

化工

2015年04月16日

恒逸石化 (000703)

—— PTA 低成本龙头业绩反转，涉足化纤领域互联网供应链金融

报告原因：强调原有的投资评级

增持

维持

市场数据：2015年04月16日

收盘价(元)	13.85
一年内最高/最低(元)	13.8/6.01
上证指数/深证成指	4034/14013
市净率	3.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	15354

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年12月31日

每股净资产(元)	4.36
资产负债率%	73.76
总股本/流通A股(百万)	1154/1154
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《恒逸石化(000703)14年年报点评：从14Q4亏4.89亿元到15Q1盈利，PTA弹性逐步显现，维持增持评级》2015/03/30
《PTA行业深度研究：PTA环节有望重夺定价权，油价反弹增加弹性，龙头将获超额利润》2015/02/10

证券分析师

邓建 A0230512030001
dengjian@swsresearch.com

研究支持
宋涛 A0230114120002
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **PTA及聚酯有望景气回升，公司作为行业龙头成本优势明显，受益油价企稳反弹，将获取超额收益，公司一季报及半年报业绩预告大幅增长是有力证明。**2015年聚酯产业链格局发生改变，PX加速扩产至产业链利润下移至PTA及聚酯环节，行业景气回升。公司作为民营龙头企业凭借规模及管理优势，获取超于行业平均的收益。
- **公司15年Q1及上半年业绩大幅增长。**15Q1单季度实现收入59.82亿元(yoy-7.55%,QoQ+1.17%)，归属母公司净利润0.51亿元(yoy+135%,QoQ+114%)，EPS 0.04元，15Q1同比及环比大幅增长主要是由于原油价格企稳，PTA供需改善维持稳定盈利。公司预计15年上半年归属母公司净利润1.00~2.00亿元(yoy+266%~431%)，EPS 0.09~0.17元。
- **不断扩展和延伸产业链，精益管理构筑成本优势。**公司长期加大投资，一方面涉足己内酰胺，实现聚酯及锦纶双轮驱动，另一方面积极向上游“芳烃—PTA/CPL”延伸产业链，通过一体化战略降低生产成本。同时通过投资实现规模效应和技术升级，并结合精细化管理，将公司产品生产成本压缩至行业最低，构筑成本优势。
- **7000亿化纤市场迫切需求互联网供应链平台，公司占据天时地利，有望借力互联网+及金融，打造化纤互联网供应链金融龙头。**化纤行业市场超过7000亿元，行业毛利率长期维持10%，面临淘汰增效，迫切需要供应链平台来进行资源整合。公司作为化纤行业龙头企业，占据天时地利。有望借力互联网+及金融，打造化纤领域互联网供应链龙头。
- **增资浙商银行，有望获得高额投资收益。**浙商银行将募集资金100亿，集团和上市公司所持有浙商银行等比例认购的股份，将由上市公司恒逸石化全额认购，预计增资后，公司将拥有浙商银行的比例超过4.9%。浙商银行正在筹划上市，预计公司拥有市值将达24.3亿元，有望获得高额投资收益。同时，2014年9月，大股东全额参与公司定增，既彰显其对公司未来发展信心，又改善公司资金紧张状况。
- 公司作为行业龙头，具有成本优势，随油价企稳反弹，业绩持续改善，同时借助互联网+及金融手段，有望成为化纤领域互联网供应链金融龙头。维持增持评级。预计15-17年EPS 0.40元、0.47元、0.54元，对应PE 33、28、24。

财务数据及盈利预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	30,751	28,063	30,891	31,895	33,634
同比增长率(%)	-5.88	-8.74	10.08	3.25	5.45
净利润(百万元)	427	-353	459	550	626
同比增长率(%)	36.09	-	330.22	19.68	13.86
每股收益(元/股)	0.37	-0.31	0.40	0.47	0.54
毛利率(%)	2.5	4.1	6.0	5.7	6.1
ROE(%)	7.8	-7.0	8.3	8.9	9.3
市盈率	36	-44	33	28	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司作为行业龙头，具有成本优势，随油价企稳反弹，业绩持续改善，同时借助互联网+及金融手段，有望成为化纤领域互联网供应链金融龙头。维持增持评级。预计 15-17 年 EPS 0.40 元、0.47 元、0.54 元，对应 PE 33、28、24。

关键假设点

PX 扩产加速，产业链话语权减弱，致利润重心下移至 PTA 及聚酯环节。互联网供应链金融前景广阔，将打破市场割裂，实现行业增效增利。

有别于大众的认识

市场普遍认为 PTA 及己内酰胺行业竞争激烈，行业整体处于亏损中。化纤企业涉足电商及供应链管理意义不大。

我们认为，经过近几年的行业洗牌，PTA 行业阶梯成本已现，行业龙头获取超额利润，公司一季度业绩同比大幅增长已然证明；化纤行业市场规模达 7000 亿，行业长期处于低毛利低效状态，公司作为龙头企业涉足互联网供应链金融，将打破市场割裂，实现行业增效增利。

股价表现的催化剂

互联网+及供应链金融主题持续升温；公司明确进入互联网供应链金融具体方案及时间表。

核心假设风险

1) PTA、聚酯、CPL 行业持续低迷；2) 文莱项目投产进度低于预期；3) 公司涉足互联网供应链金融进程低于预期。

目 录

1	
1.快速发展的聚酯纤维全产业链企业	6
1.1 公司是国内最大聚酯全产业链布局的民营企业	6
1.2 积极向产业链上游延伸，逸盛 PTA 产能国内占比超过 30%	7
2. PTA 及聚酯有望景气回升，受益油价反弹.....	8
2.1 PX 加速扩张促产业链利润重心下移	8
2.2 PTA 扩张趋缓，集中度提升，寡头格局形成.....	10
2.3 下游聚酯行业逐步回暖，将维持 8%左右的增长.....	12
2.4 行业基本面趋于动态稳定，受益油价企稳反弹	17
3. 不断扩展和延伸产业链，精细管理构筑成本优势	19
3.1 大装置+精细管理，PTA-涤纶长丝成本优势明显.....	19
3.2 文莱项目有序进行，投资成本大幅减少	20
3.3 己内酰胺仍持续扩张，公司成本优势明显.....	21
3.4 增资浙商银行，将获得高额投资收益.....	23
4. 借助互联网+及金融，打造互联网供应链金融龙头	24
4.1 7000 亿化纤市场迫切需求互联网供应链管理.....	24
4.2 公司涉足互联网供应链金融占据天时地利，三大服务打造化纤行业龙头.....	25
5 . 关键结论与投资建议.....	26
6 . 风险揭示.....	27
7 . 附表.....	29

图表目录

图 1：公司股权及产能结构图	6
图 2：公司不断向产业链上游延伸	7
图 3：恒逸石化 14 主营业务构成	8
图 4：恒逸石化近年销售收入、营业利润、毛利率变化趋势（单位：亿元）	8
图 5：受 PTA 行业快速扩产，竞争激烈影响，公司 EPS、ROE 逐年下降	8
图 6：公司参控股逸盛石化 PTA 产能市占率 31%（2014）	8
图 7：我国 PX 进口主要来自韩、日、中国台湾	9
图 8：亚洲 PX 产能加速扩张	9
图 9：PX 扩产导致利润转移至下游，但随着原油下跌，产业链利润被大幅压缩	9
图 10：国内 PTA 产能快速扩张致开工率逐步下降	10
图 11：国内 PTA 理论产能过剩约 500 万吨	10
图 12：国内下游服装需求处于低位并逐渐好转	12
图 13：纺织服装出口增长低位企稳	12
图 14：服装产量持续增长，增速放缓	13
图 15：纺织业成品存货增速放缓	13
图 16：纺织企业成品存货处合理水平，增速放缓	13
图 17：重点纺企经营性现金流大幅改善	13
图 18：涤纶行业整体经营状况逐渐改善	14
图 19：涤纶行业库存处于低位	14
图 20：全球棉花库存消费比已达到历史高点	15
图 21：全球棉花种植面积增长有所回升	15
图 22：国内外棉花价格低位震荡趋势一致	15
图 23：2015 我国聚酯产能规模将达 4880 万吨	16
图 24：2015 年我国聚酯新增产能投放有所增加	16
图 25：全球聚酯产量年均增长 6.5%	16
图 26：涤纶纤维占化纤产量比重持续提升	16
图 27：涤纶产量增速放缓，但仍高于去年	17

图 28 : 我国涤纶长丝产量年均增长 13.7%	17
图 29 : 聚酯产业链产能结构日趋合理	17
图 30 : 原油、石脑油、PX 价格随原油持续下跌	18
图 31 : 目前 PTA 价格处于历史低位	18
图 32 : 公司涤纶及锦纶双链扩张	20
图 33 : 国内己内酰胺主要用于锦纶，未来提升空间巨大	21
图 34 : 中国锦纶产量全球占比达 54% (2013)	21
图 35 : 公司涤纶及锦纶双链扩张	23
图 36 : 7000 亿化纤行业规模，毛利率长期低位徘徊	24
图 37 : 涤纶行业占合成纤维比例超过 88%	24
图 38 : 两大平台构筑核心价值链	24
图 39 : 依托电商平台构建三大服务体系	26
表 1 恒逸石化产能情况	6
表 2 : 中国 PX 自给率长期处于 50%左右	9
表 3 : 国内 PTA 扩产步伐减缓	11
表 4 : 国内棉花储备量过大，短期难以消化（单位：万吨）	15
表 5 : 预计“十二五”时期国内淘汰聚酯落后产能超过 150 万吨	16
表 6 : 逸盛石化 PTA 非 PX 生产成本行业最低	19
表 7 : 国内己内酰胺自给率逐步提升	22
表 8 : 14-16 年国内己内酰胺有 200 万吨产能投产	22
表 9 : 增资浙商银行，有望带来 16 亿左右的投资受益	23
表 10 : 可比公司盈利预测与估值（单位：元/股，倍，倍）	27
表 11 : 损益表	27
表 12 : 现金流量表	28
表 13 : 资产负债表	28
附表 1 : 2014 年国内 PX 产能达 1233 万吨	29
附表 2 : 2014 年亚洲区新增 685 万吨 PX，未来三年亚洲有 1200 万吨 PX 投产	30
附表 3 : 国内 PTA 生产企业基本情况	30

