

# 首尾联动 炼化聚酯携手发力

——恒逸石化 (000703.SZ)

化工/化学纤维



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

我们看好公司的原因有三点：**量的逻辑**：1、文莱炼化项目中性情景年均净利润4.5亿美元（汇率7折合31.5亿元）2、产能收购+新建促聚酯放量，18-21销量CAGR预计达24%。3、**产业链逻辑**：长丝环节价差有望受益上游产能大幅扩张。

文莱项目中性情景下年均净利润4.5亿美元、悲观情景2.5亿，乐观情景7亿。

- 项目2014至今净利润中枢5.7亿美元、IRR中枢18.7%、净利率中枢11%。
- 2019年均价下年均净利润4.4亿美元，加工吨原油净利润为54美元、净利率8.3%，ROE41.8%、ROI13.1%，盈亏平衡点43.9%，投资回收期8.4年。
- 项目四大优势：税费减免、地处消费区、油价传导顺畅、物流便利。所得税减免带来8000万美元超额净利润、中文零关税为芳烃降本近20美元/吨、区内成品油价格与原油关联度高叠加新交所套期保值可实现利润稳定性、原油物流费用年节省超2000万美元。

长丝将受益于化纤产业链格局重塑。

- 近年POY-石脑油总价差维持在3000元/吨以上。未来两年PX产能CAGR25%、PTA产能CAGR19%、MEG产能CAGR41%，长丝产能CAGR不足9%。聚酯原料扩能较大，聚酯成本端宽松，长丝集中度提升也有助于维持价格相对稳定，我们认为长丝环节价差有望扩大，公司将有所受益。
- 我国2019年PX产能增速将达到54%，对外依存度降至43%。未来两年CAGR近25%。大产能占比逐步提升的同时，亦将凭借400~750元/吨的成本优势从日韩手中夺回国内市场，公司作为单线大产能PX具备成本优势。
- 我国PTA未来两年增速重回增长，CAGR近19%。成本比拼将成为各企业的主战场，大产能较小产能PTA存在350元/吨的成本优势。公司与荣盛合营在建逸盛2X300万吨PTA未来投产后，将持续加强该环节把控力度。
- 涤纶长丝2021年行业CR5较19年提升5pct至51%，未来两年产能增速CAGR不足9%。国内长丝产量和表消增速稳步回升，近期二者增速11%、出口增速14%将成为长丝消费新动能，越南、印尼等东南亚地区纺服发展强劲，成为我国涤纶出口一大市场。

**聚酯产能收购+新建放量贡献业绩。**公司自2017年开始聚酯产能逐步扩张，目前参控股产能725万吨，权益产能超600万吨，目前仍在建125万吨产能，2021聚酯销量有望达到635万吨（未含联营），18-21CAGR达25%，聚酯大幅放量叠加长丝环节话语权提升，业绩贡献确定性强。

**公司财务经营情况稳中向好。**剔除贸易业务后的期间费率及人均效益指标优于可比公司；资产负债率较为平稳，且未来逐步下降；销售现金比率回升。

**投资建议：**我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.99、1.58、1.96元，对应当前股价，PE分别13.34、8.38、6.75倍。我们给予公司六个月目标价17元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原油价格剧烈波动、中东地缘政治加剧、文莱国内政策收紧、国际贸易政策变化、汇率波动、聚酯需求不及预期

评级

买入（首次）

2019年11月25日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘少卿

研究助理

liushaoqing@shgsec.com

010-56931959

## 交易数据

时间 2019.11.25

总市值/流通市值（亿元）	375.11/301.31
总股本（万股）	284,172.55
资产负债率（%）	64.38
每股净资产（元）	7.83
收盘价（元）	13.2
一年内最低价/最高价（元）	11.0/18.35

## 公司股价表现走势图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	64,283.85	84,947.69	86,273.86	117,733.2	123,631.8
增长率 (%)	98.3%	32.1%	1.6%	36.5%	5.0%
归母净利润 (百万)	1,621.99	1,962.05	2,810.99	4,476.38	5,560.52
增长率 (%)	95.3%	21.0%	43.3%	59.2%	24.2%
净资产收益率 (%)	13.6%	11.0%	14.2%	20.1%	21.9%
每股收益(元)	1.00	0.80	0.99	1.58	1.96
PE	13.20	16.50	13.34	8.38	6.75
PB	1.82	1.95	1.90	1.68	1.48

