

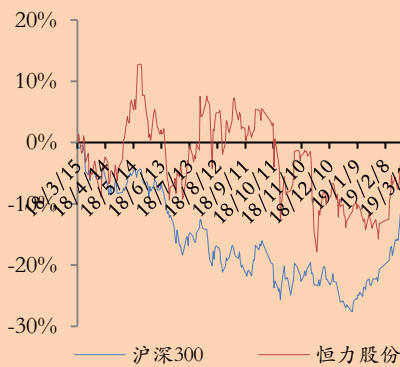


恒力股份 (600346)

投资评级: 买入

报告日期: 2019-05-23

股价走势:



研究员: 李超齐
0551-65161591
S0010518070002

后来居上, 行业黑马

主要观点:

◎ 聚酯龙头, 行业黑马

2016年3月公司借壳大橡塑上市, 此后公司步入发展的快车道。公司是聚酯行业的龙头企业, 拥有660万吨PTA产能以及281万吨聚酯产能。炼化项目的投产使得公司实现“原油-PX-PTA-聚酯”全产业链一体化。目前公司从PTA、聚酯、炼化以及市值上都全面赶超业内老牌玩家荣盛石化, 是行业中绝对的黑马。

◎ PX: 进口替代有望加速

国内产能投产, 进口替代加速。中国2009—2017PX产能缺口从345万吨增长到1429万吨, 巨大的缺口主要依赖从日韩等国进口来满足, 进口依存度呈现上升趋势。随着国内民营炼化的逐步投产, PX供给格局有望改善, 2019、2020年国内分别新增PX产能760万吨、600万吨, 将加速国产替代, 降低对外依存度。

◎ 聚酯: 集中度持续提升, 龙头地位巩固

聚酯龙头地位稳固。目前PTA行业CR5由2010年的54%上升至2018年的68%, 同时涤纶长丝产能主要集中在桐昆、新凤鸣、盛虹、恒逸、恒力、荣盛五大巨头, 其产能占达到行业的半壁江山。未来新增产能(涤纶和PTA)主要来自于龙头扩产, 行业集中度有望进一步提升, 强者恒强的格局有望加强。

◎ 炼化项目扬帆起航, 迎来新发展

恒力2000万吨炼化项目投产。目前公司已打通全环节, 顺利产出成品油及PX等产品, 配套150万吨乙烯项目预计2019Q3投产, 极大增厚公司业绩。四大民营炼化企业中, 公司率先投产, 具备先发优势, 尽享全产业链利润, 公司发展进入新阶段。

◎ 盈利预测与估值

目前公司炼化项目率先建成投产, 未来发展潜力巨大, 我们看好公司发展。预计2019-2021年EPS为1.36、1.96、2.82, 对应PE为12X、8X、6X, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	60067	108121	140557	161641
收入同比(%)	170%	80%	20%	25%
归属母公司净利润	3323	6886	9920	14233
净利润同比(%)	93%	107%	44%	43%
毛利率(%)	12.7%	14.9%	15.0%	16.0%
ROE(%)	12.2%	20.3%	24.4%	28.0%
每股收益(元)	0.66	1.36	1.96	2.82
P/E	25.40	12.25	8.51	5.93
P/B	3.06	2.51	2.07	1.66
EV/EBITDA	14	9	6	4

◎ 风险提示

大炼化项目产能未达预期、下游需求持续疲软

目 录

1 公司介绍	5
1.1 行业龙头，聚酯产业一体化发展	5
1.2 公司业绩高速增长	7
1.3 行业黑马，后来居上	8
2 大炼化行业：国内迎来一体化发展新格局	9
2.1 PX：国内产能快速扩张，进口替代加速	10
2.1.1 全球PX 产能主要集中在亚洲国家	11
2.1.2 国内进口替代效应加速	12
2.2 PTA：扩产来自龙头，集中度持续提升	14
2.2.1 国内产能增速放缓	15
2.2.2 需求基本稳定	18
2.3 PET：产能扩张放缓，供需基本平衡	19
2.3.1 涤纶产能增速回升，扩产来自龙头	20
2.3.2 下游需求稳定	22
3.炼化项目扬帆起航，公司迎来新发展	24
3.1 炼化项目优势得天独厚	25
3.2 乙烯项目完善炼化一体化拼图	27
附录：财务报表预测	29

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	5
图表 3 公司全产业链产能布局情况	6
图表 4 公司 2016-2019Q1 营业收入 (亿元)	7
图表 5 公司 2016-2019Q1 净利润 (亿元)	7
图表 6 公司 2016-2019Q1 营业收入 (亿元)	7
图表 7 公司 2016-2019Q1 净利润 (亿元)	7
图表 8 公司聚酯业务毛利率远高于其他竞争者	8
图表 9 聚酯行业龙头涤纶长丝产能类型细分	8
图表 10 大炼化行业企业重要节点	9
图表 11 四大民营炼化企业规模	9
图表 12 大炼化产业链	10
图表 13 化纤下游应用领域	10
图表 14 PX 下游应用占比	11
图表 15 全球 PX 产能占比情况	11
图表 16 2005—2017 全球 PX 产能及增幅	12
图表 17 2018 亚洲国家产能占比情况	12
图表 18 2018 年亚洲企业中 PX 产能前十名的企业	12
图表 19 2009—2018.1 国内 PX 产量、需求量及差额	13
图表 20 2009—2018.1 国内 PX 进口量及进口依存度	13
图表 21 中国 PX 进口主要来源	13
图表 22 国内新增 PX 产能情况	13
图表 23 PTA 成本构成	14
图表 24 PTA 下游应用分布	14
图表 25 国内 PTA 产能及增速	15
图表 26 国内 PTA 供需缺口	16
图表 27 国内新增 PTA 产能情况	16
图表 28 国内主要 PTA 供应商产能情况	17
图表 29 国内主要 PTA 供应商产能情况	17
图表 30 2010 国内 PTA 市场占比	18
图表 31 2018 国内 PTA 市场占比	18
图表 32 国内主要 PTA 表观消费量及增速	19
图表 33 国内 PTA 开工率 (%)	19
图表 34 国内 PTA 库存天数 (天)	19
图表 35 聚酯下游应用	20
图表 36 涤纶长丝产能及增速	20
图表 37 国内新增涤纶产能情况	21
图表 38 主要省份涤纶长丝产能	21
图表 39 涤纶长丝市场集中度	22
图表 40 涤纶长丝下游应用占比	22
图表 41 涤纶长丝表观消费量及增速	23
图表 42 柯桥纺织总景气指数	23



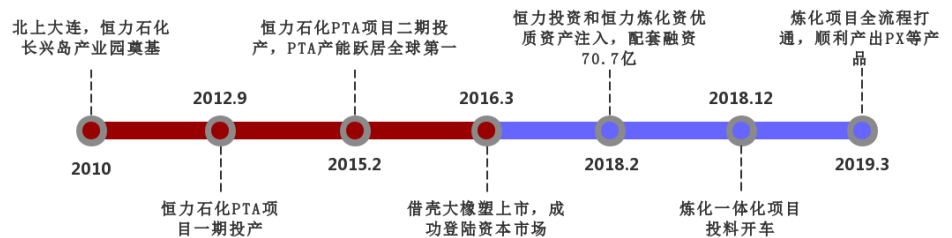
图表 43 涤纶长丝开工率	24
图表 44 涤纶长丝库存天数	24
图表 45 恒力炼化项目落位图	24
图表 46 恒力炼化项目主要装置	25
图表 47 不同原油价格对比	26
图表 48 恒力炼化项目主要产品	26
图表 49 恒力炼化项目周边配套	26
图表 50 乙烯项目所需原料	27
图表 51 乙烯项目主要装置	28
图表 52 乙烯项目主要产品	28

1 公司介绍

1.1 行业龙头，聚酯产业一体化发展

恒力石化股份有限公司是世界 500 强企业恒力集团的核心上市子公司，2016 年 3 月，公司借壳大连橡胶塑料机械股份有限公司实现了在上交所主板的重组上市。重组上市完成后，控股股东恒力集团不断为上市公司注入优质资产。2018 年 2 月，恒力集团旗下恒力投资及恒力炼化资产过户及新增股份上市完成，也标志着上市公司从聚酯到 PTA、芳烃、炼油产业链的整体上市基本完成，形成了“原油—PX—PTA—聚酯”的一体化产业链布局。

图表 1 公司发展历程

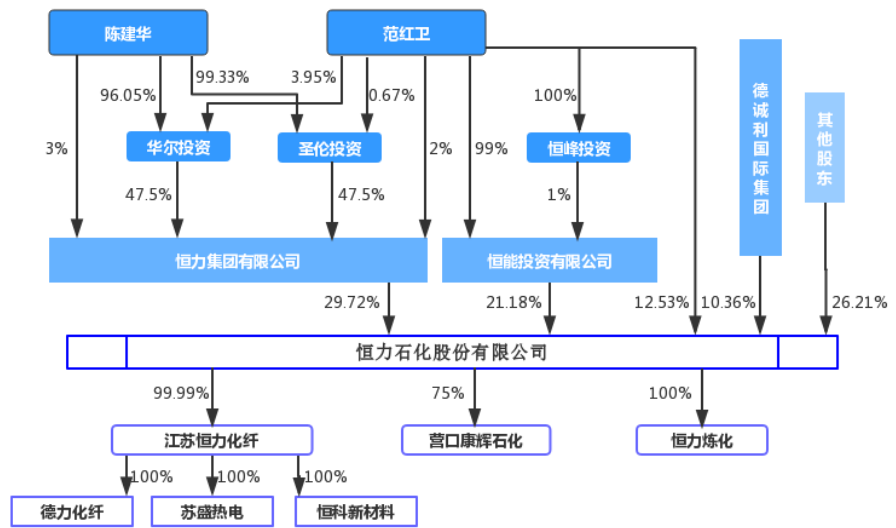


资料来源：公司公告、华安证券研究所

股权结构清晰。恒力集团为公司大股东，持股比例为 29.72%，同时恒力集团及一致行动人持有公司 73.79%的股份，股权十分集中，利于公司重大决策实施。公司实际控制人为陈建华、范红卫夫妇。

