

# 恒力股份 (600346) \ 石油石化

## ——涤纶龙头上马炼化，民营炼厂效率为先

### 投资要点：

#### ► 涤纶民用长丝龙头企业拟注入PTA资产，上马大炼化项目

公司拟注入PTA资产和炼化公司，并建设2000万吨/年炼化一体化项目，打造原油-PX-PTA-聚酯涤纶全产业链。

#### ► 民用长丝龙头企业，高端产品市场领先

公司拥有民用长丝产能140万吨，产品以FDY为主，集中于细旦、高端、高品质领域，产品价格较同行业的同类型号产品高500~1000元/吨，毛利率明显高于同行。根据金联创的统计2017年国内计划新增产能约为188万吨，产能增速约为5%，产能增速继续放缓，预计在供给侧改革、欧美经济复苏、人民币贬值出口等带动下，行业格局趋势向好。

#### ► 民营炼化效率为先，国内外竞争力较强

油气改革背景下，炼化竞争格局全球化。伴随日、欧等国家和地区老旧炼厂退出，全球炼厂格局尚稳。炼化公司拟建炼化项目规模优势明显，装备工艺先进、工艺复杂程度高，以炼制中重质原油为主，炼厂依海而建，配套原油、成品油码头管道，物流成本大幅下降，民营炼厂效率为先，加工具成本优势，预计投产后将具有较强的竞争优势。

#### ► PTA产能增速放缓，静待行业反转

公司拟注入PTA产能660万吨/年，工厂全球单体最大。PTA行业低迷已有5年之久，产能增速进一步放缓，国内产能新旧不一，老旧装置生产成本较高，伴随未来产能出清以及需求增长，PTA行业有望复苏。据我们测算，PTA-PX价差每增厚100元，将带来净利增长4.95亿元，弹性较大。

► 预计公司2017~2019EPS（未摊薄）分别为0.49、0.56和0.58元/股，对应当前股价PE分别为17.87、15.40和14.89，维持“推荐”评级。

#### ► 风险提示

炼化项目建设进度不及预期的风险；重大资产重组不及预期的风险。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	840.70	19,239.96	22,144.94	23,609.63	24,847.73
增长率(%)	-4.04%	2,188.56%	15.10%	6.61%	5.24%
EBITDA(百万元)	-85.91	2,903.29	3,253.20	3,487.57	3,471.39
净利润(百万元)	-243.10	1,179.83	1,372.44	1,592.34	1,647.44
增长率(%)	-27.14%	585.33%	16.32%	16.02%	3.46%
EPS(元/股)	-0.09	0.42	0.49	0.56	0.58
市盈率(P/E)	-100.89	20.79	17.87	15.40	14.89
市净率(P/B)	59.44	4.19	3.39	2.78	2.34
EV/EBITDA	-79.78	10.56	9.01	7.77	7.16

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	8.68元
目标价格：	元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,826/919
流通A股市值(百万元)	7,980
每股净资产(元)	2.18
资产负债率(%)	68.75
一年内最高/最低(元)	10.78/6.02

### 一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

张志扬 联系人

电话：0510-85611779

邮箱：zhangzhy@glsc.com.cn

### 相关报告

## 正文目录

1.	涤纶长丝龙头加速上下游一体化进程 .....	4
1.1.	涤纶龙头借壳大橡塑 .....	4
1.2.	拟注入 PTA、炼化资产，加快上下游一体化进程 .....	5
2.	涤纶民用长丝龙头，高端、高品质市场领先 .....	6
2.1.	涤纶长丝刚性需求，行业供需格局向好 .....	6
2.2.	恒力涤纶民用长丝高端化、高品质化，毛利率高于行业平均 .....	8
3.	炼化一体化项目装置工艺先进，竞争力世界领先 .....	10
3.1.	油气改革大方向下，炼油市场竞争国际化 .....	10
3.2.	亚太带动炼油需求持续增长，区域内炼厂竞争格局良好 .....	12
3.3.	未来新增 PX 装置多为炼油配套，享长流程工艺溢利 .....	16
3.4.	恒力炼化 2000 万吨炼化一体化项目兼顾原料成本与适应性，国内外比较优势明显	18
4.	PTA 行业景气周期底部，未来反转可期 .....	24
4.1.	PTA 下游偏消费属性，需求相对刚性 .....	24
4.2.	PTA 产能扩张放缓，静待行业底部回暖 .....	25
4.3.	恒力 PTA 全球单体最大，行业反转弹性巨大 .....	27
5.	盈利预测 .....	27
6.	风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 恒力股份产品产能分布 .....	4
图表 2: 恒力股份借壳上市流程及简介 .....	4
图表 3: 恒力股份产品产业链示意图 .....	5
图表 4: 标的资产股权结构 .....	5
图表 5: 本次重大资产重组预案 .....	5
图表 6: 资产重组实施后股权结构 (不包含募集配套资金) .....	6
图表 7: 近年国内服装鞋帽等零售保持增长 .....	7
图表 8: 近年国内涤纶长丝表观消费保持增长 .....	7
图表 9: 涤纶民用长丝-原材料价差 (元/吨) .....	7
图表 10: 涤纶民用长丝库存历史低位 (天) .....	7
图表 11: 近年涤纶长丝产能、产量情况 .....	8
图表 12: 2017 年新增涤纶长丝产能情况 .....	8
图表 13: 恒力股份产品价格比较 .....	9
图表 14: 近年上市公司涤纶长丝毛利率 (%) 对比 .....	9
图表 15: 近年公司涤纶长丝产品新品率情况 .....	10
图表 16: 国内汽、柴、煤油表观消费量 (万吨) .....	10
图表 17: 近年国内成品油整体消费增速放缓 .....	10
图表 18: 国内原油表观消费量保持增长 .....	11
图表 19: 国内汽、柴、煤油产量 (万吨) .....	11
图表 20: 近年国内汽、柴、煤油出口情况 (万吨) .....	11
图表 21: 全球汽车产量 (百万辆) .....	12
图表 22: 车用液体燃料需求变化分解 (百万桶/日) .....	12
图表 23: 全球人口、GDP 增长情况及预测 .....	12
图表 24: 液体燃料需求及预测 (万桶/日) .....	12
图表 25: 近年全球原油消费情况 (千桶/日) .....	13

图表 26: 分地区液体燃料需求 (万桶/日) .....	13
图表 27: 近年亚太地区炼油量增长 (千桶/日) .....	13
图表 28: 全球炼油产能分布 (千桶/日) .....	14
图表 29: 近年日本、欧洲地区炼油产能呈下滑态势 .....	14
图表 30: 未来全球炼油产能 (千桶/日) 及增速 .....	15
图表 31: 近年全球炼油量 (千桶/日) 及增速 .....	15
图表 32: 未来亚太地区炼油产能 (千桶/日) 及增速 .....	15
图表 33: 近年全球炼油量 (千桶/日) 及增速 .....	15
图表 34: 全球、亚太地区炼厂开工率提升 .....	16
图表 35: 国内新增炼油产能 (万吨/年) .....	16
图表 36: 部分亚太及中东新增炼油产能 (万吨) .....	16
图表 37: 近年全球PX 产能、产量情况 (万吨) .....	17
图表 38: PX 全球消费分布 .....	17
图表 39: PX 全球产能分布 .....	17
图表 40: PX 产量、进口量、消费量等情况 (万吨) .....	18
图表 41: PX 进口情况 (以产销国分) .....	18
图表 42: 国内外新增PX 产能统计 (万吨) .....	18
图表 43: 恒力炼化装置及工艺 .....	19
图表 44: 2015 年全球原油探明储量分布情况 .....	19
图表 45: 2015 年北美国家原油探明储量情况 .....	19
图表 46: 2015 年中东、美洲所产原油品质情况 .....	20
图表 47: 全球炼厂竞争力分析 .....	21
图表 48: 尼尔森系数、产能与竞争力对比分析 .....	22
图表 49: 日本炼厂投产时间及可能退出的产能 .....	23
图表 50: 不同原料为起始的PX 生产成本 .....	23
图表 51: 全球PTA 消费结构 .....	24
图表 52: 全球PTA 消费量 (千吨) .....	24
图表 53: 全球PTA 消费分部 .....	24
图表 54: 全球PTA 产能分布 .....	24
图表 55: 近年国内PTA 进出口情况 .....	25
图表 56: 近年国内PTA 产能、产量情况 .....	25
图表 57: 近年PTA-PX 价差情况 .....	25
图表 58: 国内PTA 产能分布情况 .....	26
图表 59: 国内长期闲置PTA 装置一览 .....	26
图表 60: 财务预测摘要 .....	28

## 1. 涤纶长丝龙头加速上下游一体化进程

### 1.1. 涤纶龙头借壳大橡塑

#### ➢ 恒力股份为国内涤纶长丝龙头企业

恒力石化股份有限公司的前身为成立于 2002 年的江苏恒力化纤有限公司，历经 15 年的发展，现已成为国内涤纶长丝龙头企业。其主营业务为民用丝、工业丝和热电，现有苏州、宿迁、南通三大产业基地，拥有涤纶民用长丝产能 140 万吨、工业长丝产能 20 万吨、聚酯切片产能 50 万吨，另有营口基地 16 万吨工程塑料产能和 20 万吨聚脂薄膜产能，已经成为国内最大的化纤企业之一，综合竞争力长期位居行业首位。

图表 1：恒力股份产品产能分布

	恒力化纤	苏盛热电	德力化纤	恒科新材料	康辉石化
FDY	60		10	40	
民用长丝	DTY	30		5	
	POY		5		
工业长丝	20				
聚酯切片	50				20
聚酯薄膜					20
PBT					16
发电		10 亿 kWh			
蒸汽		220 万吨			

来源：公司公告 国联证券研究所

#### ➢ 恒力股份借壳大橡塑 A 股上市

图表 2：恒力股份借壳上市流程及简介



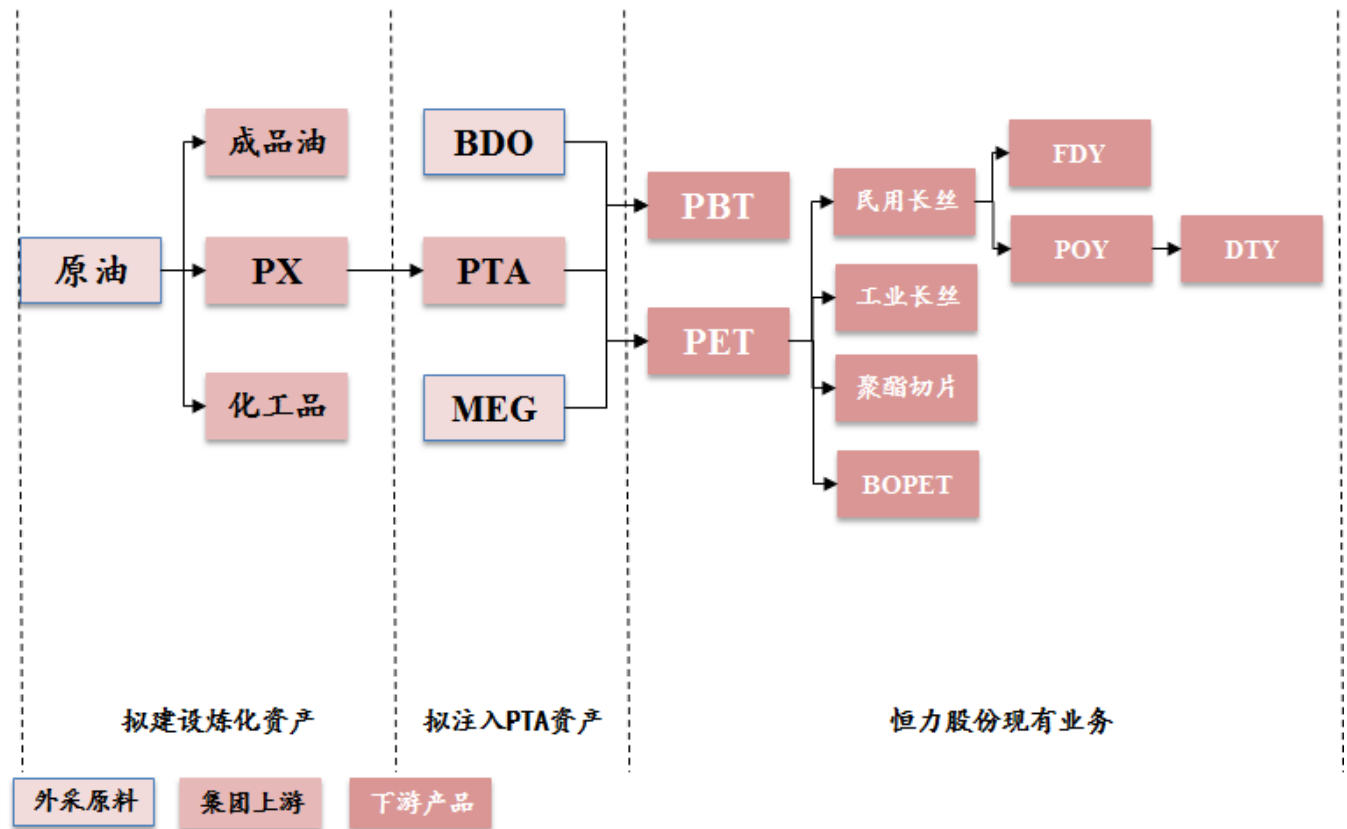
来源：公司公告 国联证券研究所

2015 年 9 月 ST 橡塑发布公告宣布重组，置出原有全部资产与负债，非公开发行股份并募集配套资金购买江苏恒力化纤股份有限公司 99.99% 股权。2016 年 3 月完成资产剥离与注入，同年 6 月完成了公司名称、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，公司更名为“恒力石化股份有限公司”，11 月公司股票更

