行业的发展大致可以分为四个阶段：1）**以熔体直纺替代切片纺**，在聚合后直接纺丝，可以节约聚酯冷却再加热的能耗；2）少数龙头企业开始**自建 PTA 装置**，不过 PTA 装置和长丝装置基本都没有实现一体化；3）**PTA 技术开始快速迭代**，单套规模不断扩大，甚至通过尾气发电技术，使 PTA 装置从耗能转变为供能；4）**以大化工思维建设 PTA+长丝的一体化基地**，出现桐昆如东基地这样 PTA 装置靠近沿海码头，直连多套涤纶长丝的一体化项目。上述这些产业上的突破与升级，基本都由龙头企业所实现。在此过程中，龙头企业凭借引领行业变化带来的竞争优势，使市场份额也随之不断提升。

表 2：涤纶长丝行业一体化水平不断提升

行业发展历程	发展效果
熔体直纺替代切片纺	聚合与纺丝一体化，降低成本
自建 PTA 装置	原料配套，后向一体化
PTA 快速迭代	技术与规模不断升级，从耗能到反向供能
以 PTA 装置为核心建设长丝	大化工思路深度一体化，典型案例为桐昆如东基地，沿海 500 万吨 PTA+240 万吨长丝

数据来源：东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

以国内最大的两家涤纶长丝企业桐昆股份和新凤鸣来看，合计产量从 2017 年的 659 万吨快速增长到 2025 年的 2097 万吨，份额也从 25%提升到 46%。如果再加上恒逸、荣盛、盛虹、恒力等同行企业，涤纶长丝的集中度已经提升到了非常高的水平。类似的变化也发生在 PTA 环节，桐昆和新凤鸣以满足长丝需求为导向，恒力和逸盛（恒逸、荣盛合资公司）以消化 PX 为导向，都开始快速扩产 PTA。合计产能从 2017 年的 2275 万吨增长到 2025 年的 6035 万吨，四家企业的产能占比达到三分之二。

表 3：涤纶长丝两大龙头企业占国内近半份额（万吨）

	全国		产量			
	产能	产量	桐昆股份	新凤鸣	合计	份额
2017	3358	2630	389	270	659	25%
2018	3818	2900	467	309	776	27%
2019	4090	3146	563	385	948	30%
2020	4275	3115	651	456	1107	36%
2021	4657	3521	734	546	1280	36%
2022	4783	3309	778	573	1351	41%
2023	5168	4060	1034	680	1715	42%
2024	5273	4410	1298	754	2052	47%
2025	5491	4560	1288	809	2097	46%

数据来源：百川盈孚，公司公告，东方证券研究

表 4：PTA 龙头企业占国内三分之二份额（万吨）

	全国		产能					
	产能	产量	桐昆股份	新凤鸣	恒力石化	逸盛	合计	占比
2017	4703	3586	420	0	660	1195	2275	48%
2018	4578	4090	640	0	910	1195	2745	60%
2019	4863	4490	640	0	1160	1425	3225	66%
2020	5763	4975	640	220	1160	1425	3445	60%
2021	6563	5325	640	500	1160	1755	4055	62%
2022	7144	5410	890	500	1160	2005	4555	64%
2023	8062	6422	1020	500	1660	2255	5435	67%
2024	8602	7188	1020	770	1660	2255	5705	66%
2025	9209	7376	1020	1100	1660	2255	6035	66%

数据来源：百川盈孚，公司公告，东方证券研究所

然而随着产业发展和龙头份额提升，行业的成本曲线左侧大幅扩张，结构也变得更加平坦。尽管 2023 年起，长丝和 PTA 环节的集中度都已较高，但涤纶长丝与 PTA 的盈利中枢却有所下滑，行业波动性也明显收敛。从价差波动的图形可以看出，**2023 年到 2025 年，涤纶长丝和 PTA 的价差波动被局限在了一个比较狭窄的箱体之中。**

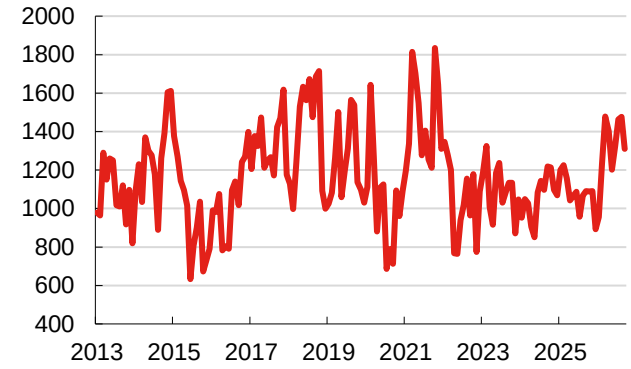
而今年行业盈利发生了明显的趋势性变化，长丝-MEG/PTA 价差和更能代表龙头企业盈利能力的长丝-MEG/PX 价差都出现了明显提升。景气提升的原因不是来自于需求的改善。恰恰相反，今年全球上半年宏观经济的表现实际比较糟糕。将今年与 2022 年相比，油价受到地缘冲突影响，都出现了脉冲式暴涨，美债自 2022 年起也一直维持较高利率，对于需求端都造成了非常大的冲击。受

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

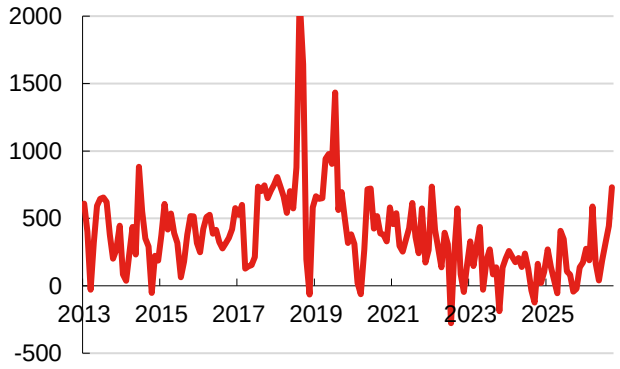
到宏观冲击，2022 年的涤纶长丝企业陷入了明显困境，而今年龙头企业的盈利能力却创出了过去几年的高位。