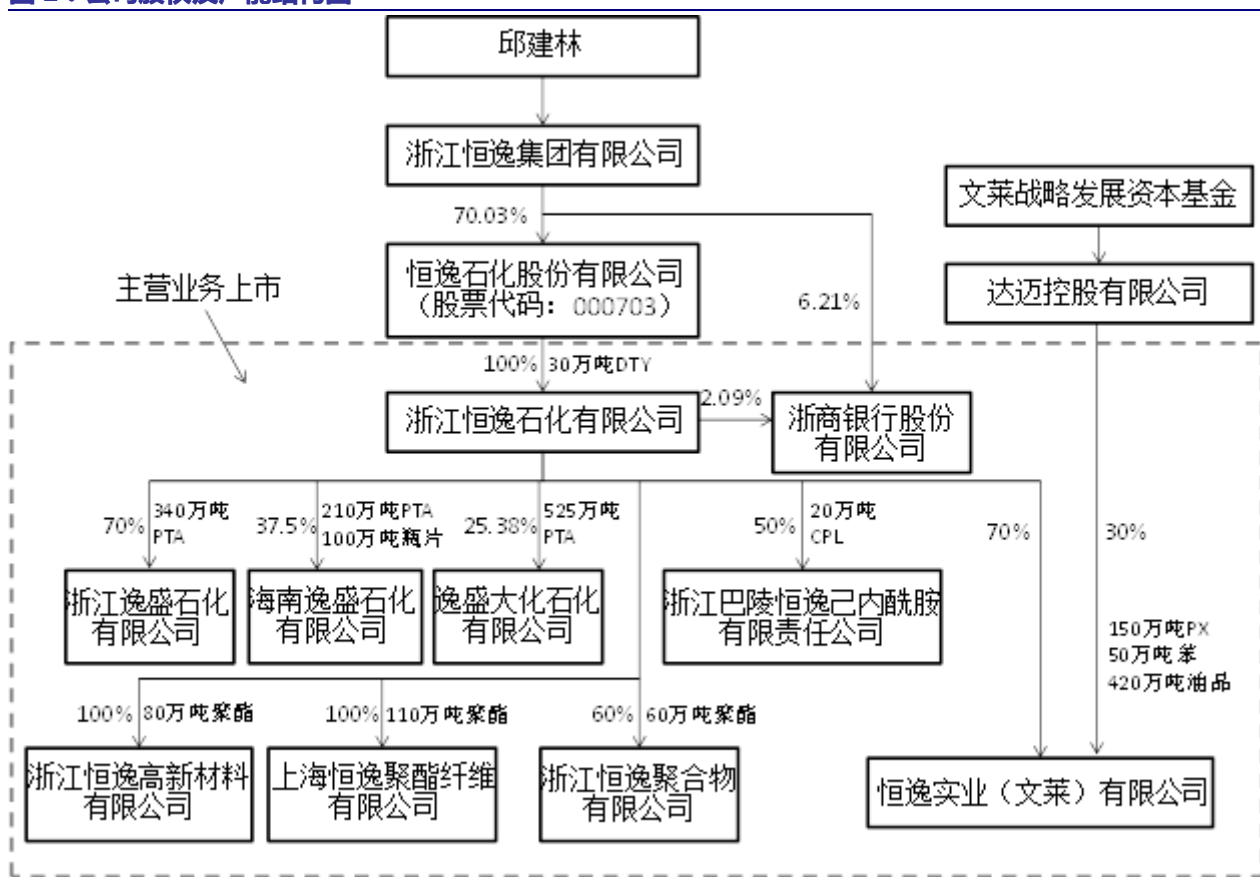
附表 4 : 2015 年国内聚酯产能投放达 413 万吨 31

1. 快速发展的聚酯纤维全产业链企业

1.1 公司是国内最大聚酯全产业链布局的民营企业

恒逸石化是PX、PTA和聚酯纤维上下游全产业链和产能规模化的国内民营企业龙头。截止到2014年，公司参控股PTA产能达到1325万吨，拥有权益产能610万吨；聚酯产能250万吨，涤纶长丝170万吨。

图1：公司股权及产能结构图



资料来源：申万宏源研究

表1 恒逸石化产能情况

子公司	总产能	股权比例	权益产能
宁波逸盛	550万吨 PTA	70%	385万吨 PTA
大连逸盛	575万吨 PTA	25.38%	146万吨 PTA
海南逸盛	210万吨 PTA 100万吨聚酯切片	37.50% 37.50%	79万吨 PTA 37.5万吨聚酯切片
恒逸聚合物	60万吨聚酯、60万吨长丝	60.00%	36万吨聚酯、33万吨长丝
上海恒逸聚酯	110万吨聚酯、25万吨长丝、12万吨短纤	100%	110万吨聚酯、25万吨长丝、12万吨短纤
恒逸高新材料	80万吨聚酯、80万吨长丝	100%	80万吨聚酯、80万吨长丝

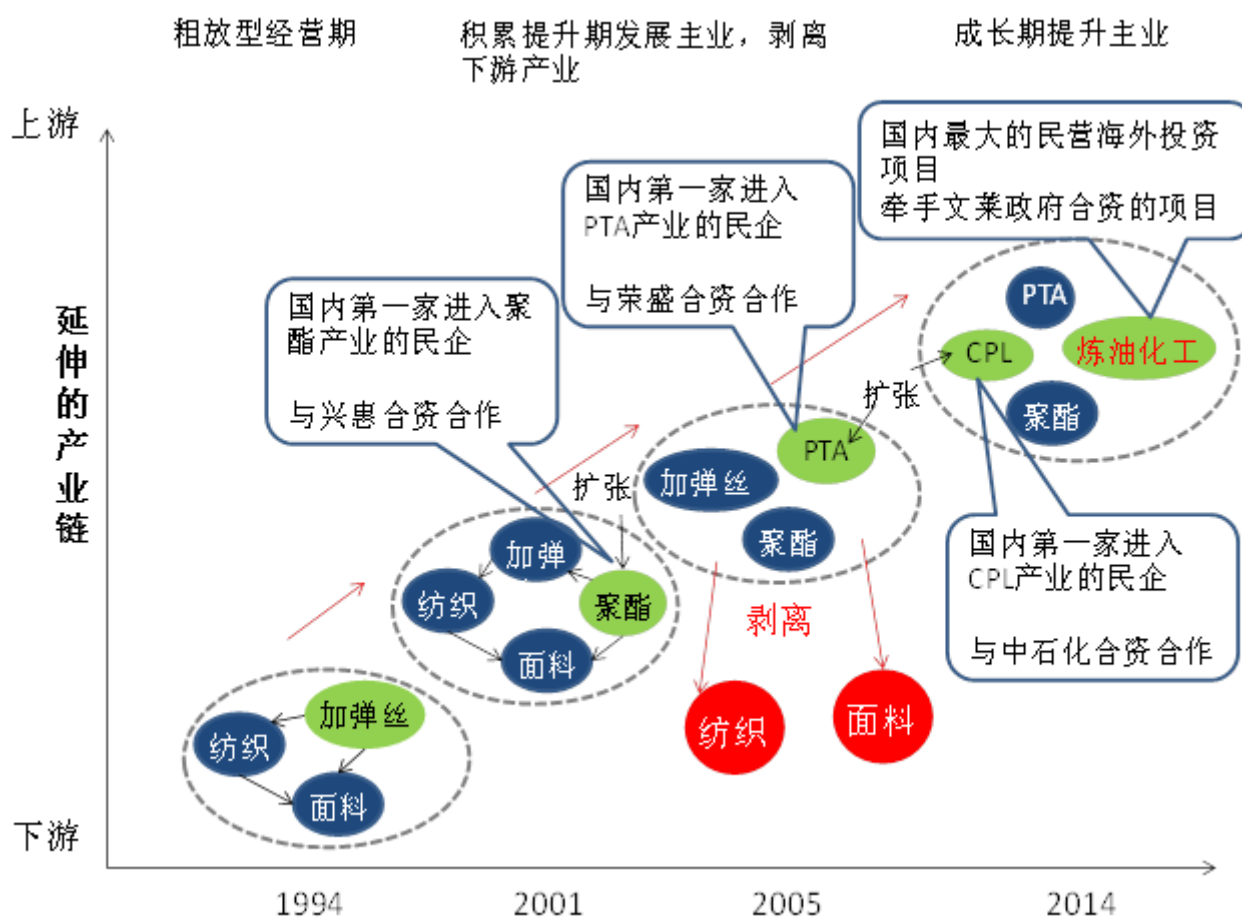
浙江恒逸石化	30万吨 DTY	100%	30万吨 DTY
浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司	20万吨 CPL	50%	10万吨 CPL

资料来源：申万宏源研究

1.2 积极向产业链上游延伸,逸盛 PTA 产能国内占比超过 30%

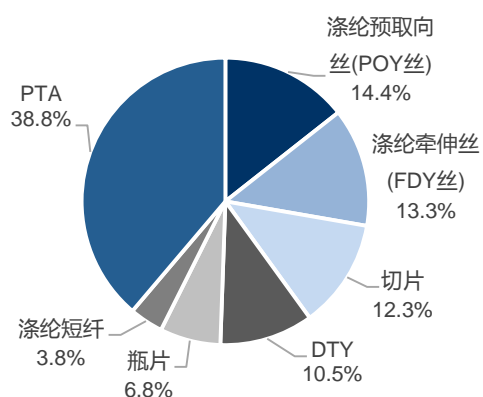
公司发展过程中不断向产业链上游延伸,由以前的纺织、加弹织造向**聚酯产业链**(PTA、涤纶 DTY、FDY、POY、聚酯切片)及**锦纶产业链**(CPL、锦纶)等产品延伸。但由于国内 PTA 行业大幅扩产、竞争激烈,且行业利润受上下游行业侵占,导致公司产品毛利率从 2011 年 10.41%快速下降至 2013 年 2.47%,2014 年回升至 4.13%。PTA 行业三巨头逸盛石化、翔鹭石化、恒力石化国内产能占比超过 55%,集中度大幅提升。

图 2：公司不断向产业链上游延伸



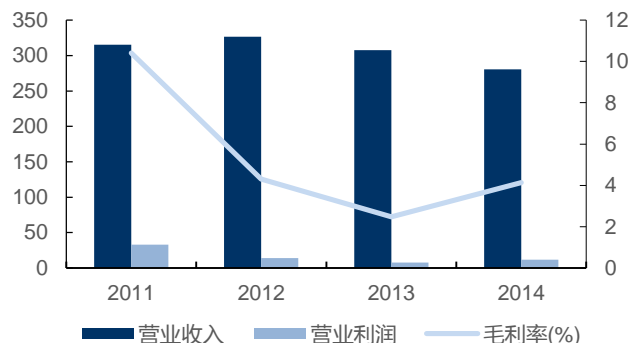
资料来源：申万宏源研究

图3：恒逸石化14主营业务构成



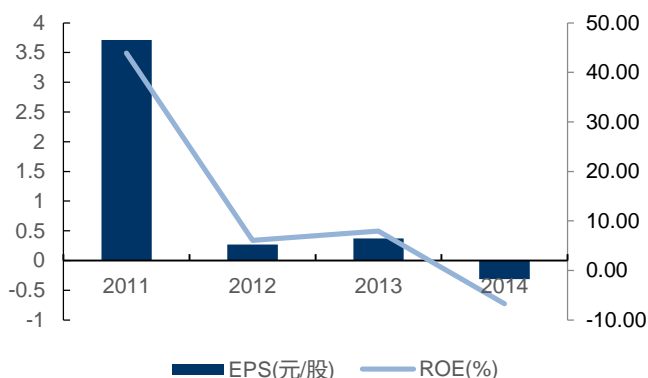
资料来源：wind，申万宏源研究

图4：恒逸石化近年销售收入、营业利润、毛利率变化趋势（单位：亿元）



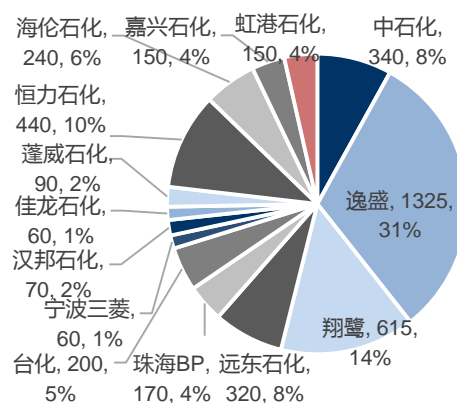
资料来源：wind，申万宏源研究

图5：受PTA行业快速扩产，竞争激烈影响，公司EPS、ROE逐年下降



资料来源：wind，申万宏源研究

图6：公司参控股逸盛石化PTA产能市占率31%（2014）



资料来源：中纤网，申万宏源研究

2. PTA及聚酯有望景气回升，受益油价反弹

2.1 PX加速扩张促产业链利润重心下移

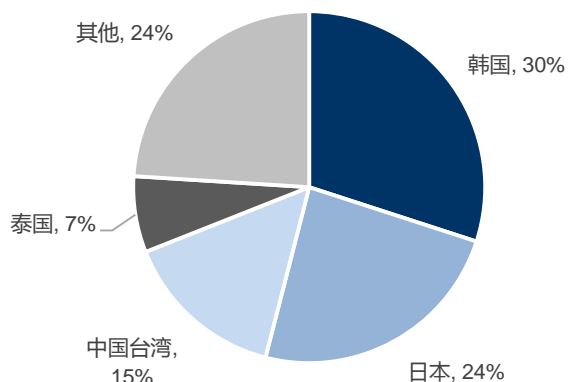
—— PX持续快速扩张，供应趋于宽松

中国是最大的PX生产国和消费国，截至2014年底，我国PX产能1233万吨（附表1），PTA产能4325万吨。由于受环保事件影响，国内扩产进程多次放缓，导致国内理论产能接近1500万吨，每年进口PX超过900万吨（表2）。2014年，我国进口PX 997万吨，同比增长10.2%。进口主要来自于韩国、日本及中国台湾等

