

# 恒力股份(600346)深度报告

## 拟注入石化资产，炼化一体化项目值得期待 买入（首次）

2017年4月13日

### 投资要点

■ **公司聚酯产业链布局完整**：恒力股份于2016年借壳大橡塑上市，现拥有苏州、宿迁、南通、营口四大生产基地，合计拥有涤纶民用长丝产能140万吨(其中FDY110万吨、DTY30万吨)，工业长丝20万吨，聚酯切片70万吨，BOPET薄膜20万吨，PBT树脂16万吨，10亿kWh发电和220万吨蒸汽供应能力，民用丝、工业丝和热电三项业务是公司目前主要利润来源。公司产品基本覆盖了聚酯下游的主要品种，产业链布局完整。

■ **与众不同的民用丝龙头，高端产品盈利能力强**：公司涤纶民用长丝在产品结构上与同行存在明显差异，以细旦超细旦FDY为主，产品极具特色，10D以下产品仅恒力能生产。面对需求快速变化的终端市场，公司并不一味追求产能扩张，而是重视新品研发，铸就快速市场反应能力，在激烈的市场竞争中高端产品带来了远高于同行的盈利能力。我们看好公司持续创新能力，带来民用长丝业务盈利能力的不断提升。

■ **拟实施重大资产重组，实现产业链一体化深度整合**：公司发布发行股份购买资产并募集配套资金预案，拟发行股份购买恒力投资和恒力炼化100%股权并募集配套资金，全部用于“恒力炼化2,000万吨/年炼化一体化项目”。本次重组实施完毕之后，将实现集团化工、石化板块资产的整体上市，实现产业链一体化深度整合，并且大幅降低关联交易。

■ **PTA行业处在底部，重组完成后业绩弹性大**：恒力石化(大连)是本次拟注入的恒力投资核心资产，拥有PTA产能660万吨，是全球单体产能最大的PTA工厂，国内第二大PTA生产商。PTA行业大规模扩产已经结束，长期低加工费下产能出清大势所趋，景气底部有待回暖。本次重组完成后，PTA价差每扩大100元/吨，净利增厚4.95亿，业绩弹性巨大。

■ **长兴岛2,000万吨炼化一体化项目值得期待**：我国聚酯行业高速发展催生了巨大的对二甲苯需求，2016年国内需求2207万吨，进口1236万吨，进口依存度高达56%，仅恒力PTA工厂自身便需要440万吨对二甲苯原料，解决原料问题迫在眉睫。恒力炼化项目位于大连长兴岛，拥有原油加工能力2000万吨、对二甲苯产能450万吨。项目采用全加氢工艺路线，沸腾床渣油加氢裂化+溶剂脱沥青组合重油加工技术，以“高起点、高标准、严要求”为建设原则，采用国际先进工艺包技术，全力打造绿色、生态、环保的世界级炼化一体化工厂。该项目已完成所有审批流程并着手开工建设，是七大石化基地新建项目中进度最快的，有望率先建成投产。公司预计项目建成后能实现营收916亿元，利润129亿元，此外还有税收优惠以及PTA-PX一体化带来的零运费零损耗优势，预期经济效益显著。

### 投资建议

暂不考虑重组及配套融资，预计公司16-18年净利润为14.69、17.95和19.94亿元，EPS为0.52、0.64和0.71元，PE为17X、14X和12X。公司产业链一体化布局完整，炼化项目进度较快，首次覆盖，给予“买入”评级。

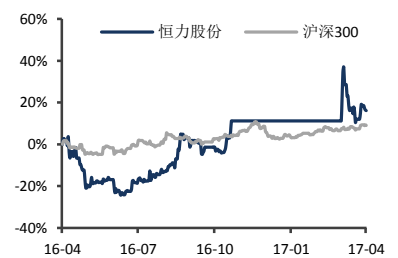
**风险提示**：油价大幅下跌，重组的审批风险，项目进度不及预期。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19,240	22,249	23,745	24,535
同比(%)	4.0%	15.6%	6.7%	3.3%
净利润(百万元)	1,180	1,469	1,795	1,994
同比(%)	91.6%	24.5%	22.2%	11.1%
每股收益(元/股)	0.42	0.52	0.64	0.71
P/E	20.84	16.74	13.70	12.33

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

证券分析师 沈晓源  
执业证号：S0600517030002  
021-60199761  
shenxy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.70
一年最低/最高价	5.57/10.99
市净率(倍)	4.20
流通市值(百万元)	5,809.75

### 基础数据

每股净资产(元)	2.07
资产负债率(%)	69.37
总股本(百万股)	2,825.69
流通股(百万股)	667.79

### 相关研究

## 目 录

<b>1. 布局完整的聚酯产业链龙头 .....</b>	<b>6</b>
1.1. 恒力股份借壳大橡塑 .....	6
1.2. 范红卫和陈建华是公司实际控制人 .....	6
1.3. 公司聚酯产业链布局完整 .....	7
1.4. 恒力拥有五大生产基地 .....	8
1.5. 民用丝、工业丝、热电是主要利润来源 .....	9
1.5.1. 恒力借壳后上市公司盈利大幅增强 .....	9
1.5.2. 民用长丝是公司最主要利润来源 .....	10
1.6. 康辉石化有望扭亏为盈 .....	11
<b>2. 与众不同的民用丝龙头，高端产品盈利能力强 .....</b>	<b>12</b>
2.1. 民用长丝以细旦超细旦 FDY 为主，定位高端 .....	12
2.1.1. FDY 产能国内第一 .....	12
2.1.2. FDY 供求格局好，盈利能力强 .....	13
2.1.3. 公司细旦超细旦 FDY 产品附加值高 .....	13
2.2. 重视新品研发造就快速市场反应能力 .....	13
2.3. 涤纶长丝景气回暖，业绩同样具备弹性 .....	15
2.3.1. 终端需求增长平稳，长丝产量稳定增长 .....	15
2.3.2. 人民币贬值有望拉动外需 .....	16
2.3.3. 棉价和油价中枢上移，涤纶长丝景气回暖 .....	16
<b>3. 工业丝供求格局好，盈利能力改善 .....</b>	<b>17</b>
3.1. 工业丝集中度高，供求格局较好 .....	17
3.2. 工业丝应用广泛，需求增长依然强劲 .....	17
3.3. 工业丝价格上涨、价差扩大，盈利能力增强 .....	18
3.4. 公司工业丝业务未来两大看点 .....	19
3.4.1. 行业竞争格局向好，集中度有望进一步提升 .....	19
3.4.2. 公司工业丝产品结构有优化空间 .....	19
<b>4. 拟实施重大资产重组，实现产业链一体化深度整合 .....</b>	<b>20</b>
4.1. 控股股东恒力集团实力雄厚 .....	20
4.2. 拟实施重大资产重组 .....	20
<b>5. PTA 处在行业底部，重组完成后业绩弹性大 .....</b>	<b>22</b>
5.1. 恒力石化(大连)是全球单体产能最大的 PTA 工厂 .....	22
5.2. PTA 行业底部有待回暖，重组后业绩弹性大 .....	22
5.2.1. PTA 大规模扩产已结束 .....	22

5.2.2. PTA 产能出清大势所趋.....	23
5.2.3. PTA 行业集中度高，恒力石化占据优势.....	23
5.2.4. PTA 景气底部有待回暖，重组后业绩弹性大.....	24
<b>6. 长兴岛 2,000 万吨炼化一体化项目值得期待 .....</b>	<b>25</b>
<b>6.1. 我国对二甲苯高度依赖于韩、日进口 .....</b>	<b>25</b>
6.1.1. 对二甲苯下游需求庞大.....	25
6.1.2. 国内对二甲苯产能投放缓慢，供给严重不足 .....	25
6.1.3. 对二甲苯环节话语权被日、韩等国家垄断 .....	26
<b>6.2. 未来对二甲苯产能投放仍将慢于预期 .....</b>	<b>27</b>
6.2.1. 近两年亚洲实际投产仅 285 万吨.....	27
6.2.2. 下一次产能大幅投放将在 2019 年后 .....	27
<b>6.3. 同时具备规模和流程优势的企业将在未来的竞争中胜出 .....</b>	<b>28</b>
<b>6.4. 恒力炼化 2,000 万吨炼化一体化项目值得期待 .....</b>	<b>30</b>
6.4.1. 项目采用全加氢工艺路线.....	30
6.4.2. 七大石化基地恒力进度最快，有望率先建成 .....	31
6.4.3. 项目预期经济效益显著.....	32
<b>7. 盈利预测与投资建议.....</b>	<b>33</b>
<b>8. 风险提示 .....</b>	<b>33</b>
<b>公司财务报表数据预测汇总 .....</b>	<b>34</b>

## 图目录

图 1: 范红卫和陈建华是公司实际控制人.....	7
图 2: 公司主营产品产业链结构图.....	7
图 3: 公司聚酯化纤和热电领域经营模式.....	8
图 4: 上市公司及集团拥有苏州、南通、宿迁、营口、大连五大基地.....	9
图 5: 公司 2016 年营业收入达 192.4 亿元.....	10
图 6: 公司净利润连续三年大幅增长.....	10
图 7: 民用丝和聚酯切片对营收贡献较大(亿元).....	10
图 8: 民用丝、工业丝、热电是主要利润来源(亿元).....	10
图 9: 主营业务毛利率稳步提升(%).....	11
图 10: 公司是国内前五大民用长丝企业.....	12
图 11: 公司民用长丝产品以 FDY 为主.....	12
图 12: 民用长丝新品销量占比和毛利率逐年提高.....	14
图 13: 公司 FDY 产品细旦化.....	14
图 14: 工厂拥有成套进口生产设备.....	14
图 15: 工厂自动化水平高.....	14
图 16: 纺织服装是涤纶长丝的主要需求.....	15
图 17: 服装鞋帽针纺织类销售额增速较为平稳.....	15
图 18: 新增长丝产能投放速度持续下降.....	15
图 19: 棉花播种面积连续五年下降.....	16
图 20: 棉价和油价有望带动化纤产业链走出底部.....	16
图 21: 国内四大工业丝产能占比 60%.....	17
图 22: 涤纶工业丝产量逐年增长.....	17
图 23: 涤纶及其可替代品的用途列举.....	17
图 24: 几种主要化工原料可应用工业纺织品种类.....	18
图 25: 今年以来涤纶工业丝出口快速增长.....	18
图 26: 涤纶工业丝价格见底回升, 价差显著扩大.....	18
图 27: 恒力集团业务多元化.....	20
图 28: 恒力集团营业收入高速增长.....	20
图 29: 重组标的股权结构.....	21
图 30: 重组完成公司将实现产业链一体化深度整合.....	21
图 31: PTA 厂区绿化总面积 37 万平方米.....	22
图 32: PTA 厂区绿地率 16%.....	22
图 33: PTA 大规模扩产已结束.....	23
图 34: PTA 行业集中度高.....	23
图 35: PTA 行业底部有待回暖.....	24
图 36: 全球超过一半的对二甲苯需求在中国.....	25
图 37: 对二甲苯需求快速增长, 高度依赖于进口.....	25
图 38: 国内对二甲苯产能投放缓慢.....	25
图 39: 三桶油占国内对二甲苯产能 60%.....	25
图 40: 全球对二甲苯产能主要集中在东北亚.....	26
图 41: 中日韩三国占亚洲对二甲苯产能近 70%.....	26
图 42: 我国对二甲苯进口主要来自韩、日、台.....	27
图 43: 亚洲 100 万吨以上对二甲苯装置仅占 12%.....	29

图 44: 亚洲外购原料装置占 30% .....	29
图 45: 长流程对二甲苯装置具备成本优势盈利能力强 .....	29
图 46: 恒力炼化 2,000 万吨炼化一体化项目总工艺流程示意图 .....	30
图 47: 恒力大连长兴岛产业园布局图 .....	31

### 表目录

表 1: 恒力股份重组进程 .....	6
表 2: 公司细分业务产能列表 .....	9
表 3: 涤纶民用长丝分为 FDY、DTY、POY 三大类 .....	12
表 4: 近两年新投产的长丝以 POY 为主 .....	13
表 5: 公司自主开发 FDY 产品列表 .....	14
表 6: 部分项目已无建设意向, 未来 PTA 新增产能有限 .....	22
表 7: 国内对二甲苯产能列表 .....	26
表 8: 2015 年以后国内拟建拟投对二甲苯产能列表 .....	27
表 9: 2015 年以后亚洲区域拟投产产能列表 .....	28
表 10: 炼化一体化项目主体工程一览 .....	31
表 11: 七大石化基地各项目进展情况 .....	31
表 12: 恒力炼化一体化项目原料与产品方案 .....	32

## 1. 布局完整的聚酯产业链龙头

### 1.1. 恒力股份借壳大橡塑

恒力股份于 2016 年 3 月完成借壳上市，5 月配套融资实施完毕，上市公司主业由为橡胶通用设备和塑料加工产品变更为盈利能力更强的涤纶民用长丝、工业长丝和热电业务。2016 年 6 月 8 日完成了公司名称、注册地址、注册资本和经营范围等事项的相关工商变更登记手续，公司注册名称由“大连橡胶塑料机械股份有限公司”变更为“恒力石化股份有限公司”（以下简称“恒力股份”）。2016 年 6 月 9 日，以现金收购实际控制人控制的康辉投资所持有的康辉石化 75% 股权，主业扩展至聚脂薄膜（BOPET）和聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）。2016 年 11 月 1 日，上交所同意了公司撤销退市风险警示的申请，上市公司简称由“\*ST 橡塑”变更为“恒力股份”。2017 年 1 月 25 日，公司公布发行股份购买资产并配套融资方案，拟注入 PTA 资产并配套融资用于长兴岛 2000 万吨炼化一体化项目。