名为“恒力股份”。

### 1.2. 拟注入 PTA、炼化资产，加快上下游一体化进程

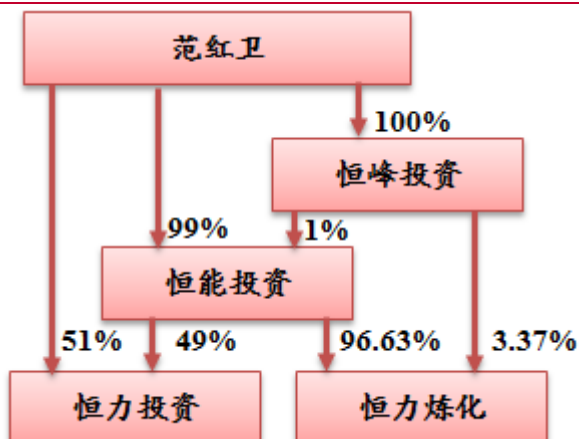
图表 3：恒力股份产品产业链示意图



来源：公司公告 国联证券研究所

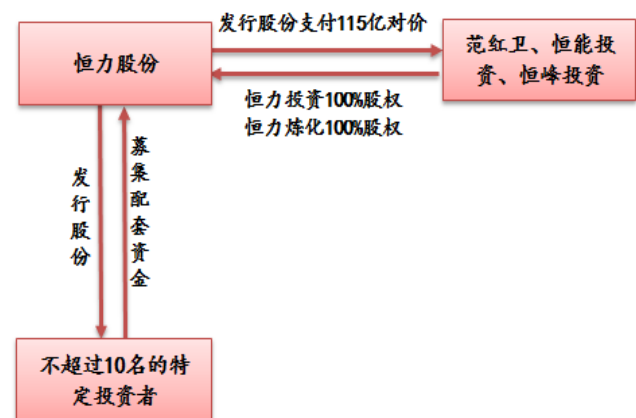
恒力集团于 2010 年起布局涤纶上游 PTA 产业，先后建成 3 套 220 万吨/年 PTA 装置，现已达成 660 万吨/年 PTA 产能，可为聚酯产品提供足够原料；并于 2014 年着手向 PTA 上游进军，布局原油-PX 炼化一体化产业，拟建设 2000 万吨/年炼油装置，为 PTA 提供 PX 原料，实现聚酯产品全产业链。

图表 4：标的资产股权结构



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 5：本次重大资产重组预案

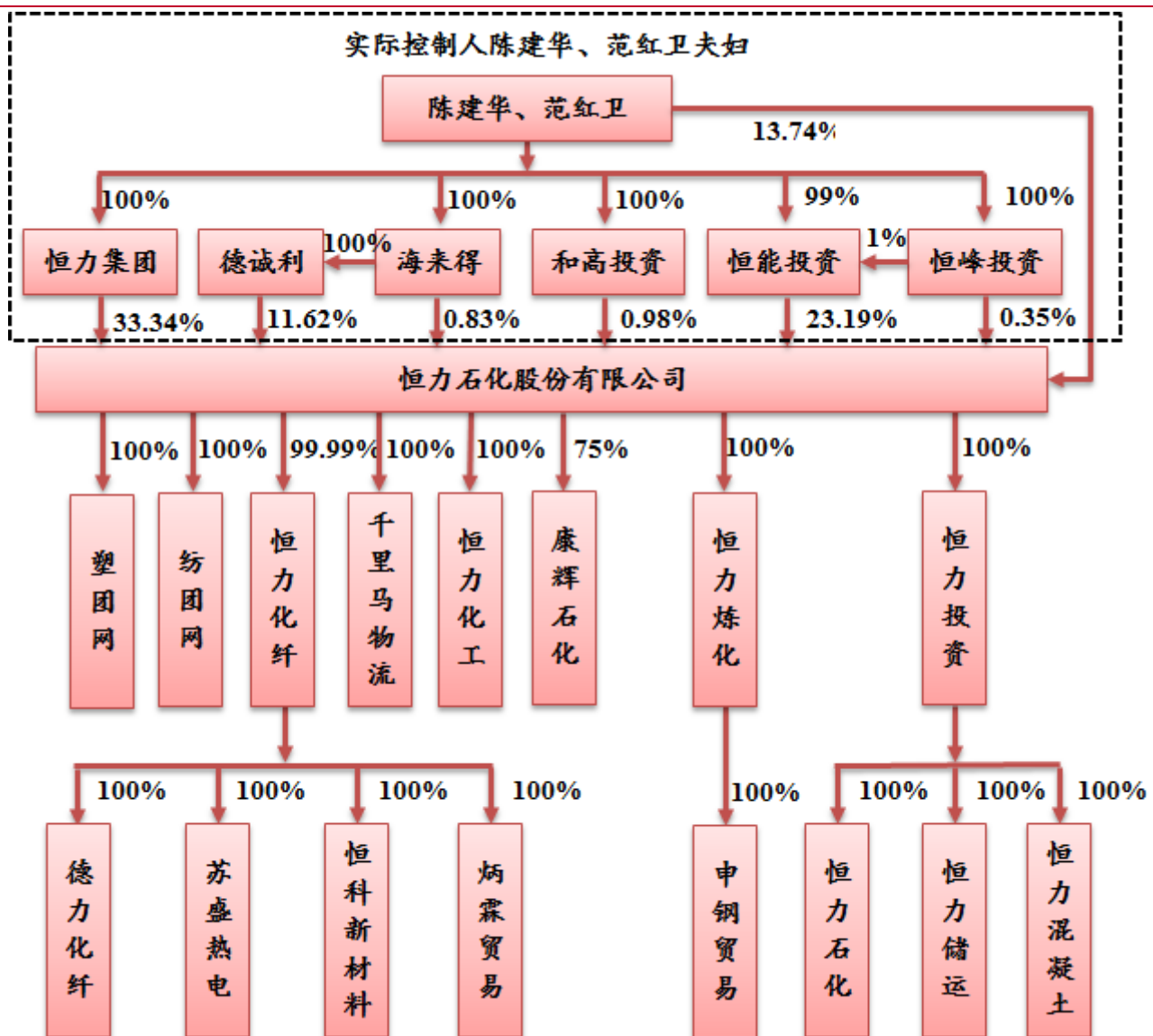


来源：公司公告 国联证券研究所

公司于2017年1月25日发布重大资产重组预案，拟向范红卫、恒能投资和恒峰投资发行股份购买恒力投资100%股权和恒力炼化100%股权，将二者旗下660万吨/年PTA资产和2000万吨/炼化一体化资产注入上市公司，同时募集配套资金用于2000万吨/年炼化一体化项目的建设，借力资本市场加速一体化进程。

标的资产作价115亿元，恒力股份拟发行16.79亿股，发行价格为6.85元/股，同时承诺2017~2019年恒力投资净利润分别不低于6亿元、8亿元和10亿元。交易完成后（不包含配套资金），恒力集团及一致行动人将持有上市公司84.05%的股权。

图表6：资产重组实施后股权结构（不包含募集配套资金）



来源：公司公告 国联证券研究所

## 2. 涤纶民用长丝龙头，高端、高品质市场领先

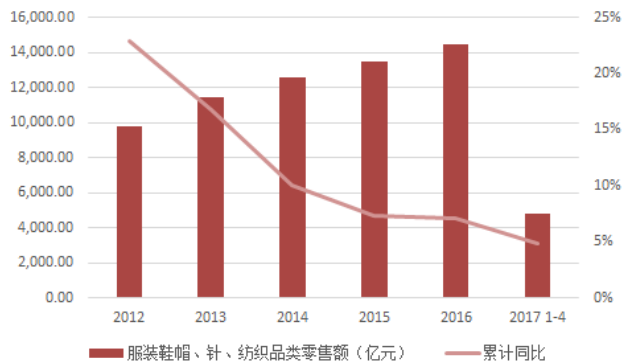
### 2.1. 涤纶长丝刚性需求，行业供需格局向好

➢ 涤纶民用长丝需求刚性，人民币汇率贬值有望带动需求



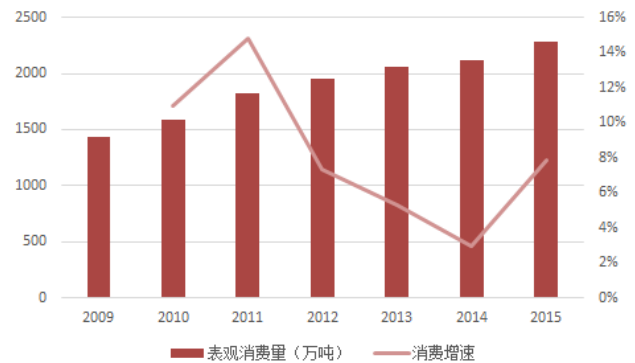
按照消费领域可将涤纶民用长丝分为三类：服装用、家纺用以及产业用，其消费占比分别为 52%、33%和 15%，服装、家纺作为消费品二者合计占比超 85%，终端产品具有消费属性，刚性需求，近年终端领域呈持续增长态势带动涤纶长丝消费不断增长。

图表 7：近年国内服装鞋帽等零售保持增长



来源：Wind 国联证券研究所

图表 8：近年国内涤纶长丝表观消费保持增长



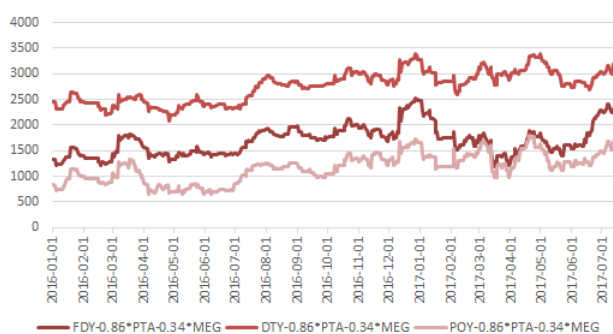
来源：中纤网 国联证券研究所

此外，欧、美地区经济复苏所带来的需求回暖，以及人民币贬值带来的出口优势，有望增加纺织服装产等产品的出口需求，带动涤纶需求持续增长。

➢ 环保影响，涤纶淡季不淡，需求旺盛、库存偏低

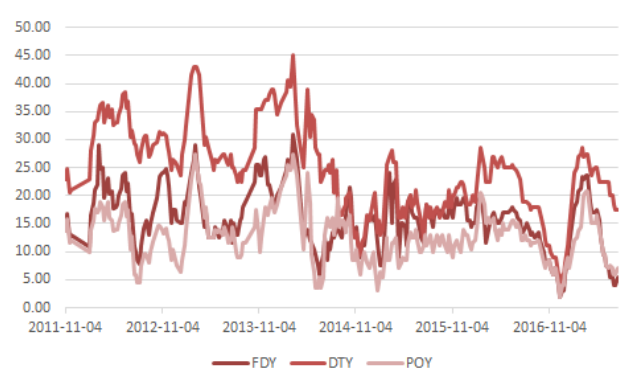
2016 年 G20 峰会期间江浙地区化纤厂限产停产，涤纶长丝库存低位叠加后期进入需求旺季，涤纶长丝表现不俗，产品-原材料差价较前期提升，涤纶民用长丝企业业绩大涨。

图表 9：涤纶民用长丝-原材料价差 (元/吨)



来源：Wind 国联证券研究所

图表 10：涤纶民用长丝库存历史低位 (天)



来源：Wind 国联证券研究所

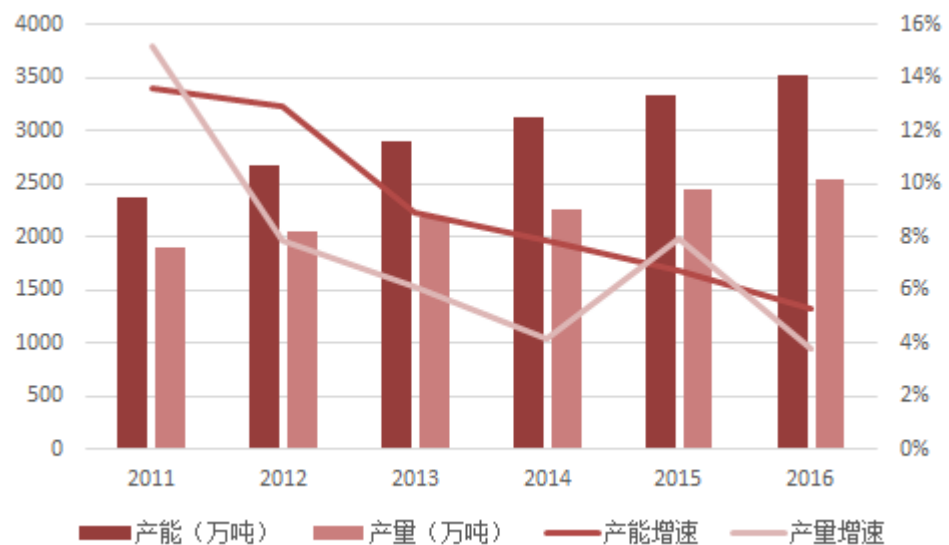
2017 年环保风波不断，下游纺织、印染限产印发业内恐慌，涤纶订单提前，行业于夏季传统淡季时走出靓丽行情。目前涤纶长丝库存处于历史低位，据旺季时点已不远，库存效应或继续延伸，助力涤纶长丝盈利高位维持。