国家和地区（图7）。PX长期供不应求，使亚洲PX企业在聚酯产业链中处于强势地位，享受着较高的行业利润，从而促使东亚及东南亚国家/地区PX企业悄悄展开新一轮的产能扩张，其出口目标主要就是中国PTA厂家。

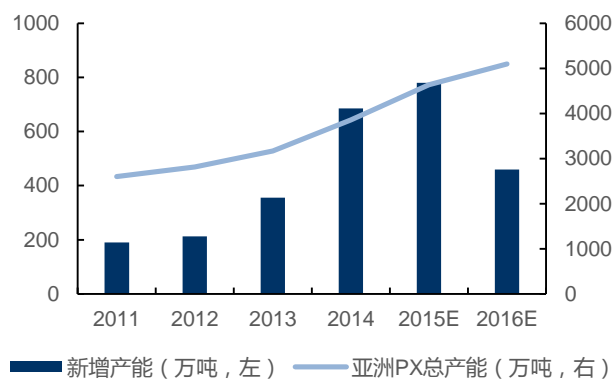
2014年亚洲PX产能快速扩张，新增产能达685万吨，总产能达到3855万吨，增幅达21%（图8，附表2）。预计2015-2017年亚洲将有超过1200万吨PX投产。随着2015年后PX新增产能的加速投放，PX供应将更加宽松。

图7：我国PX进口主要来自韩、日、中国台湾



资料来源：wind，申万宏源研究

图8：亚洲PX产能加速扩张



资料来源：wind，申万宏源研究

表2：中国PX自给率长期处于50%左右

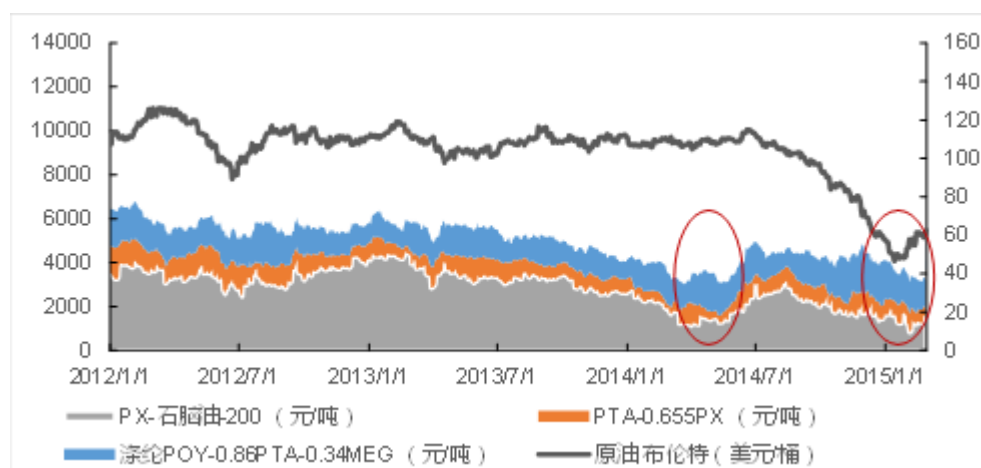
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
PX产能 (万吨)	446	726	826	826	1036	1111	1233	1653
PX产量 (万吨)	329	480	612	680	770	770	890	1091
PX进口量 (万吨)	340	371	353	498	629	905	997	1020
PX出口量 (万吨)	45	33	21	35	35	18	11	25
表观消费量 (万吨)	625	817	944	1143	1364	1657	1799	2086
PX自给率 (%)	52.6%	58.8%	64.8%	59.5%	56.5%	46.5%	49.5%	48.9%

资料来源：wind，申万宏源研究

—— PX话语权减弱，导致产业链利润重心下移

从2014年1月开始，PX-石脑油的利润在1-4月以及12月出现两次下滑，PTA及聚酯环节的利润出现增长（图9）。其中1-4月份下滑是由于14年部分新增PX陆续投产，PX供给增加预期强烈。同时下游PTA及部分聚酯企业亏损严重，大量企业面临亏损，导致开工率降低需求减少，从而造成PX相对供大于求，促使其价格下行，利润被产业链PTA及聚酯环节重新分配。第二次下滑是国际油价持续下跌，产业链下游加速清库存，从而造成PX价格支撑体系塌陷，下游聚酯环节利润丰厚。

图9：PX扩产导致利润转移至下游，但随着原油下跌，产业链利润被大幅压缩



资料来源：百川资讯，中纤网，申万宏源研究

2.2 PTA 扩张趋缓，集中度提升，寡头格局形成

2011年以前，国内聚酯市场需求快速增长，而PTA自给率不高，需大量进口，PTA价格长期处于高位，国内生产企业利润丰厚。在高额利润吸引、特别是10-11年棉价大涨刺激下，大量PTA装置开始上马，PTA行业由供不应求变为供给过剩，PTA环节话语权丧失，利润被上下游企业不断侵蚀。

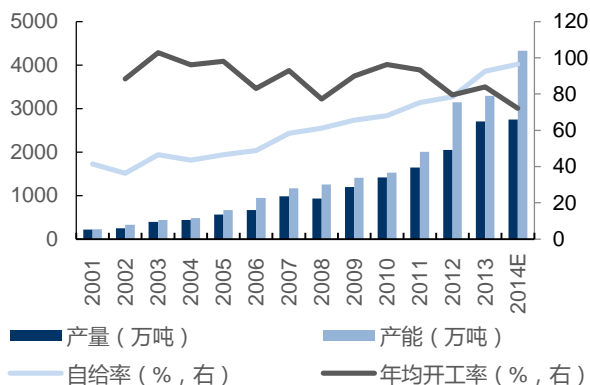
——PTA 高速扩张步入尾声，产能过剩将得到缓解

2011年国内PTA产能2006万吨，生产企业平均开工率长期处于90%高位（图6），行业自给率不足，导致PTA单吨净利润超过1000元，从而吸引大量企业投建PTA。自2012-2014年，分别新增PTA产能1260、147、1032万吨。产能加速扩张后致过剩严重（图10），行业开工率降至70%，导致PTA全行业陷入长期亏损，并于2014年5月被迫自发组织行业首次联合限产保价。

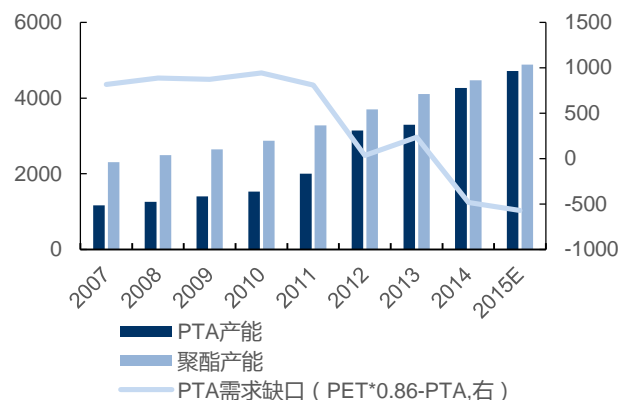
随着PTA产品利润微薄长期处于亏损，2015年国内新增PTA产能减少至445万吨，部分企业名义新增产能都排在2016年之后或者长期搁浅。未来三年新增产能数量增速下降，国内PTA行业高速扩张已然步入尾声（表3）。

图 10：国内 PTA 产能快速扩张致开工率逐步下降

图 11：国内 PTA 理论产能过剩约 500 万吨



资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究

表 3：国内 PTA 扩产步伐减缓

厂名	产能	投产时间
BP 珠海石化	125	2015 年 Q1
晟达石化	100	2015Q1
恒力石化	220	2015Q3
2015 年合计	445	
中泰新材	120	2016
江阴汉邦石化	220	2016
乌石化	100	2016
远东石化	200	2016
2016 年合计	640	
嘉兴石化二期	150	2017
江苏虹港石化二期	150	2017
三房巷海伦石化三期	150	2017
2017 年合计	450	

资料来源：中纤网，百川资讯，申万宏源研究

——寡头格局初步形成，行业面临优胜劣汰

截至 2014 年底，国内 PTA 产能达到 4325 万吨，中国的 PTA 产能占据亚洲产能的 61%，全球产能的 51%。中国在全球 PTA 产业的“大佬”地位不可撼动。未来几年，世界 PTA 产能的增长仍将主要来自亚洲，尤其是中国大陆、中国台湾、印度等地。

2010 年时，国内以中石化规模扩张居前，市占率 27%，逸盛、翔鹭分别为 17%、10%。近年来，民营企业快速扩张，规模逐渐增大。逸盛石化、翔鹭石化、恒力石化等龙头企业占据国内产能的 55%以上，产能持续集中（图 6）。

三类落后产能总量超过 850 万吨。尽管 PTA 产能过剩，但有部分 PTA 装置由于长期亏损或者设备老化，处于开工率极低、长期处于停车状态或停车时间超过半年

以上。因为 PTA 生产环节设备处于高温高压强腐蚀条件，设备长期停车将会导致设备氧化腐蚀，超过半年以上需要重新更换大量设备，几乎相当于初始投入的 20%。这些装置的总产能为 540 万吨¹。同时 2000 年以前投产的 307 万吨（附表 3）产能大都为中石化装置，面对激烈的 PTA 竞争，老设备效率低下，经营现金流为负，这些装置极可能会被淘汰。此外，远离聚酯和化纤核心生产区——江浙沪闽地区的生产企业，在产品运输成本高，议价能力弱，企业开工率不足等一系列原因促使下，减产停产，如蓬威石化。