发展至今，恒力股份旗下拥有二十余家全资及控股子公司。核心子公司有江苏恒力化纤股份有限公司（涤纶长丝）、恒力石化（大连）炼化有限公司（PTA 及炼化项目）、营口康辉石化（聚酯薄膜、工程塑料）有限公司等。

图表 2 公司股权结构

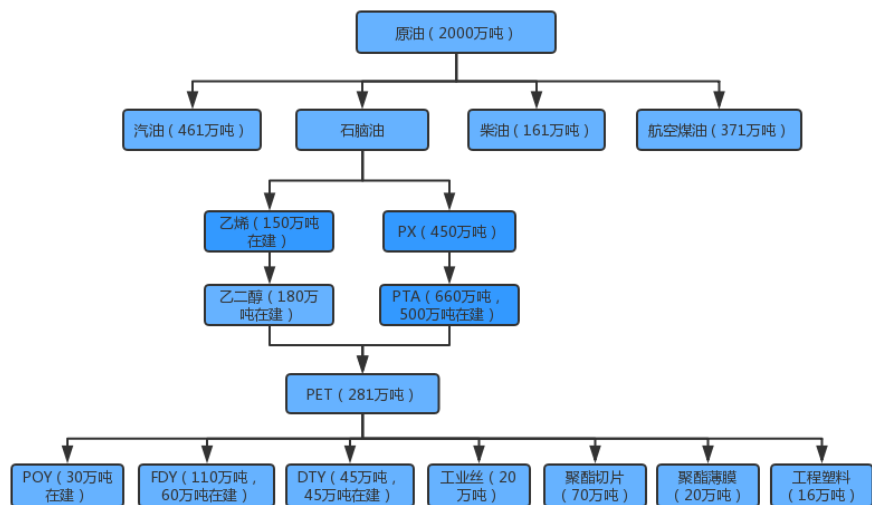


资料来源：wind、华安证券研究所

公司目前聚酯产业链布局完善，实现一体化发展。现有产能：PTA 产能 660 万吨/年，聚酯板块总产能达 281 万吨，包括 110 万吨 FDY，45 万吨 DTY，20 万吨工业丝，70 万吨聚酯切片，20 万吨聚酯薄膜和 16 万吨的工程塑料，聚酯细分产品在行业内最为齐全。

新增产能：PTA 4 期和 5 期两条 250 万吨/年生产线，4 期预计 2019 年底可投产，5 期预计 2020 年 1 季度投产；恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目已于 2018 年底投料开车，目前已全面投产，产出成品油以及 PX 等产品，配套的 150 万吨/年乙烯炼化项目预计 2019Q3 投产；135 万吨民用涤纶长丝在建，预计 2020 年投产。

图表 3 公司全产业链产能布局情况



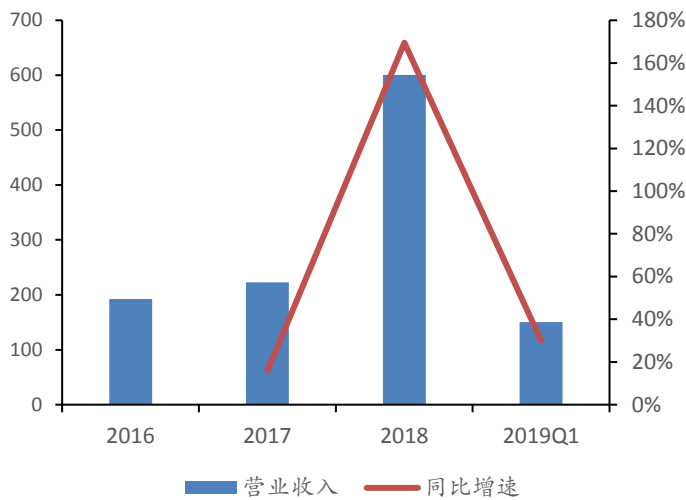
资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.2 公司业绩高速增长

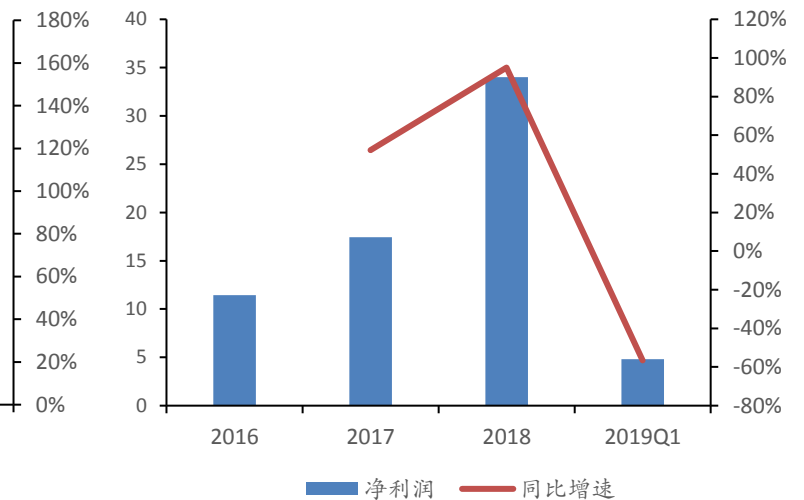
公司自上市以来，受益于聚酯行业的景气，营业收入保持了高速增长，2018年营业收入600.67亿，净利润34.02亿，较2017年分别上涨170%、95%。2018年业绩爆发式增长的是由于大股东恒力集团的优质资产（恒力投资、恒力炼化）注入后合并报表所致。

2019Q1营业收入和净利润分别为150.53亿、4.8亿，同比增速分别为30%、-57%，一季度增收不增利主要是由于上游原材料价格大幅上涨所致。

图表4 公司2016-2019Q1营业收入(亿元)



图表5 公司2016-2019Q1净利润(亿元)

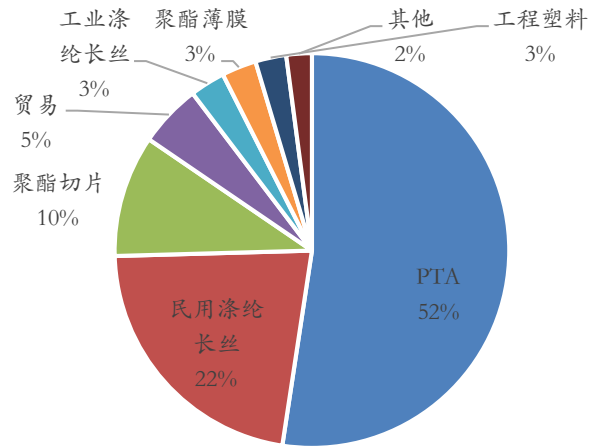
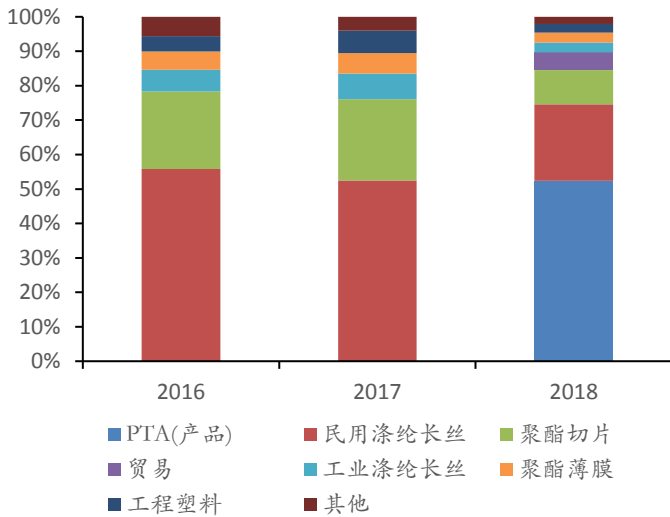


资料来源：wind、华安证券研究所

优质资产不断注入，营收结构持续优化。公司主营产品分为石化和聚酯两大板块，2016-2017年营收结构相对稳定，民用长丝营收占比在55%左右，聚酯切片约在23%左右。2018年完成恒力投资和恒力炼化资产注入后，营收结构有较大变化，PTA营收占比为52%，民用长丝为22%，随着炼化项目的投产，营收结构还在持续优化中。

图表6 公司2016-2019Q1营业收入(亿元)

图表7 公司2016-2019Q1净利润(亿元)

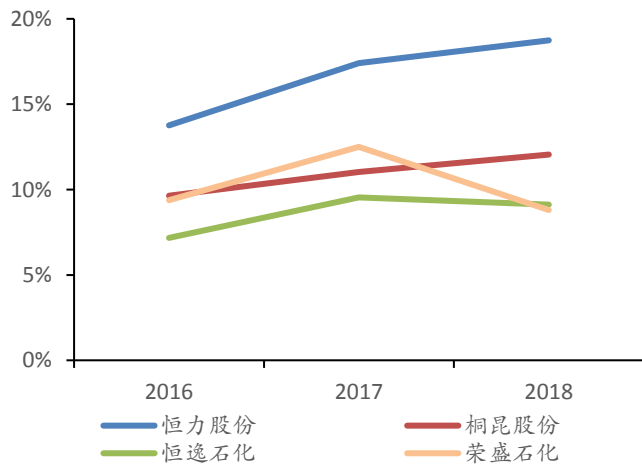


资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

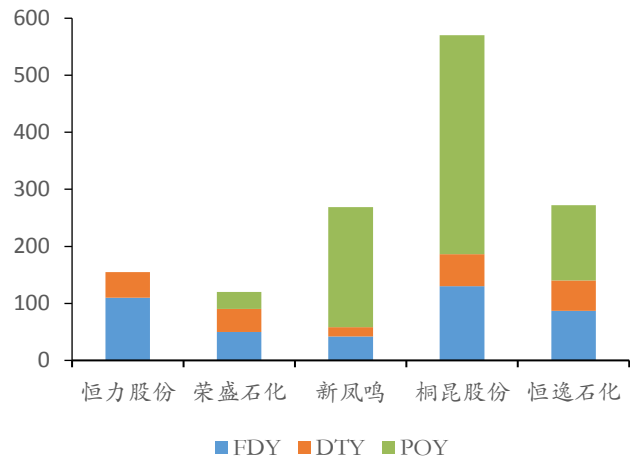
高端化、差异化产品定位带来高收益。主要原因：公司定位于高端化、差异化的 FDY 和 DTY 产品（110 万吨 FDY 和 45 万吨 DTY），而涤纶长丝产品盈利能力 $DTY > FDY > POY$ ，因此聚酯业务毛利率逐年上升，2018 年毛利率达到了 19%，显著高于业内其他竞争者。