资料来源：公司财报、申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 首尾兼顾把控化纤全产业链</b> .....	<b>7</b>
1.1 文莱炼化投产 聚酯收购扩张 .....	7
1.2 公司近年聚酯营收占比逐步提升 .....	9
1.3 公司股权结构清晰 .....	10
1.4 公司人均指标相对优于可比公司 .....	11
1.5 公司财务经营情况稳中向好 .....	12
<b>2. 文莱项目中性情景下年均净利润 4.5 亿美元</b> .....	<b>15</b>
2.1 项目介绍及特点 .....	15
2.2 项目四大优势：税费减免 地处消费区 油价传导顺畅 物流便利 .....	16
2.2.1 税费减免为公司带来利润及成本优势 .....	16
2.2.2 借力东南亚亿吨成品油缺口 规避国内成品油竞争 .....	16
2.2.3 东南亚成品油价格与原油关联度高实现稳定加工利润 .....	18
2.2.4 原油物流费用年节省超 2000 万美元 .....	18
2.3 项目效益测算 .....	19
2.3.1 成品油上下游价格传导顺畅平滑项目盈利 .....	19
2.3.2 敏感性分析显示生产负荷适度提升可在一定程度上对冲 PX 下跌风险 .....	20
2.3.3 效益回溯显示项目 2014~今净利润中枢在 5.7 亿美元 .....	22
<b>3. 长丝将受益于化纤产业链格局重塑</b> .....	<b>25</b>
3.1 PX 进口替代加速 .....	25
3.2 PTA 成本比拼成为主战场 .....	32
3.3 涤纶长丝在产业链话语权有望提升 .....	36
<b>4. 投资建议</b> .....	<b>45</b>
4.1 关键假设 .....	45
4.2 投资建议 .....	45
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>46</b>

## 图表目录

<b>图 1： 公司近年聚酯参控股产能稳步增长 万吨</b> .....	<b>8</b>
<b>图 2： 公司发展历程</b> .....	<b>8</b>
<b>图 3： 公司近年固定资产增长较快</b> .....	<b>8</b>
<b>图 4： 公司在建工程随文莱项目加速推进大幅增加</b> .....	<b>8</b>
<b>图 5： 公司近三年聚酯营收占比逐渐上升</b> .....	<b>9</b>
<b>图 6： 公司近三年聚酯营收占比逐渐上升（剔除贸易及其他）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 7： 公司毛利结构随化纤产业链各环节景气度变化而调整</b> .....	<b>10</b>
<b>图 8： 公司各业务板块毛利率变化（%）</b> .....	<b>10</b>
<b>图 9： 公司产业链（随本月文莱一期投产已跨入炼化行业）</b> .....	<b>10</b>
<b>图 10： 公司主要股权结构</b> .....	<b>11</b>
<b>图 11： 公司员工人数与可比公司相比较为精简（2018，人）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 12： 公司人均营收和净利润相对较好（2018，万元）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 13： 公司近年人均薪酬相对较高（元/年）</b> .....	<b>12</b>
<b>图 14： 公司各季度期间费率总体保持稳定</b> .....	<b>12</b>
<b>图 15： 可比公司期间费率对比（剔除贸易营收）</b> .....	<b>13</b>

图 16: 可比公司销售费率对比 (剔除贸易营收)	13
图 17: 可比公司管理费率 (含研发) 对比 (剔除贸易营收)	13
图 18: 可比公司财务费率对比 (剔除贸易营收)	13
图 19: 可比公司研发费率对比 (剔除贸易营收)	13
图 20: 公司营收呈现稳定增长态势 (百万元)	14
图 21: 公司自 2016 年现金分红比例逐年增加 (百万元)	14
图 22: 公司毛利与净利润变化情况 (百万元)	14
图 23: 公司毛利率与净利率稳步回升	14
图 24: 公司归母净利润平稳增长 (百万元)	14
图 25: 公司 ROA 与 ROE 变化情况	14
图 26: 公司资产负债率较为平稳 (%)	15
图 27: 销售现金比率有所回升 (百万元)	15
图 28: 文莱原油几乎全部出口	16
图 29: 东南亚地区油品消费稳步提升 (百万吨)	17
图 30: 我国成品油消费下滑	17
图 31: 成品油净出口增速大幅提升 (万吨)	17
图 32: 我国炼油产能增速回升 (万吨)	17
图 33: 汽油出口地	17
图 34: 柴油出口地	17
图 35: 项目所在位置较华东炼厂存在 2500km 的运距优势	19
图 36: 原材料占成本比例近九成	20
图 37: 折旧及燃料在非原料成本中占比较高	20
图 38: 成品油营收占比 63%	20
图 39: 除近期 PX 占比下降较大外 历年营收占比相对稳定	20
图 40: PX 价格每变动 2% 将影响 2600 万美元净利润	21
图 41: PX 价格下跌 10% 将使项目 IRR < 12%	21
图 42: PX 价格每变动 2% 将影响 3.25 美元吨油净利润	21
图 43: PX 价格对净利率与毛利率影响	21
图 44: PX 价格对 ROE 和 ROA 影响	21
图 45: PX 价格对投资回收期影响	21
图 46: 原油价格变化对项目净利润影响	22
图 47: 原油价格变化对项目 IRR 影响	22
图 48: 负荷每提升 2% 将增加 1500 万美元净利润	22
图 49: 负荷变化对项目 IRR 影响	22
图 50: 项目 2014~今净利润中枢在 5.7 亿美元	23
图 51: 项目 2013~今净利率中枢 10.8%	23
图 52: 项目营业收入与利润总额回溯对比	23
图 53: 项目 ROE ROI 与盈亏平衡点回溯对比	24
图 54: 项目投资回收期与财务净现值回溯对比	24
图 55: 化纤各环节价差变化情况	25
图 56: 长丝原料端扩能力度大	25
图 57: 典型芳烃联合装置工艺流程 (UOP 工艺)	27
图 58: 我国 2018 年在全球 PX 产能占比 1/4	27
图 59: 我国 2018 年在全球 PX 需求占比六成	27
图 60: PX 近年产能几乎无增长	27
图 61: 2018 年我国 PX 自给率降至不足四成	28