➢ 国内涤纶长丝产能增速放缓，未来格局趋势向好

截至 2016 年，国内涤纶长丝产能约为 3518 万吨（包括工业丝），产量约为 2537

万吨，产能利用率约为 72%。产能、产量近几年均保持增长态势，从产能利用率来看，近年来涤纶长丝产能利用率多在 80% 以下，行业呈现出产能过剩现象。

图表 11：近年涤纶长丝产能、产量情况



来源：中纤网 国联证券研究所

2011 年前，国内涤纶行业格局相对良好，盈利能力较强，但伴随着 2011~2012 涤纶长丝产能的快速投放，且产量增速的下滑，涤纶长丝盈利能力有所下滑。从近几年产能增速来看，近年新增产能呈现出逐步下滑的态势。

虽然后期计划新增产能较多，但由于产能过剩现象的存在，产能增投放或出现推迟现象，根据金联创的统计 2017 年国内计划新增产能约为 188 万吨，产能增速约为 5%，产能增速较缓，预计在供给侧改革、欧美经济复苏、人民币贬值出口等带动下，行业格局趋势向好。

图表 12：2017 年新增涤纶长丝产能情况

公司	产能 (万吨)	计划投产时间	产品
福建山力	20	2017 年	POY/FDY
桐昆恒邦	30	2017 上半年	POY
新凤鸣中石	50	2017 上半年	POY
盛虹国望	50	2017 年	长丝
欣欣高纤	18	2017 年	长丝
福建经纬	20	2017 年	POY/FDY
总计	188		

来源：金联创 国联证券研究所

## 2.2. 恒力涤纶民用长丝高端化、高品质化，毛利率高于行业平均

### ➢ 公司民用长丝产品以 FDY 为主，细旦、高端、高品质提升产品价格

恒力股份涤纶长丝产能共计 160 万吨，其中涤纶民用丝产能 140 万吨，工业丝 20 万吨。不同于以低附加值 POY 长丝为主要产品的其他公司，公司产品多为盈利能力较强的产品，公司民用长丝以 FDY 为主，产能约为 110 万吨，FDY 产品集中于细



旦、高端、高品质领域，产品价格较同行业的同型号产品高 500~1000 元/吨。

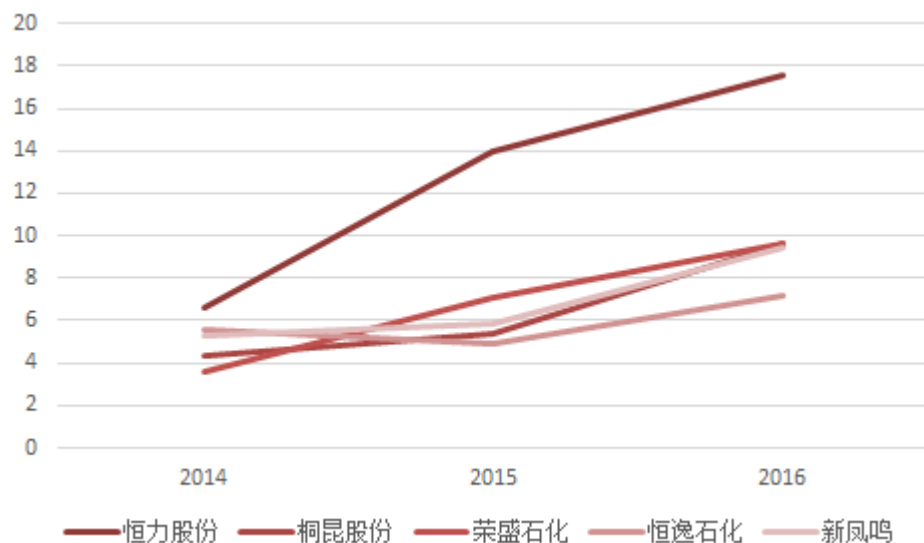
图表 13：恒力股份产品价格比较

时间	规格	恒力含税价 (元/吨)	同行含税价 (元/吨)	价差
2017.2.5	仿黏胶 32S	10700	10100	600
	全消光 40D/48F(FDY)	14900	13900	1000
	有光 30D/24F 三角 (FDY) AA 级	15200	14200	1000
	酷丝绵 6S	20800	18200	2600
	35D/144F 轻网 (DTY) AA 级	35700	32100	3600
	半光 20D/48F	21300	17500	3800
	有光 20D/12F 三角 (FDY) AA 级	18800	14500	4300
	20D/72F 轻网 (DTY) AA 级	72700	65300	7400

来源：公司公告 国联证券研究所

公司涤纶长丝产品集中于 20D~100D，100D 以下的 FDY 产品产量占比达到 60% 以上，50D 以下产品的产量占公司总产量的 25% 左右，竞争优势明显。目前国内 10D 以下 FDY 产品仅恒力能够生产，且是目前国内唯一一家能够生产规格 7D 产品的公司，使得公司产品较同行业具有更高的毛利率。

图表 14：近年上市公司涤纶长丝毛利率 (%) 对比

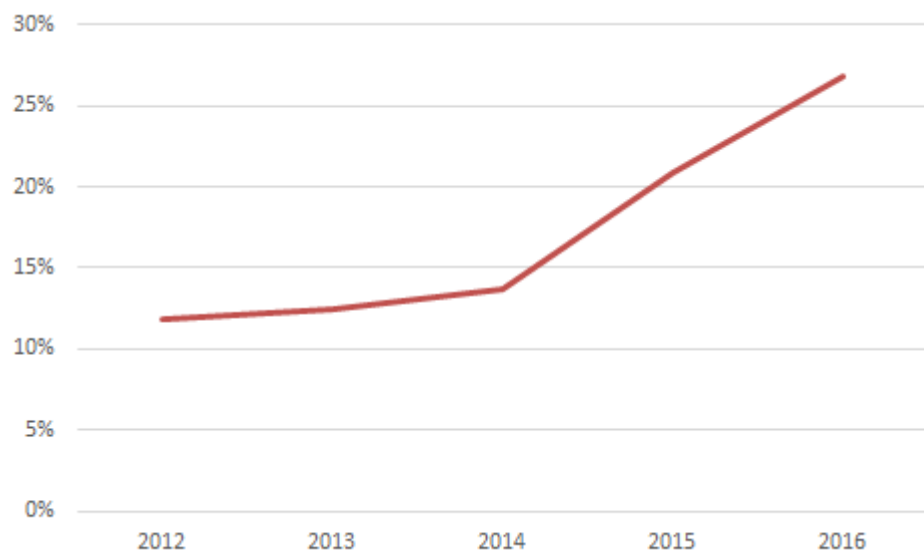


来源：Wind 公司公告 国联证券研究所

### ➤ 研发与销售相结合，持续创新引领高端市场

公司主要通过提高新品率和走差异化产品路线来提高产品附加值，提升企业整体盈利水平。据悉，近年公司新品率呈不断增长，2016 年公司新品率接近 30%，为公司贡献近 50% 的利润。强大的研发能力源自其专业的研发团队以及其与市场的紧密联系，公司拥有 700 余人的研发团队，集团下的下游纺织产业使得公司更加贴近市场，使其具有持续创新及良好的市场反馈能力。预计未来将继续加大新产品的研发，不断提升产品附加值。

图表 15：近年公司涤纶长丝产品新品率情况



来源：公司公告 国联证券研究所

### 3. 炼化一体化项目装置工艺先进，竞争力世界领先

我们认为公司本次重大资产重组最大的亮点是恒力炼化 2000 万吨炼化一体化项目，该项为辽宁省重点项目，规模优势明显，引进国外先进工艺设备，综合商品化率较高且成本较低，竞争力强，未来有较大的想象空间。

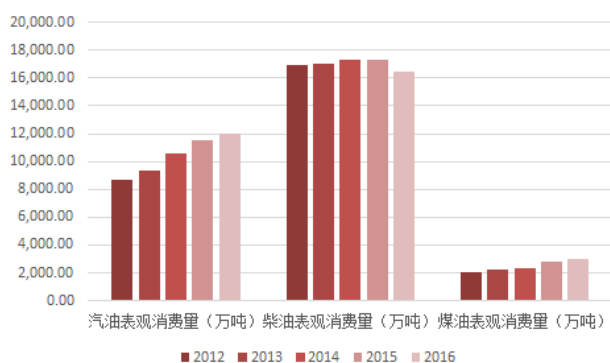
#### 3.1. 油气改革大方向下，炼油市场竞争国际化

##### ➢ 国内汽、煤油消费保持增长，柴油需求减弱拖累成品油需求增速放缓

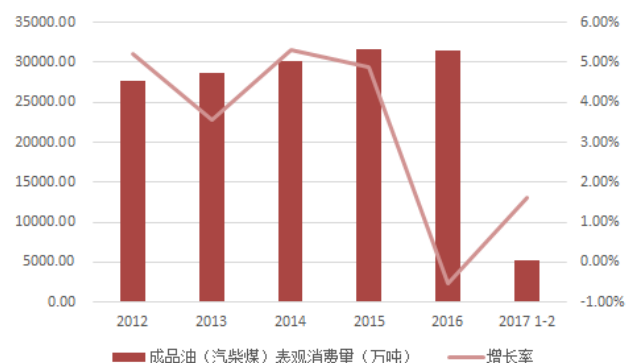
原油下游产品包括汽车、飞机等交通工具燃料、橡胶、塑料、化纤、树脂、农药等，涉及人类生活衣食住行等各方面，其中成品油消费占比最大，约占原油炼化产品总量的 60% 左右。

近年随着国内居民生活水平的不断提高、汽车市场的不断发展，以汽油为代表的成品油消费保持较快增长的态势，但经济增速放缓的背景下柴油消费需求有所下滑，拖累成品油消费增速整体放缓。

图表 16：国内汽、柴、煤油表观消费量（万吨）



图表 17：近年国内成品油整体消费增速放缓



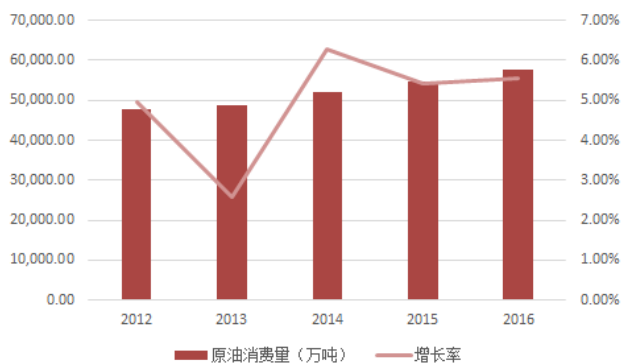
来源: Wind 国联证券研究所

来源: Wind 国联证券研究所

► 油气改革背景下出口增长为未来方向

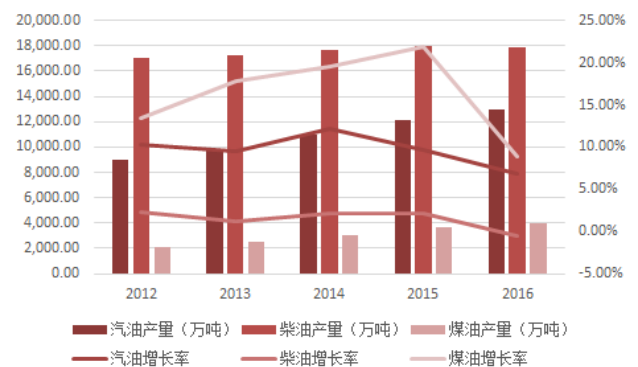
从近年原油表观消费量数据来看, 2014~2016 年国内原油表观消费量保持在 5% 以上, 虽然 2016 年国内进一步推进了原油战略储备, 部分程度上使得国内原油消费增速保持较高增长。但我们认为进口原油使用权的放开, 地炼炼油量大幅提升, 亦为原油消费增长做了贡献。

图表 18: 国内原油表观消费量保持增长



来源: Wind 国联证券研究所

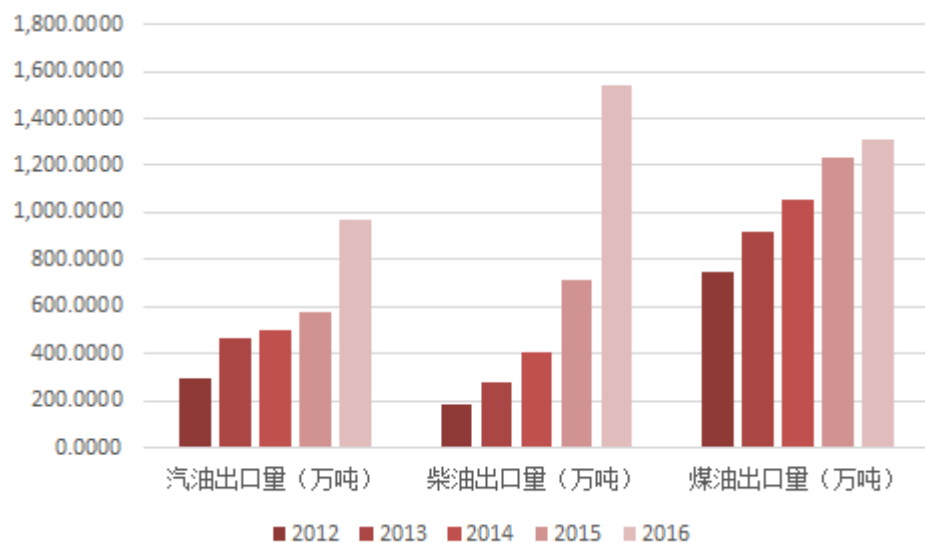
图表 19: 国内汽、柴、煤油产量 (万吨)