图表 8 公司聚酯业务毛利率远高于其他竞争者



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 9 聚酯行业龙头涤纶长丝产能类型细分

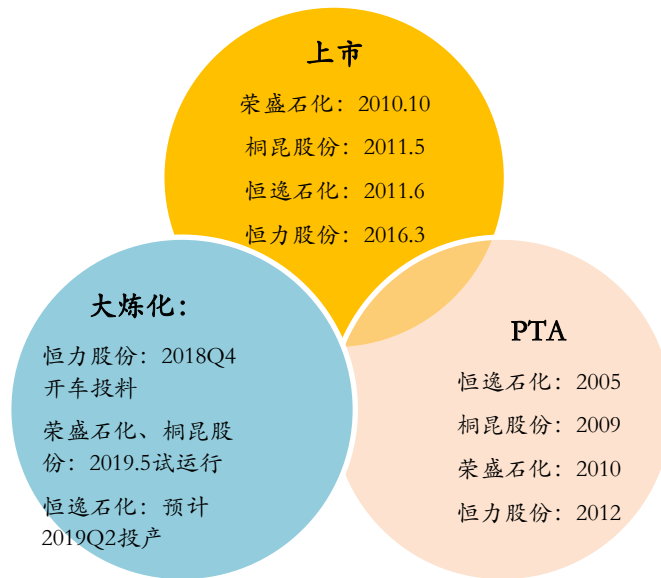


资料来源：wind、华安证券研究所

1.3 行业黑马，后来居上

大炼化行业的企业上市、PTA、炼化三个重要的节点。从上市来看，恒力于 2016 年借壳上市，时间较晚；从 PTA 来看，桐昆（2009 年）和恒逸（2005 年）起步最早，赶上了上一轮高景气周期，享受了行业暴利，恒力是在景气周期之后，才投产的；从大炼化来看，恒力 2000 万吨炼化项目已经投产。

图表 10 大炼化行业企业重要节点



资料来源：公司公告、华安证券研究所

恒力股份上市较晚，不过凭借其高效的管理模式及资本运作，恒力股份后来者居上，目前从 PTA、聚酯、炼化以及市值上都全面赶超业内老牌玩家荣盛石化，是行业的绝对黑马。

图表 11 四大民营炼化企业规模

企业名称	上市时间	市值 (亿)	PTA (万吨)	聚酯 (万吨)	PX (万吨)
恒力股份	2016.11	888.79	660	281	450
荣盛石化	2010.11	758.71	607	120	160
恒逸石化	2011.6	383.35	612	272	-
桐昆股份	2011.5	251.43	370	570	-

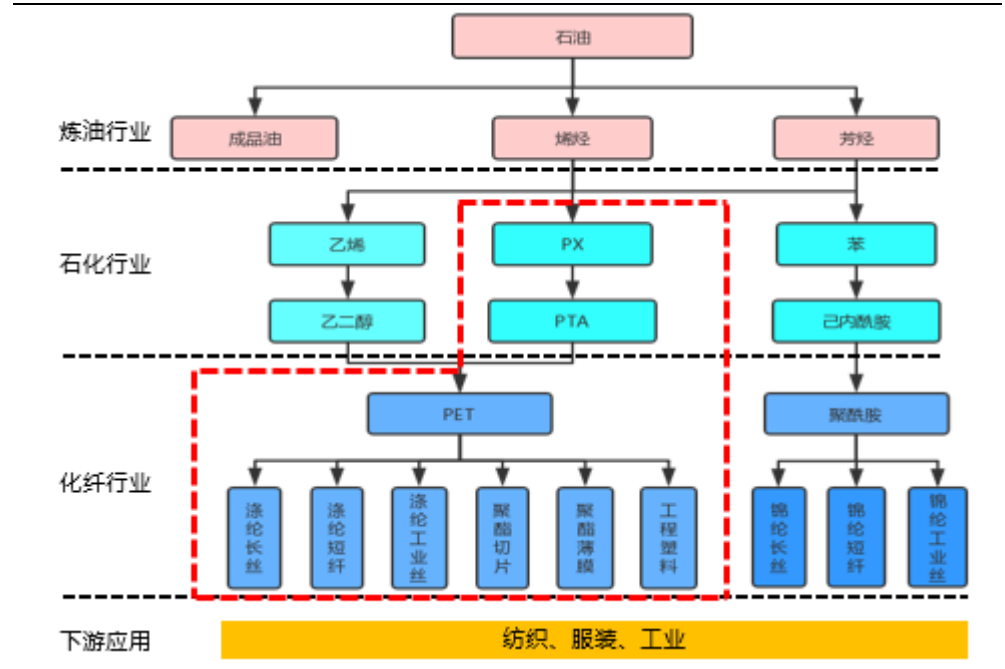
资料来源：公司公告、华安证券研究所

2 大炼化行业：国内迎来一体化发展新格局

大炼化产业链包括炼油、石化、化纤、纺织四大环节集合。一是炼油环节：以石油为基础，经过各种装置加工，可以制得成品油、烯烃和芳烃等最基础的产品；第二石化环节：主要是对炼油环节的产品进行深加工，可以制得汽柴煤油、乙二醇、精对苯二酸甲酯等产品；三是化纤环节：主要是利用上游的乙二醇和精对苯二酸甲酯，制得聚酯（也叫 PET），产品主要有纤维级切片、瓶级切片、薄膜级切片，其中纤维级切片产量最大，应用最广泛；第四下游应用环节：主要是把涤纶产品应用在纺织、服装及工业等领域。

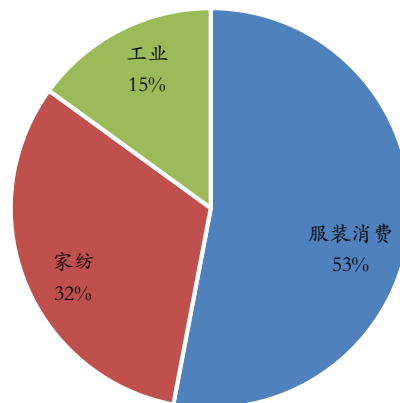
炼化产业链长，上下游带动效应明显，其核心是“PX-PTA-PET-涤纶”的产业链。

图表 12 大炼化产业链



资料来源：华安证券研究所

图表 13 化纤下游应用领域

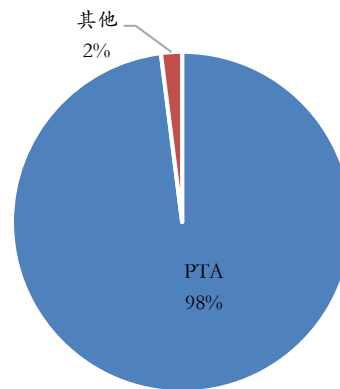


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.1 PX：国内产能快速扩张，进口替代加速

PX：学名：对二甲苯，常温下为无色透明液体，具有芳香气味、可燃、低毒化合物，是石油炼制的中间产品，石脑油经过催化重整、芳烃抽提、异构化等工艺过程制取PX。PX主要下游应用产品是PTA（占比超过98%），PTA是生产聚酯（PET）的核心材料。

图表 14 PX 下游应用占比

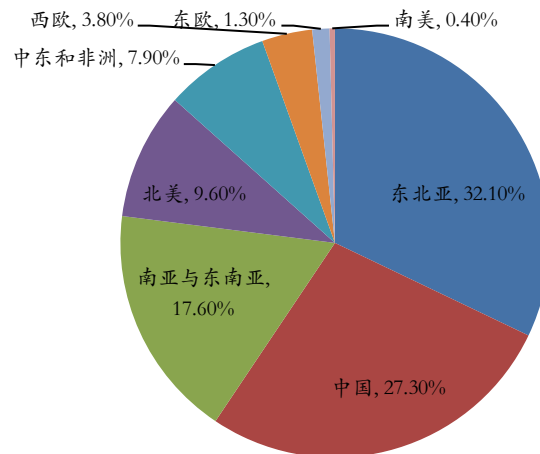


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.1.1 全球 PX 产能主要集中在亚洲国家

亚洲是全球 PX 最重要的供应基地，产能占比高达 77%，可以说亚洲国家决定全球 PX 供应，在全球定价体系中具有绝对的话语权。分地区看：东北亚以日本和韩国为主导，南亚和东南亚以泰国、新加坡等国为主导。随着国内 PX 产能的加速建设，未来中国的产能占比还有较高的提升空间。