图 62: 近年 PX 进口数量激增 .....	28
图 63: 2019 年后 PX 进口同比降幅超 10% .....	28
图 64: 日韩台在我国 PX 进口中占比七成 .....	28
图 65: 未来两年 PX 产能增速仍将超 PTA 增速 5pct .....	28
图 66: PX-石脑油价差年内逐步下滑 .....	29
图 67: 不同单线产能的 PX 装置加工成本差别较大 .....	30
图 68: 大产能 PX 较小产能加工成本存在 400 元/吨优势 .....	30
图 69: 我国目前大、中、小产能相对平均 .....	30
图 70: 亚洲小产能占比六成 .....	30
图 71: 到 2021 年我国 PX 大产能占比近五成 .....	30
图 72: PTA 近年产能出清明显 .....	33
图 73: PTA 近年开工率回升 .....	33
图 74: PTA 近期开工率在相对高位 (%) .....	33
图 75: PTA 下游消费结构以 PET 为主 .....	33
图 76: PTA 近期周产量在 80 万吨以上 .....	33
图 77: 我国 PTA 产能全球占比超六成 .....	34
图 78: 我国 PTA 消费全球占比超五成 .....	34
图 79: PTA 产能结构占比 .....	34
图 80: PTA 产能集中在华东、东北和华南地区 .....	34
图 81: 不同单线产能的 PTA 装置加工成本差别较大 .....	35
图 82: 大产能 PTA 较小产能存在 350 元/吨的成本优势 .....	35
图 83: 我国聚酯产能与产量全球占比 60% .....	37
图 84: 长丝在涤纶产品中占比近八成 .....	37
图 85: 涤纶在化纤产品中占比近八成 .....	38
图 86: 涤纶纤维在聚酯消费结构中占比近八成 .....	38
图 87: 涤纶长丝下游中纺服占比 85% .....	38
图 88: 典型聚酯产品链 .....	38
图 89: 涤纶长丝近年产量与销量增速 > 产能增速 .....	39
图 90: 2019 年涤纶长丝 CR4 为 46% .....	39
图 91: 2021 年涤纶长丝 CR4 预计达到 50% .....	39
图 92: 江浙地区长丝产量占比八成 .....	39
图 93: 近期江浙地区长丝开工负荷九成以上 .....	39
图 94: 我国化纤企业数量逐年降低 .....	40
图 95: 长丝库存天数相对较低 .....	40
图 96: 涤纶长丝开工率回升 .....	40
图 97: 涤纶长丝出口稳步增长 (万吨) .....	40
图 98: 我国长丝出口中高附加值产品占比近八成 .....	40
图 99: 我国 2019 年化纤长丝出口金额占比 .....	40
图 100: 我国化纤长丝出口金额稳步提升 (亿美元) .....	40
图 101: 出口至越南和印尼的化纤长丝占比稳步提升 .....	40
图 102: 越南纺织品出口同比在 10% 以上 (百万美元) .....	41
图 103: 涤纶原料与涤纶服装景气度回升 .....	41
图 104: 纺服业存货同比走低 (%) .....	41
图 105: 近期纺织业存货同比 -8% (万元 %) .....	41
图 106: 纺服零售额触底回升 .....	41
图 107: 江浙织机负荷率相对较高 .....	41

图 108: 纺服营收增速持稳 利润增速触底回升 (%) .....	42
图 109: 纺服企业景气指数相对较高 .....	42
图 110: 城镇居民衣着消费支出增速回暖 (元 %) .....	42
图 111: 全国居民人均可支配收入增速在 5%以上 (元 %) .....	42
图 112: 未来两年乙二醇迎来千万吨扩能 (万吨) .....	42
图 113: 未来乙二醇扩能工艺占比 .....	42
图 114: 长丝扩张与其上游原料相比最为有序 .....	43
表 1: 公司目前聚酯产能 (万吨/年) .....	7
表 2: 公司目前 PTA 产能 (万吨/年) .....	7
表 3: 主要产品价格较上期变动幅度对比 .....	18
表 4: 主要产品价格 美元/吨 .....	23
表 5: 我国目前 PX 主要产能情况 .....	28
表 6: 我国未来 PX 确定性的新增产能较多 .....	29
表 7: 亚洲地区目前产能 2900 万吨 .....	30
表 8: 我国 PTA 目前有效产能 .....	34
表 9: 我国 PTA 长期停车产能情况 .....	35
表 10: 未来 PTA 新增产能情况 .....	35
表 11: 乙二醇未来新增产能较多 .....	43
表 12: 各产品价格较上年变动幅度 .....	45
表 13: 公司分业务组成及预测 .....	45
表 14: 可比公司估值 (截至 2019-11-25 收盘) .....	46
表 15: 公司盈利预测表 .....	47