图 4：涤纶长丝价差逐渐收敛（元/吨，截至到 26 年 9 月）



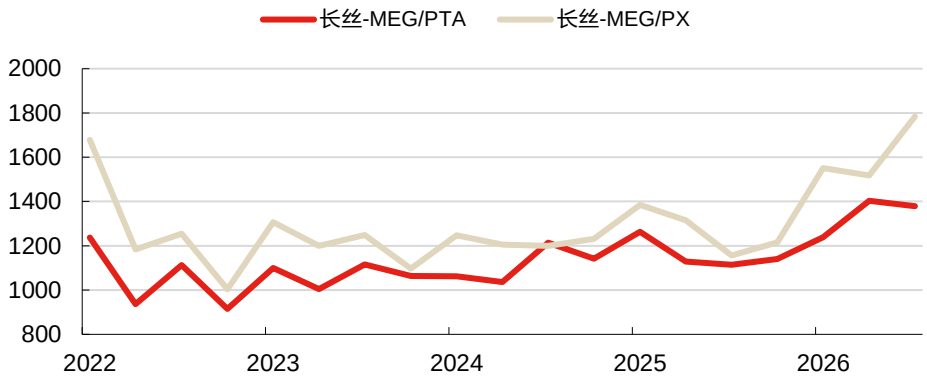
数据来源：同花顺，东方证券研究

图 5：PTA 价差逐渐收敛（元/吨，截至到 26 年 9 月）



数据来源：同花顺，东方证券研究

图 6：2026 年涤纶长丝龙头企业盈利能力显著提升（价差，元/吨，截至到 26 年 9 月）



数据来源：同花顺，东方证券研究

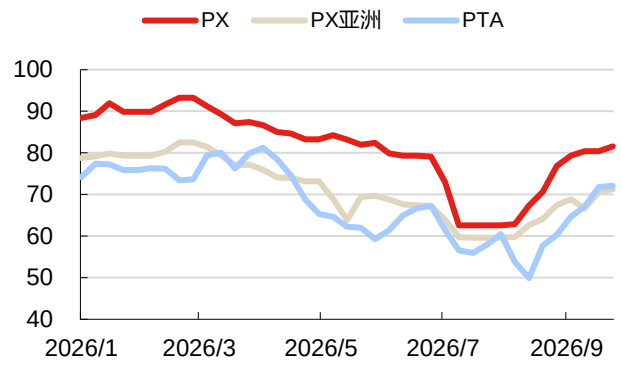
2.2 行业经营策略调整

我们认为在危机的驱动下，涤纶长丝产业链中企业的经营策略已经悄然发生改变，这是近期行业景气度维持较好水平的主要原因，也有望对未来企业的盈利预期带来系统性重估。从产业链各环节的供给变化来看，PX 的总供给在 3 月为 427 万吨，从今年 4 月开始出现下滑，6 月降低到 328 万吨，相比 3 月降低了约 23%。而 PTA 的开工率降幅从 4 月开始就明显大于 PX。对比同属于芳烃类的纯苯及其下游产品情况，差异就非常明显。冲突发生之后，纯苯的总供给从今年 3 月 238 万吨降低到 6 月的 200 万吨，降幅约 16%，略小于 PX。然而纯苯的下游除了苯酚开工率下降较多，其他产品的降幅都明显不如纯苯。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

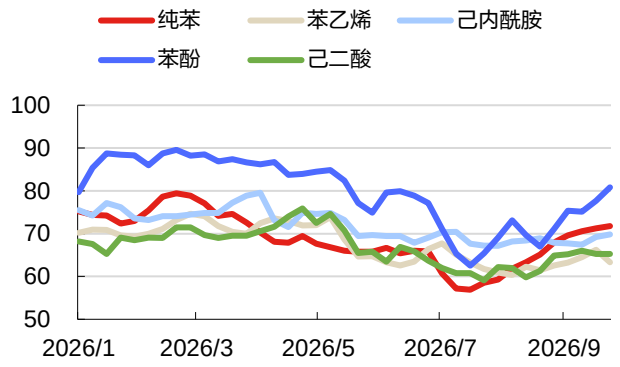
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：PX 及 PTA 开工率变化（%）