图表 15 全球 PX 产能占比情况

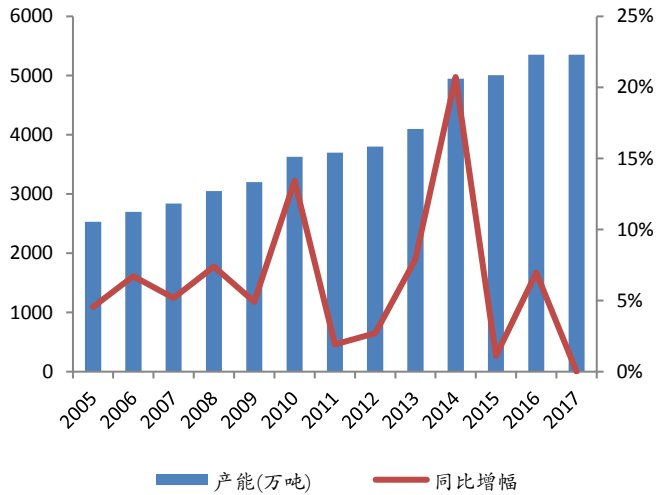


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2017 年全球 PX 产能为 5353 万吨，2005—2017 全球 PX 产能年均复合增长率为 6.44%，经历了两次产能大规模扩张之后，2014 年达到 4950 万吨，其后行业产能基本保持稳定，没有大幅增产，但随着中国在建产能的投产，全球产能将迎来第三次大规模扩产，参与全球竞争。

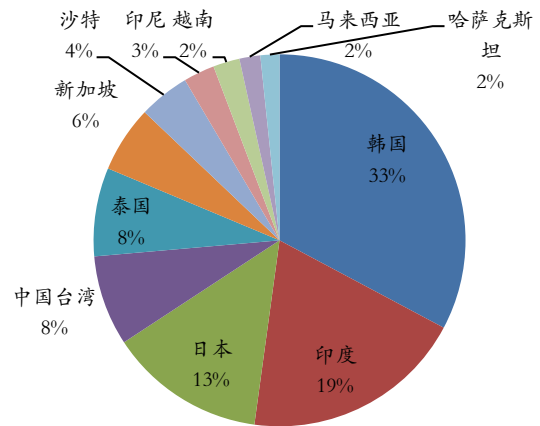
亚洲地区是全球重要的 PX 供应基地，其中韩国（33%）、印度（19%）、日本（13%）三国产能占比达到 65%，其他国家的产能占比相对要低一些。

图表 16 2005—2017 全球 PX 产能及增幅



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

图表 17 2018 亚洲国家产能占比情况



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

从企业角度看,在亚洲国家中 PX 产能排名前十位企业,韩国拥有 5 家、印度、日本、中国、沙特、泰国各有 1 家企业。其中印度的信耐公司、SK 能源产能总计达到 735 万吨, 占前十产能比重为 35.56%。

图表 18 2018 年亚洲企业中 PX 产能前十名的企业

国家	企业名称	产能合计(万吨)
印度	信耐公司 NO1	424.5
韩国	SK 能源	310
日本	JX Nippon Oil & Energy	281
韩国	韩华化学	190
中国	台塑	172
韩国	双龙 (s-oil)	170
韩国	GS CALTEX	135
沙特	阿美 (拉比格)	134
泰国	Aromatics Thailand (PTTGC)	131
韩国	现代 (Hyundai Oil bank)	118

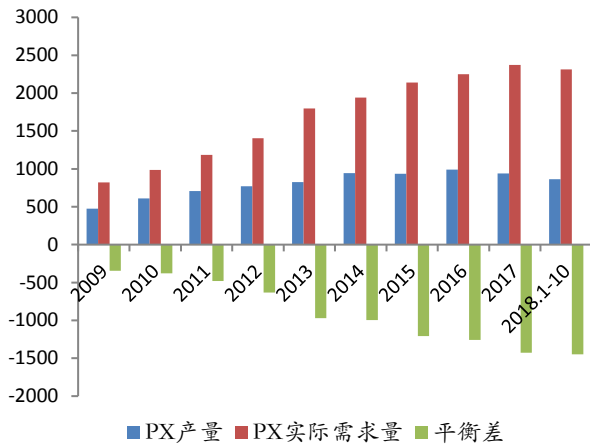
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.1.2 国内进口替代效应加速

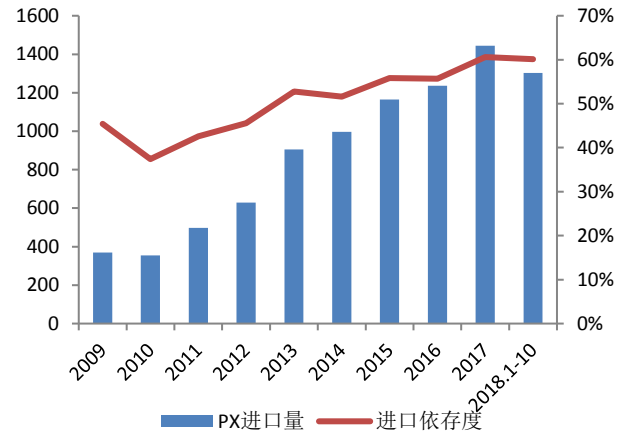
国内 PX 缺口呈现扩大趋势。中国是世界最大的纺织品出口国,国内 PX 供需严重失衡,需求缺口不断增长。2009—2017 年国内 PX 产能基本保持不变,而需求缺口从 345 万吨增长到 1429 万吨,年均复合增长率 (CAGR) 为 19.44%。

面对国内较大供给缺口,短期内只能通过进口来弥补。2017 年国内进口 PX 达到 1444 万吨,2009—2017 进口量年均复合增长率为 18.56%,因进口量的快速增长,使得国内 PX 进口依存度也呈现上升趋势,基本在 50%左右。

图表 19 2009—2018.1 国内 PX 产量、需求量及差额



图表 20 2009—2018.1 国内 PX 进口量及进口依存度

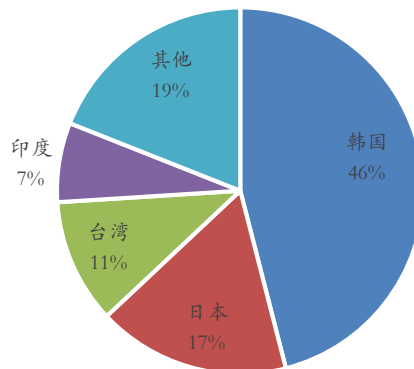


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

国内 PX 进口主要集中在日韩等国。中国作为全球 PX 需求大国，自给率常年维持在 50% 以下，进口主要来自于韩国、日本和台湾等国家和地区，从日本和韩国进口的 PX 比例高达 63%。国内 PX 进口依存度持续走高也导致 PX 价格一直居高不下，大部分利润被日韩等国拿走。

图表 21 中国 PX 进口主要来源



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

PX 迎来产能扩张，需求缺口得到缓解。随着恒力股份、浙石化等大型炼化项目在 2018 年底的开车运行，合计 850 万吨/年的 PX 产能逐渐释放。预计 2019—2020 年国内新增 PX 产能达到 1360 万吨，这将大大缓解国内 PX 产能缺口，降低对外依存度。

图表 22 国内新增 PX 产能情况

企业名称	产能(万吨)	投产时间	项目住址
------	--------	------	------

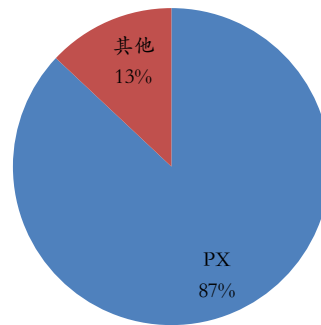
恒力股份	450	2018.10	大连长兴岛
浙江石化一期	400	2018.11	浙江舟山群岛
惠州中海油	100	2019.1	广东惠州
海南炼化	100	2019.3	海南
中化泉州	80	2019.6	福建
宁波中金	200	2019.7	浙江宁波
东营华联石化	200	2019.10	
宁夏宝塔	80	2019.12	宁夏
浙江石化二期	400	2020.12	舟山群岛
虹港石化	200	2020.12	
合计	2210		

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.2 PTA：扩产来自龙头，集中度持续提升

PTA：学名精对苯二甲酸，在常温下是白色晶体或粉末、低毒、易燃。PTA以PX(占比在8成)为原料，以醋酸为溶剂，在催化剂的作用下经空气氧化，生成粗对苯二甲酸，然后对其进行加氢精制，去除杂质，再经结晶、分离、干燥工艺、制得精对苯二甲酸产品。

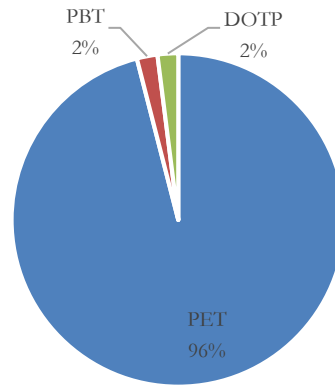
图表 23 PTA 成本构成



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

PTA 是重要的大宗有机原料之一，广泛用于与化学纤维、轻工、电子、建筑等国民经济的各个方面。同时，PTA 的应用又比较集中，世界上 95% 以上的 PTA 用于生产聚对苯二甲酸乙二醇酯(简称聚酯，PET)。

图表 24 PTA 下游应用分布

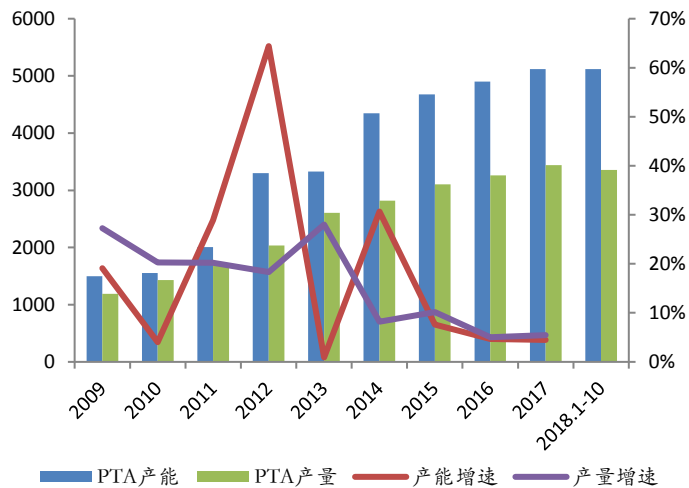


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.2.1 国内产能增速放缓

2009-2017 国内 PTA 名义产能从 1406 万吨/年增长到 5060 万吨/年，年复合增长率 17.4%。同期 PTA 产量由 1196 万吨/年增长到 3273 万吨/年，年复合增长率 13.4%。产量增速转折明显，分为两个阶段。一是 2009—2013 产量保持 20%以上的高增速，2014—2018.10 产量增速直线下降。产能增速高于产量增速，背后折射的是企业低开工率，大量有效产能被闲置。