表1：恒力股份重组进程

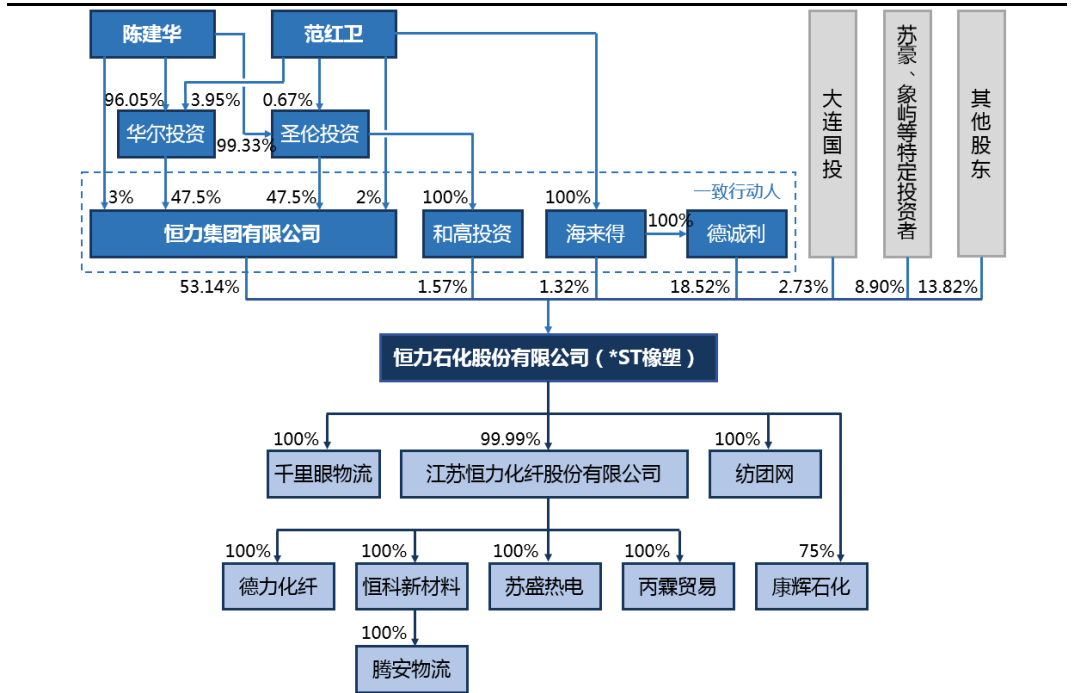
时间	时间	描述
2016.3	股权转让	股权转让。大连国投将持有的上市公司 29.98% 股份协议转让给恒力集团，后者以现金支付方式，转让价格每股 5.84 元，金额 11.7 亿元。
2016.3	资产剥离	上市公司剥离名下全部资产、负债、业务、人员，并由大连国投新成立的全资子公司承接(大连营辉机械制造有限公司)，以现金支付对价。
2016.3	资产注入	上市公司以发行股份及支付现金的方式购买恒力集团、海来得、和高投资、德诚利等股东(海来得等三大股东均为恒力集团一致行动人)持有的江苏恒力化纤股份有限公司 99.99% 的股权，交易总价约 104.99 亿元。其中，通过发行股份支付 89.25 亿元对价(发行价 4.82 元/股，发行数量为 18.52 亿股)，剩余部分通过募集资金方式支付。
2016.5	配套融资	定向增发募集配套资金，江苏苏豪、厦门象屿等 8 名特定投资者参与认购，发行价格 6.36 元/股，募集资金 16 亿元，全部用于支付现金对价及补充流动资金。
2016.6	工商变更	完成了公司名称、注册地址、注册资本和经营范围等事项的相关工商变更登记手续公司注册名称由“大连橡胶塑料机械股份有限公司”变更为“恒力石化股份有限公司”，股票名称暂时不变，仍为“*ST 橡塑”。
2016.6	收购康辉	以现金收购实际控制人控制的康辉投资所持有的康辉石化 75% 股权。
2016.11	股票更名	上交所同意了公司撤销退市风险警示的申请，上市公司简称由“*ST 橡塑”变更为“恒力股份”
2017.1	公告重组方案	公告发行股份购买资产并配套融资方案，拟发行股份购买恒力投资 100% 股权、恒力炼化 100% 股权，合计金额 115 亿元，发行价格 6.85 元。；拟非公开发行募集配套资金不超过 115 亿元，发行期首日定价，最终发行的股份数量以募集资金除以发行价格确定，且不超过本次发行前本公司总股本的 20%，全部用于“恒力炼化 2000 万吨/年炼化一体化项目”。

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 1.2. 范红卫和陈建华是公司实际控制人

截至 2016 年报告期末，控股股东恒力集团及其一致行动人持有公司 74.55% 的股份，股权较为集中，陈建华(恒力集团董事长、总裁)、范红卫(公司董事长)夫妇是公司的实际控制人。公司于 2016 年 5 月完成重组配套融资，江苏苏豪、厦门象屿等 8 名特定投资者参与认购，共持有 8.90% 公司股份，合计 25,157.23 万股将于 2017 年 5 月 15 日解禁。

图1：范红卫和陈建华是公司实际控制人

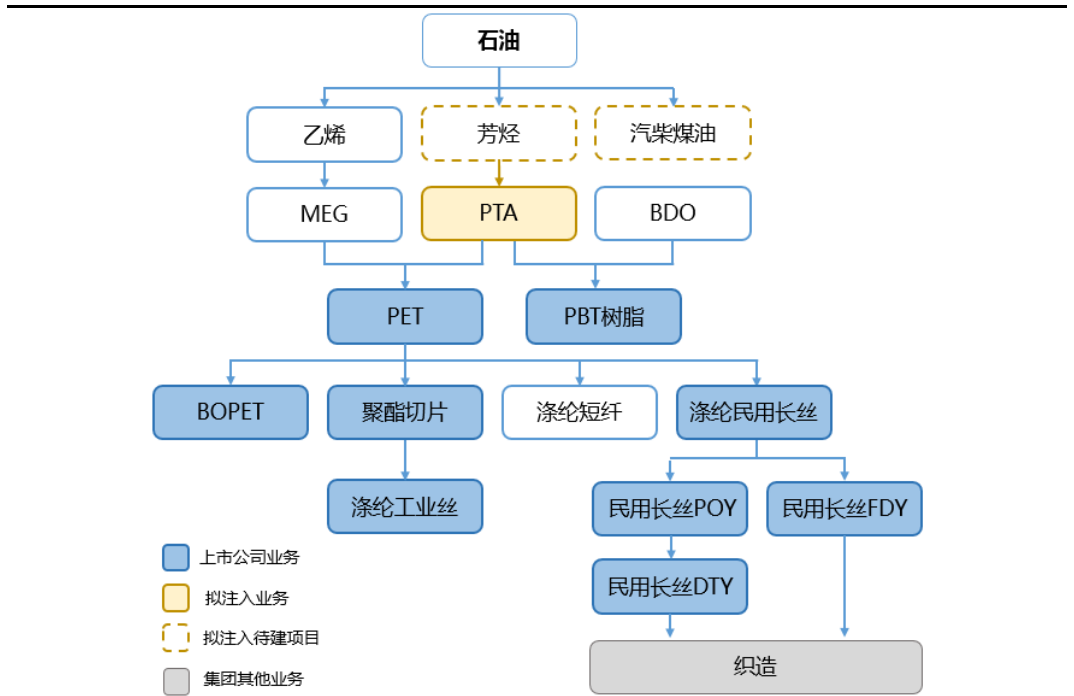


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 公司聚酯产业链布局完整

公司现有主营业务为聚酯纤维相关产品的研发、生产及销售与热电的生产及销售。聚酯纤维主要产品分为 PET 和 PBT 两大类，其中 PET 包括涤纶民用长丝 FDY/DTY、涤纶工业长丝、聚酯切片和 BOPET 薄膜，热电主要产品是蒸汽和电力。公司是国内规模最大，技术最先进的涤纶民用丝、工业丝制造商之一，民用长丝产能位列全国前五，工业长丝产能居全国第三。此外集团还有全球单体产能最大的 PTA 工厂和最具备开工条件的大炼化项目，将在本次重组中注入上市公司。

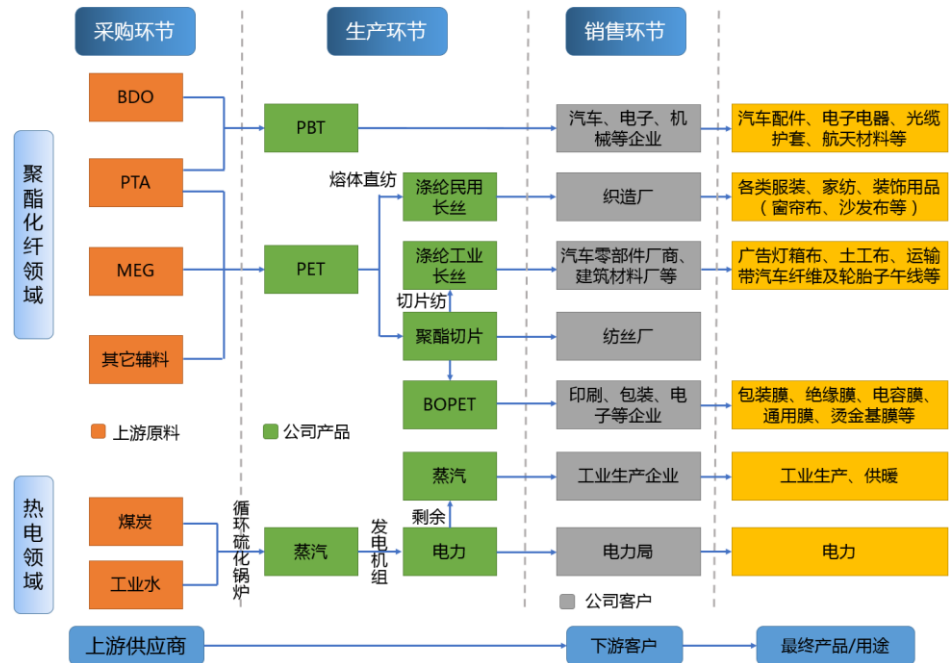
图2：公司主营产品产业链结构图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司现有业务经营模式为将涤纶长丝销售给下游织造厂生产纺织品，将工业丝销售给建材企业、汽车零部件厂，将聚酯切片销售给纺丝企业，将 BOPET 薄膜出售给下游印刷、包装、电子等企业，将 PBT 树脂销售给下游汽车、电子、机械等企业。公司利用燃煤蒸汽发电，以协议价格将电力销售给江苏省电力公司，将剩余蒸汽销售给工业企业供热。

图3：公司聚酯化纤和热电领域经营模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.4. 恒力拥有五大生产基地

上市公司现拥有苏州、宿迁、南通、营口四大生产基地。苏州吴江为本部和苏盛热电厂，本部拥有 60 万吨 FDY(40 万吨半光、20 万吨有光)、30 万吨 POY 配套 30 万吨 DTY，20 万吨工业丝，50 万吨聚酯切片产能，苏盛热电厂拥有 10 亿 kWh 发电和 220 万吨蒸汽供应能力。宿迁基地江苏德力化纤有限公司，拥有 10 万吨 FDY、10 万吨 POY 配套 5 万吨 DTY 产能。南通基地江苏恒科新材料有限公司，拥有 40 万吨 FDY(半光、有光各半)产能。以上三个基地涤纶民用长丝产能合计 150 万吨，其中 FDY110 万吨、DTY 35 万吨、POY 5 万吨，工业长丝 20 万吨。营口基地康辉石化有限公司，拥有 20 万吨 BOPET 薄膜、16 万吨 PBT 树脂产能、20 万吨膜级切片。此外，集团在大连长兴岛拥有石化基地，拥有 660 万吨 PTA 产能和炼化项目。



表2：公司细分业务产能列表

业务板块	品种	产能(万吨)	所属基地
涤纶民用丝	FDY	110	宿迁、南通、苏州
	DTY	30	宿迁、苏州
涤纶工业丝		20	苏州
聚酯切片		70	苏州、宿迁
BOPET 薄膜		20	营口
PBT		16	营口
电力		10 亿 kWh	苏州
蒸汽		220	苏州
PTA(集团业务)		660	大连

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：上市公司及集团拥有苏州、南通、宿迁、营口、大连五大基地



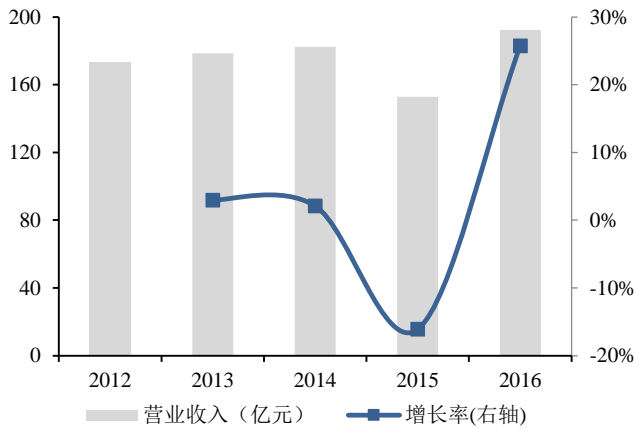
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.5. 民用丝、工业丝、热电是主要利润来源