——产业协作意愿增强，PTA 行业话语权增强

2014 年的“限产保价”是行业的首次联合。2014 年 PTA 行业最引人注目的莫过于首次结成 PTA 产业联盟以及推行新的 PTA 定价模式。2014 年 1-3 月，PTA 全行业持续亏损使得 PTA 厂家面临生存危机，鉴于此，PTA 工厂展开了自救行动。从 5 月开始，以 PTA 三巨头（逸盛石化、翔鹭石化、恒力石化）为首的 PTA 产商决定将**开工率控制在 60%以下，进行限产保价。**

同时，四大巨头开始推行一种新的合约结算模式，即以**成本定价（PX 成本+ 720 元/吨的加工费）**取代原先市场定价机制，这间接的将 PX 价格波动风险转嫁给了下游聚酯企业，尽管后来聚酯企业联合起来反对，但**限产保价仍继续执行**。2014 年 6 月开始 PTA 工厂负荷大幅降低，受此影响，PTA 工厂利润也快速回升，并且在限产阶段达到最高 300-400 元/吨的净利润（图 9）。随着盈利快速恢复，行业开工率开始提升，其后不久亦叠加油价下行带来的巨额潜在存货损失，企业开始集体去库存，导致 PTA 价格大幅下跌，下跌速度甚至阶段性超过油价。

近年 PTA 产能的无序扩张造成产能过剩，从而造成全行业连续亏损，这也是 PTA 工厂选择结成限产联盟的原因。虽然行业的第一次主动联合抱团取暖未达到目的，但为**龙头企业掌握定价权奠定了基础，同时也凸显出其对集中度不高且竞争同样激烈的聚酯企业的议价能力。**

2.3 下游聚酯行业逐步回暖，将维持 8%左右的增长

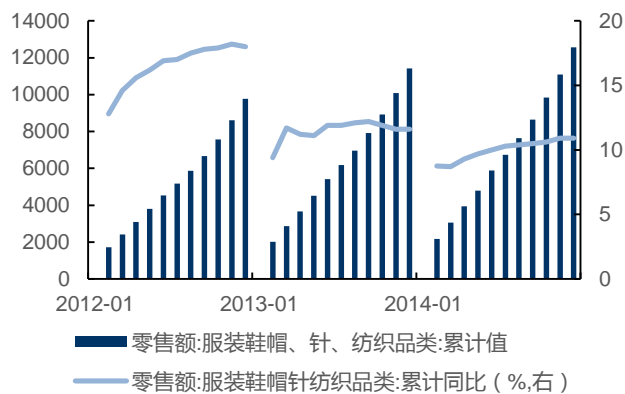
2.3.1 纺织服装经营好转，带动聚酯行业回暖，库存居低位

涤纶主要应用于服装、家纺、工业用品等领域。下游国内纺织服装行业正逐步走出低谷，增长缓慢提升。2014 年，国内零售额同比逐月回升，全年达 1.26 万亿元，同比增长 10.9%。纺织业、服装业累计出口 9116.1 亿元，同比增速 1.0%，服装增速降幅趋缓（图 12-14）。

图 12：国内下游服装需求处于低位并逐渐好转

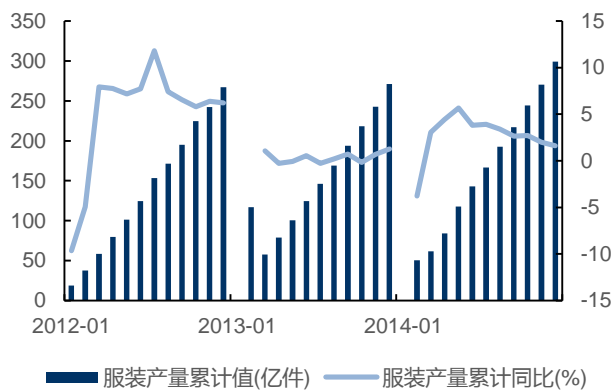
图 13：纺织服装出口增长低位企稳

¹ 含辽阳石化（80）、远东石化（120）、宁波逸盛 1/2 期（130）、翔鹭石化 1 期（165）、济南正昊（10）、扬子石化（35）。



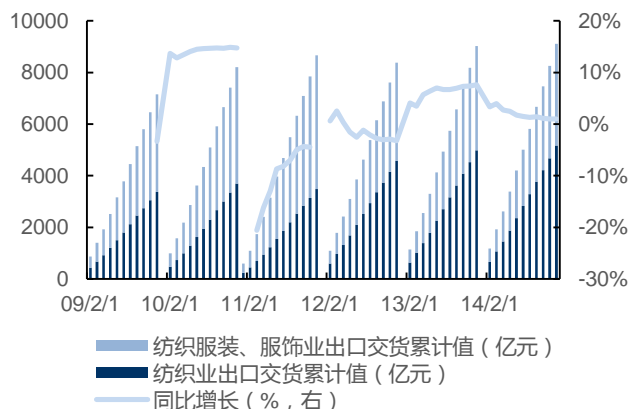
资料来源:wind, 申万宏源研究

图 14: 服装产量持续增长, 增速放缓



资料来源:wind, 申万宏源研究

图 16: 纺织企业成品存货处合理水平, 增速放缓



资料来源:wind, 申万宏源研究

图 15: 纺织业成品存货增速放缓

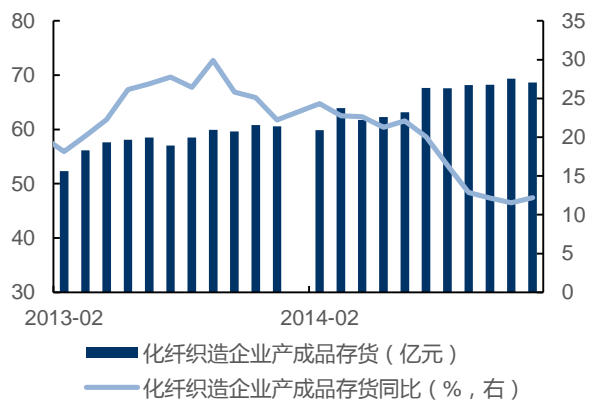


资料来源:wind, 申万宏源研究

过去三年, 纺织业整体处于清库存阶段(图 15、16), 行业整体产成品存货同比增速从 20%以上快速回落至 7.5%的平均水平, 化纤织造企业产成品存货也处于合理水平。库存改善带来了纺织企业经营性现金流得到了较大改善(图 17)。

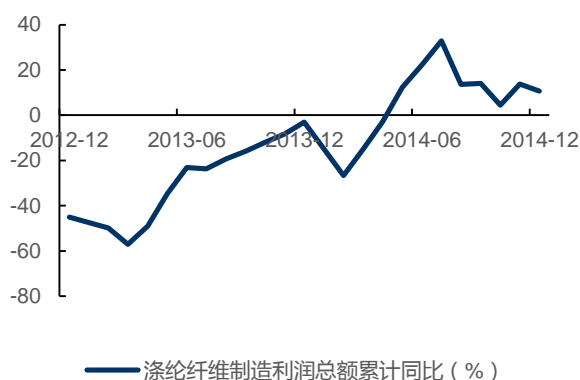
随着近些年存货消减、产能出清, 行业整体经营状况逐渐改善(图 18-19)。2014 年前 11 月, 聚酯产量同比增长 8.5%。由于 14 年下半年油价快速下跌, 聚酯企业为了减少存货损失, 目前库存处于低位。

图 17: 重点纺企经营性现金流大幅改善

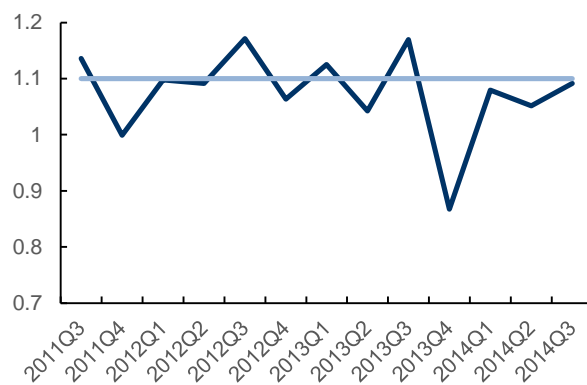


资料来源：wind，申万宏源研究

图 18：涤纶行业整体经营状况逐渐改善



资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究

图 19：涤纶行业库存处于低位



资料来源：wind，申万宏源研究

2.3.2 棉价低位震荡，下行空间有限，对涤纶价格形成支撑

由于棉花和涤纶（尤其是涤纶短纤）具有相互替代效应，从历史经验来看，涤纶的价格趋势上与棉价同向波动，棉花价格对涤纶价格具有一定的影响。

对于棉价影响。**不利因素**：经过三年的棉花收储政策后，国内棉花储备量达 1130 万吨，国内每年近 500 多万吨产量，但每年国内的总消费量仅 641 万吨，预计库存消化仍需要较长时间。**有利因素**：国家从 2014 年起实行的棉花目标价格直补试点，其中补贴中 60% 根据面积、40% 根据交售量发放，但是补贴金额对新疆较多，对东中部地区较少。目前棉花市场价格约 1.35 万元/吨，接近内地中等棉的成本价，长期处于低价会伤害棉农的利益，进而影响种植积极性。（表 4，图 20）

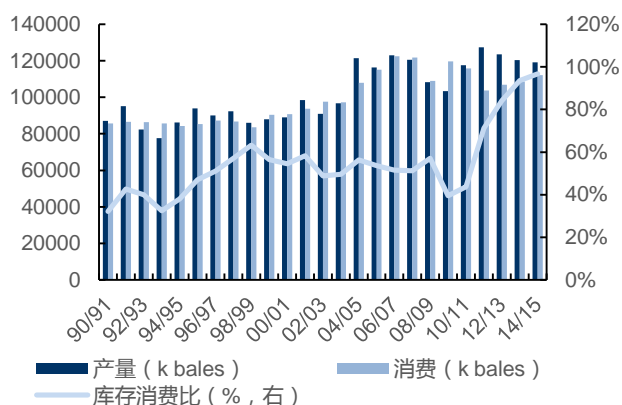
同时，全球棉花库存消费比已达历史高点，全球棉花种植面积有所回升，这些因素也使国外棉价稳定地处于低位（图 21-22）。总之，预计未来棉价下行空间不大，将长期处于低位震荡向上趋势。

表 4：国内棉花储备量过大，短期难以消化（单位：万吨）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
产量	762.40	749.20	575.80	514.70	571.50	570.00	544.00	515.00
进口量	233.40	150.00	250.00	258.00	544.00	439.60	300.30	225.00
出口量	2.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
国内总消费量	985.00	799.50	901.00	889.00	839.00	742.00	625.60	641.00
期末库存	368.80	467.00	390.80	273.50	549.00	815.60	1,033.30	1,131.30