图表 25 国内 PTA 产能及增速

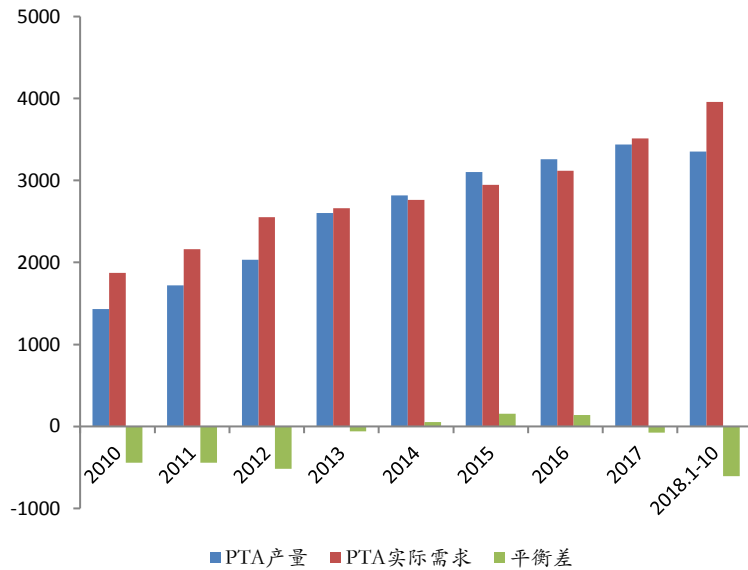


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

PTA 供需由缺口到紧平衡。2010—2012 年国内 PTA 需求充裕，而同期由于产能有限，使得供需出现缺口，约在 450 万吨。伴随着 2012 年国内 PTA 产能的快速扩展，产量缺口基本被满足，但供需基本处于紧平衡，每年有一定的富余，2018 年受国内外经济影响，需求下滑，使得 PTA 富余量相对较大。未来随着国内经济

企稳回升,需求增长,而PTA未来产能释放趋缓,PTA供需估计还将维持紧平衡。

图表 26 国内 PTA 供需缺口



资料来源: 百川资讯、华安证券研究所

未来产能投放放缓,产能扩张集中在2020年以后,且主要是龙头企业扩产。2019—2021年国内新增PTA将产能达到2490万吨,三年分别新增720万吨、1160万吨、610万吨,但新增产能也存在较大的不确定性。2019年除四川晟达的120万吨PTA装置可能投产,福海创150万吨装置复产之外,新凤鸣220万吨产能以及恒力石化250万吨产能预计投产时间将在年底,2019年新增产能有限。

图表 27 国内新增 PTA 产能情况

企业名称	产能	投产时间	产地
福海创	150	2019年2月	漳州
四川晟达	120	2019年	四川南充
新凤鸣	220	2019年	嘉兴
中金石化	300	2020年	宁波
虹港石化	240	2020年	连云港
恒力四期	250	2019年四季度	大连
桐昆石化	240	2021年	九江
台化兴业	150	2020年	宁波
新疆库尔勒中泰石化有限责任公司	120	2021年	昆玉
江阴澄星实业集团有限公司和中石化天津分公司	220	2020年	天津
福建百宏石化	250	2020年	福建省
恒力五期	250	不明确	大连

资料来源: 百川资讯、华安证券研究所

国内 PTA 产能主要集中在华东、华南、东北三个地区。这主要受益于国家的政策支持，三个地区都有国家级的能化基地，同时也具有交通运输等方面的综合优势。

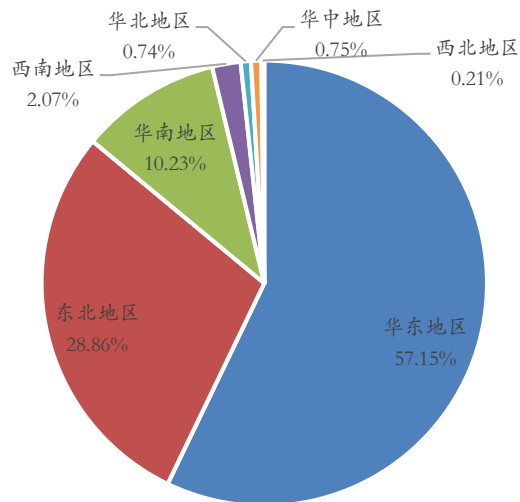
图表 28 国内主要 PTA 供应商产能情况

地区	企业名称	实际产能 (万吨)
华东	逸盛宁波	485
	三房巷海伦石化	240
	桐昆石化	370
	虹港石化	150
	宁波台化兴业	120
	亚东石化	70
	宁波利万聚酯	70
	江阴汉邦	280
	扬子石化	130
	仪征化纤	100
	上海石化	40
	华彬石化	320
华南	珠海 BP	295
	佳龙石化	60
	福海创	300
华北	天津石化	32
华中	洛阳石化	32.5
	逸盛海南	210
东北	逸盛大连	595
	恒力石化	660
	辽阳石化	80
西北	乌鲁木齐石化	9
西南	蓬威石化	90
总计		4348.5

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

PTA 产能区域集中度高。华东、东北、华南三个区域提供了全国 96% 以上的 PTA 产能。东北地区 PTA 产能占全国总产能的 28.86%，华东地区为 57.15%，华南地区为 10.23%。

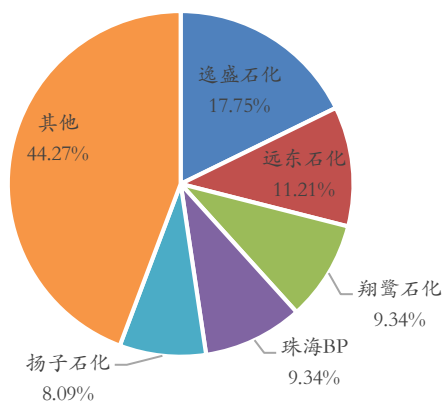
图表 29 国内主要 PTA 供应商产能情况



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

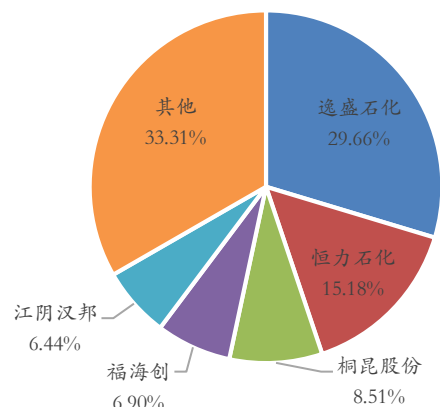
PTA 产能主要集中于行业龙头企业。2010-2018 年，随着小产能逐步淘汰，龙头企业稳步扩产，PTA 行业集中度逐年提升。PTA 前 5 大企业市场份额由 54% 提升至 68%，逸盛系（恒逸、荣盛）合计有效产能约占全国总产能的 30%，寡头态势已经凸显。近年的产能扩产主要由恒力股份、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化、新凤鸣等行业龙头主导，未来市场集中度也有望进一步提升。

图表 30 2010 国内 PTA 市场占比



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

图表 31 2018 国内 PTA 市场占比



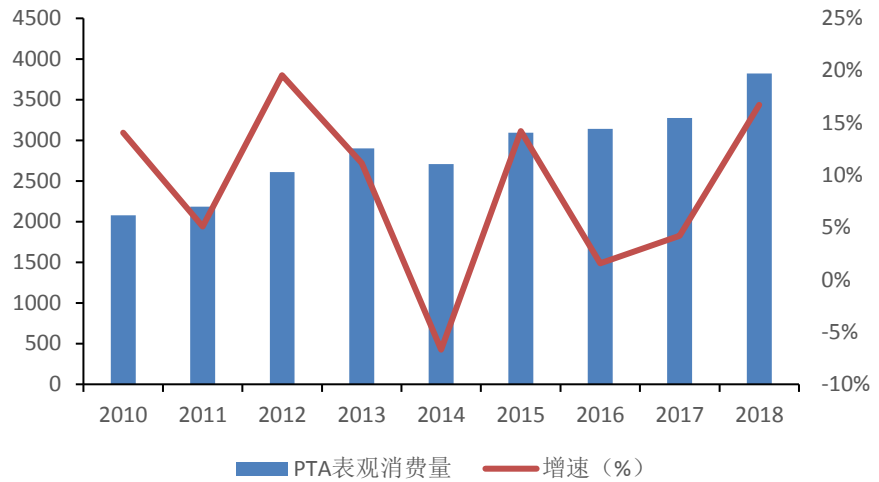
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.2.2 需求基本稳定

PTA 下游需求稳步上升。2010 年到 2018 年 PTA 表观消费量稳步上升，2010 年 PTA 表观消费量为 2077 万吨，2017 年表观消费量为 3373 万吨，7 年需求复合