### 1.5.1. 恒力借壳后上市公司盈利大幅增强

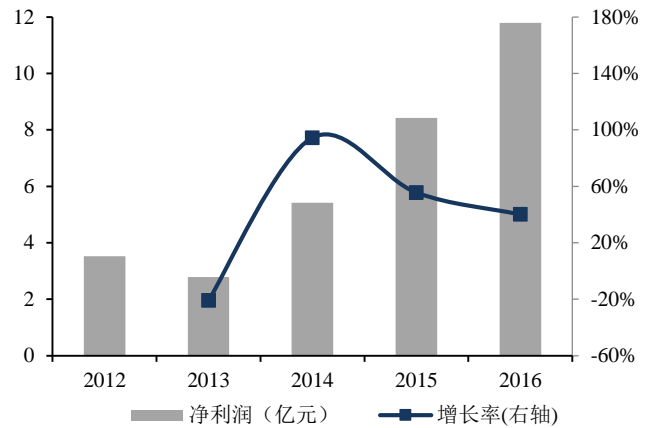
恒力借壳前上市公司资产 2014-2015 连续两个会计年度发生亏损，重组后盈利能力大幅增强。从恒力化纤备考财务报表来看，12-14 年营收小幅增长，增长主要来自长丝产能的扩大，2015 年营收有所下滑，主要是受到原材料价格大幅下降的影响，产销量并未受到不利影响。2015 年恒力化纤公司净利润 8.42 亿元，同比增长 55.6%；2016 年上半年归属于上市公司股东的净利润高达 4.49 亿，同比增长 21.86%；2016 年四季度涤纶长丝景气回暖，公司业绩大幅提升，2016 年年报实现归母净利润 11.8 亿元，同比大幅增长 40%，因为康辉的并表，营业收入也大幅增长至 192.4 亿元。

图5：公司 2016 年营业收入达 192.4 亿元



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司净利润连续三年大幅增长

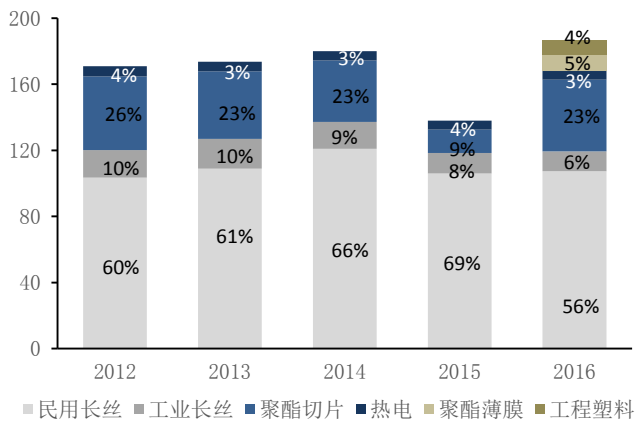


资料来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.5.2. 民用长丝是公司最主要利润来源

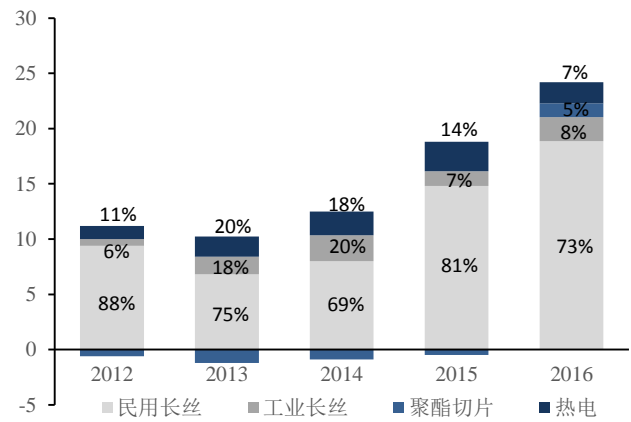
公司主营产品分为民用长丝、工业长丝、聚酯切片、聚酯薄膜、工程塑料 PBT、热电和物流七类，民用长丝、工业长丝、聚酯切片对营收贡献较大，2016 年度民用长丝、工业长丝和聚酯切片占营收比例分别为 56%、6%和 23%。民用长丝、工业长丝、热电是公司主要利润来源，2016 年公司实现毛利 25.9 亿，其中民用长丝、工业长丝、热电占比分别为 73%、8%、7%。

图7：民用丝和聚酯切片对营收贡献较大(亿元)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

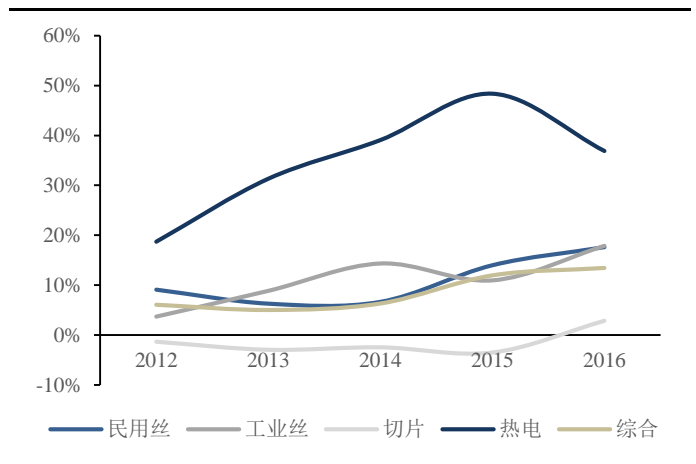
图8：民用丝、工业丝、热电是主要利润来源(亿元)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

从产品毛利率来看，民用长丝受益产品新品率和差别化率的提升，毛利率稳步提高；热电业务 2016 年因煤价上涨毛利率有所回落，但业务具有区域垄断性质(发改委规定 8km 范围内不允许重复建设热电厂)，未来盈利能力有望维持稳定，负荷有提升空间；工业丝 2015 年毛利率受产品价格大幅下跌影响有所下降，2016 年底部回升。

图9：主营业务毛利率稳步提升(%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.6. 康辉石化有望扭亏为盈

公司 2016 年 6 月 9 日公告以现金收购实际控制人控制的康辉投资所持有的康辉石化 75% 股权。康辉石化主要资产为年产 20 万吨的聚脂薄膜（BOPET）和年产 16 万吨的聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT），位于辽宁省营口市仙人岛能源化工区，主要产品为聚对苯二甲酸丁二醇酯工程塑料（PBT）、聚酯新型双向拉伸聚脂薄膜（BOPET）和膜级聚酯切片（PET）。

BOPET 膜经过 7 年的整合，已经进入景气向上阶段，目前行业名义产能 300 万吨，有效需求在 220-230 万吨左右，考虑到部分死产能以及低效产能，供求偏紧。由于基础设施建设复杂，工业丝的建设周期在 2-3 年左右，但是设备制造商在手订单主要是 BOPA 和 BOPP 膜，未来 2 年内不存在 BOPET 的新增产能。2016 年四季度起，薄膜价格回暖，盈利逐步改善，康辉 BOPET 业务有望扭亏为盈。

PBT 应用广泛，作为工程塑料应用在汽车、电子电器、机械设备零部件、电光源、光纤光缆护套等领域，作为纤维应用在毛纺领域取代部分羊毛，薄膜还广泛用于各种包装领域。我国 PBT 产量约 40 万吨，而市场需求在 50~60 万吨，存在 10~20 万吨供给缺口。康辉石化的 PBT 产品主要用在低挥发性车用工程塑料、高端刷丝、假发、牙刷、高端彩虹膜等领域。

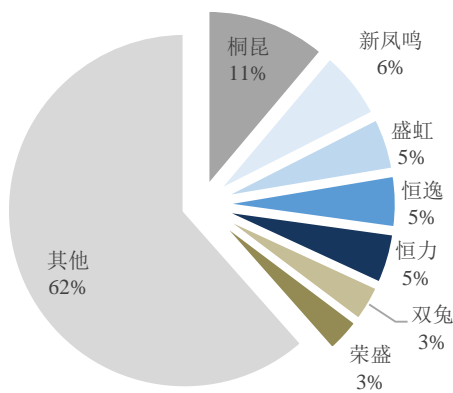
## 2. 与众不同的民用丝龙头，高端产品盈利能力强

### 2.1. 民用长丝以细旦超细旦 FDY 为主，定位高端

#### 2.1.1. FDY 产能国内第一

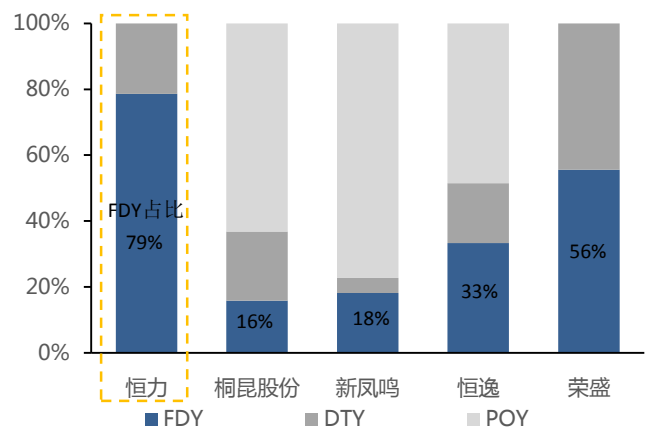
公司拥有涤纶民用长丝产能 140 万吨，民用丝产能排名处于全国前五，其中 FDY 110 万吨，DTY 30 万吨。与大多数同行不同的是，公司民用丝产品结构以 FDY 为主，占比高达 79%，国内 FDY 产能约 1100 万吨，公司市占率 10% 以上，位列全国第一，而行业最大两家产能 FDY 所占比例不到 20%，公司与同行存在明显产品结构差异。FDY 又称全拉伸丝，通过在纺丝过程中引入拉伸作用，获得高取向度和中等结晶度的卷绕丝，比 POY 的强度更高，手感顺滑柔软、染色均匀，主要用于制作高端服装。

图10：公司是国内前五大民用长丝企业



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图11：公司民用长丝产品以 FDY 为主



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：涤纶民用长丝分为 FDY、DTY、POY 三大类

图片	品名	产品特性	用途
	FDY	面料手感顺滑柔软、强度高、染色均匀	主要用于制作高端服装，FDY 一般直接用于织造或经编
	DTY	具有弹性及收缩性。DTY 制作的面料具有抗风压、水压、防风透气功能，吸水性更好，同时面料具有尼龙的弹性，回复性与触感，皮肤刺激小、滑顺	主要用于制作低弹性的面料，一般直接用于织造。适宜制作服装面料（如西服、衬衫、运动休闲服饰、登山服饰）、床上用品（如被面、床罩、蚊帐）及装饰用品（如窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布）等



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，也可以直接应用于丝绸纺织行业。POY 一般有二种，一种是直接用于织造，一种是用于加弹。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1.2. FDY 供求格局好，盈利能力强

截至 2016 年，国内涤纶长丝除去长期停工外抽丝产能合计 3300 余万吨，2016 年计划新增产能 240 万吨，实际投产 150 万吨，绝大多数为 POY，FDY 相比 POY 投资额较大、投放较少，这也是今年以来 FDY 盈利能力较其他两个品种出色的主要原因。

表4：近两年新投产的长丝以 POY 为主

企业	产能	产品	投产时间
盛虹国望	25	POY	2015.3
东南网架	40	POY, 少量 FDY	2015.3
新凤鸣	50	POY	2015.3
华祥高纤	20	POY	2015.3
双兔化纤	25	POY、FDY 各半	2015.3
三房巷	20	FDY	2015.1
桐昆股份	40	POY	2016.3
桐昆股份	38	DTY	2016
吴江立新	8	POY	2016
新凤鸣中盈	30	POY	2016
泗阳海欣	25	POY	2016
华鑫	10	POY	2016

资料来源：中纤网，东吴证券研究所

由于新增产能投放较少，2016 年以来 FDY 产品盈利显著好于其余两个品种，2016 年全年 FDY、POY、DTY 均价差(不含税)分别为 1540、1020、2330 元/吨，而 2015 年分别为 1210、933、2350 元/吨，FDY 价差明显高于 15 年同期，盈利能力好于 POY。

### 2.1.3. 公司细旦超细旦 FDY 产品附加值高

公司 FDY 产品细旦化，以 20D-100D 为主流规格，目前国内 10D 以下 FDY 只有恒力能够生产，最细的产品能做到 7D。横向对比来看，公司 100D 以下 FDY 产品占比达到 62%，而同行这一比例一般不到 40%。FDY 细旦丝织物轻薄，强度高，主要用于夏季衣物面料，替换率较高，毛利率较高，产品盈利能力强。2016 年上半年，公司常规 FDY 品种毛利率仅 4%，而 50-100D FDY 产品毛利率约 18%，43dtex 以下 FDY 产品毛利率更是接近 50%。

## 2.2. 重视新品研发造就快速市场反应能力

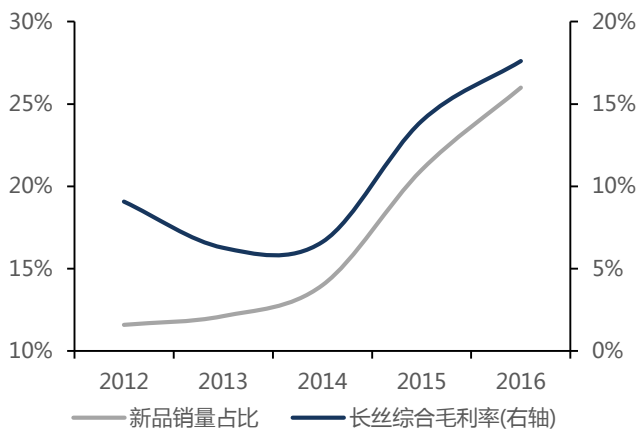
公司在民用长丝市场策略上走的是与众不同的道路，并不一味追求产能，而是不断提高产品新品率、差别化率，对市场需求做出最为快速的反应。成本和快速反应是民用长丝行业两大核心优势，其中成本不难理解，公司民用长丝成本优势体现在规模和原料保障上，集团公司拥有全球单体产能最大的 PTA 工厂，上游原料供应有保障。快速反应是指应对市场需求的变化做出快速的产品结构调整，纺织品属于消费行业，消费者对布