## 1. 首尾兼顾把控化纤全产业链

### 1.1 文莱炼化投产 聚酯收购扩张

**2019年11月公司在文莱的一期800万吨炼化项目顺利投产。“炼油—PX—PTA—聚酯—纺丝”化纤产业链打通，石化化纤产业集团成型。**

恒逸石化是浙江恒逸集团有限公司（始创于1974年）核心上市子公司，先后在全国民营企业中率先建成聚酯熔体直纺和PTA项目，公司设立了国家级企业技术中心和博士后科研工作站，自主研发的大容量国产化聚酯装置系列化项目，荣获国家科技进步二等奖。

公司前身为萧山县衙前公社针织厂，1994年恒逸集团正式成立，形成了化纤纺丝、织造、印染一条龙的生产经营体系。2001~2003年恒逸聚合物一~三期陆续投产，逐步剥离纺织并向上游聚酯延伸，2005~2009年逸盛多套PTA投产，2011年公司借壳世纪光华深交所上市，2012年与中石化合营的巴陵己内酰胺投产。

2017~2019年公司收购龙腾、明辉、红剑等多家聚酯工厂（330万吨），聚酯参控股产能提升至725万吨，权益产能超600万吨。未来随着嘉兴逸鹏三期及海宁新材料聚酯投产，权益产能将达到730万吨。此外公司PTA权益产能630万吨，己内酰胺权益产能20万吨。

表1：公司目前聚酯产能（万吨/年）

公司名称	主要业务	聚酯产能	股权占比	权益产能
恒逸有限	DTY	35	100%	35
恒逸聚合物	POY、FDY、切片	60	60%	36
恒逸高新	POY、FDY、切片	150	100%	150
嘉兴逸鹏	FDY、切片	50	100%	50
太仓逸枫	POY、切片	25	100%	25
双兔新材料	POY、FDY、切片	100	100%	100
杭州逸暎	POY、FDY、DTY、切片	85	100%	85
宿迁逸达	短纤	40	100%	40
福建逸锦	短纤	30	65%	20
海南逸盛	切片（瓶片）	150	43%	64
合计		725		604
海宁新材料	POY、DTY	100 在建	100%	
嘉兴逸鹏三期	FDY	25 在建	100%	

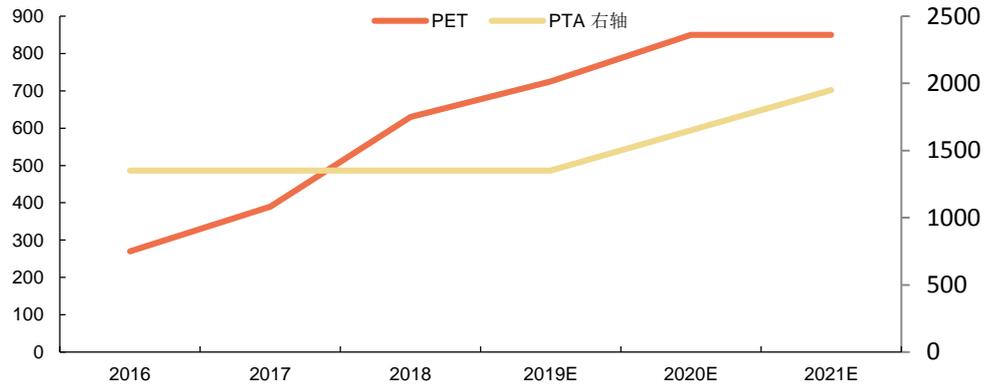
资料来源：公司公告，申港证券研究所

表2：公司目前PTA产能（万吨/年）

公司名称	主要业务	产能	股权占比	权益产能
浙江逸盛	PTA	550	70%	385
逸盛大化	PTA	600	25%	152
海南逸盛	PTA	210	43%	89
合计		1360		627

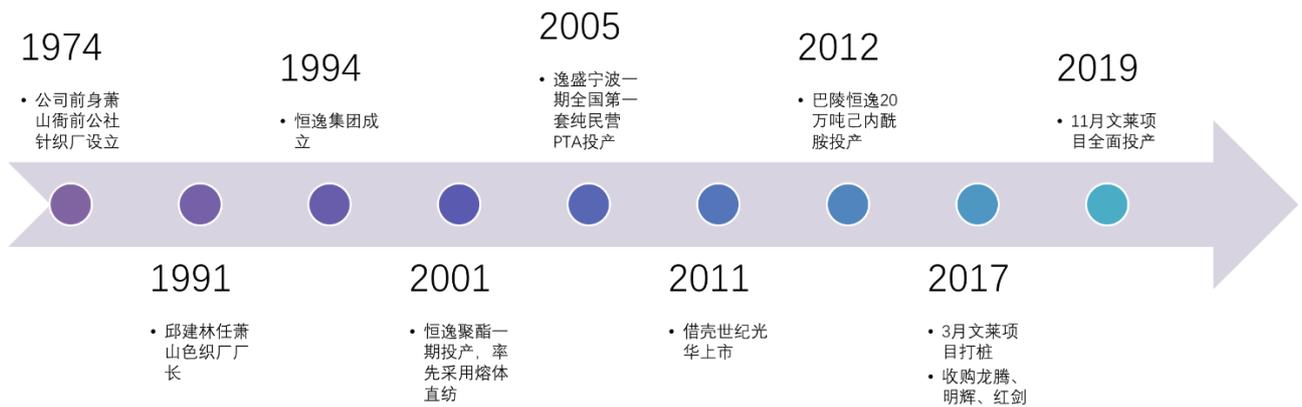
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图1: 公司近年聚酯参控股产能稳步增长 万吨