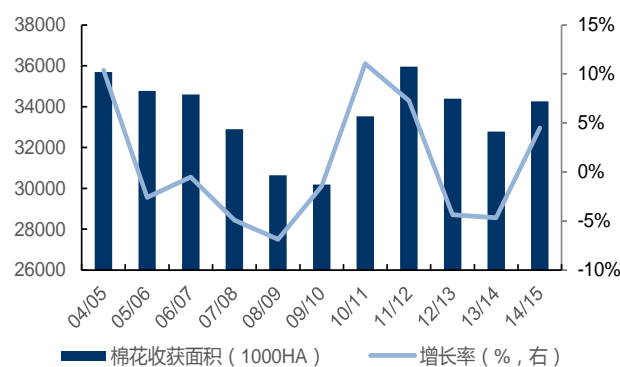
资料来源：wind，申万宏源研究

图 20：全球棉花库存消费比已达到历史高点



资料来源：USDA，申万宏源研究

图 21：全球棉花种植面积增长有所回升



资料来源：USDA，申万宏源研究

图 22：国内外棉花价格低位震荡趋势一致



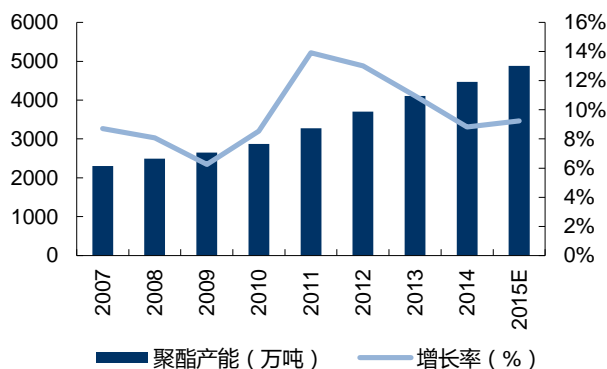
资料来源：wind，申万宏源研究

2.3.3 聚酯产能扩张有序，预计未来需求增速 8%左右

由于棉价 10-11 年暴涨和化纤对棉花的替代效应，2011-2012 年是我国聚酯行业投产高峰期，此后国内新增产能年投放量一直稳定在 300 万吨以上。至 2014 年底，

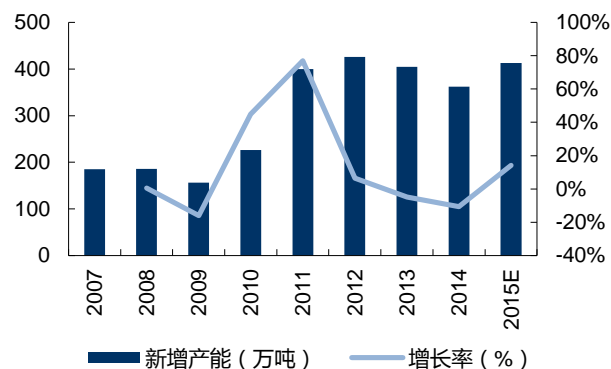
我国聚酯总产能达到 4467 万吨，分别占全球和亚洲产能的 52%和 64.7%。预计 2015 年中国聚酯新增产能 413 万吨，同比增长 9.2%（见图 23-24，附表 4）。此外部分中小高耗的产能也在逐步退出（见表 5）。聚酯产能总体扩张有序。

图 23：2015 我国聚酯产能规模将达 4880 万吨



资料来源：CNKI，wind，申万宏源研究

图 24：2015 年我国聚酯新增产能投放有所增加



资料来源：CNKI，wind，申万宏源研究

表 5：预计“十二五”时期国内淘汰聚酯落后产能超过 150 万吨²

	“十一五”		“十二五”			
	2011	2012	2013	2014E	2015E	
实际淘汰产能 (万吨)	445	37.3	25.7	55	40	20

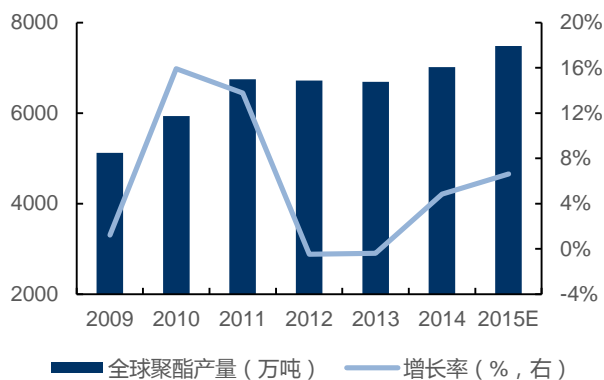
资料来源：申万宏源研究

从发达国家经验看，聚酯需求与人均 GDP 呈正比例增长，过去 6 年，全球聚酯产量年均增长 6.5%（见图 25）。考虑未来国内外经济增长，预计我国聚酯仍将保持年均 8%左右增速。涤纶是聚酯最大的品种，其增速一般与聚酯产业增速趋同。近年来，随着涤纶新产品推出及应用领域拓展，其在合成纤维中占比逐渐提升。尤其是涤纶长丝，其近 5 年年均增速 16%，成为涤纶产业的亮点（见图 26-28）。

图 25：全球聚酯产量年均增长 6.5%

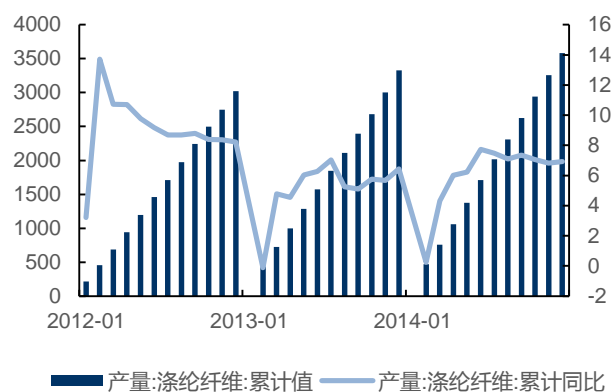
图 26：涤纶纤维占化纤产量比重持续提升

² 工信部计划 2011-2014 年淘汰聚酯化纤产能为：35、20、14.4、6 万吨。

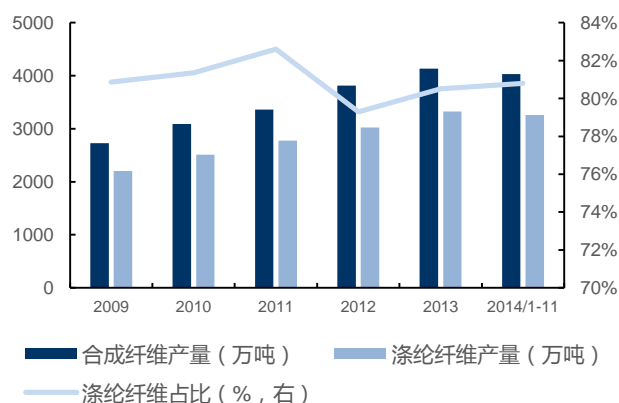


资料来源：wind，申万宏源研究

图 27：涤纶产量增速放缓，但仍高于去年

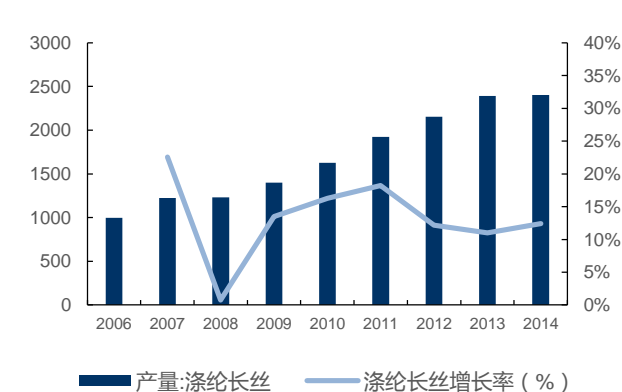


资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究

图 28：我国涤纶长丝产量年均增长 13.7%



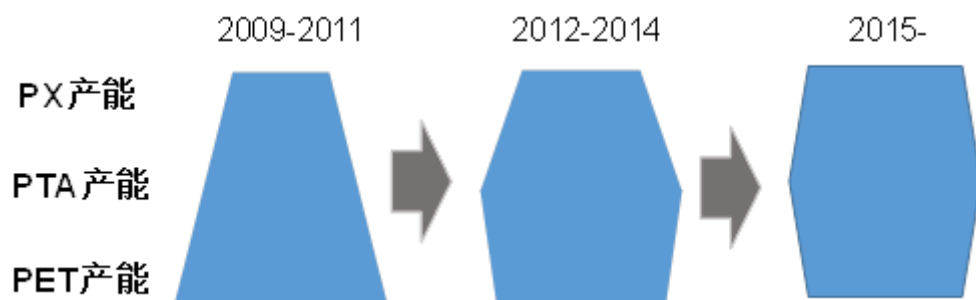
资料来源：wind，申万宏源研究

2.4 行业基本面趋于动态稳定，受益油价企稳反弹

基于以上分析，下游聚酯环节需求稳定复苏；上游PX产能扩张加速，产业链话语权下移；PTA产能集中度增强，虽然相比上下游仍有部分过剩，但龙头企业对PTA环节的掌控能力逐渐增强，PTA行业话语权增强，有助于改善PTA价格持续低迷的现状。总体而言，聚酯产业链产能的趋于良性扩张，2015年聚酯产业链产能结构日趋合理（图29），供需结构也趋于良性疏导，产业链上下游价格传导更加顺畅，产业利润有望下移，将不会出现以前PX环节独占大量产业链利润的情况。

图 29：聚酯产业链产能结构日趋合理³

³ PX产能考虑了亚洲区产能扩张因素

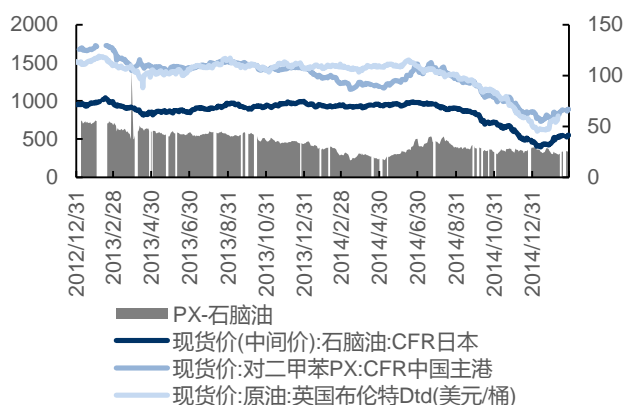


资料来源：wind，申万宏源研究

原油价格从2014年7月开始持续下行，并带动PX、PTA、聚酯纤维等产业链各环节产品持续下跌，社会库存大幅降低，从而加重影响产品价格及产业链各环节开工率。然而油价和PTA价格已经跌至自金融危机以来的历史最低水平（图30-31）。

一旦原油企稳反弹，下游企业由于需求以及正常库存的回归，都会导致对原材料采购量激增，聚酯产业链各环节的利润将会受益，**PTA环节重掌话语权，其价格上涨空间最大，获取的行业利润最多，行业企业将集体受益**，公司作为PTA行业龙头，成本领先，单吨PTA生产成本低于行业平均水平200-300元，有望获得超额收益。同时下游聚酯及长丝企业也将受益于PTA的价格支撑以及纺织企业的补库存，**毛利率有望得到提升**。

图30：原油、石脑油、PX价格随原油持续下跌



资料来源：申万宏源研究

图31：目前PTA价格处于历史低位



资料来源：申万宏源研究

3. 不断扩展和延伸产业链，精细管理构筑成本优势

3.1 大装置+精细管理，PTA-涤纶长丝成本优势明显

由于产能相对过剩，PTA—涤纶长丝价格走势由过去的需求拉动转为成本推动。优秀企业可以通过较低的生产及管理成本来获得低于行业平均利润。

——作为 PTA 航母，业界设备投资及产品制造成本最低

近年来，PTA 企业快速扩产，尽管投资金额在不断增长，但吨产品的平均投入却在下降，同时单吨的运行费用也在不断降低，目前全球国内最大的单线装置规模已达 220 万吨/年。逸盛石化单吨非原料成本约 500~600 元，低于嘉兴二期、行业平均水平及上海石化单吨非 PX 成本。