数据来源：同花顺，东方证券研究

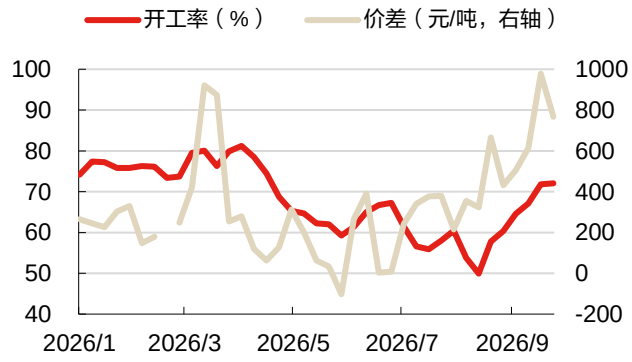
图 8：纯苯及下游产品开工率变化（%）



数据来源：同花顺，东方证券研究

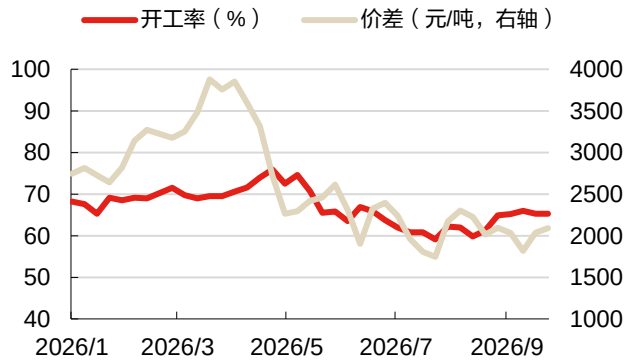
因此从结果来看，虽然各种产品的价差经历过 3 月的高点后都明显下降。但 **PTA 由于开工率调整较及时，使产品价差得到一定维护**。然而大部分化工品则更多遵循完全竞争品的定价规则。以纯苯下游的典型产品己二酸为例，冲突后行业开工率的降幅较小，在宏观需求不佳的冲击下，行业价差就持续走低。由此可见，涤纶长丝龙头参与度很高的 PTA 行业，在本次冲突中已经实现了主动应对、维护利益的经营策略调整。

图 9：2026 年 4 月后 PTA 价差得到一定维护



数据来源：同花顺，东方证券研究

图 10：2026 年 4 月后己二酸价差持续走低



数据来源：同花顺，东方证券研究

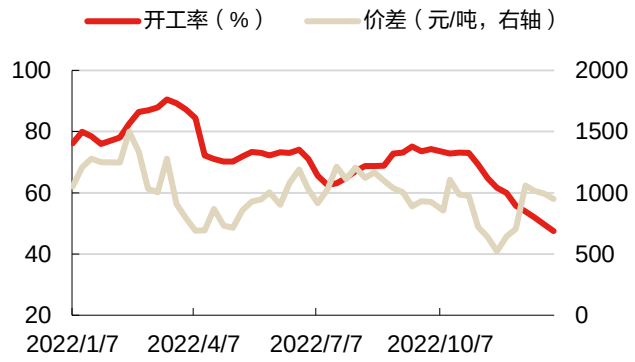
涤纶长丝与 PTA 的差异在于，产品有较大差异化。因此除了开工率调控以外，还有定价策略的影响。将 2026 年与同样发生地缘危机的 2022 年对比，产业链的表现有显著不同。2022 年初俄乌冲突爆发后，长丝价差立刻陷入低位，上下游库存持续累积。到下半年随着美债持续加息，需求严重恶化，到四季度行业陷入全面亏损，倒闭长丝企业大幅降低开工率后，才使产业链库存降低，价差得到一定修复。但从结果来看，2022 年全年长丝环节的盈利都表现很差。

今年由于中东危机期间，美国总统特朗普的“TACO”行为使化工行业对成本端的预期极不明确，导致产业链发生自下而上得快速去库存。同时，长丝环节的工厂库存也开始快速累积。如果以完全竞争品来评估，产品价差应当会大幅下降，但实际表现并不差。二季度后，下游虽然还在持续去库存，不过长丝环节也通过调控开工率，没有令库存提升过多，使价差维护在较好水平。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

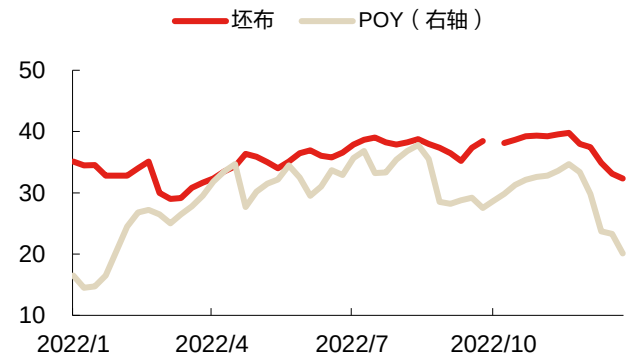
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2022 年涤纶长丝（POY）价差低位徘徊



数据来源：同花顺，东方证券研究

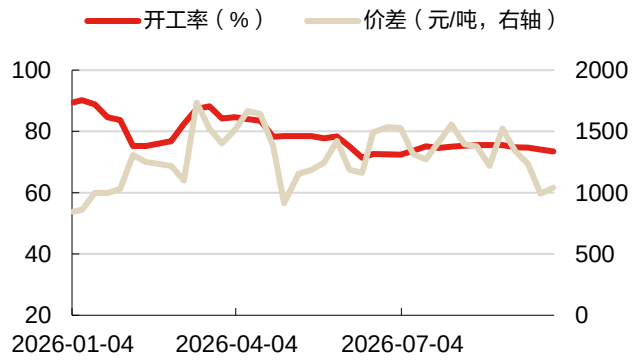
图 12：2022 年长丝上下游库存不断累积（天数）



数据来源：同花顺，东方证券研究

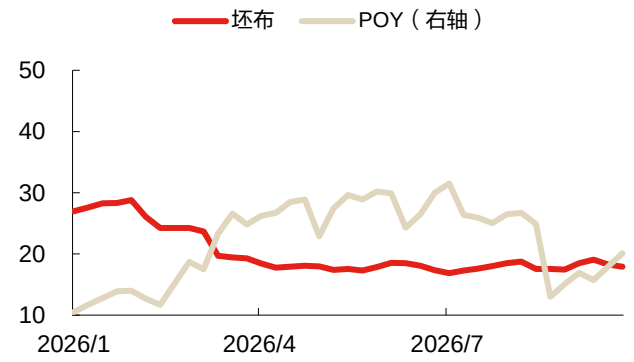
两次危机都发生了需求恶化，22 年主要是真实需求的下降，26 年还又叠加了下游大幅去库的影响。因此，**26 年的供需情景实际比 22 年更差。然而从结果看，今年长丝的价差和盈利情况明显好于 22 年，我们认为这其中就存在企业定价策略调整的影响。**上述 PTA 和长丝环节的经营策略调整，虽然是为了应对危机，但是实际的效果显著超出预期，龙头企业的盈利水平甚至创出了历史新高。如果新的经营理念能够长期化，我们认为涤纶长丝龙头企业的盈利中枢有望突破过去几年的运行箱体，站上新的台阶。