来源: Wind 国联证券研究所

同时炼油进口原油使用权开放也致使成品油产量增长远高于需求, 从汽、柴、煤油产量数据看, 除柴油产量增速较慢乃至负增长以外, 汽油、煤油产量增长较快, 成品油产量的增长高于国内成品油需求。出口数据显示 2016 年汽油、柴油、煤油出口量分别为 969 万吨、1540 万吨和 1310 万吨, 分别同比上涨 70%、120%和 10%。国内过剩的成品油产量需通过出口消化。

图表 20: 近年国内汽、柴、煤油出口情况 (万吨)



来源: Wind 国联证券研究所

自东明石化成为首个获批使用进口原油的地炼后, 截至 2016 年底, 国内地炼获批进口原油使用权约 8377 万吨, 伴随进口原油使用权的放开, 国家同时增加成品油

出口配额，以缓解国内成品油消费需求增速局面。2016 年全年商务部、海关总署共分发成品油出口配额 4500 逾万吨，同比增长 50%，并且出口配额中首现地炼身影。

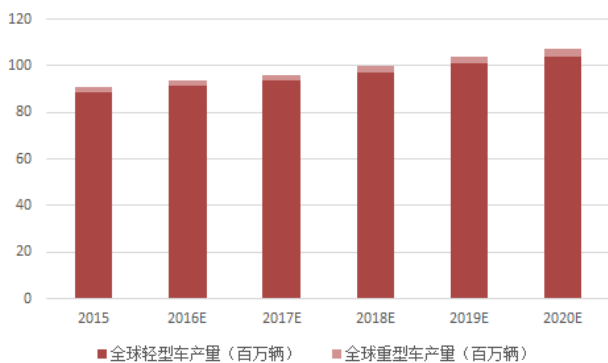
在油气改革的大背景下，我们认为未来国内民营炼厂进口原油使用权、贸易资质、成品油出口配额等或将进一步开放，并将逐步进入成品油市场化阶段，因此未来国内的炼油竞争格局或向外转移。

### 3.2. 亚太带动炼油需求持续增长，区域内炼厂竞争格局良好

#### ➤ 全球原油需求持续增长，未来增长主要集中在亚太地区

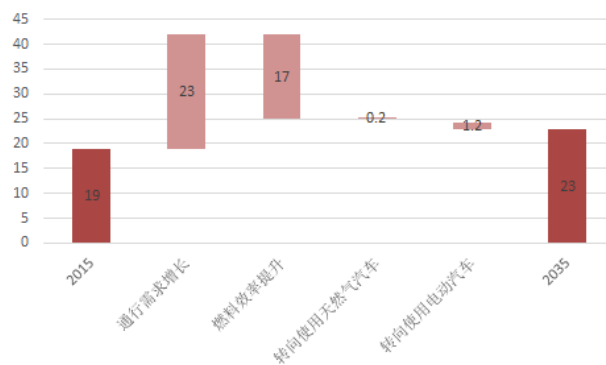
全球原油消费结构中，交通工具燃料仍为第一大消费领域，约占原油消费的 50~60%。伴随全球范围内的消费升级，汽车消费有望保持增长。虽然新能源汽车近年发展迅猛，但其占比较低，我们认为仍无法撼动传统汽车地位。

图表 21：全球汽车产量（百万辆）



来源：LMC Automotive, Johnson Matthey, 国联证券研究所

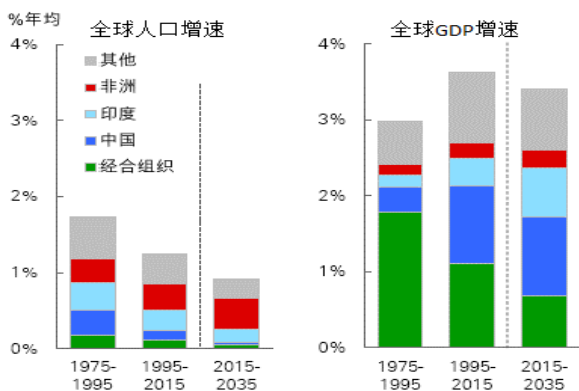
图表 22：车用液体燃料需求变化分解（百万桶/日）



来源：BP 国联证券研究所

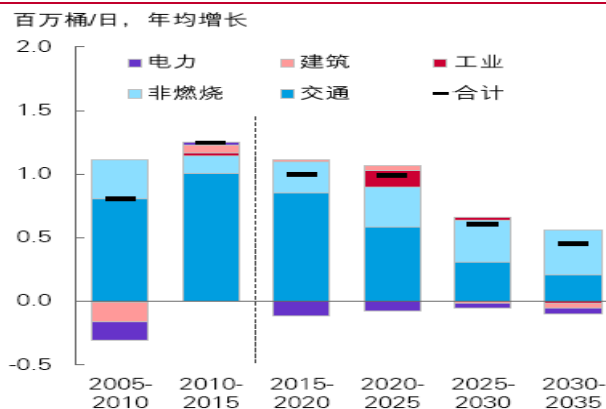
而原油消费第二大领域则为石油化工领域，其终端产品涉及人类衣食住行，根据《BP 世界能源展望》，未来世界人口、GDP 的持续增长将会对化工品的需求持续增加，亦将有效带动原油消费需求。2015~2035 年全球原油等液体燃料消费年均增速约为 0.7%，消费增长呈前高后低的态势。

图表 23：全球人口、GDP 增长情况及预测



来源：BP 国联证券研究所

图表 24：液体燃料需求及预测（万桶/日）

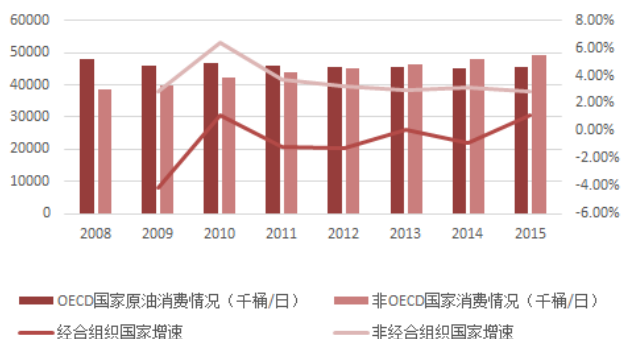


来源：BP 国联证券研究所

整体看，近年来全球原油消费呈增长态势，但原油需求增速出现地区性差异。分

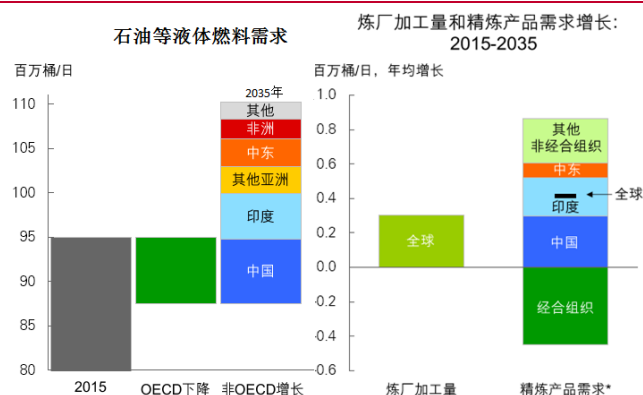
地区来看，过去几年间 OECD 国家增速消费增速较低，甚至出现负增长的趋势，而非 OECD 国家原油消费则保持增长。

图表 25：近年全球原油消费情况（千桶/日）



来源：BP 国联证券研究所

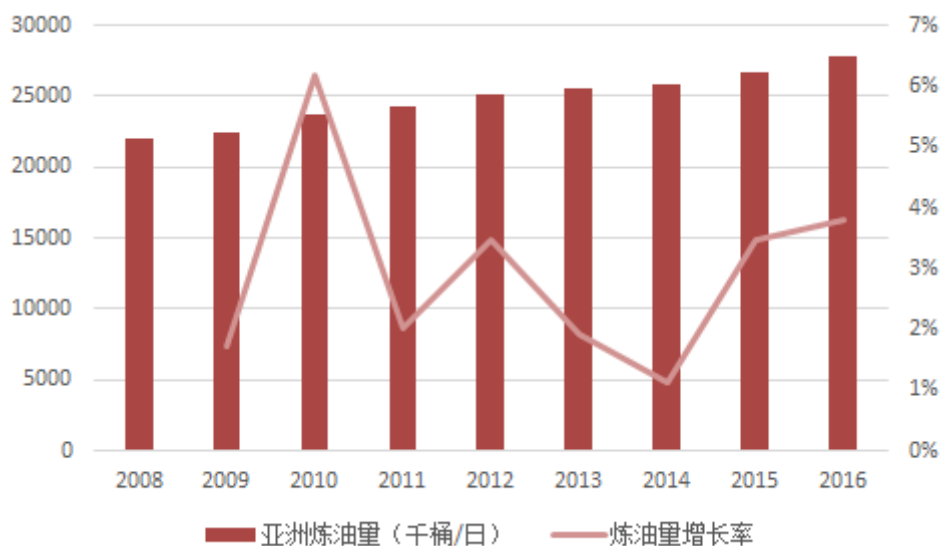
图表 26：分地区液体燃料需求（万桶/日）



来源：BP 国联证券研究所

从未来趋势看，OECD 国家人口、GDP 增速的下滑，以及依赖先进技术所带来能源强度的下降，或将进一步抑制 OECD 国家原油消费的增速，未来经合组织国家原油消费量或呈现下滑态势；而新兴经济体在人口红利和经济高速增长的带动下，进一步刺激原油消费，未来仍是带动全球原油消费增长的主要动力，这包括印度、中国、亚洲其他、中东等非经合组织国家：亚洲将成为未来原油需求增长的主要动力。

图表 27：近年亚太地区炼油量增长（千桶/日）

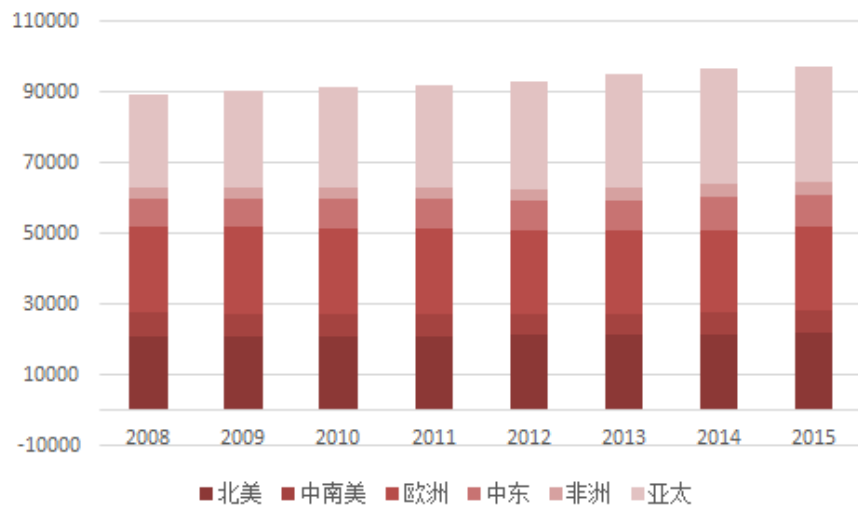


来源：BP 国联证券研究所

### ➤ 全球炼油产能整体增长，欧日炼油产能呈下降态势

纵观全球炼油产业，其产能主要集中在亚洲、北美和欧洲，近年全球炼油产能呈缓慢增长态势，据 BP 统计 2015 年全球炼厂产能为 9722.7 万桶/日，较 2014 年同比微增 0.47%，增速进一步放缓。分区域看，近年新增炼油产能主要集中在原油需求增长较快的亚洲，美洲炼油产能基本持平，而欧洲炼油产能呈现下滑态势。

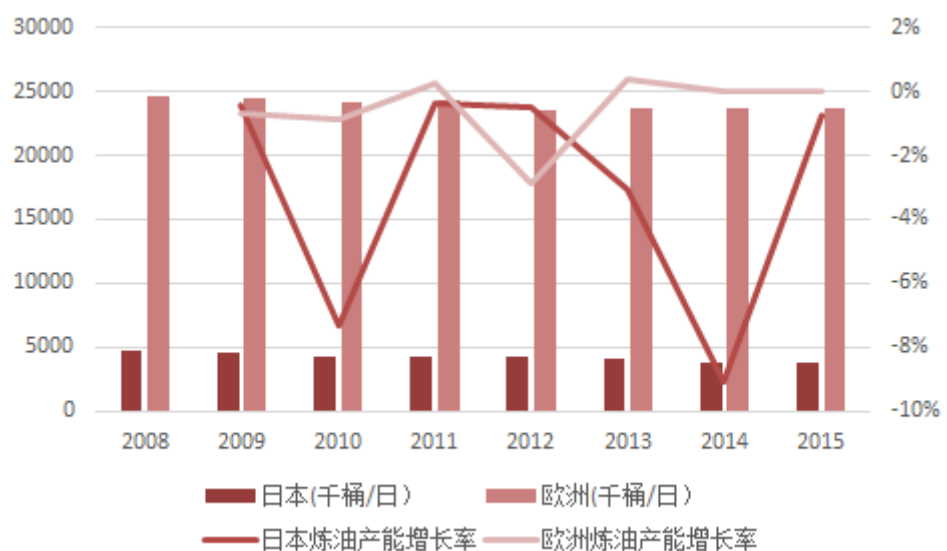
图表 28：全球炼油产能分布（千桶/日）



来源：BP 国联证券研究所

分国家看，老牌资本主义国家以日本为例，其炼油产能峰值在 1982 年前后，炼油能力约为 560 万桶/日，随后随着经济增速的放缓、老龄人口增多、能源强度的下滑以及新能源的替代，炼油需求逐渐减弱，落后产能逐渐退出，截至 2015 年日本炼油产能仅 372 万桶/日，较 2008 年下降 80 万桶/日。同样的现象也出现在发达国家聚集的欧洲，伴随炼油需求的下滑，炼厂产能逐渐萎缩，自 2008 年以来欧洲炼厂产能下降 100 余万桶/日。在人口、经济、能源强度等影响下，预计以上地区未来炼油产能将持续下滑。