表 6：逸盛石化 PTA 非 PX 生产成本行业最低

	宁波逸盛三期	逸盛大化一期	嘉兴二期	上海石化	行业平均
非 PX 生产成本	< 500	≈600	600~700	1200	700~800

资料来源：申万宏源研究

宁波逸盛三期制造费用相对较低的原因：（1）生产工艺控制能力强：电力、蒸汽、人工单耗低；（2）区位优势明显：临近沿海口岸及纺织产业集群地，PTA 采购采用槽罐车运输；（3）上下游一体化：降低包装成本、运输成本。（4）低项目投资使产能单位折旧远低于行业平均水平。

——积极有效的库存管理，有利于公司“增收减损”

1) 存货周转管理：2014 年 3 季度以来，PX 随原油价格持续下跌，原料周转率高的企业损失小，相反周转慢的企业其损失较大。与此同时，库存周转慢的企业还有存货损失，因此对 PTA 企业的打击是双重的，公司一直严格控制存货管理，存货周转天数在业内长期处于低位。

2) 原料库存管理：当油价上涨时，PTA 企业可以通过**库存调节贮存大量的低价 PX**，当终端产品价格随现价上涨时，价差扩大。因此产能越大，库存容量最大的企业，其受益最大。

——技术及生产效率的提升有效降低成本

化纤属于高投入、高技术含量的行业。公司不断在 PTA 生产工艺、PTA 原料输送、聚酯技术及工艺流程、纺丝技术等领域，多项技术达到国际先进水平，长丝差异化率超过 60%。此外，公司不断提高生产自动化水平。

3.2 文莱项目有序进行，投资成本大幅减少

公司文莱项目在文莱达鲁萨兰国大摩拉岛，一期投资估算为 42.92 亿美元，建设 800 万吨/年炼化装置，以及相应的原油、成品油码头、电站等配套工程，建成后主要产品的年产能为 PX 150 万吨、苯 50 万吨、柴油 150 万吨、汽油 40 万吨、航空煤油 100 万吨、轻石脑油 150 万吨。目前处于公用工程和基础设施建设阶段，预计按照当前进度推进，2017 年能够投产。

由于大宗商品下滑，文莱项目投资成本的大幅减少，预计一期仅需 200 亿，下降 30%，同时长期来看文莱项目盈利前景可观，存在明显优势：

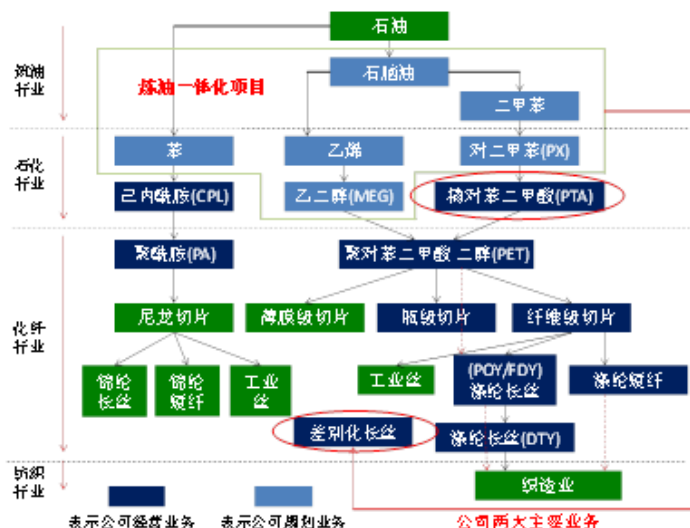
(1) 公司选择富产芳烃的路线，重点提供公司 PTA 及 CPL 的原料供应问题，有利于延伸一体化链条，保持公司在涤纶及锦纶双链发展。

(2) 国外生产不存在国内炼油产品受到政策性压制的情况，汽柴油的盈利性能够得到很好的保障；同时 PX 及苯直接运往国内直接用，规避了价格波动风险。

(3) 原油将选用中东 (2/3) 和文莱诗里亚 (1/3) 的进行炼制，产品目标市场为中国和东南亚，文莱达鲁萨兰国大摩拉岛地理位置优越，有利于生产及运输。石油和天然气是文莱经济的主要支柱，占文国内生产总值的三分之二。文莱石油已探明储量约为 14 亿桶，天然气探明储量约为 3748 亿立方米，其中石油产量在东南亚居第三位，天然气产量在世界排名第四位。未来项目的原油文莱供应三分之一，中东三分之二。

(4) 税费优惠，文莱投资环境相对宽松，税费成本远低于国内。同时受我国“一带一路”战略的实施，公司作为文莱石化领域重大投资项目，必将率先受益于经贸往来，在贷款及其他优惠政策方面将有较大的政策利好。

图 32：公司涤纶及锦纶双链扩张



资料来源：wind，申万宏源研究

3.3 己内酰胺仍持续扩张，公司成本优势明显

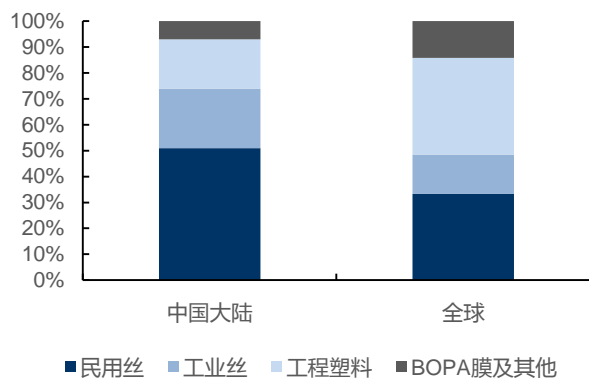
己内酰胺（简称“CPL”），主要用于生产聚酰胺-6（尼龙-6），并进一步用于制作成锦纶6纤维和尼龙6工程塑料（PA6）等，广泛应用在毛纺、针织、机织、渔业、轮胎、工程塑料、薄膜以及复合材料等领域。

——国内己内酰胺主要用于锦纶，未来市场提升空间巨大

我国己内酰胺主要用于锦纶（占比74%，图33），中国锦纶产量全球占比高达54%（图34），近年来国内产量增长逐渐趋于稳定。然而相比国外工程塑料及BOPA膜用CPL市场（51%占比），国内26%的市场占比仍有巨大的提升空间。

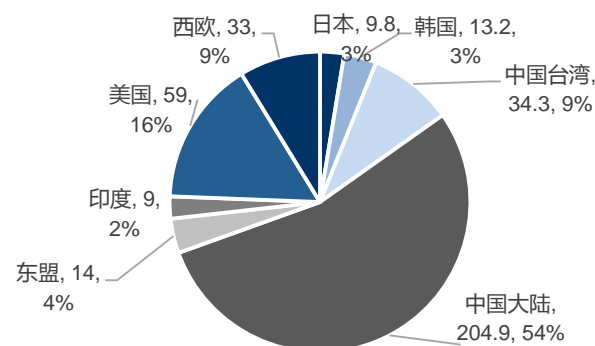
图 33：国内己内酰胺主要用于锦纶，未来提升空间

巨大



资料来源：CNKI，申万宏源研究

图 34：中国锦纶产量全球占比达 54%（2013）



资料来源：CNKI，申万宏源研究

——国内 CPL 产能持续扩张，自给率不断提升

2014年国内计划投产己内酰胺60万吨，截止目前，实际投产30万吨，2014年底国内己内酰胺产能已达到211.5万吨/年。2015-2016年仍是国内己内酰胺的高速增长期，预计到2016年，国内己内酰胺的产能将达400万吨/年。而在中国外的一些其他地区，产能并不会出现明显增加，甚至于可能会出现萎缩。同时，随着原材料CPL价格下降，有利于降低锦纶成本，促使行业加速扩张。

表7：国内己内酰胺自给率逐步提升

	产能（万吨）	产量（万吨）	进口数量	出口数量	表观消费量	自给率/%
2006	28.5	29.1	44.5	0.0	73.5	39.6%
2007	36.5	30.2	47.3	0.0	77.4	39.0%
2008	38.0	29.0	45.0	0.2	73.8	39.3%
2009	48.5	34.0	60.1	0.2	94.0	36.2%
2010	58.5	49.4	63.1	0.1	112.5	43.9%
2011	59.5	53.7	63.3	0.8	116.2	46.2%
2012	148.0	71.5	70.7	0.7	141.5	50.5%
2013	181.0	83.7	45.3	1.1	150.0	55.8%
2014	211.5	150.0	22.3	0.1	172.2	87.1%

资料来源：CNKI，卓创资讯，申万宏源研究

从未来两年的近200万吨的新增产能情况来看，除约60万吨的己内酰胺产能的产品在质量上可能会略占优势外，估计其他的新增产能还得在低端市场抢占份额，未来是己内酰胺工厂之间的竞争将会趋于激烈。

表8：14-16年国内己内酰胺有200万吨产能投产

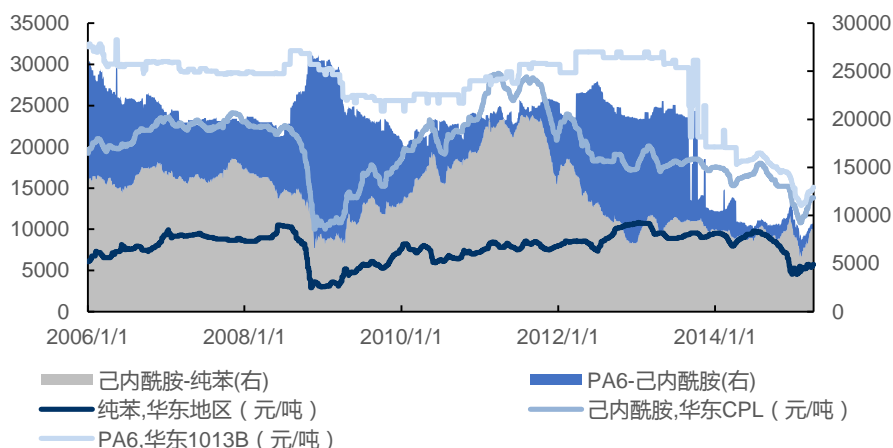
企业名称	产能（万吨/年）	投产时间
天辰耀龙	20	2014年7月（10万）
巨化股份	10	2015年4月
中石化石家庄	10	2015年4月
山西潞宝	10	2015年中
山东方明	10	2015年Q1
兰花科创	10	2015年Q2
阳煤集团	20	2015年Q2到Q3（10万）
鲁西化工	20	2016年
山东海力江苏大丰	20	2016年
湖北三宁	10	2016年
神马股份	10	2015年底-2016年
黑猫煤化工	10	2015年-2016年
恒申合纤	40	2016年
中石化福建	20	2016年
合计	220	

资料来源：CCFEI，申万宏源研究

——公司成本优势明显，低于同业水平

2014年，国内己内酰胺非原料加工利润维持在7000~7500元/吨，低于行业极限成本8000元/吨，导致行业多数企业亏损。而合资公司已内酰胺业务实现净利润1.1亿元，对公司利润贡献5600万。主要归因于公司与中石化合作不断优化己内酰胺工艺技术，降低能耗物耗、简化生产流程等。目前公司已内酰胺非原料加工利润维持在7000元/吨，比同业低1000元/吨，同时随着工艺的进一步优化，其成本优势将持续扩大。