图 13： 2026 年涤纶长丝（POY）价差维护较好



数据来源：同花顺，东方证券研究

图 14：2026 年长丝下游大幅去库，上游小幅累库（天数）



数据来源：同花顺，东方证券研究

3、炼化业务景气度有望提升

今年中东冲突爆发后，海外成品油景气度大幅提升，市场开始将关注度投向炼化。尽管国内炼化受到成品油出口配额制度，只有少数拥有配额的企业可以享受到出口红利，不过我们认为全球炼化产能周期实际已经出现拐点，而中东冲突加速了景气修复的进程。

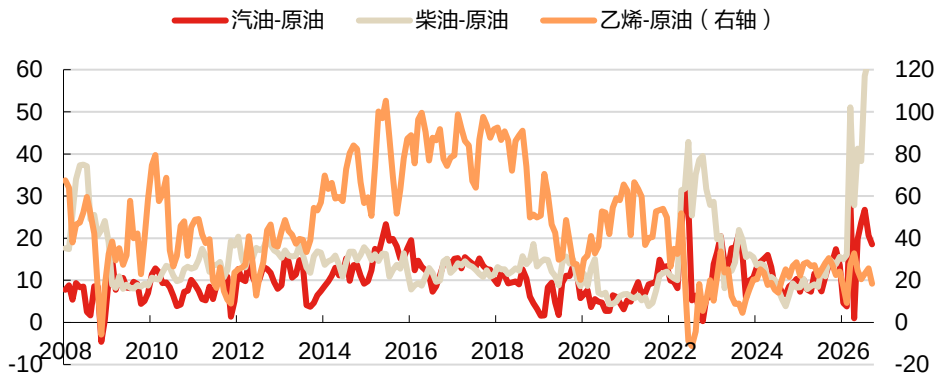
3.1 中东冲突加速炼化产能周期修复

回顾历史，近二十年中还有过两次成品油景气度较高的时期，分别发生在 2008 年上半年和 2022 年，当时也都表现出柴油更加突出的特点。不过在这二十年过程中，全球的炼能扩张几乎没有受到成品油景气度的影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：2008 年至今汽柴油和乙烯与原油价差（美元/桶）



数据来源：同花顺，东方证券研究

首先作为全球最主要增量贡献的中国，基本完全按自身产业逻辑在发展。2004-2012 年，是国内炼油能力的爆发增长期，8 年时间增加了约 584 万桶/天（约 3 亿吨/年）。当时核心要解决的是快速增长的成品油需求问题。2012 年之后，国内炼油能力的增速明显放缓，开始进入以炼化一体化为主，更加重质的发展阶段。

除开中国来看，2008 上半年和 2022 年两次成品油高景气阶段后，炼能都没有出现明显增长。2008 年主要是由于下半年全球金融危机爆发，欧洲和中南美洲出现明显衰退，其他地区虽有增长，但整体来看增长非常缓慢。2022-2023 年期间，成品油盈利因俄乌冲突大幅提升。但 2022-2025 年，除了中东地区炼能有明显增长外，其他地区合计甚至还是下滑的。从结果来看，实际上真正驱动了炼能增长的还是 2012-2018 年的化工高景气阶段。在这一段时期，海外炼能增长了 272 万桶/天，甚至还超过了国内增长。

表 5：2004 到 2025 年全球炼油能力变化量情况（万桶/天）

	2004-2008	2008-2012	2012-2018	2018-2022	2022-2025
全球	428.7	420.7	469.4	71.8	274.2
中国	254.5	329.2	197.5	160.4	157.0
全球（除中国）	174.2	91.5	271.9	-88.5	117.2
中东	36.4	57.8	136.6	98.8	126.1
俄罗斯	8.7	43.4	82.9	18.5	-6.3
北美	58.3	35.7	86.2	-73.2	38.9
非洲	-1.4	44.6	-53.3	-43.3	64.1
亚洲（除中国、中东）	96.1	133.0	31.9	-9.4	20.1
独联体（除俄罗斯）	0.6	0.0	1.0	4.7	-1.2
中美南美	5.4	-63.7	44.7	-31.1	-32.5
欧洲	-29.9	-159.4	-58.0	-53.5	-91.9

数据来源：《世界能源年鉴》，东方证券研究

我们认为成品油景气难以驱动炼能投资的结果，主要原因是对于产品生命周期判断的问题。以欧洲为首的发达国家和地区，很早就在本土成本高涨、碳减排要求提升的双重影响下，放弃了扩张意愿。之后随着碳减排逐渐成为全球共识，以及新能源车产业的快速发展，成品油的预期生命周期不断萎缩。其阶段性的高景气，可以理解为产品生命周期缩短导致未来现金流损失的弥补。这种阶段性的高回报，实在难以驱动产业扩大资本开支。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