增速为 6.7%，PTA 需求稳定增长。

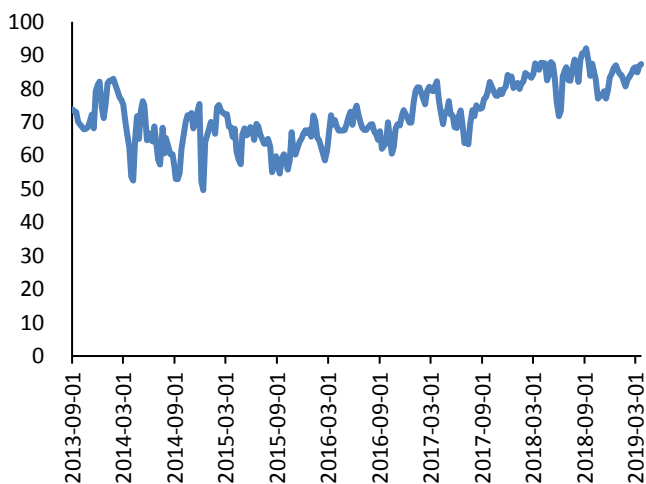
图表 32 国内主要 PTA 表观消费量及增速



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

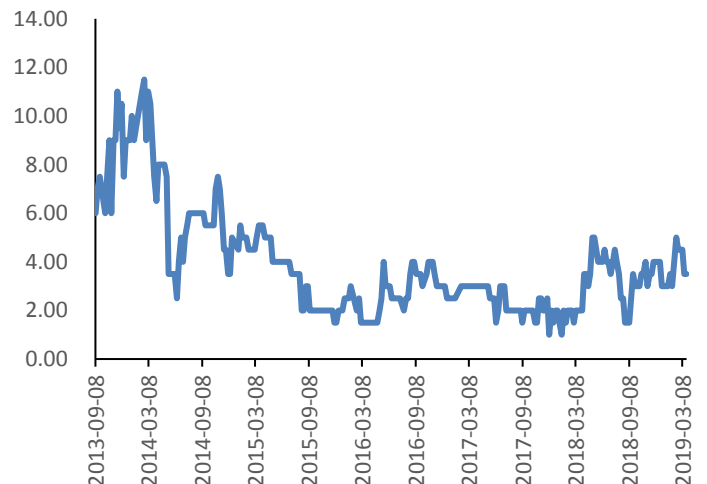
开工率稳中有升，库存天数维持低位。开工率方面，随着 10 年到 14 年产能释放，开工率持续走低，15 年下滑至 64%，16 年出现回升，2018 年国内 PTA 开工率维持在 80% 左右，19 年一季度开工率高达 85%。库存方面，14 年以来库吨天数持续下降并维持低位，17 年平均库存天数达到历史低位 2.38 天，19 年一季度平均库存天数为 3.73 天，库存天数有所上升，不过还处于低位。

图表 33 国内 PTA 开工率 (%)



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 34 国内 PTA 库存天数 (天)



资料来源：wind、华安证券研究所

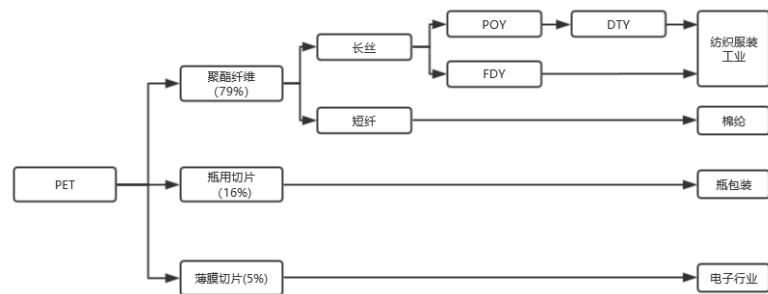
2.3 PET：产能扩张放缓，供需基本平衡

PET：聚对苯二甲酸乙二醇酯，俗称聚酯。是乳白色或浅黄色高度结晶性的聚合物，表面平滑而有光泽，是PTA主要下游产品。

聚酯包括聚酯纤维、瓶用切片和薄膜切片。国内市场，有79%的PTA用于生产聚酯纤维，主要应用于服装纺织及工业用品；15%用于生产瓶级聚酯，主要应用于各种饮料尤其是碳酸饮料的包装；5%用于膜级聚酯，主要应用于包装材料、胶片和磁带。

因PET下游的聚酯纤维主要通过涤纶长丝来衡量，我们重点分析了涤纶长丝的相关情况。

图表 35 聚酯下游应用

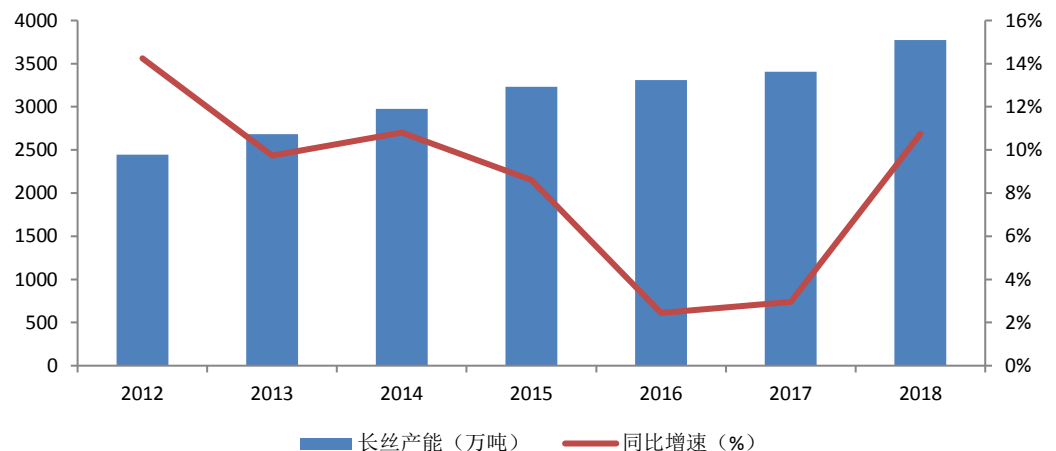


资料来源：wind、华安证券研究所

2.3.1 涤纶产能增速回升，扩产来自龙头

2018年涤纶长丝产能为3773万吨，增速为10.74%，产能增速有所回升。2000年至2014年之间，是涤纶长丝业的高成长期。尤其是2012年前后，年产能增幅均超过了10%，大量新增产能的投放和下游需求增速放缓使得行业产能严重过剩，导致行业持续低迷，盈利下降。2013年长丝的产能增速开始放缓，2016年产能约为3457万吨/年，增速仅为3.61%。

图表 36 涤纶长丝产能及增速



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

随着涤纶长丝盈利的改善，自 2018 年开始产业将重新进入扩能周期，预计 2019 年新增产能在 250-300 万吨/年，未来新增产能有限，增速同步放缓，与新增需求基本相当。不过本次产能扩张集中在龙头企业，产业集中度进一步提升。

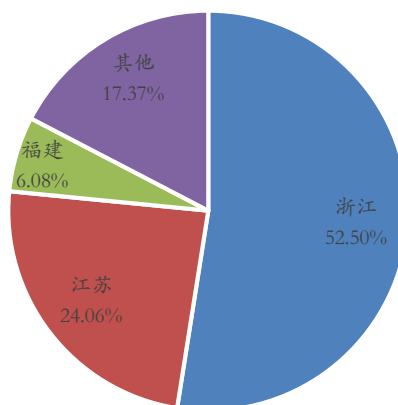
图表 37 国内新增涤纶产能情况

企业名称	产能	投产时间
福建经纬化纤科技实业有限公司	20	计划 2019 年第一季度投产
荣盛集团石化有限公司	60	计划 2019 年投产
恒逸集团有限公司	55	计划 2019 年投产
江苏盛虹集团有限公司	20	计划 2019 年投产
桐昆集团有限公司	60	计划 2019 年投产
江苏恒力集团有限公司	135	计划 2020 年投产
新凤鸣集团有限公司	110	计划 2020 年投产
华祥高纤化纤有限公司	60	计划 2020 年投产
桐昆集团有限公司	240	未定, 90 万吨 FDY, 150 万吨 POY

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

产能区域集中度高。我国涤纶长丝有效产能 3465 万吨/年，其中浙江地区长丝的产能占比为 52.5%，江苏省占比为 24.06%，福建省占比为 6.08%，三省合计占比为 82.63%，涤纶长丝的地域分布非常集中，同时这些地区也是上游 PTA 和下游纺织服装比较集中的地带，表现很强的产业集群现象，物流和交易成本低，也是浙江、江苏地区化纤产业链核心竞争力所在。

图表 38 主要省份涤纶长丝产能

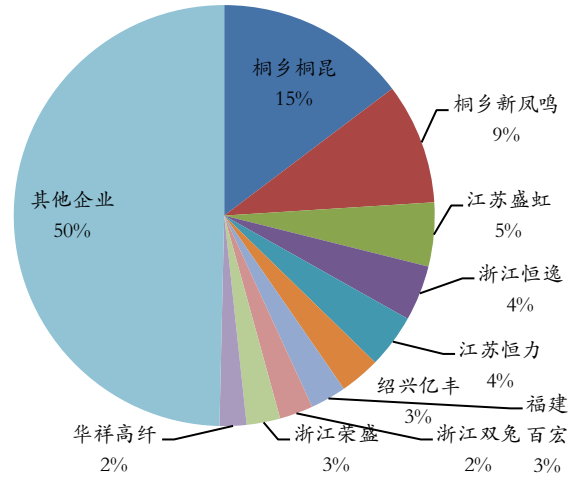


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

行业龙头产能占比高。目前行业前六大涤纶长丝企业桐昆、新凤鸣、盛虹、恒逸、恒力、荣盛总占比接近全国总产能的半壁江山，行业集中度不断提升。未

来几年涤纶长丝扩张也集中在桐昆、新凤鸣、盛虹、恒逸、恒力等龙头企业，行业市场集中度将进一步提升。

图表 39 涤纶长丝市场集中度

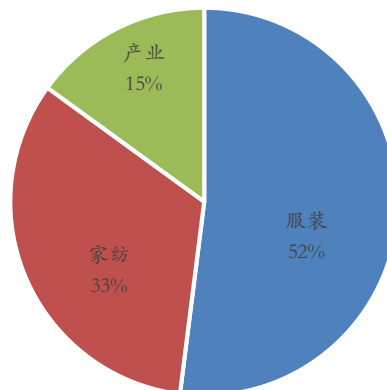


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.3.2 下游需求稳定

我国涤纶长丝下游主要应用于服装、家纺和产业，其中以服装为主，需求占比超过五成，家纺和产业分别占比 33%、15%。由此可见，涤纶下游需求主要集中在纺织行业，纺织行业的景气度对涤纶长丝市场有着重要影响。