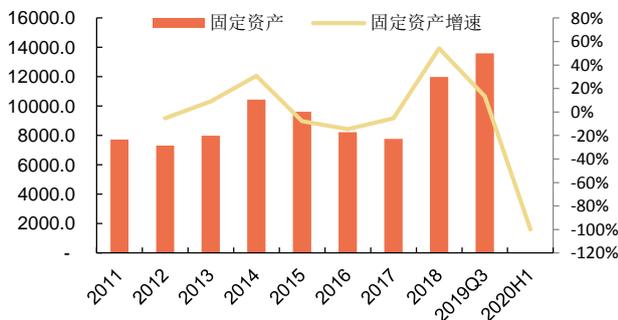
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图2: 公司发展历程



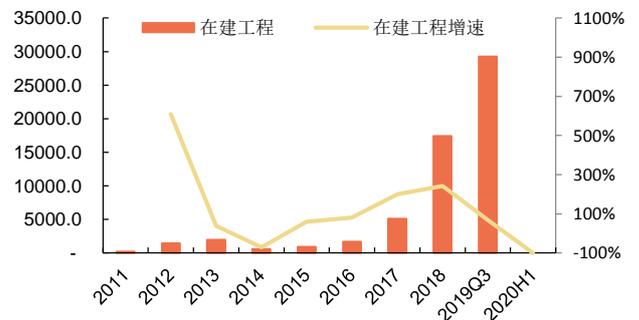
资料来源: 公司公告, 公司官网, 申港证券研究所

图3: 公司近年固定资产增长较快



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图4: 公司在建工程随文莱项目加速推进大幅增加



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

## 1.2 公司近年聚酯营收占比逐步提升

公司自成立以来发展集中于化纤产业链，从 1994 年至今沿着“纺织-化纤-PTA-PX-炼油化工”的方向不断完善。

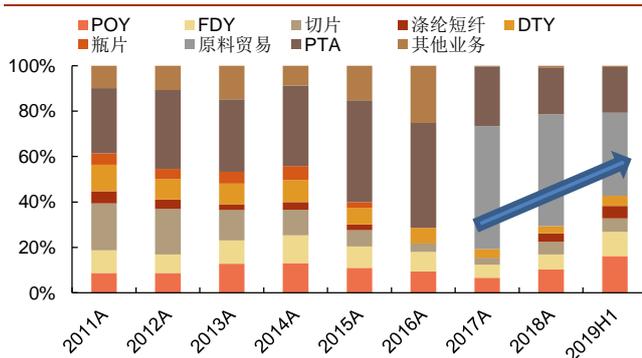
公司营收结构随着产业链的完善而不断变化。

- ◆ 浙江逸盛一、二期 110 万吨 2006~2007 年投产，参股逸盛大化一期 120 万吨 2009 年投产，几个 PTA 项目的投产准确把握住了 2009~2011 年 PTA 的高景气（平均价差近 2000 元，单吨净利润超千元）。随着公司控股的浙江逸盛 PTA 投产及扩能，PTA 在 2011~2016 年营收占比不断增加，如剔除贸易及其他业务，占比近 60%；
- ◆ 随着公司在 2017 年开始逐步收购聚酯产能，公司聚酯营收占比逐步提升，如剔除贸易业务，占比由 2016 年的 40% 提高到 70% 以上；
- ◆ 公司 2017 年开始贸易等业务占比大幅增加，近年占比近四成，主要是因为 PTA 作为大宗产品套保的需要，2019 年一季度随着收入结构优化，贸易业务占比减少至不足 40%。

公司各板块毛利结构及毛利率亦随各环节景气度变化而调整。2011~2012 年 PTA 及聚酯景气度随着行业产能大幅扩张而下行，历经 4 年景气低谷后，2016~2018 年随着 PTA 产能停滞及聚酯整合加速，行业景气回升，毛利率不断上行，2019H1 由于上游 PX 的大量投产，PTA 盈利能力回升，近期受到 PTA 未来投产预期及油价波动影响，产业链价差收窄。

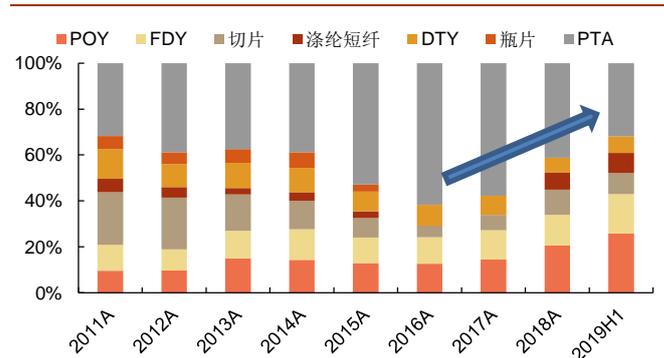
公司产品链的不断延伸有助于公司平抑各环节的价格波动。公司除 PTA 和聚酯外，产业链向上游延伸，随着文莱一期项目 11 月份全面投产，PX 实现部分自给，而所产炼油产品东南亚销售，规避国内成品油过剩风险，此外还拥有项目所得税减免优势，成品油、芳烃等石化产品将成为公司重要盈利来源。