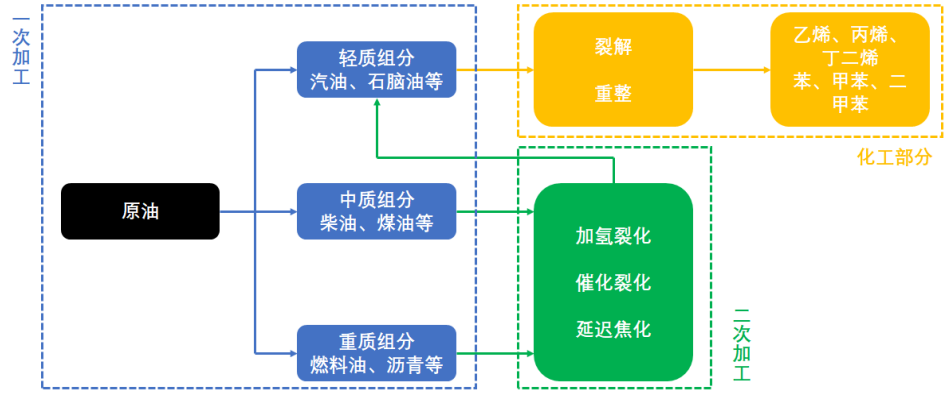
下载日志已记录，仅供内部参考

展望未来，我国后续炼油产能增量显著减少；中东受到地缘冲突影响，发展速度预计也会减缓；俄罗斯和中东地区的存量产能又有部分受攻击而出现长周期问题。因此，我们认为全球炼化产能周期实际已经出现向上拐点，而中东冲突加速了景气修复的进程。

3.2 国内炼化受益的三层动力

首先从短期来看，**成品油过高的景气度，会通过炼厂生产调控使各种产品之间的景气度差异拉平。**柴油本身是炼油过程中非常简单的产品，一般需要通过催化裂化、加氢裂化、延迟焦化等二次加工过程，将柴油等中质组分转化为轻质组分。再用于调和汽油，或进入化工部分的裂解和重整装置。当柴油景气度过高时，炼厂可以通过降低二次加工装置对中质组分的分解，来增产柴油。这就会导致汽油、石脑油等轻质组分的产出下降，最终使得各项产品的景气度相对均衡，并获得整体性提升。国内炼化企业虽然直接出口成品油较少，但也大概率会受益于石脑油景气度的提升。

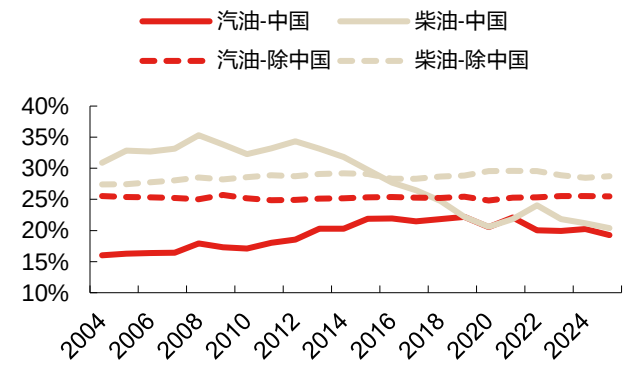
图 16：炼化一体化生产流程示意图



数据来源：东方证券研究整理

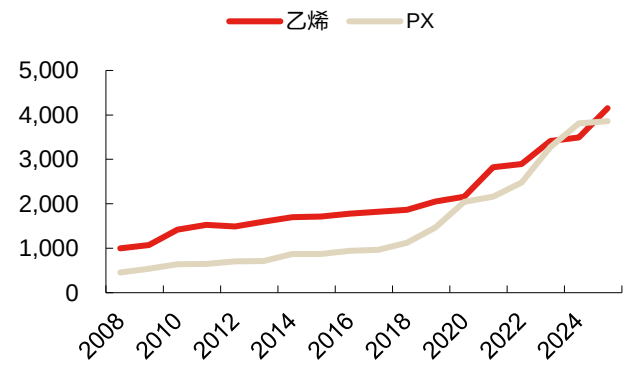
第二，柴油这种炼油初级产品的暴利，会动摇多数企业向深加工产品发展的意愿，降低全球烯烃与芳烃的供给增速。柴油本身是炼油过程中非常简单的产品，国内在炼能快速增长的早期阶段，柴油的收率达到 35%，柴汽比高达 2.0。为了提升炼厂复杂度、降低柴油收率、满足快速增长的化工需求，我国的石化企业持续深耕。通过不断的技术突破和设备自主化，才使柴汽比降到 1 左右，并大量增产了烯烃、芳烃等化工品。而面对当下如此暴利的成品油盈利，我们认为炼油企业“油转化”的意愿会大大降低。

图 17：2012 年后国内柴油收率持续下降



数据来源：《世界能源年鉴》，东方证券研究

图 18：国内乙烯与 PX 产量持续增长（万吨）



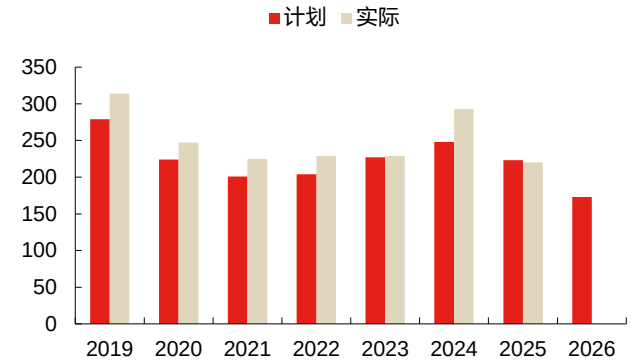
数据来源：同花顺，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

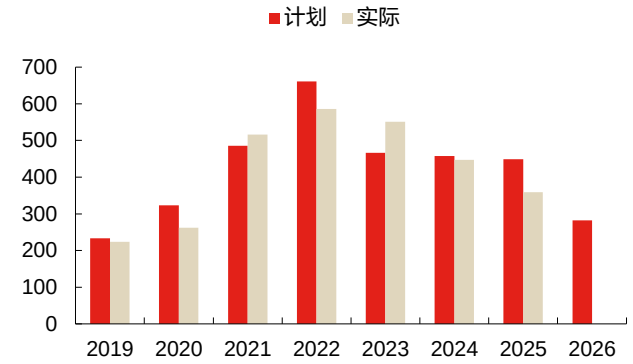
同时，过去几年提供最主要增量的中国和中东地区，预计未来基础化工原料的供给增长也会显著放缓。如沙特近几年公布的主要炼油改造升级炼化一体化项目进展都比较缓慢，国内石化龙头中国石化的炼油和化工板块资本开支计划都开始明显下降。再叠加欧洲和东北亚地区的加速退出，**我们预计全球范围内“油转化”的资本开支和产能增长会受到显著抑制，使化工景气度加速回升。**