料的需求变化迅速，涤纶长丝厂家只有对更美观、更舒适、更时尚的需求做出快速反应，才能在激烈的竞争中保持领先。

**快速反应的核心是新品研发能力**，恒力有一支由 700 人组成的国际研发团队，自主研发能力在行业中处于领先地位，部分 FDY 产品技术水平达到国际先进水平。公司与优衣库等大品牌合作，在联合开发、品牌授权、质量控制等领域开展合作。**集团公司拥有完备的下游织造，贴近市场也是公司具备快速反应能力的有利条件。**此外，公司信息化走在行业前列，体现在智能制造、供应链、仓储营销、研发设计等方面。

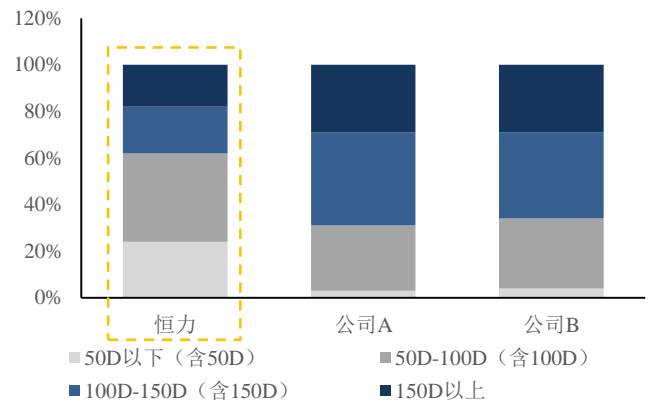
恒力不断推出的引领行业发展的民用丝新产品，新品率逐年提高，市场新品需求旺盛，盈利水平远高于普通产品，公司 50% 左右的利润贡献来源于梯队发展的近 30% 新产品。从 2012 年到 2016 年，民用长丝新品销量占比从 10% 上升至 27%，而综合毛利率从 9.1% 上升至 17.6%。

图12：民用长丝新品销量占比和毛利率逐年提高



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：公司 FDY 产品细旦化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：工厂拥有成套进口生产设备



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

图15：工厂自动化水平高



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

表5：公司自主开发 FDY 产品列表

产品	生产技术所处阶段	技术水平
熔体直纺 W 形功能性涤纶 FDY	小批量试制	国内领先
熔体直纺 8 字形中空涤纶 FDY	小批量试制	国内领先
多孔超细旦超亮光涤纶 FDY	大批量生产	国际先进
33dtex 超亮光异形涤纶 FDY	大批量生产	国际先进
熔体直纺 288 孔超细旦超亮光涤纶 FDY	大批量生产	国际先进
熔体直纺高异形度钻石丝 FDY	小批量生产	国际先进
熔体直纺 W 形功能性涤纶 FDY	小批量试制	国内领先

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

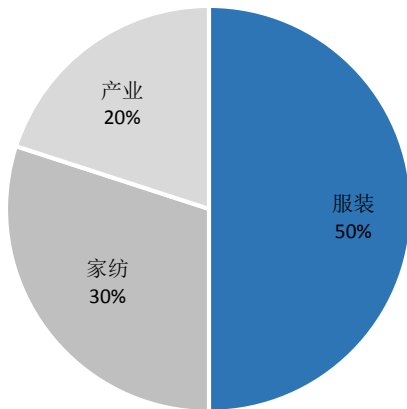
较低的成本和快速反应能力是公司在激烈的市场竞争中胜出并取得较高盈利能力的有力法宝。新的需求源源不绝，我们看好公司在民用长丝领域的持续创新能力，带来民用长丝业务盈利能力的不断提升。

### 2.3. 涤纶长丝景气回暖，业绩同样具备弹性

#### 2.3.1. 终端需求增长平稳，长丝产量稳定增长

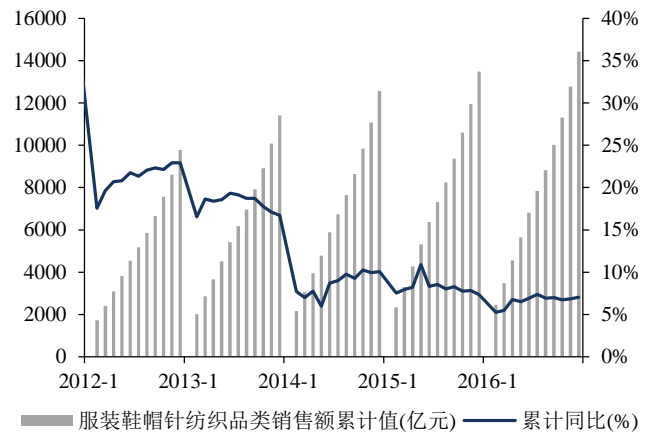
涤纶长丝的需求主要来自纺织服装，与房地产投资相关性不大，具有消费属性。虽然近年来纺织服装业销售额和出口额增速减缓，但若剔除价格下降的影响，终端需求增长较为平稳。截至 2016 年 8 月份，我国服装产量 199 亿件（资料来源：Wind 资讯），累计同比增长 3.5%，国内棉花消费量逐年下降，涤纶作为化纤中体量最大的品种，实际需求增速大于服装产量增速。

图16：纺织服装是涤纶长丝的主要需求



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

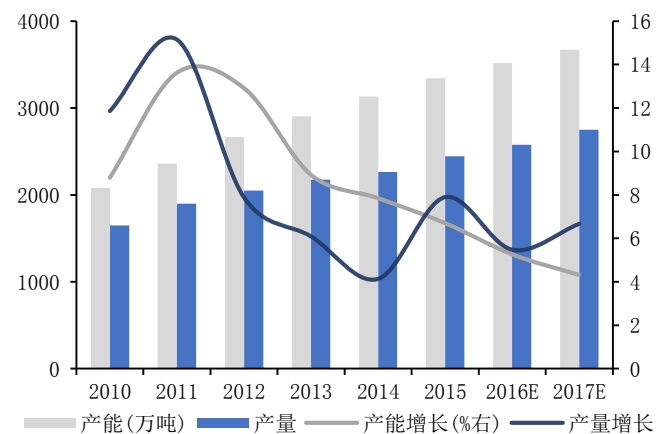
图17：服装鞋帽针纺织品类销售额增速较为平稳



资料来源：Wind，东吴证券研究所

近二十年来是国内聚酯的快速发展期，1995-2005 聚合产能年复合增速在 25% 以上，2006-2012 年复合增速 10%，2016 年底聚酯总产能 4960 万吨，其中涤纶长丝抽丝产能 3518 万吨(包括 200 万吨工业丝)。2016 年新增长丝产能 150 万吨，增长 5.3%。我们预计 2017 年长丝实际投产在 100 万吨左右，加上红剑、龙腾等复产产能合计 150 万吨，增长 4.3%，产能增速连续三年呈下降趋势。

图18：新增长丝产能投放速度持续下降



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

2015 年我国涤纶长丝抽丝产量 2,440 万吨，同比增长 7.9%；2016 年产量 2,540 万吨，同比增长 4.1%，增速下降主要是由于 8、9 月份 G20 停限产的影响。预计未来几年产量增速仍在 6%~8% 之间，基本能消化每年的新增产能。

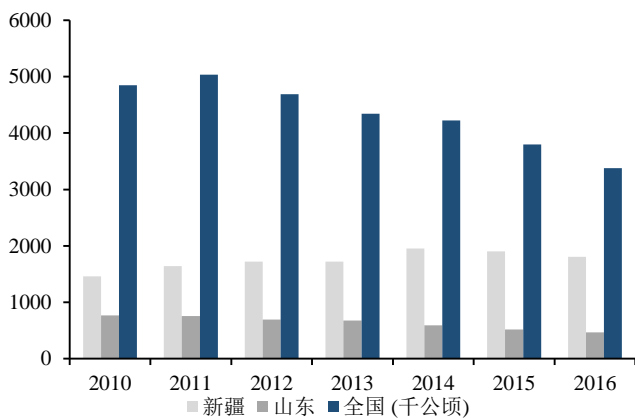
### 2.3.2. 人民币贬值有望拉动外需

2016 年以来，人民币贬值速度有加快趋势，人民币对新兴市场货币指数较年初走弱近 10%，人民币对越南盾、人民币对柬埔寨瑞尔、人民币对泰铢分别较年初走低 6%、7%、8%。近年来成衣厂有向东南亚国家转移，部分地区由织造厂配套，而产业链化纤以上环节由于投资金额大东南亚政局和政策存在不确定性，仍集中在国内。人民币走弱有利于织造厂订单回流，有望拉动下游织造和服装环节外需回暖。

### 2.3.3. 棉价和油价中枢上移，涤纶长丝景气回暖

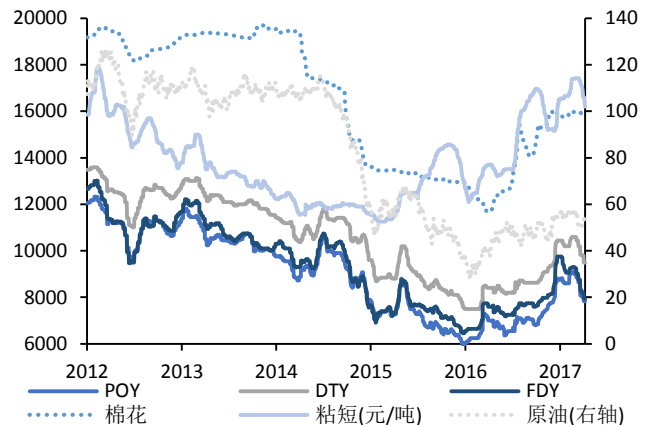
2016 年我国棉花种植面积 3,376 千公顷，较 2015 年降低 421 公顷，降幅 11%，已连续第五年下降，种植面积下降的趋势短期内不会有改变。2016 年国储棉轮出低于预期，非但没有使棉价下跌，反而在 6 月下旬后一路上涨。与棉花替代性较大的粘胶短纤率先走出了底部，价格回到了 2012 年区域。涤纶短纤与棉花混纺有直接替代性，涤纶长丝下游与棉花下游有重叠，存在间接替代性，一般而言棉价/涤纶短纤价格比在 1.5 以上时，涤纶存在经济性，棉价上涨有助于带动涤纶产业链景气上行。

图19：棉花播种面积连续五年下降



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图20：棉价和油价有望带动化纤产业链走出底部



资料来源：Wind，东吴证券研究所

涤纶产业链源头来自石油，产业链各环节价格与油价关联度均较大。2016 年 11 月 30 日 OPEC 达成 2008 年以来首个减产协议，OPEC 日产量将降至 3250 万桶。三大产油国沙特、伊拉克、伊朗暂时放下分歧，沙特接受大幅减产，并放弃要求伊朗降低产量，非 OPEC 成员的俄罗斯也将加入减产行列，当日油价应声大幅上涨。减产协议的执行情况有待观察，但长期看，油价中枢缓慢上行是大概率事件。油价上涨，聚酯全产业链利润会扩大，各环节均会受益。公司 140 万吨产能，价差每扩大 100 元/吨，增厚业绩 1.2 亿元，业绩同样具备弹性。

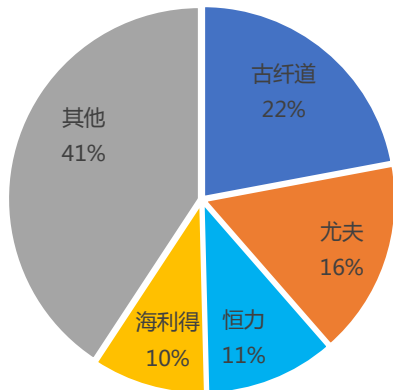


### 3. 工业丝供求格局好，盈利能力改善

#### 3.1. 工业丝集中度高，供求格局较好

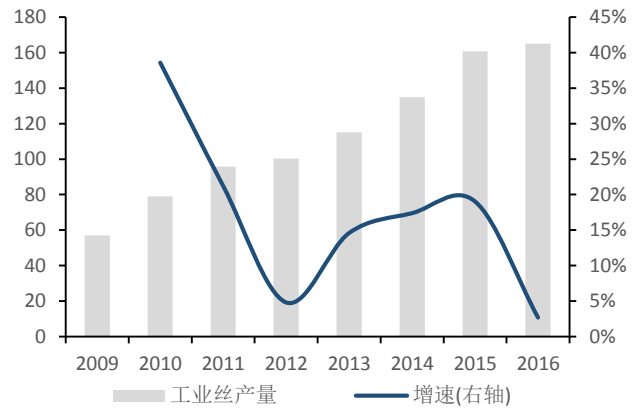
2015 年以后涤纶工业丝行业扩产接近尾声，2016 年仅新增 8 万吨产能(其中海利得 4 万吨车用丝、宜兴华亚 4 万吨普通丝)，目前行业内规模化扩产计划的仅恒力自身。2016 年国内产能合计 208 万吨，扣除停产、搬迁、淘汰、清算后的产能约 190 万吨，其中浙江古纤道、浙江尤夫、江苏恒力和浙江海利得为前四大生产厂商，合计占国内总体产能接近 60%，行业集中度较高。公司现有工业丝规模 20 万吨，居全国第三。

图21：国内四大工业丝产能占比 60%



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图22：涤纶工业丝产量逐年增长



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

#### 3.2. 工业丝应用广泛，需求增长依然强劲

在产业用纺织品可用的原料中，涤纶工业丝的应用最为广泛，可应用在安全带、救生圈、输送带、帘子布等多种纺织品，在 50 种纺织品中占据了 37 类。出色的性能和低廉的成本使涤纶工业丝可替代尼龙、芳纶、腈纶、碳纤维、粘胶纤维以及氯纶等原料应用在较多领域，涤纶工业丝在汽车安全带和安全气囊中对尼龙的替代便是一典型案例。