图表 29：近年日本、欧洲地区炼油产能呈下滑态势



来源：BP 国联证券研究所

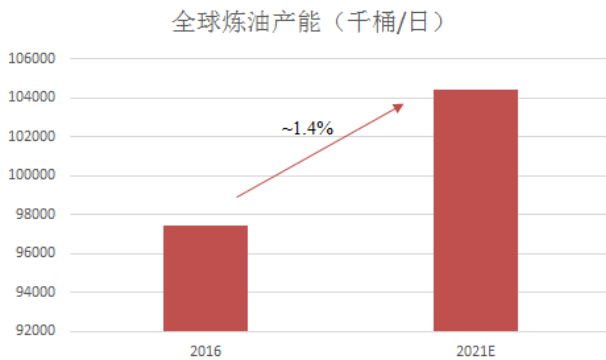
➤ 新增炼油产能主要集中于亚洲和中东，规模化优势明显，或加速欧日等地区落后产能退出，稳定炼油格局

未来新增炼油产能主要集中于亚洲的中国、印度以及中东等地。根据美国 Vanguard 集团的统计，未来全球新建或扩建炼油产能或为 700 万桶/日，其中 56% 建



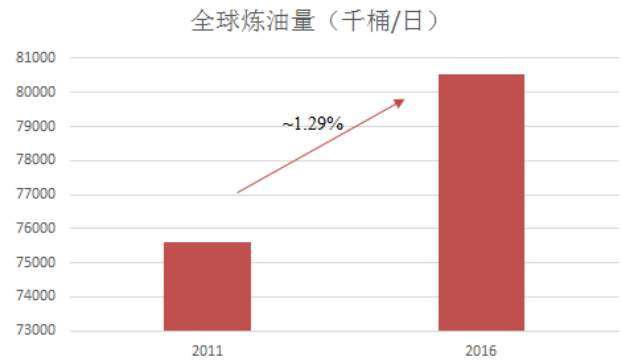
于亚洲国家，28%建于中东国家。

图表 30：未来全球炼油产能（千桶/日）及增速



来源：BP Vanguard 国联证券研究所

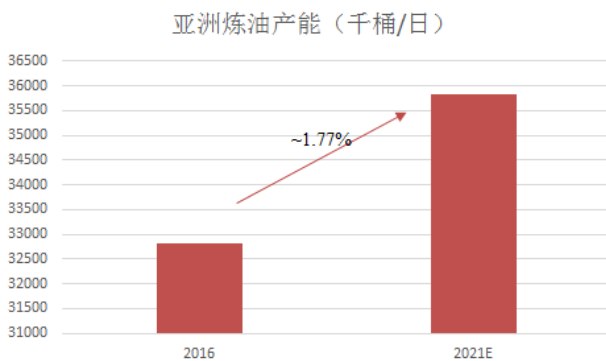
图表 31：近年全球炼油量（千桶/日）及增速



来源：BP 国联证券研究所

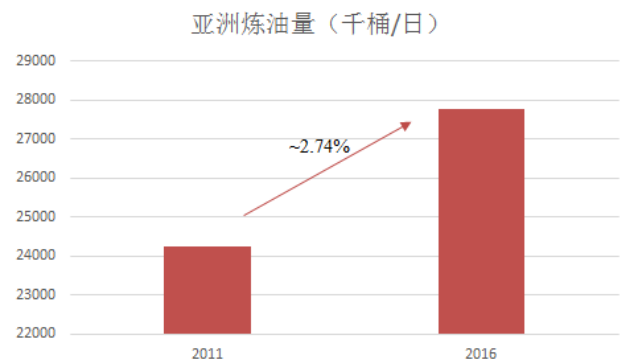
全球范围看，未来五年全球炼油产能复合增速或为 1.4%，略高于过去五年需求复合增速。亚太地区未来五年产能增速或为 1.77%，低于过去五年亚太地区炼油量复合增速。但伴随日、欧等地区落后产能的退出，未来炼油产能复合增速或低于预期，整体上看，亚洲乃至全球炼油格局尚好。

图表 32：未来亚太地区炼油产能（千桶/日）及增速



来源：BP Vanguard 国联证券研究所

图表 33：近年全球炼油量（千桶/日）及增速

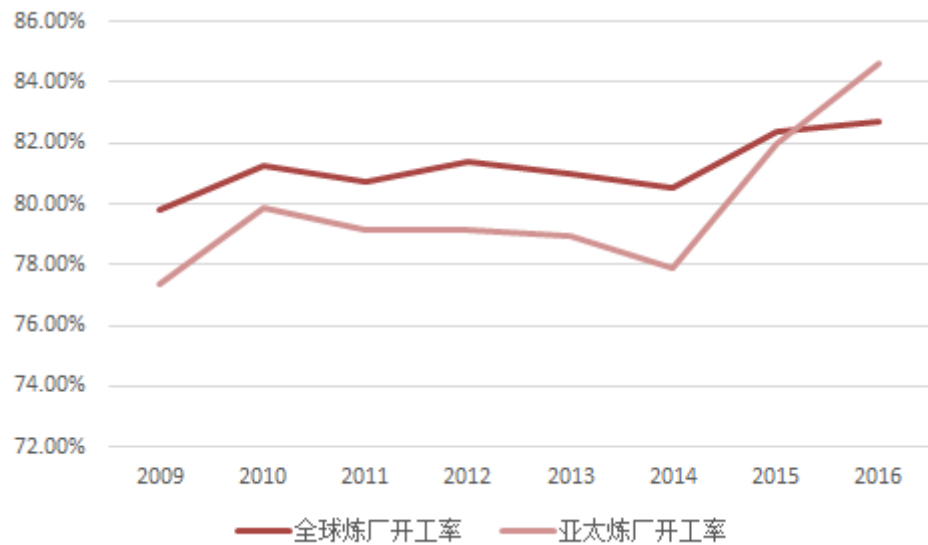


来源：BP 国联证券研究所

伴随近年日欧等国家与地区的老旧产能的退出，以及新增炼油产能的放缓，炼油开工率有所增加，BP 数据显示 2015~2016 年亚太乃至全球炼油开工率以达到 80% 以上，产能炼油率良好。我们认为虽现阶段在建产能较多，但项目进度不一，且炼化项目重资产、长流程、工艺复杂，未来炼厂投产进程或较为有序。

此外恒力炼化起步较早，较其他大规模民营炼厂进度领先，有望成为首个投产的大型民营炼厂。

图表 34：全球、亚太地区炼厂开工率提升



来源：BP 国联证券研究所

规模化成为炼油行业发展趋势，且随着炼油技术的不断进步，工艺流程的不断优化，新上项目的装置工艺相较老装置及工艺将更具成本优势。

图表 35：国内新增炼油产能（万吨/年）

企业名称	新增产能	备注
云南石化	1300	2017 投产
华北石化改扩建	500	2017 投产
惠州二期	1000	2017 投产
大榭石化改扩建	600	在建，2018 建成
恒力石化	2000	在建，2018 建成
一泓石油化工	1500	在建，2019 投产
中科大炼油	1000	在建，2019 投产
盛虹石化	1600	二次环评
舟山石化一期	2000	二次环评

来源：中国化工信息期刊 国联证券研究所

图表 36：部分亚太及中东新增炼油产能（万吨）

企业名称	新增产能	备注
恒逸文莱	800	
越南宜山	1000	2017 投产
印度巴拉特	1000	2017 投产
马来西亚 Johor	1000	
沙特吉赞	2000	2017 年投产

来源：公开资料 国联证券研究所

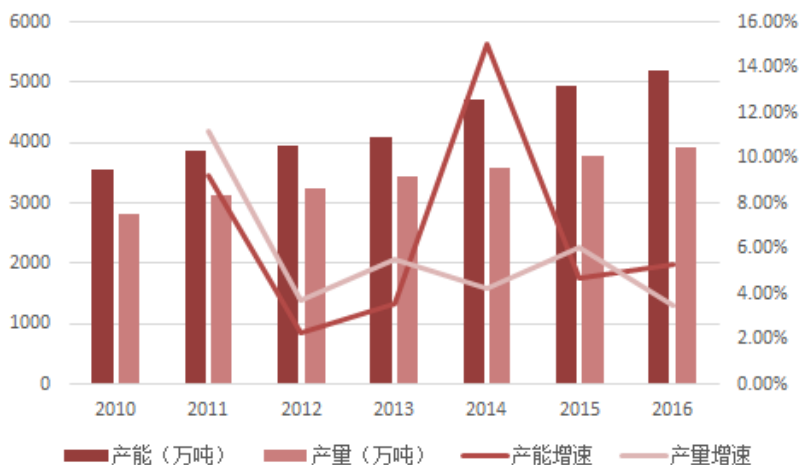
地理位置上，新增产能靠近原油消费较快增长区域，有助于消化新增产能。从新增产能规模上看，新增炼厂炼油能力多为千万吨级别以上，部分炼厂如恒力和浙江石化炼油能力则在 2000 万吨/年，规模优势明显。据《油气杂志》统计，截至 2015 年底全球炼厂约为 634 座，各国加和炼油产能约为 45.12 亿吨/年，炼厂平均炼油能力约为 712 万吨/年。据石油商报统计国内主营炼厂平均加工能力 700~800 万吨/年，因民营炼厂规模较小，拖累国内炼厂平均炼油能力至 320 万桶/日，日本、西欧炼厂平均炼油能力分别为 850 和 750 万吨/年。未来新增炼厂多为年加工能力 1000 万吨级以上产能，将具有较大的规模优势。而未来欧日等区域需求减弱以及炼油装置工艺陈旧将使得此地区炼厂在未来竞争中丧失竞争优势，新上项目或加速该地区产能淘汰，因此我们认为即使新增炼厂集中投产，炼油格局短时间内达到稳定。

### 3.3. 未来新增 PX 装置多为炼油配套，享长流程工艺溢利

➤ PX 消费持续增长

从消费结构来看 PX 主要用于生产 PTA，该领域消费占比约为 95% 以上。PTA 下游主要为聚酯产业链，终端产品包括纺织服装、包装材料等，具有消费品属性，未来需求有望保持增长。

图表 37：近年全球 PX 产能、产量情况（万吨）

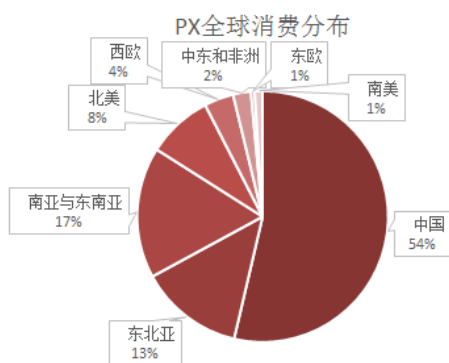


来源：Bloomberg 国联证券研究所

➤ 国内产量严重不足，进口依存度居高不下

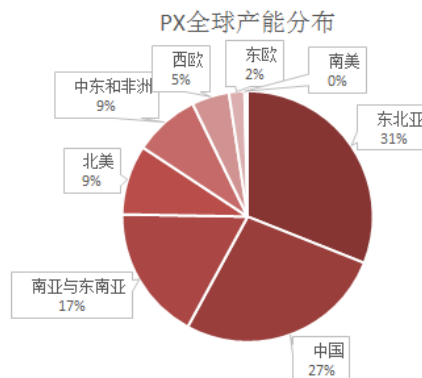
亚洲地区 PX 消费占比全球总量的 80% 以上，其中中国消费占比约为 54%。同时亚洲也是 PX 产能的主要集中地，占比约为 75%，中国产能占比 27% 左右。

图表 38：PX 全球消费分布



来源：Bloomberg 国联证券研究所

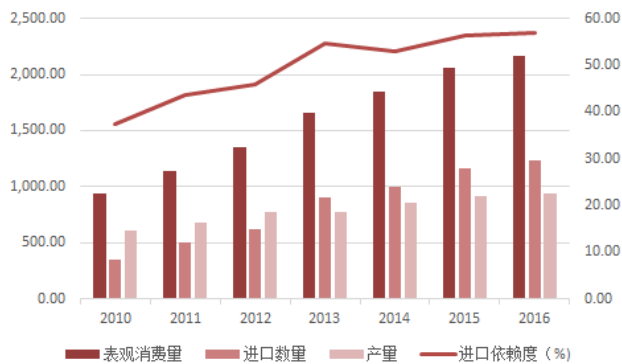
图表 39：PX 全球产能分布



来源：Bloomberg 国联证券研究所

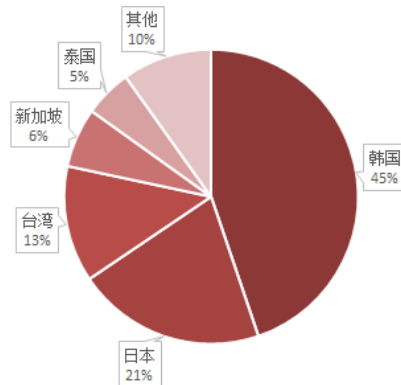
产能、消费结构显示，我国是 PX 消费大国，但生产能力有限：2016 年国内 PX 表观消费量约为 2170 万吨，产能约为 1383 万吨，产量仅 940 万吨，进口依存度高达 57%。按产销国分，国内进口 PX 的主要产地为韩国和日本。