图 35：公司涤纶及锦纶双链扩张



资料来源：wind，百川资讯，申万宏源研究

3.4 增资浙商银行，将获得高额投资收益

恒逸集团和恒逸石化持有浙商银行股份比例分别为 6.21% 和 2.09%。公司 4 月 11 日公告，浙商银行将募集资金 100 亿，原股东需按比例认购，集团和上市公司所持有浙商银行等比例认购的股份，将由上市公司恒逸石化全额认购（不超过 8.3 亿元（ $6.21\% + 2.09\% \times 100$ 亿元）。预计增资后，公司将拥有浙商银行的比例超过 4.9%。浙商银行已经在筹划上市，如果按照上市后 PE 为 10 来计算的话，2013 年浙商银行净利润 49 亿元，预计上市市值将达到 500 亿元。上市公司持有股份市值约 24.5 亿元，远高于付出成本（1.0+8.3 亿元，不考虑资金无风险成本），公司将获得约 16 亿元投资收益。

表 9：增资浙商银行，有望带来 16 亿左右的投资受益

	增资前	增资后	浙商银行市值 (亿元)	增资后所持浙商银行股 份市值(亿元)
恒逸集团	6.21%	约 3.4%		17
恒逸石化	2.09%	约 4.9%		25.4
集团及公司总资金成本	3.8 亿元	8.3 亿元		
浙商银行			500	42.4

资料来源：申万宏源研究

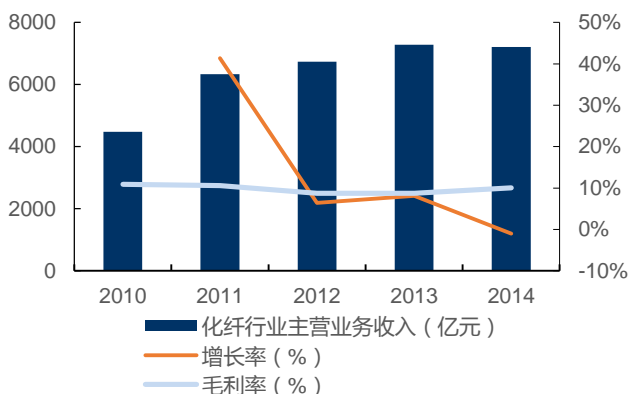
4. 借助互联网+及金融,打造互联网供应链金融龙头

4.1 7000 亿化纤市场迫切需求互联网供应链管理

化纤行业市场空间达 7000 亿元,但近年来随着下游需求增速放缓(约 10%),而企业仍持续扩张,导致化纤行业毛利率长期徘徊在 10%左右,几乎接近于钢铁行业的毛利率。其中涤纶行业是最大的合成纤维,市场占比超过 88%。

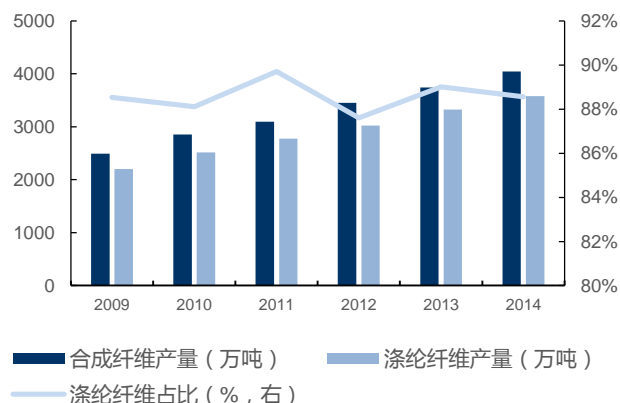
目前国内化纤销售方式主要分为两种:重点合同直销,通过企业长约,由化纤企业对下游重点用户直接销售;销售、经销商流通,生产企业通过自有销售渠道或者经销商完成销售。目前国内化纤销售仍以生产企业及第三方经销商流通为主,为本来就利润微薄的化纤行业增加了大量的流通成本。因此,化纤行业迫切需求互联网供应链管理来降低行业的交易成本。

图 36: 7000 亿化纤行业规模, 毛利率长期低位徘徊



资料来源: CNKI, 申万宏源研究

图 37: 涤纶行业占合成纤维比例超过 88%

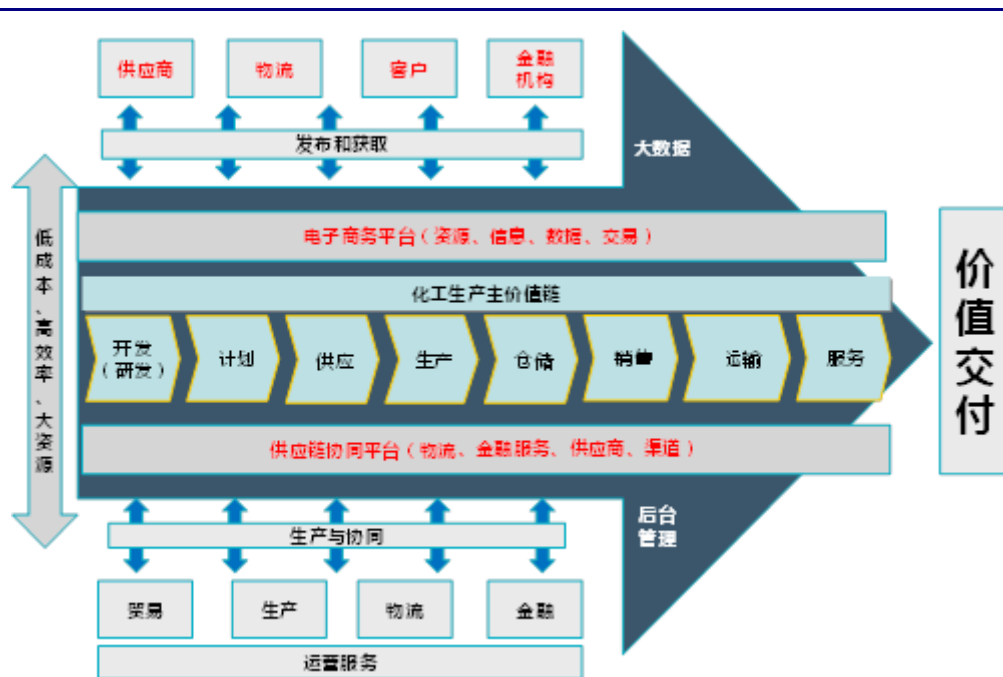


资料来源: CNKI, 申万宏源研究

通过互联网手段,融合电子商务平台和供应链平台,提供供应链管理:(1) 电子商务平台,主要围绕资源、信息、数据、交易,提供客户大数据需求;(2) 核心供应链平台,主要贸易、生产、物流、金融提供整体解决方案。最终实现产品的产销协调构筑核心价值链。

互联网供应链管理平台的建立,能有效地降低整个行业的运行成本、提高管理及销售销量,同时通过大数据的掌握,有效地为客户及公司的管理提供决策和服务。

图 38: 两大平台构筑核心价值链



资料来源：申万宏源研究

4.2 公司涉足互联网供应链金融占据天时地利，三大服务打造化纤行业龙头

涤纶行业主要涉及 PX-PTA-聚酯-长丝，其中聚酯、长丝下游客户分散，市场规模约 3300 万吨，金额约 2500 亿元；PX-PTA 客户相对集中，且 PTA 市场规模约 2800 万吨，金额约 1600 亿元。两者合计金额超过 4000 亿元。

公司发展互联网供应链金融占据天时地利：天时——经过近几年的快速扩张，公司作为涤纶行业龙头企业，与荣盛石化一起占据涤纶行业 PTA 及聚酯产能 31%及 13%，拥有客户数量大，且粘性较强；地利——化纤行业生产销售存在运输半径，运输成本也十分重要。公司处于化纤占全国比重 50%市场的萧绍地区，占据市场便利优势。

——构建贸易、物流及金融三大服务，努力打造化纤领域的“阿里巴巴”平台

(1) 把传统的线下交易，变成线上+线下交易相结合。公司聚酯化纤产品的客户群较大，约有 6000 家，主要分布在萧绍地区，目前主要是直销/经销模式，通过电商平台可以实现 O2O 的及时互动反馈；

(2) 为客户提供短期融资需求。由于化纤行业一般实现月结，且要求现款现货，因为对经销商及下游企业资金流压力较大，公司有望依托浙商银行获得较低的融资成本，同时可能通过 P2P 或者短贷来增强下游客户粘性，如果按照 2%的息差利润计算，整个涤纶行业仅此一项利润约在 80 亿元，仅此项公司自身产量就能贡献收入 5 亿元；

(3) 通过对物流的管理, 加强渠道的扁平化管理, 降低运输成本。由于涤纶产业链产品为大宗产品, 通过物流进行物料及销售的管理, 有利于降低产品运输成本。此外提升内部管理, 在总部和生产基地之间的内部管理决策、经营统一。

图 39 : 依托电商平台构建三大服务体系



资料来源：申万宏源研究

5 . 关键结论与投资建议

1、PTA 及聚酯有望景气回升, 公司作为行业龙头成本优势明显, 受益油价企稳反弹, 将获取超额收益, 公司一季报及半年报预告业绩大幅增长是有力证明。 2015 年聚酯产业链格局发生改变, PX 加速扩产至产业链利润下移至 PTA 及聚酯环节, 行业景气回升。公司作为民营龙头企业凭借规模及管理优势, PTA 单吨制造成本比行业平均水平低 200-300 元, 比中石化体系低 400-500 元, PTA 行业反弹, 将获取高于行业平均的超额收益; 下游聚酯及长丝持续景气, 公司通过成本控制及差异化 (超过 60%), 获取超于行业平均的收益。同时, 随着油价企稳反弹, 产业链补库存预期下, 公司 PTA 及长丝毛利率将大幅提升。

2、公司 15 年 Q1 及上半年业绩大幅增长。 15Q1 单季度实现收入 59.82 亿元 (yoy -7.55%, QoQ +1.17%), 归属母公司净利润 0.51 亿元 (yoy+135%, QoQ+114%), EPS 0.04 元, 15Q1 同比及环比大幅增长主要是由于原油价格企稳, PTA 供需改善维持稳定盈利。公司预计 15 年上半年归属母公司净利润 1.00~2.00 亿元 (yoy+266%~431%), EPS 0.09~0.17 元。

3、不断扩展和延伸产业链, 精益管理构筑成本优势。 公司长期加大投资, 一方面涉足己内酰胺, 实现聚酯及锦纶双轮驱动, 另一方面积极向上游“芳烃

—PTA/CPL”延伸产业链，通过一体化战略降低生产成本。同时通过投资实现规模效应和技术升级，并结合精细化管理，将公司产品生产成本压缩至行业最低，构筑成本优势。

4、7000 亿化纤市场迫切需求互联网供应链平台，公司占据天时地利，有望借力互联网+及金融，打造互联网供应链金融龙头。 化纤行业市场超过 7000 亿元，行业毛利率长期维持 10%，面临淘汰增效，迫切需要供应链平台来进行资源整合。公司作为化纤行业龙头企业，与荣盛石化一起占据涤纶行业 PTA 及聚酯市场 31%及 13%，拥有大量客户群及流量，且公司处于化纤占全国比重 50%市场的萧绍地区，占据天时地利。公司依据自身资源，有望借力互联网+及金融，打造化纤行业互联网供应链金融龙头。