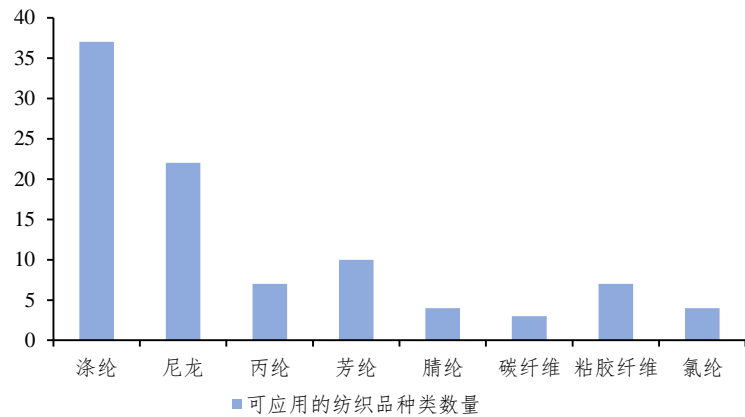
图23：涤纶及其可替代品的用途列举

用途	涤纶	尼龙	丙纶	芳纶	腈纶	碳纤	粘胶	氯纶
气囊、安全带、救生圈、拍网	●	●					●	
基布与篷盖布	●	●						
容器和贮仓、输送带、船帆、深海隔网、筑堤材料、绳、缆、外科锋线	●	●						
石棉替代	●					●	●	
帘子布	●	●		●			●	
液体贮罐	●			●		●		
滑翔机翼、农用输送管、消防水池、折叠车棚、泳装、广告灯箱、打字色带	●							
小艇	●	●						
疏水栅、管、人造血管	●		●	●				
三角带	●	●						
箱包布、幕布	●							
帐篷	●				●		●	●
防护服	●	●	●	●	●	●		●
过滤材料	●		●	●	●			
制服、缝纫线	●	●		●				
作业服	●	●	●	●	●			●
网类	●	●	●					●

资料来源：《济南纺织化纤科技》，东吴证券研究所

下游需求旺盛，涤纶工业丝产量逐年增长，产量从 2009 年的 57 万吨增长到 2016 年的 165 万吨，年复合增长 16%。2016 年产量增速有明显下降，系 G20 期间古纤道和尤夫限产所致。目前行业开工率在 80%~85% 之间，供求维持紧平衡，预计未来供求关系将进一步得到好转。

图24：几种主要化工原料可应用工业纺织品种类

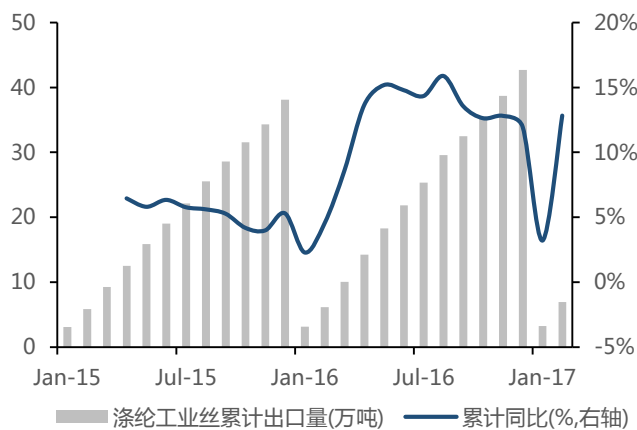


资料来源：《济南纺织化纤科技》，东吴证券研究所

### 3.3. 工业丝价格上涨、价差扩大，盈利能力增强

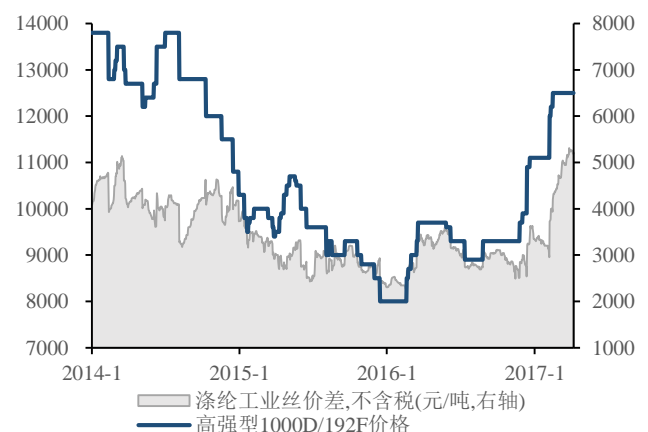
由于扩产接近尾声，而下游需求依然较好，尤其是海外需求，即便受到欧盟反倾销，但 2016 年出口仍达 42.7 万吨，同比增长 12%。工业丝价格在 2016 年见底后，今年一季度以来大幅回升，1000D/192F 目前价格 12500 元/吨，较 2016 年均价上涨 3200 元/吨，原料价差扩大 1300 元/吨，盈利能力明显增强。短期内因原料 PTA 和乙二醇下跌幅度过大，价格存在调整可能，但较好的供求关系下，行业盈利稳步向好是大概率事件，公司拥有 20 万吨工业丝产能，盈利能力将得到增强。

图25：今年以来涤纶工业丝出口快速增长



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图26：涤纶工业丝价格见底回升，价差显著扩大



资料来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.4. 公司工业丝业务未来两大看点

#### 3.4.1. 行业竞争格局向好，集中度有望进一步提升

涤纶工业丝前四大企业古纤道、尤夫、恒力、海利得分别拥有 40、30、20、17.5 万吨产能，占行业近 60%，剩余 30 家小企业合计产能占比仅 40%，行业集中度高。四家大企业，古纤道为非上市企业，50 万吨产能中有 15 万吨中强丝，竞争力一般；而尤夫实际控制人发生变更，谋求新能源转型。涤纶工业丝行业未过大的整合，在国家供给侧结构性改革的一步步推进下，中小企业逐步退出，行业集中度将进一步提升，寡头话语权逐渐加强，公司有望受益。

#### 3.4.2. 公司工业丝产品结构有优化空间

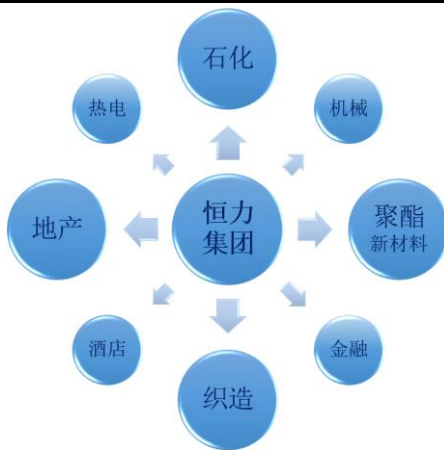
公司涤纶工业丝毛利率较同行尤夫、海利得低，主要原因还是产品结构问题，海利得的车用丝比例高，而尤夫的后道工序盈利能力强。公司工业丝业务起步较晚，随着储备技术的逐步转化，公司未来工业丝产品结构有望优化，盈利能力将得到增强。

## 4. 拟实施重大资产重组，实现产业链一体化深度融合

### 4.1. 控股股东恒力集团实力雄厚

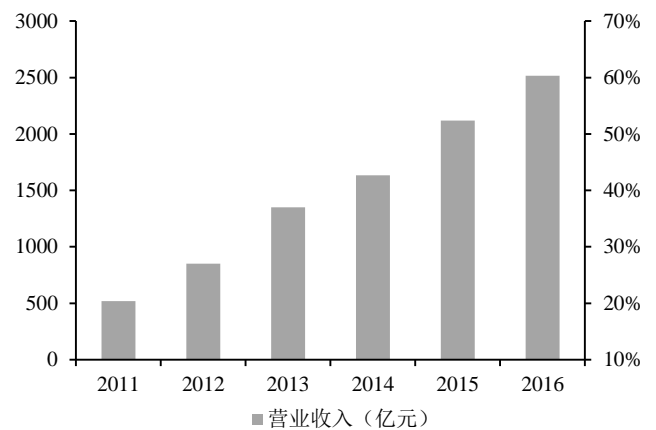
公司控股股东恒力集团业务多元化，涉及地产、织造、石化、聚酯新材料四大领域，同时在热电、金融、机械、酒店领域也有经营。恒力集团实力雄厚，在刚刚出炉的 2016 年中国企业 500 强中排名第 65 位，民企 500 强中位列第 8。恒力集团 2011-2016 年营业收入高速增长，2016 年集团实现营业收入 2516 亿元，公司是集团唯一上市平台，目前上市公司营业收入占集团总收入不到 8%，为典型的“大集团、小上市公司”。

图27：恒力集团业务多元化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：恒力集团营业收入高速增长



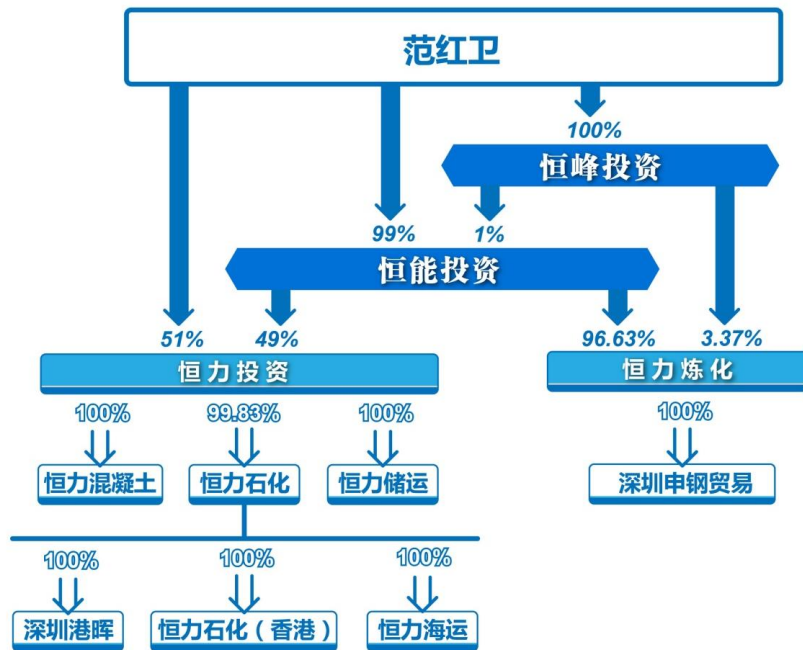
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.2. 拟实施重大资产重组

公司 1 月 25 日发布发行股份购买资产并募集配套资金预案，发行股份购买资产部分，拟购买恒力投资 100% 股权，交易价格 83 亿，恒力炼化 100% 股权，交易价格 32 亿，合计金额 115 亿元，发行价格 6.85 元/股。其中大股东对恒力投资 2017-2019 年的业绩承诺分别为 6、8、10 亿元。对恒力投资和恒力炼化 100% 股权的评估采用资产基础法，恒力投资预估增值率 34.46%，恒力炼化预估增值率 10.27%，总预估值增值率 26.7%，增值率较低。配套融资部分，拟非公开发行募集配套资金不超过 115 亿元，发行期首日定价，最终发行的股份数量以募集资金除以发行价格确定，且不超过本次发行前本公司总股本的 20%，全部用于“恒力炼化 2,000 万吨/年炼化一体化项目”。本次重组和配套融资做完后，公司总股本将达到 50.7 亿股，恒力集团及其一致行动人持股 74.65%，实际控制人不变。

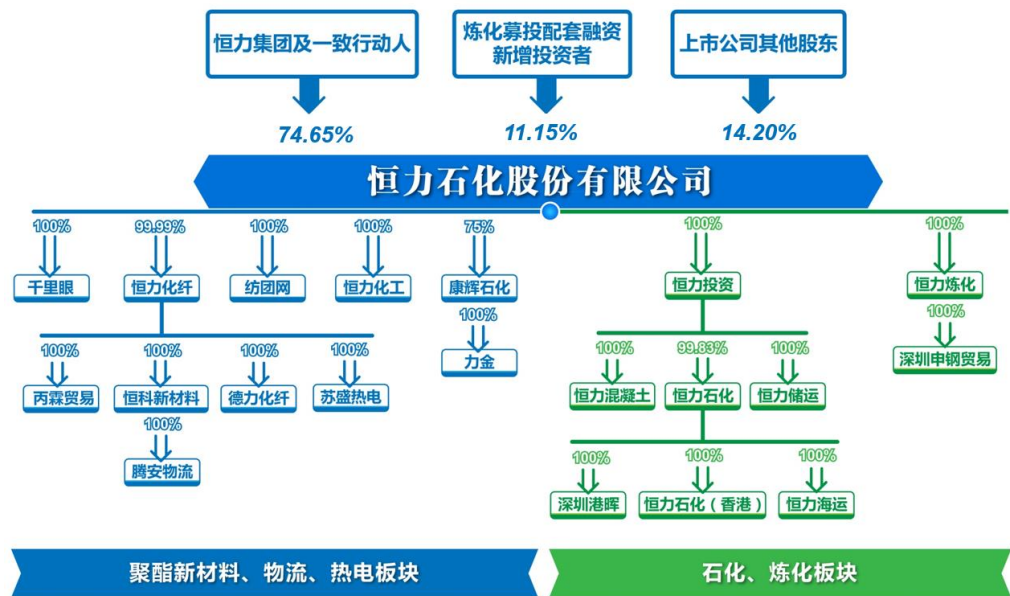
恒力投资的核心资产是子公司恒力石化 660 万吨 PTA 产能，而恒力炼化为大连长兴岛 2,000 万吨炼化一体化项目的实施主体。本次发行股份购买资产实施完毕之后，将实现集团化工、石化板块资产的整体上市，上市公司业务将包含上游芳烃(待建)，中游 PTA，下游涤纶民用长丝、工业丝、聚酯薄膜全产业链，实现产业链一体化深度融合，并大幅降低关联交易。