图表 40: PX 产量、进口量、消费量等情况 (万吨)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 41: PX 进口情况 (以产销国分)



来源: 百川资讯 国联证券研究所

### 近期全球 PX 产能扩张相对有序, 国内 PX 产能扩张进度仍缓

国内 PX 新建产能的阻力主要来自于民众以及媒体的舆论压力, 因此, 即使 PX 进口依存度居高不下, 近年来国内 PX 产能建设与投放进度较缓, 无法弥补国内产量无法满足消费缺口。

后期国外新增产能主要来自于印度、中东等地, 而我国新增产能主要源自新建炼厂的重整配套装置。2017~2018 年 PX 新增产能主要为集中在印度与沙特, 2018 年后国内产能或存在集中释放的可能性, 照此计算 2015~2020 年全球 PX 产能复合增速或为 6.8%。然而后期 PX 新增产能主要集中于国内, 而这些产能多为新建炼化项目之配套装置, 除恒力炼化外, 浙江石化、盛虹石化项目均处于二次环评阶段, 尚有大量审批事项, 恒逸文莱项目也刚刚签约, 因此项目工期或有延后之可能, 亦将进一步平滑 PX 产能增速, 而 PX 刚性需求, 未来供需尚稳。

图表 42: 国内外新增 PX 产能统计 (万吨)

公司	产能	预期投产	公司	产能	预期投产
印度信赖	150	2017	中化泉州	60	2019
沙特拉比格	135	2017	浙江石化	520	2019
越南宜山	68	2017	海南炼化	80	2019
沙特吉赞	100	2018	恒逸文莱	100	2019
恒力炼化	450	2018	盛虹石化	280	2019
总计				1943	

来源: ICIS 中纤网 国联证券研究所

### 3.4. 恒力炼化 2000 万吨炼化一体化项目兼顾原料成本与适应性, 国内外比较优势明显

#### 恒力炼化 2000 万吨炼化一体化项目简介

恒力炼化 2000 万吨炼化一体化项目炼制原料以沙重、沙中、马林原油为主, 装置工艺适合加工中重质原料, 符合全球原油重质化趋势; 采用世界最为先进且成熟的装置工艺, 配套原油、成品油码头、输油管道、PX 管道、热电厂等; 使用全加氢工艺, 最大程度满足重整原料需求前提下, 亦为远期的下游精细化工规划装置提供低硫

轻质化工原料油。

图表 43：恒力炼化装置及工艺

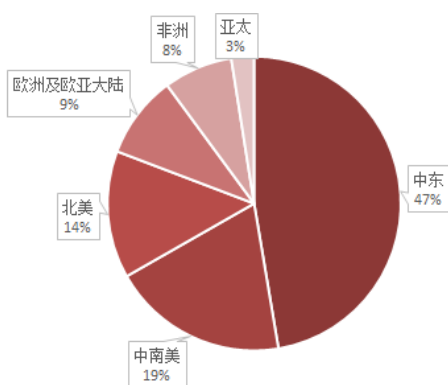
装置名称	规模	技术来源
1#常减压	1000 万吨	国内
2#常减压	1000 万吨	国内
轻烃回收	450 万吨	国内
煤油加氢精制	200 万吨	中石化
柴油加氢裂化	600 万吨	Axens
重油加氢裂化	1150 万吨	Axens 蜡油加氢裂化、H-Oil
润滑油异构脱蜡	60 万吨	CLG+中石化
芳烃联合装置	450 万吨	Axens 连续重整、GTC 芳烃抽提、上海石油化工研究院歧化技术
轻烃异构化	50 万吨	GTC
C3/C4 混合脱氢	100 万吨	Lummus 公司
聚丙烯	45 万吨	INEOS

来源：环评报告书 国联证券研究所

炼化一体化项目以 900 万吨/年连续重整、450 万吨 PX 装置为核心，配套 MTBE、异构化、烷基化装置，完全满足成品油调和需求，设计生产汽油、柴油、航煤分别为 460 万吨/年、160 万吨/年和 370 万吨/年；同时副产化工轻油、液化气、聚丙烯、基础油等产品。

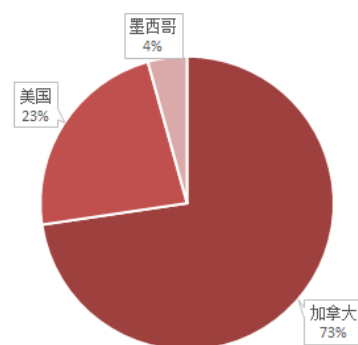
- 炼化装置全加氢，符合原油重质高酸、环保趋严趋势，兼顾原料成本前提下较大的轻烃回收装置增强原料适应性

图表 44：2015 年全球原油探明储量分布情况



来源：BP 国联证券研究所

图表 45：2015 年北美国家原油探明储量情况

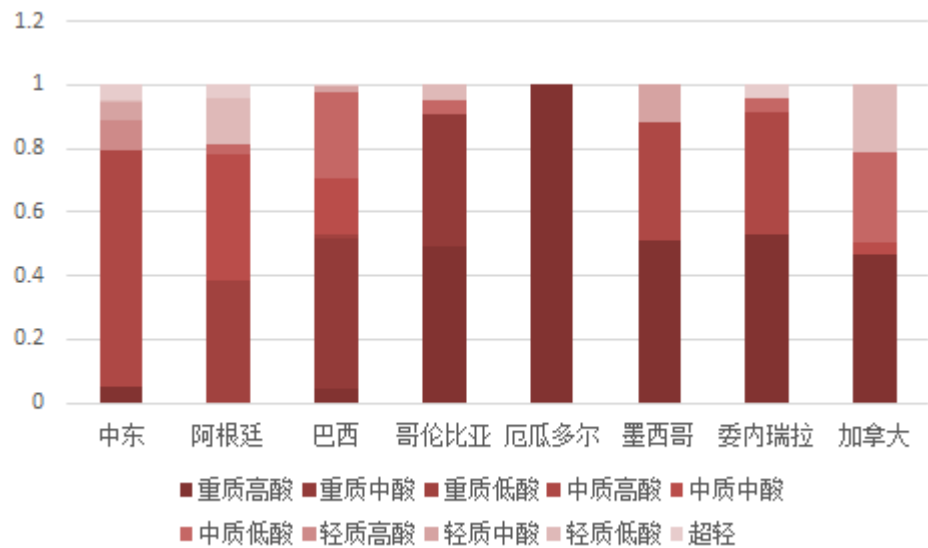


来源：BP 国联证券研究所

从目前全球原油探明储量情况来看，中东、中南美洲、北美探明储量全球前三，2015 年数据显示三者探明原油储量占全球比例 80%，储采比分别为 73、117 和 33.1，分居全球第二、第一与第三，而以上三个地区中除美国外均以生产中重质、高酸原油为主。虽然美国页岩油革命使得 2010 年后全球原油出现短暂的轻质化趋势，但由于其占比较少，开采成本较高，2015 年储产比仅为 11.9，我们认为长远看难改全球原

油重质化趋势。

图表 46：2015 年中东、美洲所产原油品质情况



来源：ENI 国联证券研究所

恒力炼化一体化项目瞄准全球原油品质发展趋势，目标原料为中重质原油，符合未来全球原油重质化趋势；项目采用全加氢工艺，完全可以应对全球原油酸质化，既能够有效去除中高酸原油中的 S、N、O 等杂原子，又能够符合全球环保趋严、成品油标准不断提高的趋势；同时可为未来规划的精细化工区提供优质化工轻油。而重质高酸原油采购成本相对低廉，在原料选择上炼厂具有良好的成本优势。

此外，虽然炼化一体化装置整体适合炼制中重质原油，但配套装置中的 450 万吨/年轻烃回收装置规模较大，亦加强了项目对轻质原油的处理能力，使得项目在炼油选择上的竞争力进一步增强。

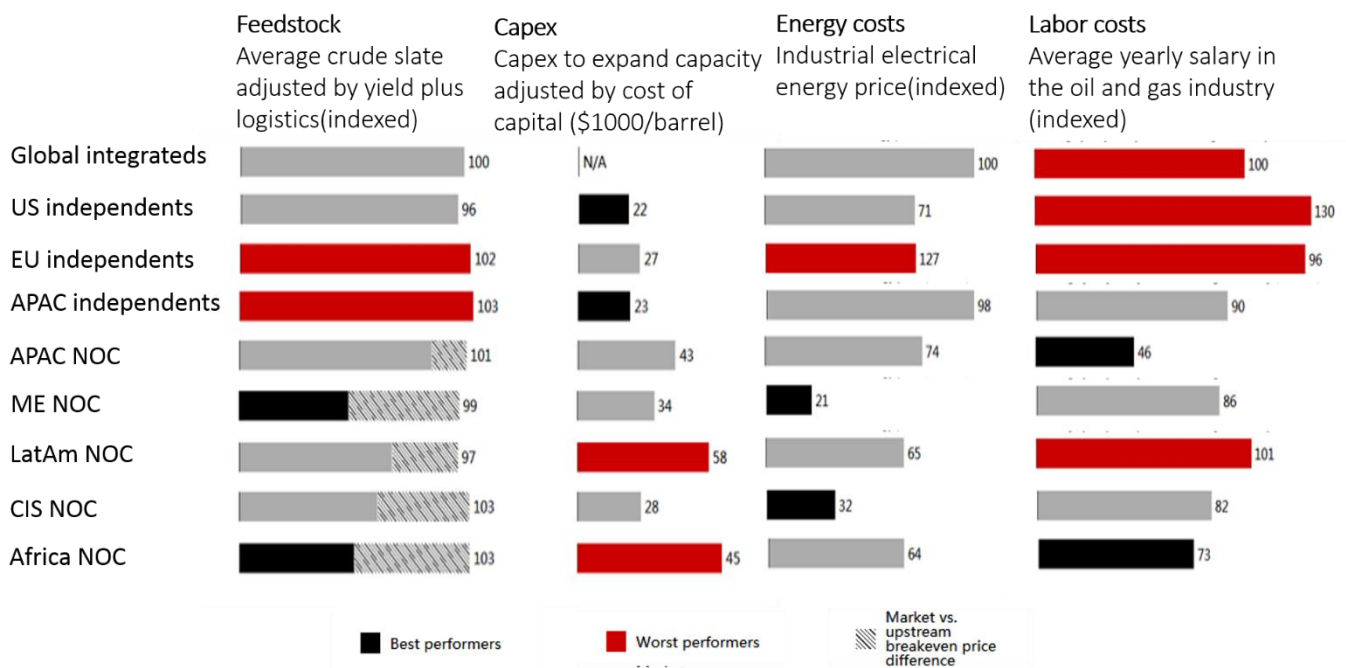
### ➤ 恒力炼化装置规模化优势明显，民营企业效率为先，比较优势明显

如前文中提到，2015 年全球炼厂共计 634 座，平均炼油能力仅 716 万吨/年，规模化、集中化为炼化行业发展趋势，恒力炼化原油一次加工能力 2000 万吨/年，截至 2016 年底，全球炼油规模 2000 万吨以上的的炼厂数量约为 31 座，恒力炼化一体化建成投产后将跻身全球规模前 40 大炼厂，规模优势明显。

纵观全球，炼油产能集约化为行业发展趋势，世界级石化基地炼油集中程度较高：韩国蔚山石化基地，新加坡裕廊石化集群，美国墨西哥湾石化集群，鹿特丹、安特卫普石化基地等。而我国石化产业较为分散，《石化产业规划布局方案》布局七大石化产业基地，国家重点推进产业基地内石化项目的建设发展。恒力炼化项目位于大连长兴岛（西中岛）石化基地，符合国家产业布局与全球炼化行业集中化的趋势，项目为辽宁省着重推进的重大项目，开启七大石化产业基地中大连长兴岛基地的布局。