图表 40 涤纶长丝下游应用占比

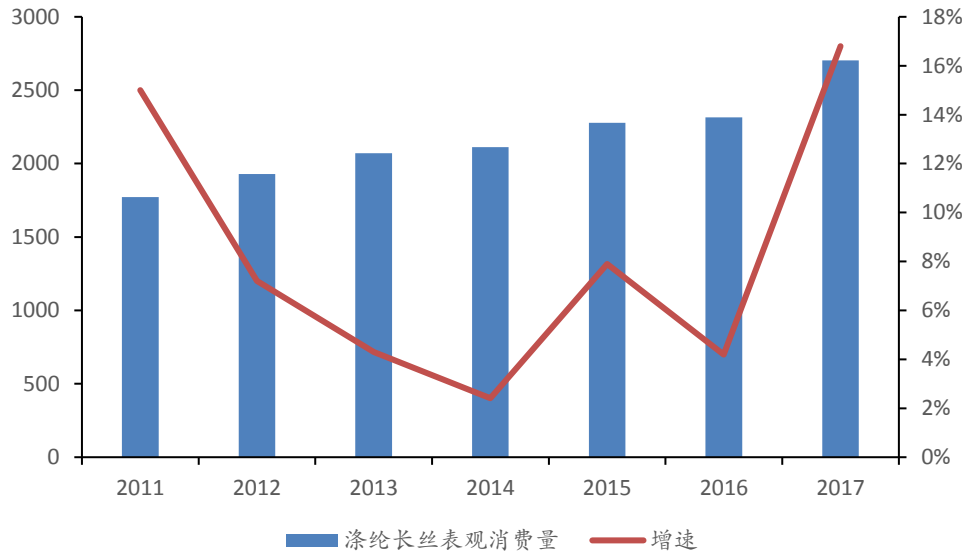


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

从涤纶长丝总体消费来看，我国涤纶长丝表观消费量呈现逐年上升态势，未

来长丝消费增长企稳。我国涤纶长丝的消费量从 2011 年的 1773 万吨增长至 2017 年的 2704 万吨，复合增长率为 7.28%，其中近 2 年复合增速达到 10.6%，近 2 年需求复合增速明显高于产量增速。

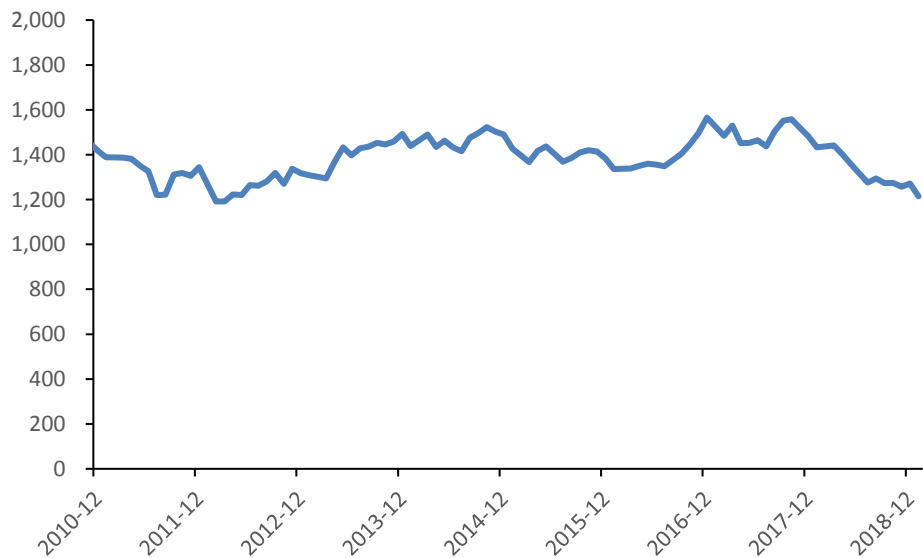
图表 41 涤纶长丝表观消费量及增速



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

下游纺织行业维持景气。2011 年以来，我国柯桥纺织总景气指数维持大体稳定，景气度指数在 1400 左右波动，行业整体趋势保持稳定，给涤纶长丝需求提供有力保障。

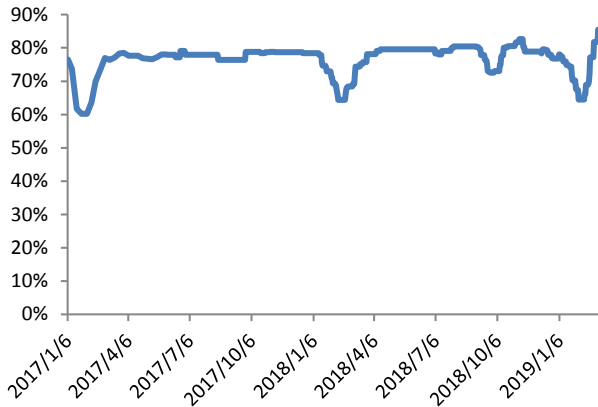
图表 42 柯桥纺织总景气指数



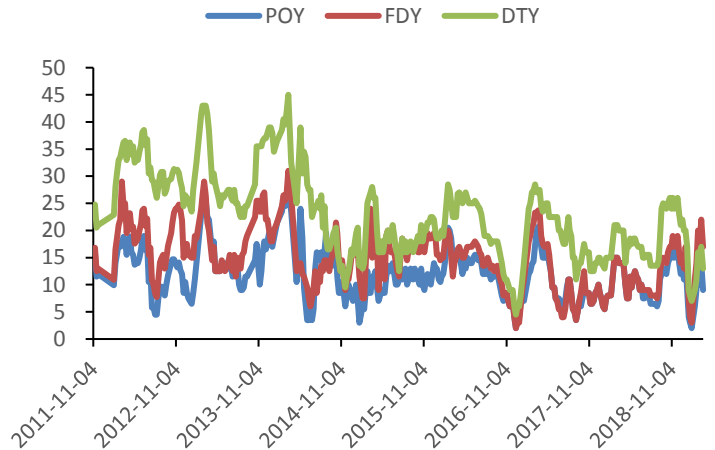
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

涤纶长丝开工率回升，库存天数走低。从开工率来看，2017 年以来涤纶长丝开工率维持在 80%左右，2019 年 3 月达到了 86%，行业开工率回升。从库存角度来看，2016 年年底涤纶长丝库存处于历史同期低位，并且库存在较低位持续波动，2019 年 3 月初涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶 POY 库存分别为 17 天、14 天、10 天，源于下游新订单增多，库存有所下降。开工率走高以及长丝库存的下降给长丝下游需求的稳定增长提供了有力保障。

图表 43 涤纶长丝开工率



图表 44 涤纶长丝库存天数



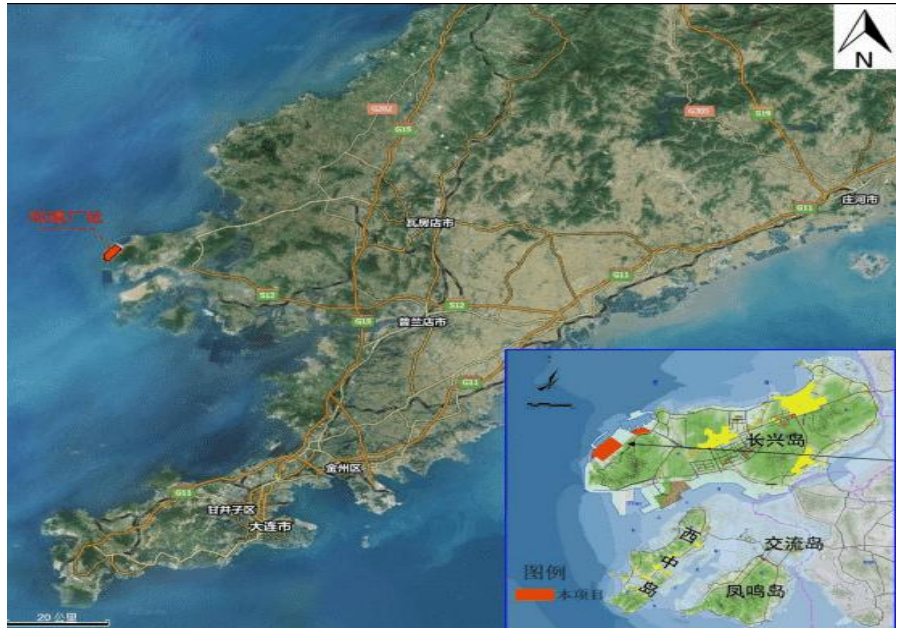
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

3. 炼化项目扬帆起航，公司迎来新发展

公司为打通聚酯全产业链，享受全产业链利润，提高行业话语权，恒力炼化 2000 万吨炼油化工一体化项目于 2015 年启动并于 2017 年动土建设，项目投资 562 亿元，同时投资 210 亿元配套建设 150 万吨/年乙烯项目。炼化一体化项目位于大连长兴岛恒力石化（大连）PTA 项目东侧。根据公司 3 月底公告，炼化项目目前已打通全流程，顺利产出 PX、汽油、柴油、煤油等产品，配套乙烯项目预计 2019Q3 投产。

图表 45 恒力炼化项目落位图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

3.1 炼化项目优势得天独厚

技术和规模优势。恒力炼化项目主要装置包括 2000 万吨常减压和 1150 万吨重油加氢装置，3 套 320 万吨重整装置以及 2 套 225 万吨的芳烃装置，装置均采用世界先进工艺。炼化装置采用的沸腾床加氢裂化以及溶剂脱沥青工艺大大提高渣油的转化率，从而将石脑油成率由 13% 提高到 45%，2000 万吨原油提炼的石脑油基本可以实现自给自足。