图29：重组标的股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：重组完成公司将实现产业链一体化深度整合



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. PTA 处在行业底部，重组完成后业绩弹性大

### 5.1. 恒力石化(大连)是全球单体产能最大的 PTA 工厂

恒力石化（大连）有限公司是本次拟注入的恒力投资核心资产，拥有 PTA 产能 660 万吨，是全球单体产能最大的 PTA 工厂，国内第二大 PTA 生产商。恒力石化(大连)成立于 2010 年 4 月，注册资本 58.90 亿元，工厂占地面积 4860 亩，现有员工 2120 名。工厂共有 3 条 220 万吨 PTA 生产线，分别于 2012、2014、2015 年投产。恒力石化 PTA 工厂以安全、绿色、环保、生态为发展准则，拥有先进的残渣回收系统、高效的水资源利用系统、清洁的废气净化排放系统，被誉为“花园式工厂”。

图31: PTA 厂区绿化总面积 37 万平方米



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

图32: PTA 厂区绿地率 16%



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

### 5.2. PTA 行业底部有待回暖，重组后业绩弹性大

#### 5.2.1. PTA 大规模扩产已结束

PTA 行业在经历 2014 年再次大幅扩张之后产能增速放缓，2015 年 PTA 新增产能 345 万吨，产能增速降至 8%，2016 年计划投产 320 万吨，实际仅投产 220 万吨。我们详细调查了国内拟投、在建、拟建、规划的 13 个 PTA 项目共计 1990 万吨产能，未来投产较为确定的仅有 560 万吨。此外已宣称的其他产能 1430 万吨，因各种原因大幅延迟投产计划，有的已无建设意向，未来两年实际投产量不大，PTA 大规模扩产已结束。

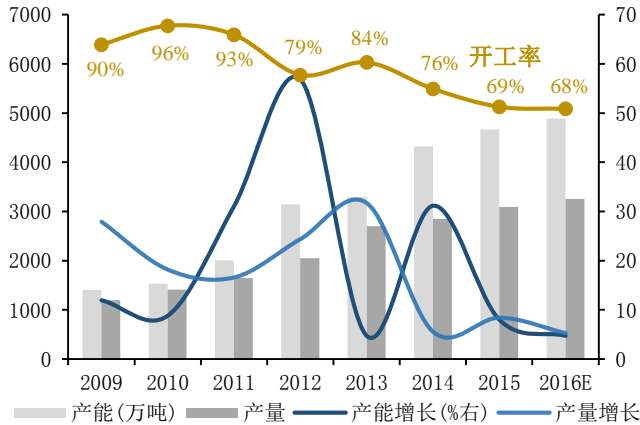
表6: 部分项目已无建设意向，未来 PTA 新增产能有限

项目	产能(万吨)	计划投产
<b>2016 年拟投产</b>		
江阴汉邦二期	220	2016Q1
四川晟达	100	计划 2016 年中，仍未投产
<b>小计</b>	<b>320</b>	
<b>17-18 年投产</b>		
嘉兴石化二期	120	在建，2017 投产
宝塔石化	120	环评、前期工作基本完成
<b>小计</b>	<b>240</b>	
<b>其他宣称产能</b>		
台化二期	150	环评完成，未实质开建
海南逸盛二期	330	未建
中泰新材	120	未建
洛阳龙宇	100	未建
乌石化	100	已无意向
福建佳龙二期	110	已无意向
远东仪化石化	200	已无意向

三菱二期	120	一期已宣布出售
中金石化	300	仅宣称
小计	<b>1530</b>	
合计	<b>2090</b>	

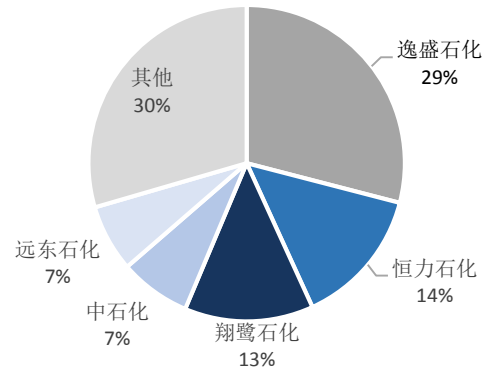
资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图33: PTA 大规模扩产已结束



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图34: PTA 行业集中度高



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

### 5.2.2. PTA 产能出清大势所趋

2015 年 7 月绍兴远东石化宣告破产，320 万吨 PTA 产能退出，远东装置竞争力较差，虽已被华彬集团收购，且有重启传闻，但可能重启的仅其 140 万吨大装置，并不会对市场产生较大冲击。2015 年 4 月，古雷腾龙芳烃发生爆炸事故，由于与腾龙芳烃共用公用工程，翔鹭石化漳州 450 万吨 PTA 装置也被迫停产。还有翔鹭厦门等长期停工的小装置 405 万吨，已确定退出不再启用。这些问题产能总计 1265 万吨，占总产能的 26%。此外，还有 100 万吨以下的小产能共计 560 万吨，大部分是中石化旗下以及民营小厂，竞争力较弱，国家供给侧结构性改革落实有利于更多落后产能关停退出，PTA 过剩情况有望缓解。

将问题产能排除后，PTA 行业实际有效产能为 3620 万吨。在去年远东和古雷退出后，行业名义开工率降至 60~70%，由于实际有效产能迅速下降，实际开工率提升至 80~95%，对应年供给量在 2900~3400 万吨之间，下游聚酯工厂开工率在 70%-80%之间，对应的 PTA 需求约在 2920-3330 万吨之间，供求基本能维持平衡。市场最大的不确定性是翔鹭装置，最近翔鹭有在年中复产的传闻，实际复产进度有待观察。我们认为即便未来供求平衡为翔鹭复产所打破，长期低加工利润下产能出清仍将是**大势所趋**。

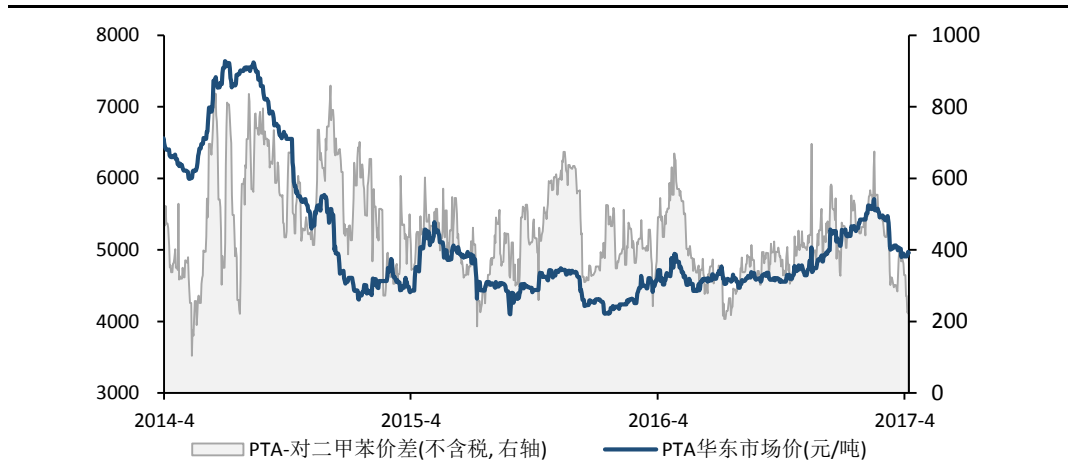
### 5.2.3. PTA 行业集中度高，恒力石化占据优势

PTA 行业集中度很高，前三大企业产能占比 (CR3) 达 56% (图 16)，前五大 (中石化含子公司) 产能占比 (CR5) 高达 70%，形成寡头格局。公司是国内第二大 PTA 生产商，拥有全球单体产能最大的 PTA 工厂，占全国总产能 14%，销量接近市场的 20%，占据显著优势。翔鹭因自身问题严重影响力趋弱，未来 PTA 可能形成逸盛+恒力的双寡头格局，行业话语权进一步提高。

#### 5.2.4. PTA 景气底部有待回暖，重组后业绩弹性大

PTA 价格价差目前仍处在 14 年以来的底部区域，在聚酯下游需求稳定增长，油价中枢上移的背景下，PTA 行业有望底部回暖。本次重组完成后，公司拥有 PTA 产能 660 万吨，价差每扩大 100 元/吨，业绩增厚 4.95 亿元，弹性巨大。

图35：PTA 行业底部有待回暖



资料来源：Wind，东吴证券研究所



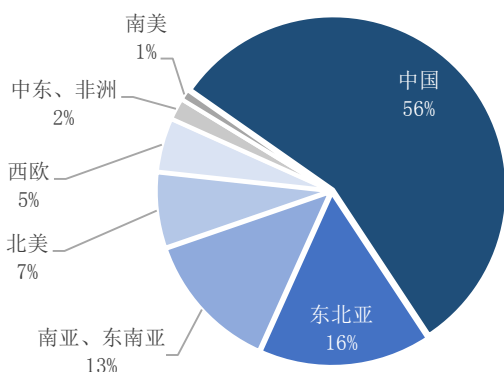
## 6. 长兴岛 2,000 万吨炼化一体化项目值得期待

### 6.1. 我国对二甲苯高度依赖于韩、日进口

#### 6.1.1. 对二甲苯下游需求庞大

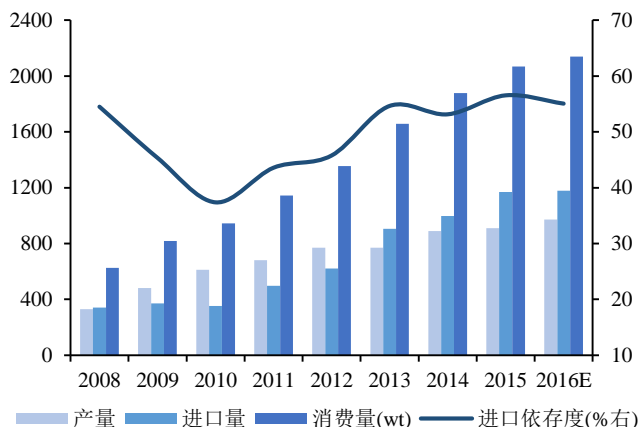
对二甲苯(PX)是 PTA 的原料，全球 85% 的需求集中在亚洲。随着 2011-2014 年国内 PTA 产能的快速投放，我国对二甲苯需求大幅增长，2010 年国内对二甲苯需求 944 万吨，仅占全球总需求的 34%，到 2016 年对二甲苯需求达到 2207 万吨，年复合增长率 15% 以上，亚洲需求占比近 7 成，占全球总需求的 56%。

图36：全球超过一半的对二甲苯需求在中国



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图37：对二甲苯需求快速增长，高度依赖于进口

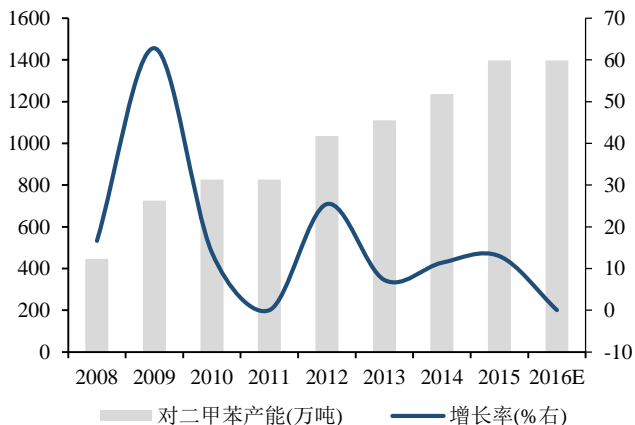


资料来源：Wind，东吴证券研究所

#### 6.1.2. 国内对二甲苯产能投放缓慢，供给严重不足

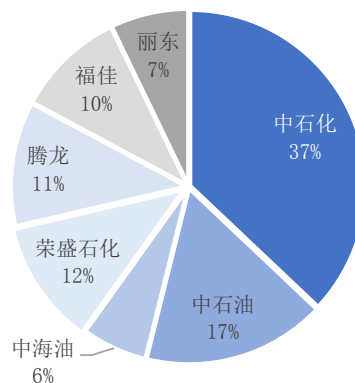
与国内对二甲苯快速增长的需求不相适应的是缓慢的产能投放进程。由于项目舆论压力和审批难度较大，大部分项目进展缓慢甚至不了了之。2010 国内对二甲苯产能 826 万吨、产量 612 万吨，2016 年产能 1397 万吨、产量 977 万吨，产能复合增长率仅 9%，产量增速仅 8%。供给增速远远跟不上需求扩张，造成巨大供给缺口且逐年扩大，2016 年国内对二甲苯进口量达到 1236 万吨，再创历史新高，进口依存度高达 56%。