图5：公司近三年聚酯营收占比逐渐上升



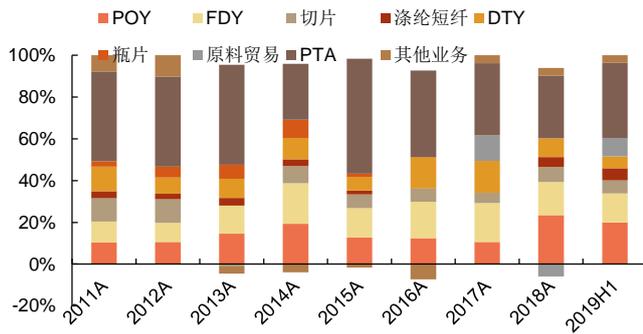
资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

图6：公司近三年聚酯营收占比逐渐上升（剔除贸易及其他）



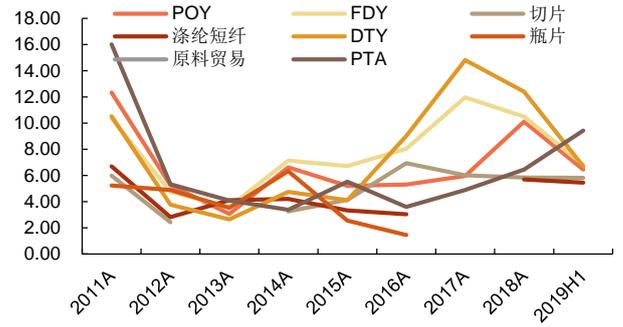
资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

图7：公司毛利结构随化纤产业链各环节景气度变化而调整



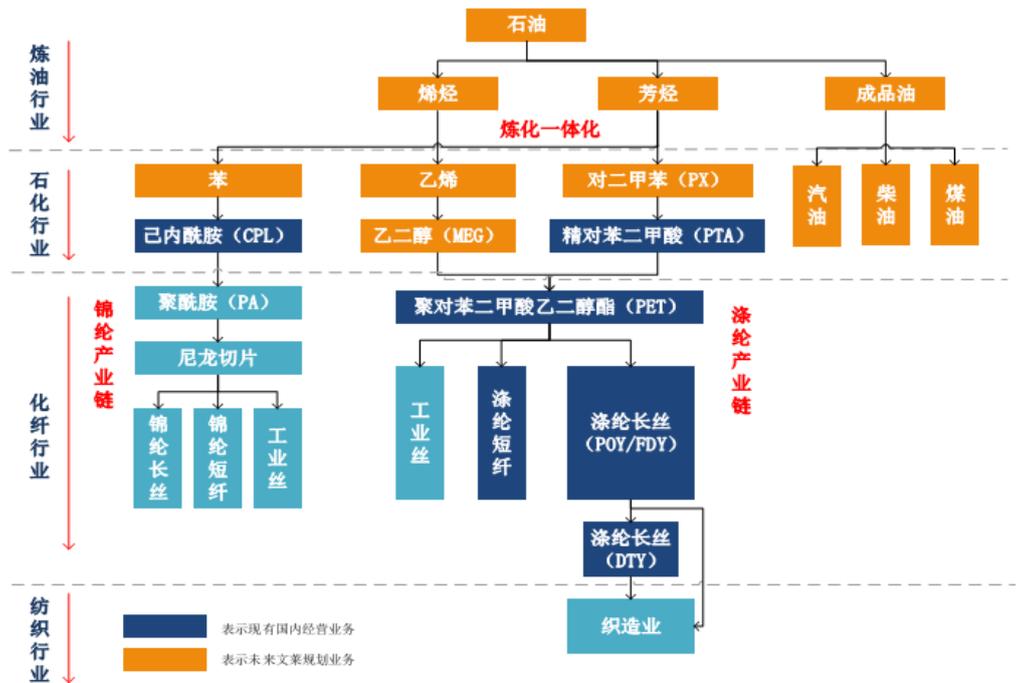
资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