公司常减压装置、重油加氢装置、重整装置、芳烃装置无论从单体与合计规模来说都是国内甚至世界领先，从物耗和能耗方面确保了项目规模化的综合运行成本优势。

图表 46 恒力炼化项目主要装置

序号	装置	规模	技术来源
1	1#常减压蒸馏装置	1000 万吨/年	国内技术
2	2#常减压蒸馏装置	1000 万吨/年	国内技术
3	轻烃回收装置	450 万吨/年，含液化石油气分离	国内技术
4	煤油加氢精制装置	200 万吨/年	中石化
5	柴油加氢裂化装置	600 万吨/年	Axens
6	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
7	润滑油异构脱蜡装置	60 万吨/年	CLG+中石化
8	芳烃联合装置	450 万吨/年，含石脑油加氢	Axens+GTC+中

			石化
9	异构化装置	50 万吨/年	GTC
10	C3/IC4 混合脱氢装置	100 万吨/年	Lummus
11	聚丙烯装置	30 万吨/年	INEOS
12	MTBE 装置	82 万吨/年	Axens
13	PSA 氢气提浓装置	73 万标准立方米/时	国内技术
14	煤制氢联产蜡装置	50 万标准立方米/时, 含空分	Linde+国内技术

资料来源：公司公告、华安证券研究所

原料成本优势。炼化项目原料为 1200 万吨沙重原油、600 万吨沙中原油和 200 万吨马林原油。重质高酸原油采购成本相对低廉，可以一定程度上缓冲原料价格上涨带来的风险，有效降低原材料成本。

图表 47 不同原油价格对比

原料	数量	布伦特原油价格（美元）		
		60	80	100
沙重原油	1200 万吨/年	52.78	73.54	92.61
沙中原油	600 万吨/年	55.46	76.22	95.08
马林原油	200 万吨/年	52.63	72.26	92.11

资料来源：公司公告、建设项目经济评价参数、华安证券研究所

炼化项目产品丰富。项目主要产品包括 450 万吨 PX、461 万吨国 V 汽油、161 万吨国 V 柴油、371 万吨航空煤油以及 163 万吨化工轻油。

图表 48 恒力炼化项目主要产品

产品	数量	单位
PX	450	万吨/年
苯	97	万吨/年
化工轻油	163	万吨/年
95#国 V 汽油	255	万吨/年
92#国 V 汽油	206	万吨/年
国 V 柴油	161	万吨/年
航空煤油	371	万吨/年
润滑油基础油	54	万吨/年

资料来源：公司公告、华安证券研究所

配套优势。主要包括自备发电厂，实现热电联供，提供廉价的电力和蒸汽等；自有成品油、原油码头，铁路、公路装车设施等。另外炼化项目的产品 PX 可以直接利用管道输送到长兴岛相近毗邻的恒力石化 PTA 工厂，与原先从日、韩进口 PX 相比，运费及关税大幅降低。这些全面配套优势将降低相关能源及运输费用，进一步提高公司成本端的优势。

图表 49 恒力炼化项目周边配套



资料来源：公司公告、华安证券研究所

销售端强强联合。恒力集团已与中化集团、中国石油、中国石化签署相关战略合作和营销协议，将在原油采购、成品油销售、润滑油销售和其他石化产品销售方面全方位合作，依托它们的国际贸易网络和国内销售平台，充分发挥恒力炼化一体化的优势。

3.2 乙烯项目完善炼化一体化拼图

为充分利用 2000 万吨炼化项目副产品，最大限度发挥一体化优势，公司在工业园内投资 210 亿元配套建设 150 万吨/年乙烯项目，原料全部来自上游炼化装置，可以使现有资源充分利用，降低原料运输成本，增加企业盈利能力。

图表 50 乙烯项目所需原料

序号	原料	数量	备注
1	炼厂干气	108 万吨/年	来自炼油装置
2	正丁烷	61.3 万吨/年	来自炼油装置
3	正戊烷+正己烷	50/51 万吨/年	来自炼油装置
4	直馏石脑油	69.76 万吨/年	来自炼油装置
5	轻石脑油	50.24 万吨/年	来自炼油装置
6	丁烯-1	0.16 万吨/年	外购
7	己烷	0.24 万吨/年	外购
8	苯	55.94 万吨/年	来自炼油装置
9	粗异丁烷	4.71 万吨/年	来自炼油装置
10	C9+汽油	3.84 万吨/年	来自炼油装置
11	水煤气	729.78 万吨/年	来自煤制氢
12	净化气	16.19 万吨/年	来自煤制氢

资料来源：公司公告、华安证券研究所

项目主体包括 150 万吨/年乙烯装置、14 万吨/年丁二烯抽提装置、35 万吨/

年裂解汽油加氢装置、2套20万吨/年聚丙烯装置、72万吨/年苯乙烯装置、40万吨/年高密度聚乙烯装置、2套90万吨/年乙二醇装置、17万吨/年碳四加氢装置。

图表 51 乙烯项目主要装置

序号	装置	规模
1	蒸汽裂解装置	150万吨/年
2	乙二醇 (EG) 装置 1 线	90万吨/年
3	乙二醇 (EG) 装置 2 线	90万吨/年
4	苯乙烯 (SM) 装置	72万吨/年
5	高密度聚乙烯 (HDPE) 装置	40万吨/年
6	聚丙烯 (PP) 装置 1 线	20万吨/年
7	聚丙烯 (PP) 装置 2 线	20万吨/年
8	裂解汽油加氢装置	35万吨/年
9	丁二烯抽提装置	14万吨/年
10	碳四加氢装置	17万吨/年

资料来源：公司公告、华安证券研究所

乙烯项目主要产品为150万吨乙烯、180万吨乙二醇、72万吨苯乙烯、40万吨聚乙烯、85万吨聚丙烯、14万吨丁二烯。

图表 52 乙烯项目主要产品

产品	规模
乙烯	150万吨/年
乙二醇	180万吨/年
苯乙烯	72万吨/年
聚乙烯	40万吨/年
聚丙烯	85万吨/年
丁二烯	14万吨/年

资料来源：公司公告、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	39,579	54,128	85,608	112,253	营业收入	60,067	108,121	140,557	161,641
现金	12,323	15,820	34,954	50,619	营业成本	52,413	92,011	119,474	135,778
应收账款	490	513	714	969	营业税金及附加	325	622	808	898
其他应收款	6	28	34	33	销售费用	543	1,020	1,299	1,493
预付账款	819	1,577	2,450	3,618	管理费用	620	3,038	3,988	3,599
存货	18,527	17,994	26,803	35,003	财务费用	1,478	3,340	3,165	2,894
其他流动资产	7,413	18,196	20,654	22,011	资产减值损失	59	(33)	15	23
非流动资产	85,663	84,249	82,739	81,158	公允价值变动收	11	(12)	5	1
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	108	0	0	0
固定资产	24,056	22,533	21,009	19,486	营业利润	4,119	8,111	11,814	16,955
无形资产	4,922	4,594	4,288	4,002	营业外收入	26	15	20	17
其他非流动资产	56,685	57,122	57,442	57,670	营业外支出	5	3	3	4
资产总计	125,242	138,377	168,347	193,411	利润总额	4,140	8,122	11,830	16,969
流动负债	54,216	51,691	67,880	78,418	所得税	738	1,218	1,775	2,545
短期借款	22,991	22,909	22,745	22,511	净利润	3,402	6,904	10,056	14,424
应付账款	16,347	11,659	19,002	27,050	少数股东损益	80	18	136	191
其他流动负债	14,878	17,122	26,132	28,857	归属母公司净利润	3,323	6,886	9,920	14,233
非流动负债	43,118	52,723	59,211	63,429	EBITDA	8,069	13,303	16,808	21,659
长期借款	40,067	40,067	40,067	40,067	EPS (元)	0.66	1.36	1.96	2.82
其他非流动负	3,052	12,656	19,144	23,362					
负债合计	97,334	104,413	127,090	141,847					
少数股东权益	321	339	475	666					
股本	5,053	5,053	5,053	5,053					
资本公积	20,458	20,458	20,458	20,458					
留存收益	2,667	8,114	15,271	25,387					
归属母公司股东	27,588	33,624	40,781	50,898					
负债和股东权益	125,242	138,377	168,347	193,411					

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	169.51%	80.00%	30.00%	15.00%
营业利润	102.37%	96.91%	45.65%	43.53%
归属于母公司净利	93.25%	107.24%	44.06%	43.48%
获利能力				
毛利率(%)	12.74%	14.90%	15.00%	16.00%
净利率(%)	5.53%	6.37%	7.06%	8.81%
ROE(%)	12.19%	20.33%	24.37%	27.97%
ROIC(%)	37.63%	13.82%	17.90%	28.60%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.72%	75.46%	75.49%	73.34%
净负债比率(%)	-29.59%	46.78%	12.75%	23.86%
流动比率	0.73	1.05	1.26	1.43
速动比率	0.39	0.70	0.87	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.82	0.92	0.89
应收账款周转率	227.60	223.36	241.47	200.08
应付账款周转率	7.04	7.72	9.17	7.02
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.36	1.96	2.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.80	4.96	4.47
每股净资产(最新摊薄)	5.46	6.65	8.07	10.07
估值比率				
P/E	25.4	12.3	8.5	5.9
P/B	3.1	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	13.62	9.17	6.11	4.02

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,131	9,071	25,083	22,570
净利润	3,402	6,886	9,920	14,233
折旧摊销	1,883	1,852	1,830	1,809
财务费用	1,260	3,340	3,165	2,894
投资损失	(108)	0	0	0
营运资金变动	(12,712)	(2,980)	10,012	3,420
其他经营现金	10,406	(26)	157	214
投资活动现金流	(32,430)	35	3	(14)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(32,430)	35	3	(14)
筹资活动现金流	34,305	(6,206)	(5,961)	(6,882)
短期借款	15,494	(81)	(164)	(234)
长期借款	39,570	0	0	0
普通股增加	2,227	0	0	0
资本公积增加	19,550	0	0	0
其他筹资现金	(42,537)	(6,125)	(5,797)	(6,648)
现金净增加额	6,006	2,901	19,126	15,673

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。