图 19：中国石化炼油板块资本开支明显下降（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 20：中国石化化工板块资本开支明显下降（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究

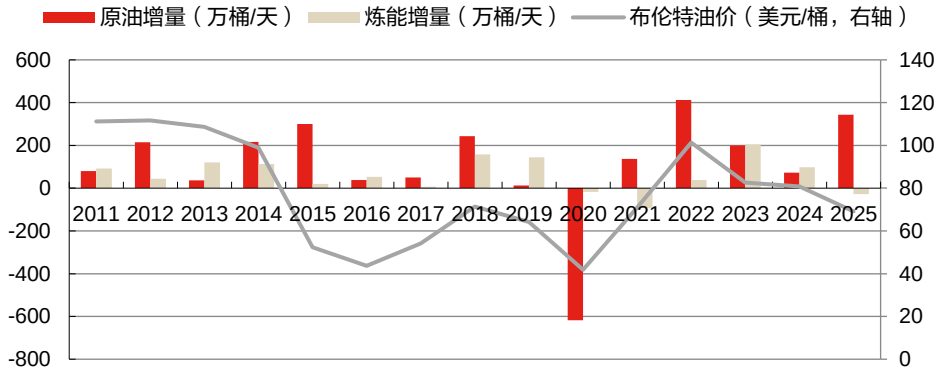
表 6：中东主要项目进展较慢

	项目名	合作方	公布	主要产能	状态
沙特	Amiral	道达尔	2022	165 万吨乙烯等	在建
	延布+	中国石化	2023	180 万吨乙烯，150 万吨芳烃等	2025 年签署框架协议
	SASREF	荣盛石化	2023	未定	暂未推进
阿联酋	Borouge 4		2022	140 万吨聚乙烯等	计划 2026 年投产

数据来源：公司公告，东方证券研究

最后，我们认为中东冲突缓和后，油价将均衡在较低水平，这也将为炼化一体化的景气度提供更长期的保障。中东冲突大幅提升了各国对能源安全的诉求，预计未来全球原油供给增长可能还会维持较高水平。北美地区过去多年一直保持良好增长，近两年每年产量增加 90 万桶/天以上。南美地区的巴西、圭亚那、阿根廷等国家近几年异军突起，未来也都有较大的发展规划，到 2030 年原油产量有望年均增长约 60 万桶/天。中东地区作为最大的产油区域，虽然过去几年增长一般，但在冲突期间发生了阿联酋退出 OPEC 等不利于供给格局的事件，未来供给增速也很可能提升。综合来看，未来全球原油供给增速预计将持续高于炼能增速，油价大概率也将因此相对低迷。

图 21：原油增量大于炼能增量后油价下跌



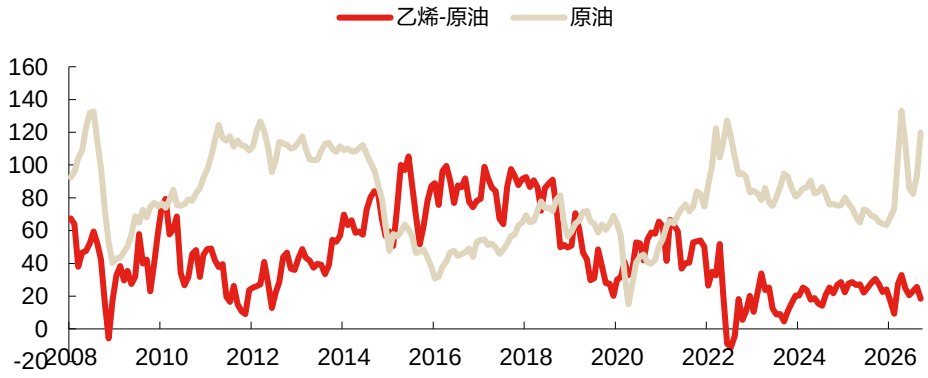
数据来源：同花顺，《世界能源年鉴》，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

全球炼能增长较快的时期其实发生在 2012-2018 年。这段时期炼能增长较快，但原油产量在美国页岩油影响下增长更加迅猛。这导致 2014 年油价暴跌，并维持了三年低位。而这三年中，炼化中化工部分的盈利一直维持高位。虽然景气度的成因较多，但我们认为油价低位-化工品低价-刺激需求增长-维持高景气的逻辑应当发挥了重要作用。如果油价回到 2015-2018 年的区间，我们预计炼化企业盈利能力将大幅提升。

图 22：低油价显著有利于化工部分盈利（美元/桶）



数据来源：同花顺，东方证券研究

4、公司多维发展布局未来

桐昆的未来发展，在区域和产业链上，都有丰富的在建和规划项目。如新疆的煤化工项目，以及印尼炼化项目，落地后都有望使公司业绩实现台阶式提升。

4.1 新疆煤化工基地继往开来

桐昆较早就在新疆谋划布局发展，全资子公司中昆新材料于 2023 年底在库尔勒建成投产了 60 万吨天然气制乙二醇项目。近期，公司计划投入约 10 亿元对已建成的乙二醇项目进行技改，将原本以天然气为原料的工艺改造成以煤炭为原料。我们按照可比公司披露的天然气采购价格测算，新疆天然气路线的乙二醇原料成本已达到约 2700 元/吨。如果切换成煤炭路线，按照当前偏高的煤炭价格测算，原料成本也仅需要 530 元左右。如果按照新疆地区煤价的一般情况，则原料成本仅 390 元。即使原料改造需要再投资 10 亿元，但是在 60 万吨满产情况下，一年内的成本节省就已超过 10 亿元，预计改造完成将为公司业绩带来有效提升。