图8：公司各业务板块毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

图9：公司产业链（随本月文莱一期投产已跨入炼化行业）

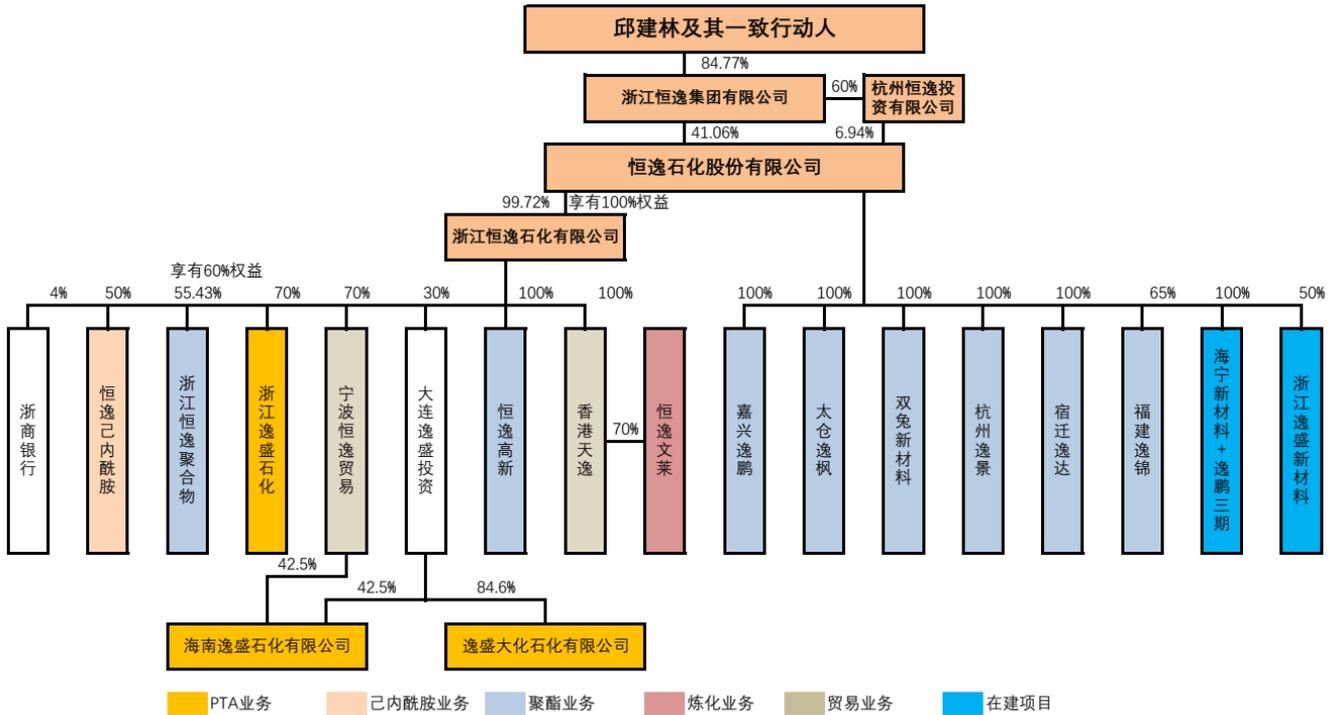


资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

### 1.3 公司股权结构清晰

公司股权结构清晰，公司实控人为邱建林先生及其一致行动人，直接或间接持有公司股份占比合计 38.3%。

图10: 公司主要股权结构



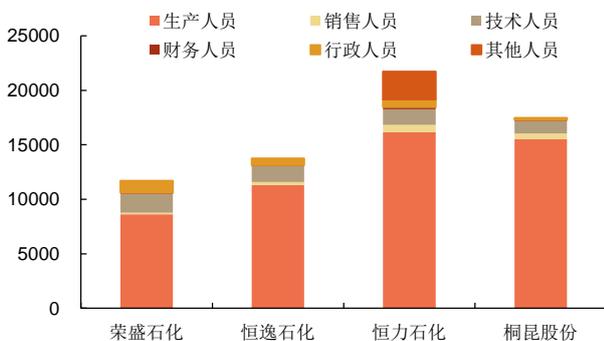
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

### 1.4 公司人均指标相对优于可比公司

公司人均营收与利润相对优于可比公司。

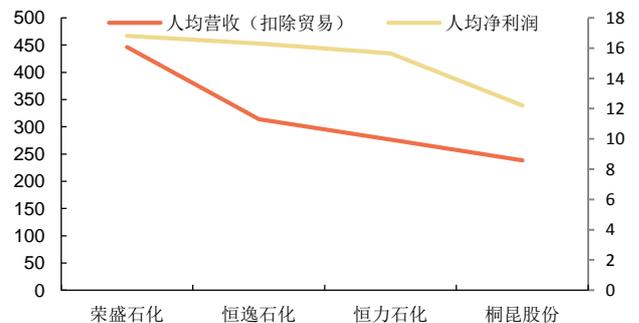
- ◆ 以 2018 年为例, 公司员工合计 13754 人, 尽管下游聚酯占比较高, 与可比公司相比仍较为精简。
- ◆ 人均营收 (剔除公司和荣盛石化的贸易业务, 分别占营收 35% 和 39%) 为 314 万元, 人均净利润 16.3 万元, 相对较好, 人均薪酬同样较高, 仅低于上游业务占比高的荣盛石化, 且与其差距越来越小, 反映出公司对生产效率愈加重视。

图11: 公司员工人数与可比公司相比较为精简 (2018, 人)



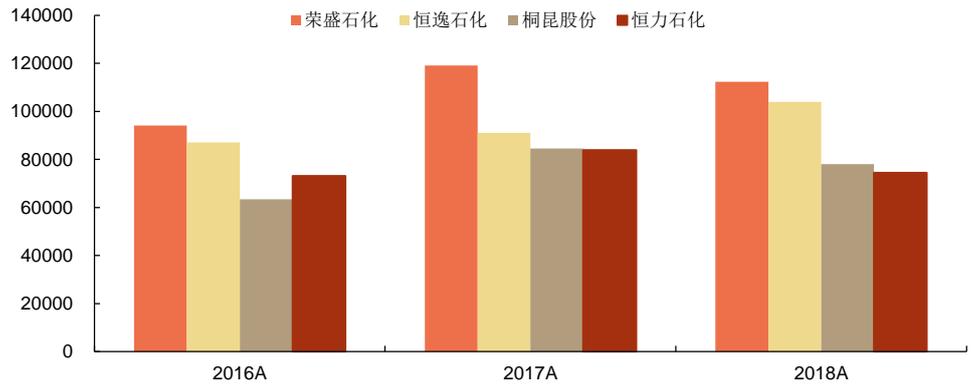
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图12: 公司人均营收和净利润相对较好 (2018, 万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图13: 公司近年人均薪酬相对较高 (元/年)