图38：国内对二甲苯产能投放缓慢



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图39：三桶油占国内对二甲苯产能 60%



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

表7：国内对二甲苯产能列表

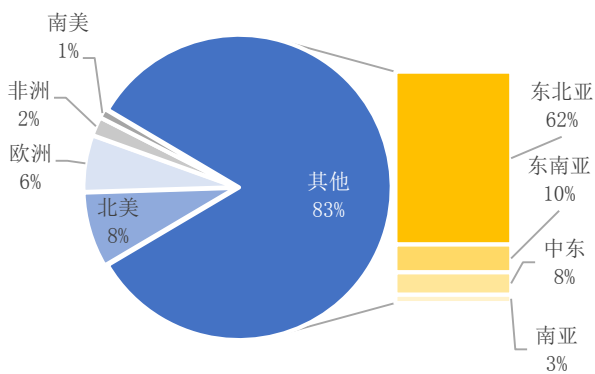
企业	地区	集团	产能(万吨)	流程/原料
扬子石化	南京	中石化	85	炼化一体化
上海石化	上海	中石化	85	炼化一体化
福建联合	泉州	中石化	80	炼化一体化
金陵石化	南京	中石化	70	炼化一体化
镇海炼化	镇海	中石化	65	炼化一体化
海南炼化	海南	中石化	60	炼化一体化
天津石化	天津	中石化	40	炼化一体化
洛阳石化	洛阳	中石化	22.5	炼化一体化
齐鲁石化	山东	中石化	10	炼化一体化
彭州石化	四川	中石油	65	炼化一体化
辽阳石化	辽宁	中石油	70	炼化一体化
乌鲁木齐石化	乌鲁木齐	中石油	100	炼化一体化
惠州炼化	惠州	中海油	84	炼化一体化
大连福佳	大连	福佳集团	140	石脑油、MX
青岛丽东	青岛	韩国 GS	100	石脑油
腾龙芳烃	漳州	腾龙集团	160	凝析油、石脑油
宁波中金石化	宁波	荣盛石化	160	燃料油、石脑油
<b>合计</b>			<b>1397.5</b>	

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

6.1.3. 对二甲苯环节话语权被日、韩等国家垄断

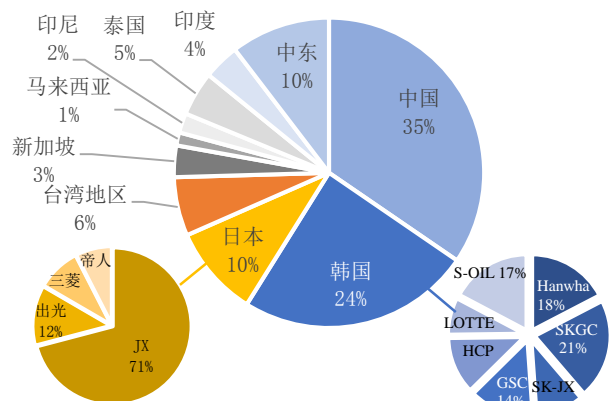
在国内产能扩张受到限制的同时，韩、日等周边国家却加快对二甲苯项目建设，瞄准的就是我国国内巨大的市场需求。2014 年，亚洲除中国外新增对二甲苯产能 590 万吨，仅韩国就有 330 万新增投产。目前亚洲对二甲苯产能 4,000 余万吨，占全球总产能 83%，中日韩三国合计占亚洲产能的 70%。亚洲需求量约 3,200 万吨，但由于诸多原因整体开工率仅七成出头，亚洲对二甲苯供应较紧。我国产能更是远远不能满足需求，PTA 工厂只能依赖于向周边国家进口，对外依存度逐年攀高，2015 年进口 1170 万吨，对外依存度高达 56%，其中 70%的进口来自韩国和日本。可见，上游原料成为我国聚酯产业链最大的瓶颈，而这一环节的话语权一直被韩国、日本等周边国家掌控，产业链利润也集中在这一环节，下游企业苦不堪言。

图40：全球对二甲苯产能主要集中在东北亚



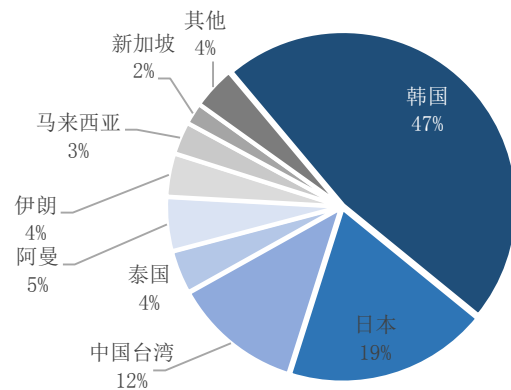
资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图41：中日韩三国占亚洲对二甲苯产能近 70%



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图42：我国对二甲苯进口主要来自韩、日、台



资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 6.2. 未来对二甲苯产能投放仍将慢于预期

### 6.2.1. 近两年亚洲实际投产仅 285 万吨

最近一次亚洲产能大幅投放在 2014 年，其中国内新增 120 万吨，亚洲除中国外新增产能 590 万吨，主要为韩华、SK、JX 等韩国、日本工厂的扩建项目。目前，日韩规划的芳烃扩建项目已基本投放完毕，剩余待建项目主要来自国内、南亚东南亚和西亚。这些项目投产进度大幅慢于预期，按原投产计划，2015-2016 年计划新增产能近 1,000 万吨，但实际 2015 年只有中金石化 160 万吨和哈萨克斯坦国家天然气 50 万吨合计 210 万吨投产，而 2016 年仅印度信实 75 万吨投产。

### 6.2.2. 下一次产能大幅投放将在 2019 年后

国内的待建产能合计约 1,500 万吨，可以分为两类，一类是较早规划的未建产能，主要为中石化扩建项目，通常在 80 万吨以下，这些项目受媒体和民众广泛关注，主要建设障碍来自公众舆论压力，海南炼化二期 80 万吨原本呼声较大，但至今仍未有实质进展，不确定性仍然较大，部分项目有可能不了了之；另一类是近期规划的炼化一体化新建项目，芳烃规划产能较大，投资方为恒力、荣盛、盛虹等民营聚酯产业链巨头，但项目投资额巨大，建设期较长，除恒力外均处在前期工作阶段，从建设到达产需要 2~3 年时间。因此，国内产能大幅投放将在 2019 年前后。

表8：2015 年以后国内拟建拟投对二甲苯产能列表

公司	产能(万吨)	进度
宁波中金石化	160	2015 年 8 月投产
河北玖瑞化工	80	无建设消息
九江石化	60	无建设消息
洛阳石化	60	无建设消息
海南炼化	70	环评已通过，暂未开建
恒力石化	450	2000 万吨的炼化项目正建
宁波宝塔石化	80	2015 年立项，先建 PTA
浙江石化	450	4,000 万吨炼化一体化项目，一期 2,000 万吨

		待建
虹港石化	280	1600 万吨的炼化项目待建
<b>合计</b>	<b>1690</b>	
<b>实际已投产</b>	<b>160</b>	2017-2018 年无确定投产产能

资料来源：中纤网，东吴证券研究所

再看亚洲除中国外待建产能，主要来自文莱、印度和沙特，合计约 840 万吨。其中恒逸文莱尚未建设，韩国 GSC 丽水、沙特拉斯坦努拉和沙特吉赞三个项目已无消息，即使明年开建投产时间也要到 2019 年后。确定性较大的是印度信赖的 200 万吨产能，但投产时间也是屡屡推迟，已投产仅 75 万吨，其余部分产能推迟至 2017 年。此外沙特拉比格 135 万吨和越南宜山炼化 70 万吨有传也将在 2017 年投产，但具体投产进度仍有待跟进。

**表9：2015 年以后亚洲区域拟投产产能列表**

公司	产能(万吨)	原计划投产	实际进度
哈萨克斯坦国家天然气	50	2015	2015 年已投产
印度信赖	200	2015	已投产 75，其余推迟至 2017
沙特拉比格炼化	135	2015	推迟至 2017
越南宜山	70	2015	推迟至 2017
恒逸文莱	150	2016	推迟至 2019 后
韩国 GSC	100	2015	暂无消息
沙特阿美拉斯坦努拉	120	2017	暂无消息
沙特阿美吉赞	65	2018	暂无消息
<b>合计</b>	<b>890</b>		
<b>实际已投产</b>	<b>125</b>		

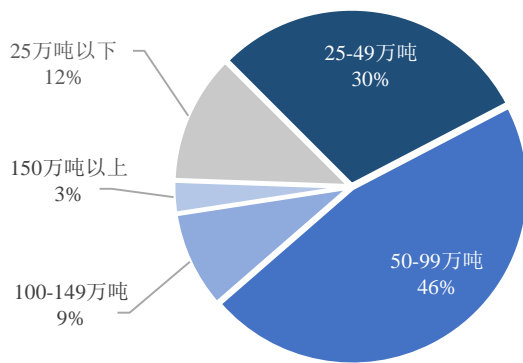
资料来源：中纤网，东吴证券研究所

### 6.3. 同时具备规模和流程优势的企业将在未来的竞争中胜出

我们统计了当前亚洲 67 套芳烃装置，其中对二甲苯产能在 100 万吨以上只有 8 套，仅占 12%，而 50 万吨以下小产能多达 28 套，占比 42%。而国内 17 套装置中，100 万吨以上有 5 套，占 30%，150 万吨以上仅有腾龙芳烃和中金石化 2 套，全亚洲也仅此两套。从单套装置产能来看，国内芳烃装置在规模上是具备优势的，相同流程下比国外装置更具有成本优势。

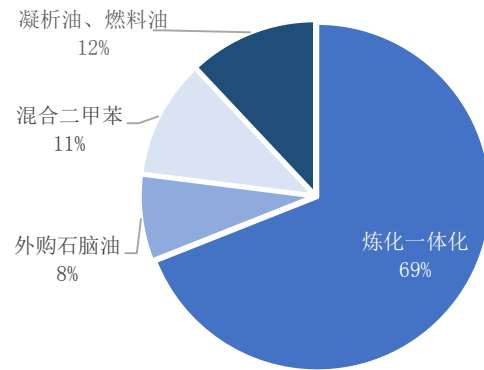
但是单套产能大小并不决定盈利能力，流程不同盈利能力有显著差别。对二甲苯-石脑油价差能直接衡量的是以外购石脑油为原料的中等流程装置盈利能力，除此之外还有炼化一体化长流程装置、燃料油炼油中场流程装置以及以外购混二甲苯为原料的短流程装置。亚洲近 70 套装置中，69% 为炼化一体化，12% 的装置以凝析油、或者燃料油为原料，而近 20% 的装置需要外购石脑油或混二甲苯原料。同规模下，流程越长，一体化程度越高，产品结构越优，盈利能力越强。

图43: 亚洲 100 万吨以上对二甲苯装置仅占 12%



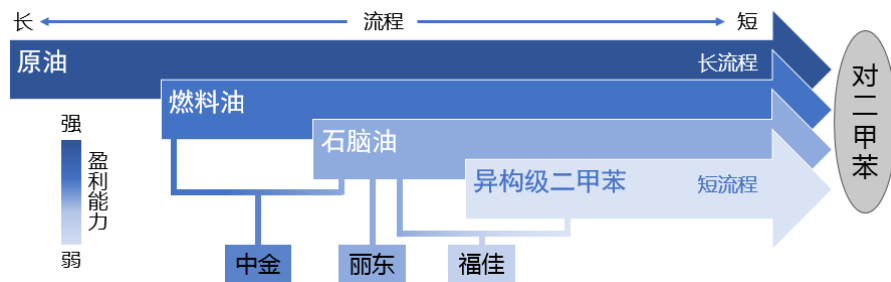
资料来源: 中纤网, 东吴证券研究所

图44: 亚洲外购原料装置占 30%



资料来源: 中纤网, 东吴证券研究所

图45: 长流程对二甲苯装置具备成本优势盈利能力强



资料来源: CNKI, 东吴证券研究所

在 2013 年之前, 对二甲苯-石脑油价差在 500 美元以上时, 几乎所有的流程装置都盈利颇丰, 流程越短投资额越少, 建设期越短, 因此投资回报率差异不大。但 2014 年产能大幅投放后盈利中枢下降, 中短流程装置投资回报率下降, 尤其是短流程, 以异构级二甲苯为原料的短流程装置长期亏损, 长流程装置成本优势凸显。比较宁波中金、青岛丽东、大连福佳三套装置, 产能分别为 160、100、140 万吨, 都具备规模优势。流程上, 宁波中金 60% 的原料来自于燃料油炼油装置, 40% 来自外购石脑油, 属于中长流程, 盈利能力最强; 青岛丽东全部为外购石脑油, 属于中等流程, 重整氢气无法利用造成不经济, 盈利能力次之; 大连福佳约一半原料来自外购石脑油一半来自外购混二甲苯, 属于中短流程, 因对二甲苯-混二甲苯价差长期处在盈亏平衡之下, 盈利能力最差。

此外, 现有的一体化芳烃装置多为炼油厂附属, 产能相对较小, 芳烃装置负荷通常会受其产品结构所限, 尤其在国内, 成品油更赚钱, 三桶油炼厂芳烃装置平均负荷在 7 成偏下。短流程缺乏成本优势和长流程受炼厂开工限制是芳烃盈利较好但行业整体开工率不高的主要原因, 进一步导致了对二甲苯供给偏紧。

通过以上分析, 可以发现亚洲范围内现有产能兼具规模和流程优势的企业并不多。即便未来因产能投放对二甲苯价差中枢下移, 炼化一体化大芳烃产能也将凭借规模和流程优势在未来的竞争中胜出, 实现较高的投资回报。