图表 47：全球炼厂竞争力分析



来源：Bain analysis 公开资料 国联证券研究所

根据 Bain 分析的四个维度，恒力炼化一体化项目优势明显：

**原料方面**，各地区原料价格差异明显，但考虑到产油国国家石油公司多为上下游一体化，原材料方面的优势将体现于开采端的利润减少，因此地区实际原料价格并无极大的差异。此外恒力以炼制中重质原油为主，价格便宜，使其具有原料优势。

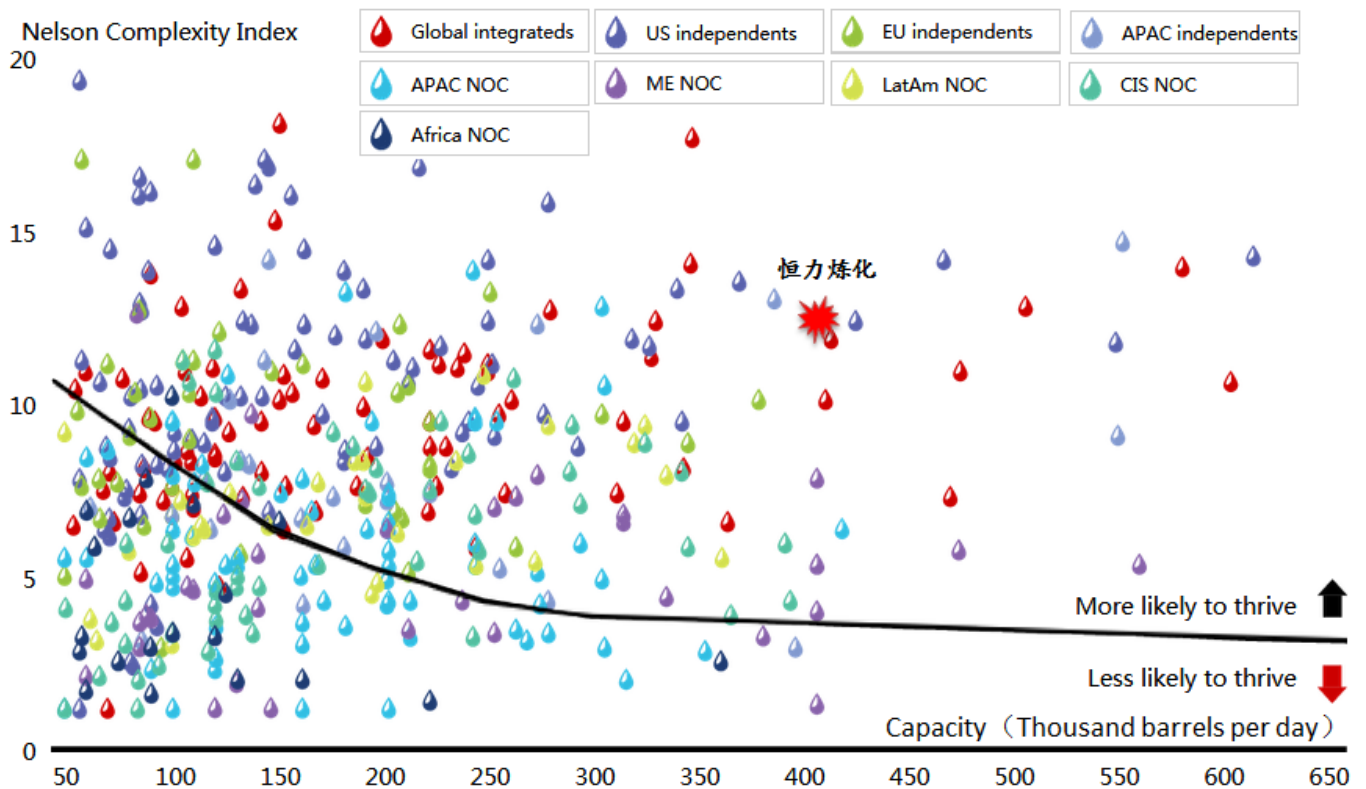
**资本支出方面**，恒力炼化采用国际先进工艺装备，然其装备订购时点多集中于 2015 年钢铁价格的低位，因此购置成本较低，且先进的技术装置有利于提高效率。

**能源成本方面**，据测算恒力炼化综合商品率约为 97%，根据中石化、中石油 2016 年报披露，二者综合商品率分别为 94.7%与 93.5%，恒力炼化项目原材料转化率更高。公司自备煤热电厂，相较其他炼厂的燃油既能够增加综合商品率，又能够较少外购热电的成本。

**人员配置方面**，恒力炼化全厂人员配置约为 1790 人（环评报告书简本），而中石化、中石油炼厂均员工数均达到 4500 人（炼油化工员工数/炼厂总数）以上，其中炼油规模较大的上海石化员工数为 11088 人。

根据 Bain 预测，全球炼厂规模较大，工艺复杂程度较高的炼厂未来将有较强竞争力。恒力炼化除常减压等常规装置外，配套加氢精制、加氢裂化、催化重整、异构化等装置，且以上二次加工能力较强，根据我们的测算，恒力炼化建成后，其尼尔森复杂系数当在 13 左右，该项目竞争力全球名列前茅。

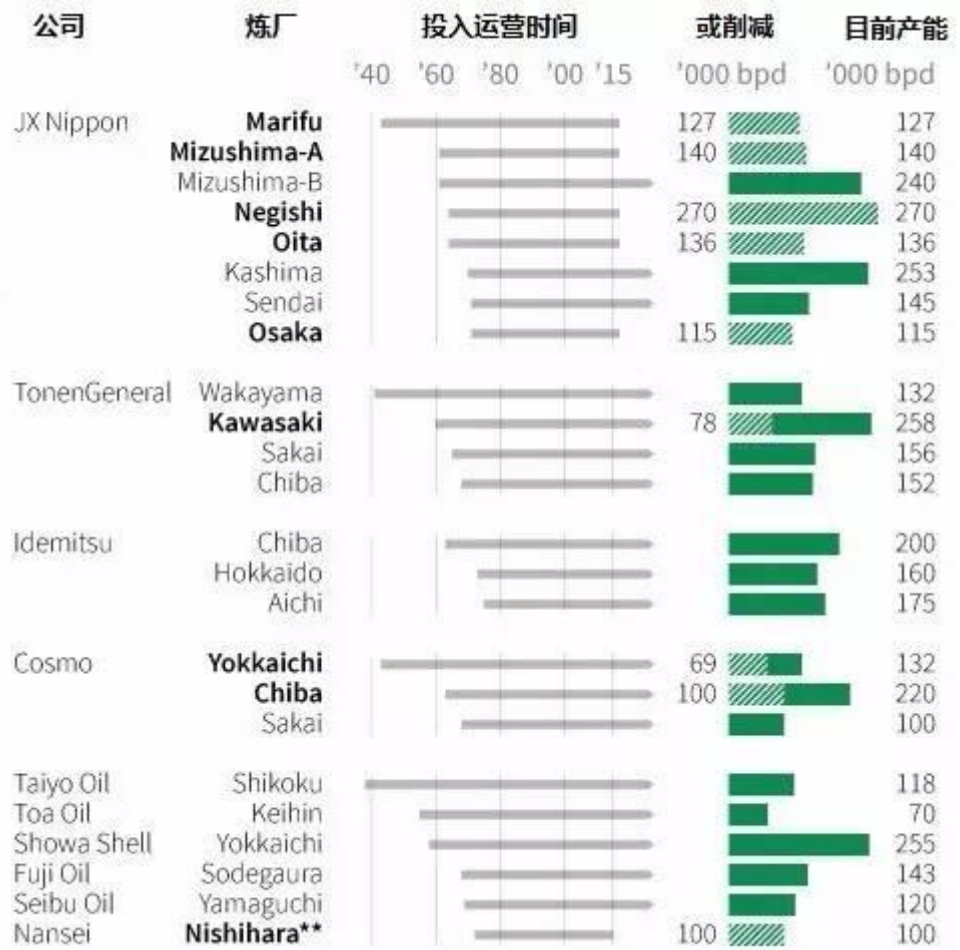
图表 48：尼尔森系数、产能与竞争力对比分析



来源：Bain analysis 公开资料 国联证券研究所

除以上优势外，炼化项目依海而建，配套建设原油码头、成品油码头、输油管道等，原油、成品油接卸及运输成本相对较低；炼化项目位于 PTA 工厂西南侧，二者之间有 PX 管廊相通，PTA 采购原料亦可省却海陆运费；同时公司作为民营企业，运营效率通常较高，我们认为其在国内具有较强竞争力。而与老牌发达国家的炼厂相比恒力炼化除前文中提到的规模优势外，其工艺技术以及原料适应性方面则更具竞争优势。

图表 49：日本炼厂投产时间及可能退出的产能

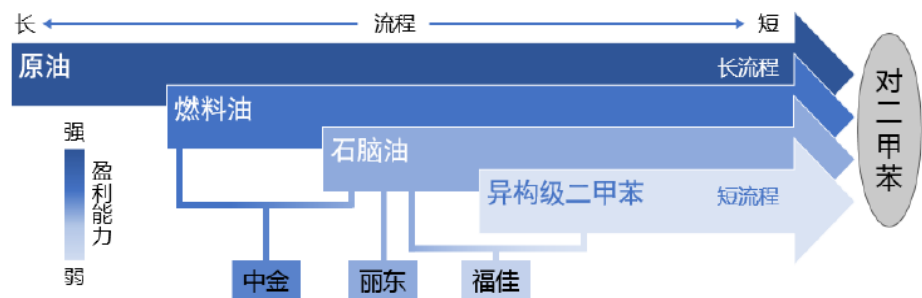


来源：Reuters Analysis 公开资料 国联证券研究所

发达国家经济高速发展时期多处于上个世纪，产能大规模扩张也多在高速发展期。以日本炼油业为例，日本国内炼厂装置多投产于20世纪60年代，装置工艺普遍老旧，操作成本较高，而彼时装置工艺多以炼制轻油为主，伴随原油重质化趋势，日本炼厂竞争力则不断下降。目前国内、中东新增产能以炼制重油为主，预计投产后或进一步挤占日、欧等地区出口及市场份额，加速落后产能出清。

➢ PX 上游产业链较长，竞争优势强

图表 50：不同原料为起始的PX 生产成本



来源：CNKI 国联证券研究所

PX 生产工艺自下而上包括二甲苯异构化、C7、C9 歧化、石脑油重整、石脑油

生产等。从盈利能力来看，随着初始原料不断上移，自上而下一体化的生产模式将使得PX 盈利能力大幅增长。

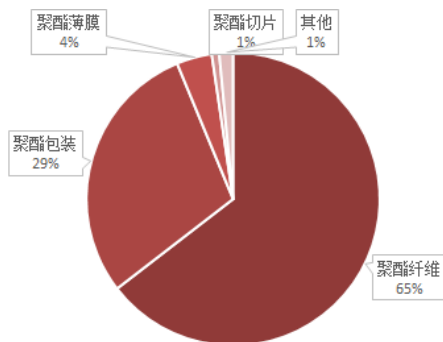
据统计亚洲地区PX 装置中约有70%PX 生产装置为炼厂配套装置，以原油为初始原料，约有20%以燃料油、石脑油等为初始原料，另有10%则以异构级二甲苯为初始原料。相对于非原油为初始原料的PX 生产厂家，恒力炼化PX 项目比较优势明显。此外，未来伴随落后炼油产能的退出，如果保留部分化工装置，亦将有部分PX 装置失去长流程优势。

## 4. PTA 行业景气周期底部，未来反转可期

### 4.1. PTA 下游偏消费属性，需求相对刚性

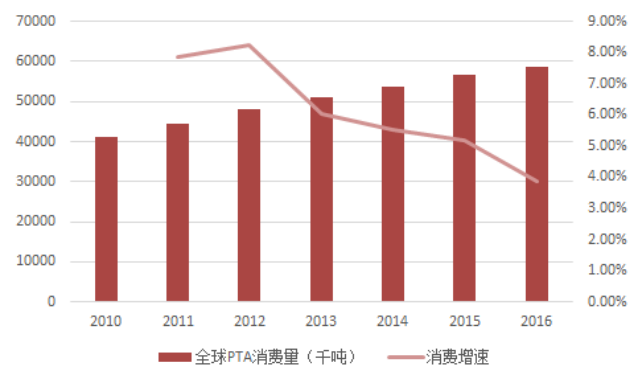
PTA 以PX 为生产原料，下游消费主要集中于聚酯纤维、聚酯包装、聚酯薄膜等，终端产品则包括纺织服装、家纺、包装容器、车用安全带、安全气囊丝等，具有消费属性，近年消费增速保持增长。

图表 51：全球 PTA 消费结构



来源：Bloomberg 国联证券研究所

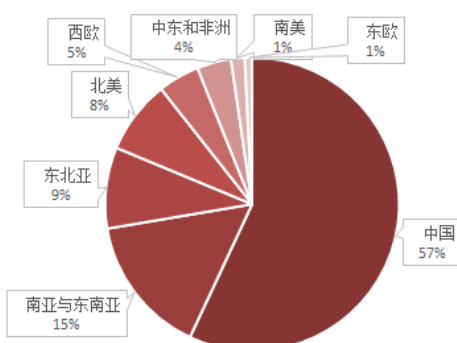
图表 52：全球 PTA 消费量（千吨）



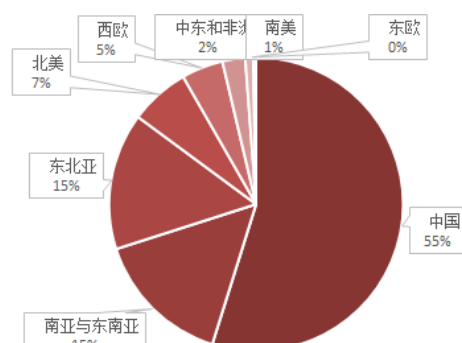
来源：Bloomberg 国联证券研究所

2016 年全球 PTA 消费量约为 5880 万吨，其中亚洲 PTA 消费量占比约为全球的 81%，其中中国消费占比约为 57%。全球 PTA 产能主要集中于亚洲，占整体产能 85% 以上，中国占比约 55%。整体看 PTA 产销集中于亚洲，中国为全球 PTA 产销第一大国。