表 7：公司乙二醇技改后原料成本有望大幅下降

	天然气	煤炭	
		当前	一般情况
单价	1.94 元/方	227 元/吨	167 元/吨
单耗	1400 方	2.33 吨	2.33 吨
乙二醇原料成本	2716 元/吨	531 元/吨	390 元/吨

数据来源：公司公告，东方证券研究

为了进一步提升综合竞争力，公司又在 2025 年 5 月通过竞拍以 38.17 亿元获得了长草东露天煤矿（可采储量 1.68 亿吨）的探矿权。2025 年 6 月，公告宣布投资 61.44 亿元（包括支付探矿权的 38.17 亿元）进行项目开发，建成后煤炭年产能达到 500 万吨（常规产能 350 万吨/年，储备产能

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

150 万吨/年）。而公司目前已有 60 万吨乙二醇产能，还正在筹备 100 万吨新产能。如果未来产能达到 160 万吨，约需要消耗 370 万吨以上煤炭，公司的煤炭产量将能够完全配套，形成煤炭-乙二醇的一体化产业链。

4.2 印尼炼化项目有望带来台阶式提升

公司在 2023 年公告与新凤鸣合资在印尼投资炼化一体化项目。原规划公司通过子公司桐昆香港参与，项目原油加工量为 1600 万吨，并配套乙烯产能 80 万吨，PX 产能 520 万吨。后于 2024 年公告变更了项目规划，改为由桐昆香港大比例控股，产能规模相应缩减，改为原油加工量 1000 万吨，乙烯产能 120 万吨，PX 产能 200 万吨。虽然项目目前还未实际落地开展，仍具不确定性，不过如果未来能够建设投产，公司将进一步提升在炼化产能上的布局。

表 8：公司印尼炼化项目规划变更

	原规划	现规划
公司持股	46%	80%
原油加工量	1600	1000
乙烯产能	80	120
PX 产能	520	200

数据来源：公司公告，东方证券研究

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 26 年涤纶长丝与 PTA 价格显著上涨，主要受到成本推动与行业景气度回升的影响。

2) 26-28 年公司涤纶长丝销量小幅增长；PTA 外销量随自用量增加，小幅下降。

3) 27-28 年随行业景气度进一步改善，涤纶长丝与 PTA 毛利率小幅提升。

4) 26-28 年，公司投资收益大幅提升，主要来自于参股浙石化的盈利提升。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
涤纶长丝					
销售收入（百万元）	89,350.7	80,189.6	103,707.1	101,432.9	105,475.7
增长率	*23.1%*	*-10.3%*	*29.3%*	*-2.2%*	*4.0%*
毛利率	5.0%	5.9%	9.3%	10.4%	10.5%
PTA					
销售收入（百万元）	6,304.1	7,218.3	4,751.8	2,371.0	2,428.0
增长率	*20.9%*	*14.5%*	*-34.2%*	*-50.1%*	*2.4%*
毛利率	-0.7%	-0.6%	5.5%	6.0%	5.9%
其他业务					
销售收入（百万元）	5,652.1	6,483.5	6,512.6	6,500.4	6,503.5
增长率	*17.0%*	*14.7%*	*0.4%*	*-0.2%*	*0.0%*
毛利率	4.8%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%
合计	101,306.8	93,891.5	114,971.5	110,304.3	114,407.2

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

增长率	22.6%	-7.3%	22.5%	-4.1%	3.7%
综合毛利率	*4.6%*	*5.5%*	*9.0%*	*10.2%*	*10.2%*

资料来源：公司数据，东方证券研究

5.2 投资建议

我们认为涤纶长丝、PTA 及炼化行业景气度已进入持续修复阶段，将驱动公司业绩出现大幅提升。我们预测公司 2026-2028 年每股盈利 EPS 为 3.03、3.20 和 3.48 元。我们选取在化纤、PTA、煤化工、炼化业务上与桐昆为同行或同类作为可比公司，按照可比公司 2027 年估值 9 倍 PE，首次覆盖给予目标价 28.8 元和买入评级。

表 9：可比公司估值（截至 2026 年 10 月 14 日）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/10/14	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
恒逸石化	000703	14.71	0.06	2.18	2.02	2.31	234.24	6.74	7.29	6.36
恒力石化	600346	15.50	1.01	1.78	1.97	2.21	15.42	8.73	7.86	7.02
新凤鸣	603225	15.97	0.61	1.64	2.01	2.33	26.31	9.71	7.95	6.86
东方盛虹	000301	12.35	0.02	0.80	0.86	1.06	611.39	15.36	14.40	11.63
荣盛石化	002493	11.86	0.08	0.88	0.99	1.12	139.69	13.50	11.94	10.54
台华新材	603055	9.47	0.60	0.81	0.93	1.05	15.87	11.66	10.21	9.05
调整后平均								11.00	9.00	8.00