5、增资浙商银行，有望获得高额投资收益。 浙商银行将募集资金 100 亿，集团和上市公司所持有浙商银行等比例认购的股份，将由上市公司恒逸石化全额认购，预计增资后，公司将拥有浙商银行的比例超过 4.9%。浙商银行正在筹划上市，预计公司拥有市值将达 24.3 亿元，有望获得高额投资收益。**同时，2014 年 9 月，大股东全额参与公司定增，既彰显其对公司未来发展信心，又改善公司资金紧张状况。**

公司作为 PTA 及聚酯行业龙头，成本优势明显，随油价企稳反弹，业绩持续改善，同时借助互联网+及金融手段，有望成为化纤领域互联网供应链金融龙头。维持增持评级。预计 15-17 年 EPS 0.40 元、0.47 元、0.54 元，对应 PE 33、28、24。

表 10：可比公司盈利预测与估值（单位：元/股，倍，倍）

证券代码	简称	股价 (2015/4/15)	EPS			PE			PB
			14A	15E	16E	14A	15E	16E	
000703.SZ	恒逸石化	13.30	-0.31	0.40	0.48	-43	33	28	3.05
002493.SZ	荣盛石化	25.73	-0.33	0.40	0.47	-78	33	28	4.36
601233.SH	桐昆股份	16.20	0.12	0.60	0.70	135	22	19	2.29

资料来源：申万宏源研究

6. 风险提示

- 1) PTA、聚酯、CPL 行业持续低迷；
- 2) 文莱项目投产进度低于预期；
- 3) 公司涉足互联网供应链金融进程低于预期。

表 11：损益表

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	30,751	28,063	30,891	31,895	33,633
营业总成本	30,547	28,107	30,566	31,451	33,074

营业成本	29,991	26,905	29,049	30,066	31,569
营业税金及附加	24	24	33	28	31
销售费用	227	325	479	494	521
管理费用	316	324	525	523	572
财务费用	(20)	500	435	382	380
资产减值损失	9	28	45	(43)	0
公允价值变动损益	16	(31)	(5)	(6)	(14)
投资收益	264	(379)	270	270	270
营业利润	484	(454)	591	708	815
营业外收支	67	36	64	65	52
利润总额	550	(418)	655	773	867
所得税	48	(22)	23	16	6
净利润	502	(396)	632	756	861
少数股东损益	75	(44)	172	206	235
归属于母公司所有者的净利润	427	(353)	459	550	626

资料来源:申万宏源研究

表 12: 现金流量表

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	502	(396)	632	756	861
加: 折旧摊销减值	785	917	1,265	1,365	2,333
财务费用	78	404	435	382	380
非经营损失	(300)	342	(265)	(264)	(256)
营运资本变动	(874)	609	(246)	482	633
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	188	1,881	1,821	2,720	3,950
资本开支	1,048	515	1,400	1,500	7,400
其它投资现金流	116	(474)	204	243	291
投资活动现金流	(921)	(1,316)	(1,196)	(1,257)	(7,109)
吸收投资	0	172	0	0	0
负债净变化	1,628	1,130	(1,792)	98	2,085
支付股利、利息	458	608	340	382	380
其它融资现金流	(80)	(610)	0	0	0
融资活动现金流	1,090	85	(2,132)	(283)	1,705
净现金流	379	657	(1,508)	1,180	(1,455)

资料来源:申万宏源研究

表 13: 资产负债表

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	10,008	11,923	11,254	12,290	10,572

现金及等价物	1,630	3,145	1,699	2,900	1,410
应收款项	6,446	6,766	6,645	6,548	6,528
存货净额	1,660	1,482	2,381	2,313	2,105
其他流动资产	271	529	529	529	529
长期投资	3,081	2,979	2,979	2,979	2,979
固定资产	9,973	11,035	11,215	11,307	16,375
无形资产及其他资产	744	796	796	796	796
资产总计	23,806	26,733	26,243	27,372	30,722
流动负债	15,188	18,325	17,435	18,062	20,784
短期借款	9,994	10,935	9,468	9,822	12,139
应付款项	4,891	7,239	7,816	8,090	8,494
其它流动负债	0	13	13	13	13
非流动负债	1,245	1,393	1,068	813	580
负债合计	16,433	19,718	18,503	18,875	21,364
股本	1,154	1,154	1,154	1,154	1,154
资本公积	42	41	41	41	41
盈余公积	266	300	298	288	263
未分配利润	3,985	3,489	4,045	4,605	5,255
少数股东权益	1,896	1,986	2,158	2,364	2,600
股东权益	7,373	7,014	7,740	8,497	9,357
负债和股东权益合计	23,806	26,733	26,243	27,371	30,722

资料来源:申万宏源研究

7. 附表

附表 1: 2014 年国内 PX 产能达 1233 万吨

序号	厂家	产能(万吨)	母公司	装置动态
1	腾龙芳烃	160	翔鹭腾龙	因爆炸停产
2	大连福佳	140	福佳集团	
3	青岛丽东	100	韩国 GS	
4	乌鲁木齐石化	100	中石油	
5	扬子石化	85	中石化	
6	上海石化	85	中石化	
7	中海油惠州炼化	84	中海油	
8	福建联合	80	福建炼油	
9	辽阳石化	70	中石化	
10	金陵石化	70	中石化	
11	镇海炼化	65	中石化	
12	海南炼化	60	中石化	
13	天津石化	40	中石化	
14	洛阳石化	22	中石化	拟建 45 万吨
15	齐鲁石化	7	中石化	

16	四川彭州石化	65	中石化
	合计	1233	

资料来源：中纤网，申万宏源研究

附表 2：2014 年亚洲区新增 685 万吨 PX，未来三年亚洲有 1200 万吨 PX 投产

厂家	产能 (万吨)	投产时间	厂家	产能 (万吨)	投产时间
青岛丽东	30	2014.2	Yasref (沙特&中石化)	70	2015 年 Q1-Q2
阿尔及利亚 Sonatrach	22	2014.3	GSC 太阳公司	100	2015 年 Q1-Q2
中石油彭州石化	65	2014.3	越南宜山石化公司	50	2015 年 Q1-Q2
沙特 Satorp	66	2014.3	哈萨克斯坦	50	2015 年 Q2-Q3
韩国蔚山 SK&JX	100	2014.6	JSC Kaz Munai Gas		2015 年 Q3-Q4
韩国仁川 SK Global	130	2014.7	阿美拉比格	140	
三星道达尔	100	2014.7	2015 年合计	830	
印度 OMPL	92	2014.8	2015 年之后		
新加坡裕廊芳烃	80	2014.9	恒逸石化文莱公司	150	2016 年
2014 年合计	685		卡塔尔石化	80	2016 年
中金石化	200	2015 年 Q2	沙特阿美公司 (拉斯坦努拉)	120	2017 年
九江石化	60	2015 年 Q3-Q4	沙特阿美公司 (贾赞)	60	2018 年
洛阳石化	60	2015 年 Q3-Q4	2015 年之后合计	415	
镇海炼化	100	2015 年 Q3-Q4			

资料来源：中纤网，申万宏源研究

附表 3：国内 PTA 生产企业基本情况

企业名称	地区	隶属	PTA 产能 (万吨)	投产时间	技术来源	备注	聚酯产能 (万吨)
上海石化	上海	中石化	40	1984 年	三井油化		55
扬子石化	江苏南京	中石化	35	1989 年	BP	技术改造，原定 13 年底重启，现延期不确定	
			60	2006 年	Amoco		
天津石化	天津	中石化	35	2000 年	三井油化		20
洛阳石化	河南洛阳	中石化	35	2000 年	Amoco		20
仪征化纤	江苏仪征	中石化	35	1995 年	Amoco		223
			60	2003 年	英威达		
辽阳石化	辽宁辽阳	中石化	27	1996 年	英威达	2012 年 10 月闲置，准备拆除	50
			53	2007 年	英威达	2013 年 5 月闲置，准备拆除	

济南正昊	山东济南	中石化	10	2003年	昆仑(中纺院)	破产, 装置出售	
乌鲁木齐石化	新疆乌鲁木齐	中石化	10	1995年	杜邦		
翔鹭石化	福建厦门 福建漳州	台湾东帝士	165	2003年	日立	停产, 重启待定	翔鹭(40)
			450	2014年	日立	停产, 重启待定	腾龙(32)
珠海 BP	广东珠海	BP	50	2003年	BP		
			120	2008年、 2012年扩容	BP-Amoco		
绍兴远东	浙江宁波	华联控股	60	2005年	Eastman		
			60	2006年	英威达	公司破产, 全线停产	80
			60	2007年	英威达		
宁波三菱	浙江宁波	三菱	140	2012年	英威达		
			60	2007年	三菱	亏损, 有望停产	
逸盛石化	浙江宁波	恒逸集团、 荣盛控股	65	2006年	英威达	2013年12月17日停车 检修, 重启时间未定	
			200	2007年	英威达	2014年4月初停车检 修, 重启时间未定	
			220	2011年	日立		
			225	2014年	日立		480
逸盛大化	辽宁大连	恒逸集团、 荣盛控股	225	2009年	日立	停车检修, 重启时间未定	
			340	2012年、 2014年扩容	日立		
逸盛海南	海南	恒逸集团、 荣盛控股	210	2012年	日立		
台化宁波	浙江宁波	台湾化纤	120	2008年、 2013年扩容			
亚东石化	上海	台湾化纤	80	2006年、 2012年扩容	英威达		
蓬威石化	重庆	新希望集团	90	2009年	昆仑(中纺院)	亏损严重, 停车至今	
佳龙石化	福建石狮	佳龙集团	60	2010年	英威达		
汉邦石化	江苏江阴	澄星集团	70	2010年	英威达		35
海伦石化	江苏江阴	三房巷集团	120	2011年	昆仑(中纺院)		320
			120	2014年	昆仑(中纺院)		
嘉兴石化	浙江嘉兴	桐昆股份	150	2012年	英威达		300
恒力石化	辽宁大连 长兴岛	恒力集团	220	2012年	英威达		240
			220	2012年	英威达		
虹港石化	江苏连云港	盛虹集团	150	2014年	昆仑(中纺院)		150
合计:			4325				2045

资料来源: 中纤网、申万宏源研究

附表 4: 2015 年国内聚酯产能投放达 413 万吨

类别	厂名	产能(万吨)	投产时间
聚酯长丝	萧山双兔	50	2015年Q1及Q3

	国望高科	25	2015年Q1
	东南网架	40	2015年Q2及Q4
	红剑集团	20	2015年Q2
	新凤鸣湖州	50	2015年Q2
	华祥高纤	20	2015年Q2
	江苏海欣	50	2015年Q3
	张家港欣欣	18	2015年Q3
	河北宝亿	20	2015年Q3
	江阴三房巷	25	2015年
聚酯瓶片	江阴三房巷	50	2015年Q2-Q3
聚酯短纤	山力化纤	25	2015年Q1
聚酯薄膜	福建百宏	20	2015年Q2
	合计	413	

资料来源：中纤网，百川资讯，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可,资格证书编号为:ZX0065。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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客户。

本报告是基于已公开信息撰写,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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。

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,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。市场有风险,投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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。