图表 53：全球 PTA 消费分部



图表 54：全球 PTA 产能分布



来源：Bloomberg 国联证券研究所

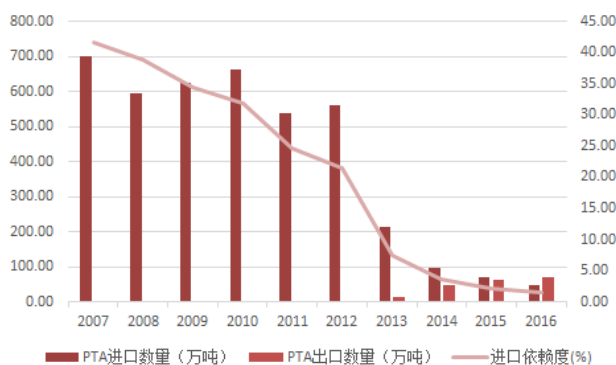
来源：Bloomberg 国联证券研究所

## 4.2. PTA 产能扩张放缓，静待行业底部回暖

### ➢ 2012~2014 年国内 PTA 产能释放较快，PTA 行业盈利能力大幅下滑

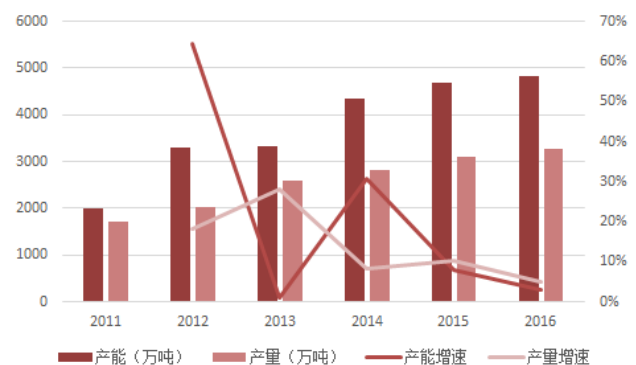
2011 年之前国内 PTA 进口依存度居高不下，伴随国内 PTA 产能 2012 年和 2014 年的两次大规模扩张，截至 2016 年底，PTA 产能约为 4900 万吨，PTA 已实现自给自足，进口依存度大幅下降，但产能利用率亦随之下降，2016 年约为 67%，国内产能过剩情况较为严重。

图表 55：近年国内 PTA 进出口情况



来源：Wind 国联证券研究所

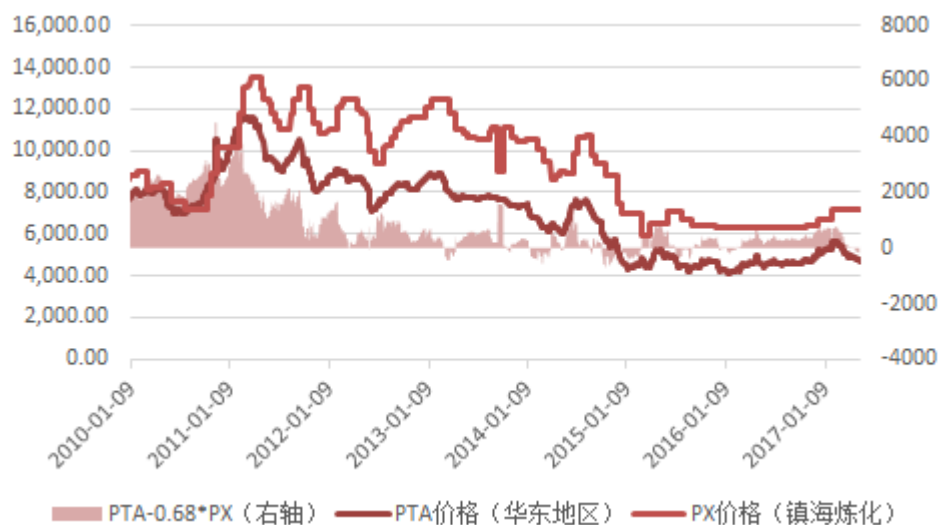
图表 56：近年国内 PTA 产能、产量情况



来源：中国化纤信息网 国联证券研究所

虽然国家对国内 PTA 行业进行了贸易保护，商务部于 2011~2020 期间持续对进口自韩、泰两国的 PTA 征收反倾销税，但无奈国内 PTA 企业竞争白热化，行业利润较前期大幅下滑。

图表 57：近年 PTA-PX 价差情况



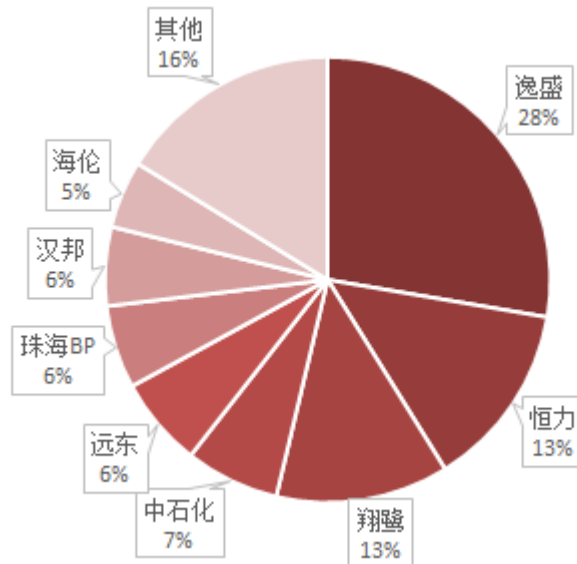
来源：Wind 国联证券研究所

### ➢ 未来 PTA 产能增速进一步放缓，产能出清大势所趋

鉴于商务部对韩泰进口 PTA 的反倾销政策，我们认为未来几年 PTA 行业盈利情

况的主要取决于国内行业的竞争格局。PTA 行业盈利低迷已有近四年时间，行业新建产能增速进一步放缓，据统计未来较为确定投放的产能主要有嘉兴石化的 220 万吨和四川晟达的 100 万吨，而宣称或计划新建产能的企业建设进度延后的可能性较大。因此我们认为后期产能投放速度将趋慢趋缓。

图表 58：国内 PTA 产能分布情况



来源：百川资讯 国联证券研究所

目前国内约 4900 万吨 PTA 产能中，排名前五的逸盛、恒力、翔鹭、中石化和远东产能占比共计 67% 左右，行业集中度较高，但同时装置新旧程度不一，生产成本、运输成本差异化明显，例如长期关停的扬子石化两套装置、珠海 BP 的一套装置以及辽阳石化的两套装置等。虽然远东、翔鹭部分装置存在复产可能性，但由于行业目前整体处于低迷的状况，装置重启具有不确定性，而装置的重启将进一步加深加剧行业竞争，或加速落后产能的退出，我们认为 PTA 行业在景气度持续低迷的大背景下有望迎来洗牌，后期行业龙头话语权将进一步集中，静待行业整体反转。

图表 59：国内长期闲置 PTA 装置一览

公司	产能 (万吨)	装置运行情况
翔鹭石化	165	长期停车
	150	长期停车，有复产计划
	150	长期停车，有复产计划
	150	长期停车，有复产计划
扬子石化	35	长期停车
	35	长期停车
远东石化	60	长期停车
	60	长期停车
	60	长期停车
珠海 BP	140	长期停车，有复产计划
	60	长期停车
辽阳石化	27	长期停车
	53	长期停车



来源：百川资讯 国联证券研究所

### 4.3. 恒力 PTA 全球单体最大，行业反转弹性巨大

此次重大资产重组拟注入的恒力投资旗下拥有 660 万吨 PTA 产能，共计 3 条 220 万吨/年的生产线，为全球单体最大的 PTA 生产工厂。同时公司亦为拥有最大 PTA 权益产能的上市公司，公司装置采用国际先进的美国英威达技术，具有“投资规模大、生产能力强、工艺水平高、能源消耗低”等特点，据我们测算 PTA-PX 价差每增厚 100 元，将带来净利增长 4.95 亿元，伴随 PTA 行业的底部反转，该项目将具有较大弹性。

## 5. 盈利预测

预计公司 2017~2019EPS（未摊薄）分别为 0.49、0.56 和 0.58 元/股，对应当前股价 PE 分别为 17.87、15.40 和 14.89，维持“推荐”评级。

## 6. 风险提示

炼化项目建设进度不及预期的风险；重大资产重组不及预期的风险。

**图表 60：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	-12.63	1,233.72	2,214.49	2,360.96	3,171.25	营业收入	840.70	19,239.96	22,144.9	23,609.6	24,847.7
应收账款+票据	338.93	3,728.81	3,928.68	4,323.59	4,465.00	营业成本	756.23	16,650.24	19,198.8	20,366.6	21,531.0
预付账款	34.53	217.72	232.39	278.33	322.54	营业税金及附加	1.54	125.40	144.34	153.89	161.96
存货	651.36	1,818.70	2,133.38	2,201.13	2,338.19	营业费用	47.22	192.62	206.53	212.00	235.73
其他	50.00	343.66	0.00	0.00	0.00	管理费用	151.47	524.51	587.21	643.24	711.38
<b>流动资产合计</b>	<b>1,062.2</b>	<b>7,361.51</b>	<b>8,527.84</b>	<b>9,182.91</b>	<b>10,315.8</b>	财务费用	87.00	488.40	367.07	251.19	128.67
长期股权投资	2.91	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	71.37	-3.24	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,456.6	9,958.53	9,021.10	8,050.30	7,071.93	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	19.51	243.98	225.66	233.66	298.71	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	133.46	719.88	701.98	684.08	666.18	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	16.80	83.42	74.69	65.97	57.24	<b>营业利润</b>	<b>-274.11</b>	<b>1,262.02</b>	<b>1,640.99</b>	<b>1,982.71</b>	<b>2,078.99</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,629.3</b>	<b>11,005.8</b>	<b>10,023.4</b>	<b>9,034.01</b>	<b>8,094.06</b>	营业外净收益	26.76	135.91	135.67	135.67	135.67
<b>资产总计</b>	<b>2,691.5</b>	<b>18,367.3</b>	<b>18,551.2</b>	<b>18,216.9</b>	<b>18,409.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>-247.35</b>	<b>1,397.93</b>	<b>1,776.65</b>	<b>2,118.38</b>	<b>2,214.66</b>
短期借款	742.25	5,299.26	3,908.99	1,641.92	0.00	所得税	1.84	252.50	364.21	466.04	487.23
应付账款+票据	637.56	5,117.83	5,235.77	5,462.57	5,535.82	<b>净利润</b>	<b>-249.19</b>	<b>1,145.42</b>	<b>1,412.44</b>	<b>1,652.34</b>	<b>1,727.44</b>
其他	567.50	1,225.59	1,269.43	1,323.01	1,357.26	少数股东损益	-6.09	-34.41	40.00	60.00	80.00
<b>流动负债合计</b>	<b>1,947.3</b>	<b>11,642.6</b>	<b>10,414.1</b>	<b>8,427.50</b>	<b>6,893.08</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>-243.10</b>	<b>1,179.83</b>	<b>1,372.44</b>	<b>1,592.34</b>	<b>1,647.44</b>
长期带息负债	252.68	690.00	690.00	690.00	690.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>252.68</b>	<b>690.00</b>	<b>690.00</b>	<b>690.00</b>	<b>690.00</b>	营业收入	-4.04%	2,188.56	15.10%	6.61%	5.24%
<b>负债合计</b>	<b>2,199.9</b>	<b>12,332.6</b>	<b>11,104.1</b>	<b>9,117.50</b>	<b>7,583.08</b>	EBIT	-58.17%	1,204.87	11.36%	10.72%	-1.40%
少数股东权益	78.90	174.90	214.90	274.90	354.90	EBITDA	-202.94%	3,479.50%	12.05%	7.20%	-0.46%
股本	667.79	2,825.69	2,825.69	2,825.69	2,825.69	归属于母公司净	-1,827.72	-585.33%	16.32%	16.02%	3.46%
资本公积	213.55	907.22	907.22	907.22	907.22	<b>获利能力</b>					
留存收益	-468.68	2,126.83	3,499.27	5,091.61	6,739.05	毛利率	10.05%	13.46%	13.30%	13.74%	13.35%
<b>股东权益合计</b>	<b>491.56</b>	<b>6,034.64</b>	<b>7,447.08</b>	<b>9,099.42</b>	<b>10,826.8</b>	净利率	-29.64%	5.95%	6.38%	7.00%	6.95%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,691.5</b>	<b>18,367.3</b>	<b>18,551.2</b>	<b>18,216.9</b>	<b>18,409.9</b>	ROE	-58.91%	20.13%	18.98%	18.04%	15.73%
						ROIC	-11.58%	93.33%	12.65%	13.81%	14.33%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	81.74%	67.14%	59.86%	50.05%	41.19%
						流动比率	0.55	0.63	0.82	1.09	1.50
						速动比率	0.19	0.45	0.61	0.83	1.16
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.52	5.17	5.65	5.47	5.58
						存货周转率	1.16	9.16	9.00	9.25	9.21
						总资产周转率	0.31	1.05	1.19	1.30	1.35
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	-0.09	0.42	0.49	0.56	0.58
						每股经营现金流	-0.03	0.28	0.98	0.95	0.94
						每股净资产	0.15	2.07	2.56	3.12	3.71
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-100.89	20.79	17.87	15.40	14.89
						市净率	59.44	4.19	3.39	2.78	2.34
						EV/EBITDA	-79.78	10.56	9.01	7.77	7.16
						EV/EBIT	-41.24	16.70	14.34	11.97	11.14

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司 研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064