## 6.4. 恒力炼化 2,000 万吨炼化一体化项目值得期待

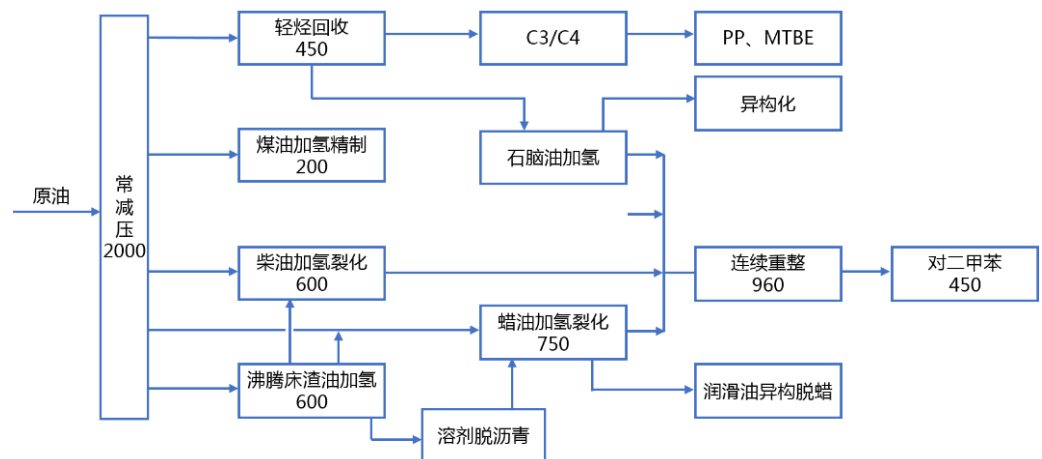
### 6.4.1. 项目采用全加氢工艺路线

本次重大资产重组拟注入的恒力炼化有限公司是大连长兴岛 2,000 万吨炼化一体化项目的实施主体。该项目位于大连长兴岛北岸、恒力石化(大连)PTA 项目东侧，项目占地 645 公顷，总投资 562 亿元，年运行时间 8400 小时，定员 1760 人。项目原油加工能力为 2000 万吨/年，芳烃联合装置公称规模为 450 万吨/年（以对二甲苯产量计），加工原油为沙重、沙中、马林原油，采用全加氢工艺路线，加氢规模为 2300 万吨/年。项目主体工程如表 10 列示，除芳烃联合装置外，还包括两套常压蒸馏装置、煤油加氢精制装置、柴油加氢裂化装置、重油加氢裂化装置等。项目以“高起点、高标准、严要求”为建设总体要求原则，采用 Chevron、Lummus（鲁姆斯）、GTC、Grace、Topsoe、Axens 等国际先进的工艺包技术，使用世界领先的专业水处理工程公司法国 Degremont 的环保污水处理技术，全力打造绿色、生态、环保的世界级炼化一体化工厂。

**重油加工路线。**世界范围内炼油原料日趋重质化，而重油加工技术路线的选择往往决定炼厂的盈利能力。恒力炼化项目多产芳烃，因此渣油加工的目标是尽可能地将其转化为 HC 原料以获得更多的重石脑油。项目重油加工采用沸腾床渣油加氢裂化(H-Oil 工艺)+溶剂脱沥青组合工艺，直馏柴油和沸腾床柴油去柴油 HC，直馏蜡油、沸腾床蜡油和 DAO 去蜡油 HC，沸腾床 UCO 去 SDA，部分 HC 尾油去润滑油异构脱蜡。该方案渣油转化率达 90%，最大限度增产重整原料重石脑油。

**石脑油来源。**芳烃联合装置包括三套 320 万吨连续重整装置，重整原料主要来自石脑油加氢、柴油加氢裂化、蜡油加氢裂化重石脑油，此外还有少量外购作为补充。

图46：恒力炼化 2,000 万吨炼化一体化项目总工艺流程示意图



资料来源：项目环评，东吴证券研究所

表10: 炼化一体化项目主体工程一览

工程名称	设计规模	技术来源
1#常减压蒸馏装置	1000 万吨/年	国内
2#常减压蒸馏装置	1000 万吨/年	国内
轻烃回收装置	450 万吨/年, 含液化石油气分离	国内
煤油加氢精制装置	200 万吨/年	中石化
柴油加氢裂化装置	600 万吨/年	Axens
重油加氢裂化装置	1150 万吨/年, 含蜡油加氢裂化、沸腾床渣油加氢裂化, 溶剂脱沥青	Axens H-Oil
润滑油异构脱蜡装置	60 万吨/年	CLG+中石化
芳烃联合装置	450 万吨/年, 含石脑油加氢	Axens+ GTC+中石化
异构化装置	50 万吨/年	GTC
C3/C4 混合脱氢装置	100 万吨/年	Lummus
聚丙烯装置	43 万吨/年	INEOS
MTBE 装置	82 万吨/年	Axens
PSA 氢气提浓装置	73 万标准立方米/时	国内
煤制氢联产醋酸装置	50 万标准立方米/时, 含空分	Linde+国内

资料来源: 项目环评, 东吴证券研究所

图47: 恒力大连长兴岛产业园布局图



资料来源: 公司资料, 东吴证券研究所

### 6.4.2. 七大石化基地恒力进度最快, 有望率先建成

炼化项目从立项到完成审批, 历时很长, 审批手续繁多。恒力炼化项目于 2013 年 12 月签署三方投资协议, 2014 年 5 月, 与法国石油研究院 AXENS 签订主工艺技术转让合同, 2015 年 8 月 5 日获得环评批复, 2015 年 9 月 9 日取得发改委核准批复, 截至 2016 年底已获得各类审批 62 项, 基本完成所有审批手续。项目已于 2015 年 12 月底举行开工仪式, 截至 2016 年底已投入资金 30 余亿。表 12 详细列出了国内七大石化基地重点项目进展情况, 从审批及现场工程角度, 恒力炼化是所有新建项目中进度最快、最具备全面开工条件的项目, 有望率先建成投产。

表11: 七大石化基地各项目进展情况

序号	基地名称	项目实施情况
1	大连长兴岛 (西中岛)	<p>中石油炼化一体化项目 (项目一期工程为 1500 万吨/年俄油炼油装置及相应的化工装置; 二期将再利用 3-4 年时间建成第二套炼油装置, 到 2022 年, 在西中岛形成 2500 万吨/年或更大的炼化能力。) 未有实质性运作;</p> <p>恒力炼化一体化项目已列入国务院文件。</p> <p>2015 年 12 月 9 日正式开工, 已完成环评审批、能评审批、岸线使用、项目核准、安全评价等前期工作和建设工程规划证, 建筑施工许可证办理。</p> <p>已投入 30 多亿元自有资金开展工艺包设计、详细工程设计、场地平整、地基处理、地下管网、建筑基础、烟囱等工程建设工作和设备采购工作。</p> <p>填海工程已经完成, 土地证基本办理完毕。</p> <p>长周期设备已经全部签约生效, 所有压缩机、工艺泵等全部选用全球能耗最低、运行最稳定的产品。</p>

2	上海漕泾	中石化高桥石化漕泾炼油化工 2000 万吨/年一体化项目受群体性事件影响，已停止建设。
3	广东惠州	中海油惠州炼化二期项目（在一期 1200 万吨/年炼油装置的基础上，新建 1000 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯装置）在建，属于改扩建。
4	福建古雷	中国石化古雷炼化一体化项目（1600 万吨/炼油、120 万吨/年乙烯及下游 27 套化工装置）变更为中石化与台企合资，目前台企合作方发生变化，实施方案重新调整中。
5	河北曹妃甸	中石化曹妃甸千万吨级炼油项目未有实质性运作。
6	江苏连云港	中石化连云港炼化一体化项目（分二期建设总规模为 3200 万吨/年炼化一体化工程）未有实质性运作；盛虹集团拟参与建设，刚启动初次环评公示，项目未有实质性工作。
7	浙江宁波	中石化镇海炼化一体化项目（年产 1500 万吨炼油、120 万吨乙烯扩建工程）未有实质性动作，拟在“十三五”期间规划；舟山作为宁波基地扩展区，浙江石化正在开展环评工作和部分设备采购工作，现场正在进行填海等前期工作。

资料来源：公司资料，东吴证券研究所

### 6.4.3. 项目预期经济效益显著

恒力炼化原油方案为 1200 万吨沙重, 600 万吨沙中, 200 万吨马林, 平均 API 27.62, 含硫量 2.26%, 酸值 0.33, 从原料看比类似项目苛刻, 原料采购的成本更低。在重油处理上, 项目采用世界领先的沸腾床渣油加氢裂化+溶剂脱沥青组合工艺技术, 使得渣油、蜡油等附加值较低的重质油转变成高附加值的石脑油, 渣油转化率达到 90%。传统炼油工艺石脑油收率仅为 13%, 而恒力工艺大幅提高至 45%。产品方案包括: 434 万吨对二甲苯、97 万吨纯苯、461 万吨/年国 V 汽油、161 万吨国 V 柴油、371 万吨航空煤油、163 万吨化工轻油等。公司根据 2016 年四季度平均价测算, 预计项目能实现营收 916 亿元, 利润 129 亿元, 项目内部收益率 24.85%, 折合单位原油净利润 645 元, 吨原油加工成本 506 元, 如考虑当地政府的税收返还政策和 PTA-PX 一体化带来的零运费、零损耗, 盈利能力将更加出色, 预期经济效益显著。此外, 全加氢工艺路线在油价稳步上涨背景下竞争优势将较明显。

表12: 恒力炼化一体化项目原料与产品方案

项目	数量(万吨)
<b>原料</b>	
沙重	1200
沙中	600
马林	200
煤、天然气等其他外购合计	337
<b>产品</b>	
对二甲苯	434
纯苯	97
化工轻油	163
95#国 V 汽油	255
92#国 V 汽油	206
国 V 柴油	161
航空煤油	371
商品液化气	65
聚丙烯	44
润滑油基础油	54
醋酸	35
重芳烃	13
硫磺	52

资料来源：项目环评文件，东吴证券研究所



## 7. 盈利预测与投资建议

暂不考虑重组及配套融资,预计公司 16-18 年净利润为 14.69、17.95 和 19.94 亿元, EPS 为 0.52、0.64 和 0.71 元, PE 为 17X、14X 和 12X。完成本次重组后,公司将实现集团化工、石化板块资产的整体上市,完成产业链一体化深度整合。配套融资项目恒力炼化是目前七大石化基地新建项目中进度最快的项目,有望率先建成投产,获得不菲的经济效益。我们看好公司长期发展,首次覆盖,给予“买入”评级。

## 8. 风险提示

**油价大幅下跌。**公司处周期行业,涤纶长丝等产品盈利受原油价格影响较大。

**重组的审批风险。**本次重组需获得证监会核准,是否能获得通过或核准存在不确定性。

**项目进度不及预期。**炼化项目投资大,工程量大,建设期长,存在项目建设和投产不及预期的风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>8,692</b>	<b>11,002</b>	<b>13,713</b>	<b>16,547</b>	<b>营业收入</b>	<b>19,240</b>	<b>22,249</b>	<b>23,745</b>	<b>24,535</b>
现金	2,564	5,712	8,368	10,997	减:营业成本	16,650	18,933	20,219	20,801
应收款项	66	80	85	90	营业税金及附加	125	133	142	147
存货	1,819	2,700	2,650	2,750	营业费用	193	222	261	270
其他流动资产	4,243	2,510	2,610	2,710	管理费用	525	634	712	736
<b>非流动资产</b>	<b>11,007</b>	<b>11,013</b>	<b>10,871</b>	<b>10,692</b>	财务费用	488	663	354	280
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	0	0	0
固定资产	9,959	9,554	9,322	9,103	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	214	364	464	514	其他收益	-0	0	0	0
无形资产	720	1,050	1,040	1,030	<b>营业利润</b>	<b>1,262</b>	<b>1,663</b>	<b>2,057</b>	<b>2,301</b>
其他非流动资产	114	45	45	45	加:营业外净收支	136	129	132	131
<b>资产总计</b>	<b>19,699</b>	<b>22,015</b>	<b>24,583</b>	<b>27,239</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,398</b>	<b>1,792</b>	<b>2,189</b>	<b>2,432</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,785</b>	<b>12,176</b>	<b>12,691</b>	<b>13,061</b>	减:所得税费用	253	322	394	438
短期借款	5,299	4,800	5,123	5,347	少数股东损益	-34	0	0	0
应付账款	495	1,627	1,479	1,586	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,180</b>	<b>1,469</b>	<b>1,795</b>	<b>1,994</b>
其他流动负债	5,991	5,749	6,089	6,128	EBIT	1,750	2,325	2,410	2,581
<b>非流动负债</b>	<b>1,879</b>	<b>2,335</b>	<b>2,594</b>	<b>2,884</b>	EBITDA	2,817	3,030	3,153	3,360
长期借款	690	890	992	1,090					
其他非流动负债	1,189	1,445	1,602	1,794	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>13,664</b>	<b>14,511</b>	<b>15,285</b>	<b>15,945</b>	每股收益(元)	0.42	0.52	0.64	0.71
少数股东权益	175	175	175	176	每股净资产(元)	2.07	2.59	3.23	3.93
归属母公司股东权益	5,860	7,329	9,124	11,118	发行在外股份(百万股)	2,826	2,826	2,826	2,826
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,699</b>	<b>22,015</b>	<b>24,583</b>	<b>27,239</b>	ROIC(%)	12.6%	19.6%	20.7%	22.2%
					ROE(%)	20.1%	20.0%	19.7%	17.9%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	13.5%	14.9%	14.9%	15.2%
经营活动现金流	730	4,819	3,084	3,087	EBIT Margin(%)	9.1%	10.5%	10.2%	10.5%
投资活动现金流	-315	-679	-600	-600	销售净利率(%)	6.1%	6.6%	7.6%	8.1%
筹资活动现金流	-1,523	-992	171	142	资产负债率(%)	49.9%	44.7%	45.9%	46.6%
现金净增加额	-1,141	3,148	2,656	2,629	收入增长率(%)	4.0%	15.6%	6.7%	3.3%
折旧和摊销	1,067	705	742	779	净利润增长率(%)	91.6%	24.5%	22.2%	11.1%
资本开支	380	450	600	600	P/E	20.84	16.74	13.70	12.33
营运资本变动	-1,845	1,740	37	-159	P/B	4.20	3.35	2.69	2.21
企业自由现金流	-6,752	3,901	2,156	2,136	EV/EBITDA	10.26	9.54	9.17	8.61

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。



东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>