数据来源：Wind，东方证券研究

6、风险提示

1) 原油价格波动：若原油价格大幅波动，则公司生产成本将会受到较大影响，从而使得公司盈利水平下降。

2) 宏观经济形势变化：化工需求与宏观经济紧密相关，如果宏观发生较大变化，将导致报告结论低于预期。

3) 参股公司经营变化：公司业绩中参股公司（如浙石化）投资收益占比较大，若后续参股公司经营发生变化，将对公司业绩造成影响。

4) 行业经营策略调整：本轮 PTA-长丝景气度修复很大程度上依赖于业内企业集体性的经营策略调整，如果未来不能得到维持，会使盈利预测低于预期。

5) 数据统计遗误：文中提到的产能规划、产量数据等，统计可能有遗误，对于预测结果将造成影响。

6) 假设条件变化影响测算结果：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	13,839	15,141	16,693	16,531	17,742
应收票据及应收账款	1,385	1,392	1,280	1,228	1,274
预付账款	1,044	988	1,210	1,161	1,204
存货	9,162	10,822	12,759	12,088	12,529
其他	1,217	1,748	1,750	1,747	1,749
流动资产合计	**26,648**	**30,091**	**33,692**	**32,756**	**34,498**
长期股权投资	19,147	20,239	24,443	28,310	32,774
固定资产	48,470	48,788	51,522	53,458	54,594
在建工程	4,486	5,451	3,958	5,162	5,792
无形资产	3,078	6,739	6,514	6,290	6,065
其他	2,557	2,214	2,126	2,126	2,126
非流动资产合计	**77,739**	**83,432**	**88,564**	**95,347**	**101,351**
资产总计	**104,386**	**113,523**	**122,256**	**128,102**	**135,849**
短期借款	25,861	33,135	33,135	33,135	33,135
应付票据及应付账款	9,647	8,611	10,153	9,619	9,970
其他	13,169	13,626	14,568	14,360	14,543
流动负债合计	**48,677**	**55,372**	**57,856**	**57,114**	**57,648**
长期借款	16,921	16,850	16,850	16,850	16,850
应付债券	204	302	0	0	0
其他	1,602	2,137	1,637	1,637	1,637
非流动负债合计	**18,727**	**19,290**	**18,488**	**18,488**	**18,488**
负债合计	**67,404**	**74,663**	**76,344**	**75,602**	**76,136**
少数股东权益	442	535	603	674	752
股本	2,411	2,405	2,375	2,375	2,375
资本公积	13,122	13,135	13,182	13,182	13,182
留存收益	21,043	22,838	29,751	36,269	43,404
其他	(35)	(53)	0	0	0
股东权益合计	**36,983**	**38,860**	**45,911**	**52,500**	**59,713**
负债和股东权益总计	**104,386**	**113,523**	**122,256**	**128,102**	**135,849**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,218	2,052	7,270	7,669	8,353
折旧摊销	4,739	5,077	5,518	6,306	7,107
财务费用	1,209	971	927	892	883
投资损失	(708)	(1,026)	(4,203)	(3,867)	(4,464)
营运资金变动	(626)	(1,553)	435	32	3
其它	2,949	902	(414)	(7)	(7)
经营活动现金流	**8,780**	**6,423**	**9,532**	**11,025**	**11,875**
资本支出	(5,056)	(9,734)	(6,521)	(9,221)	(8,648)
长期投资	(369)	(1,083)	(4,169)	(3,867)	(4,464)
其他	(4,479)	(355)	4,210	3,874	4,471
投资活动现金流	**(9,904)**	**(11,171)**	**(6,480)**	**(9,215)**	**(8,641)**
债权融资	(2,267)	(494)	(302)	0	0
股权融资	(13)	6	17	0	0
其他	6,038	1,066	(1,216)	(1,973)	(2,023)
筹资活动现金流	**3,759**	**578**	**(1,501)**	**(1,973)**	**(2,023)**
汇率变动影响	4	(12)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**2,640**	**(4,183)**	**1,551**	**(162)**	**1,211**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**101,307**	**93,891**	**114,971**	**110,304**	**114,407**
营业成本	96,604	88,715	104,599	99,099	102,711
销售费用	134	148	149	143	149
管理费用	1,471	1,457	1,840	1,765	1,831
研发费用	1,953	1,823	1,914	2,010	2,110
财务费用	1,209	971	927	892	883
资产、信用减值损失	70	74	0	0	0
公允价值变动收益	16	7	7	7	7
投资净收益	708	1,026	4,203	3,867	4,464
其他	309	319	(81)	(65)	(79)
营业利润	**899**	**2,056**	**9,671**	**10,204**	**11,115**
营业外收入	87	44	27	27	27
营业外支出	30	3	5	5	5
利润总额	**956**	**2,097**	**9,693**	**10,226**	**11,137**
所得税	(262)	45	2,423	2,556	2,784
净利润	**1,218**	**2,052**	**7,270**	**7,669**	**8,353**
少数股东损益	16	19	68	71	78
归属于母公司净利润	**1,202**	**2,033**	**7,202**	**7,598**	**8,275**
每股收益（元）	0.51	0.86	3.03	3.20	3.48

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	22.6%	-7.3%	22.5%	-4.1%	3.7%
营业利润	55.4%	128.5%	370.5%	5.5%	8.9%
归属于母公司净利润	50.8%	69.1%	254.3%	5.5%	8.9%
获利能力					
毛利率	4.6%	5.5%	9.0%	10.2%	10.2%
净利率	1.2%	2.2%	6.3%	6.9%	7.2%
ROE	3.3%	5.4%	17.2%	15.6%	14.9%
ROIC	3.2%	3.3%	8.1%	7.9%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	64.6%	65.8%	62.4%	59.0%	56.0%
净负债率	96.2%	104.8%	84.7%	74.4%	63.4%
流动比率	0.55	0.54	0.58	0.57	0.60
速动比率	0.36	0.35	0.36	0.36	0.38
营运能力					
应收账款周转率	119.4	91.6	98.9	88.0	91.5
存货周转率	9.9	8.9	8.9	8.0	8.3
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	0.51	0.86	3.03	3.20	3.48
每股经营现金流	3.64	2.67	4.01	4.64	5.00
每股净资产	15.39	16.14	19.08	21.82	24.83
估值比率					
市盈率	45.3	26.8	7.6	7.2	6.6
市净率	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	14.3	12.1	6.1	5.6	5.1
EV/EBIT	46.4	32.4	9.2	8.8	8.2

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。