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

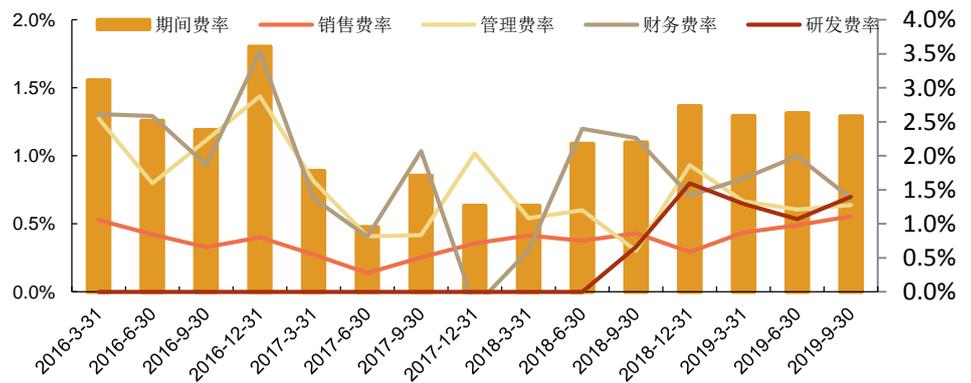
### 1.5 公司财务经营情况稳中向好

公司近年期间费率在 2%~3%左右 (总营收基数), 总体保持稳定。2017 公司贸易板块业务发展迅速, 因此当年期间费率较 2016 年有一定降低。

公司期间费用优于可比公司。

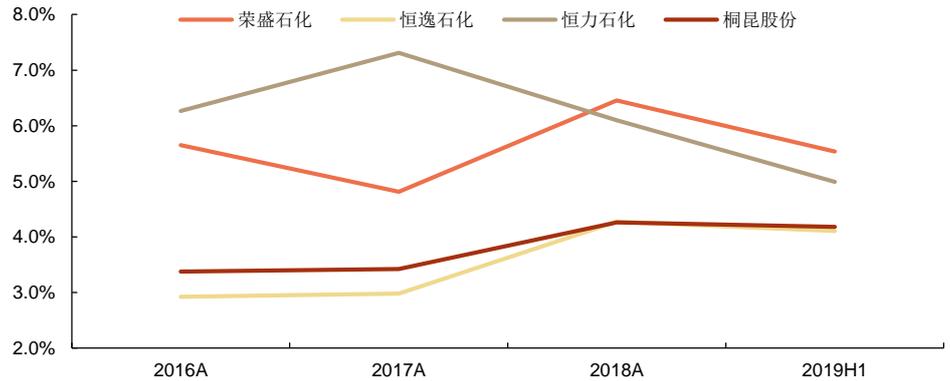
- ◆ 我们剔除公司和荣盛的贸易业务后对期间费率进行对比, 结果显示公司的期间费率维持在最低水平, 近年期间费率在 3%~4%左右, 呈现下降的趋势, 显示出公司费控能力较强。
- ◆ 分项来看, 公司各项指标均相对稳健, 且公司研发费率有所提升, 显示出公司对于研发投入的重视程度不断加大。

图14: 公司各季度期间费率总体保持稳定



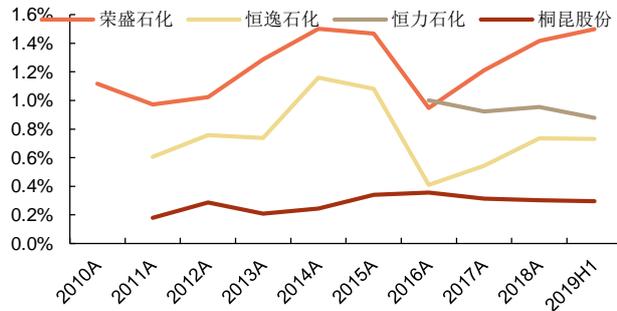
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图15: 可比公司期间费率对比 (剔除贸易营收)



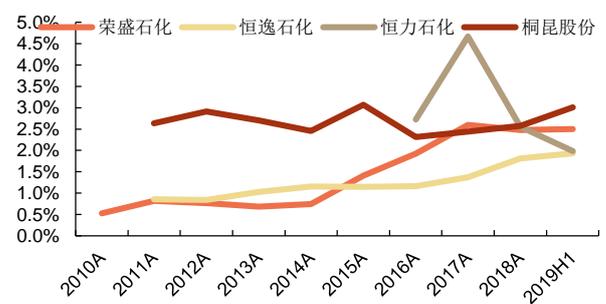
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图16: 可比公司销售费率对比 (剔除贸易营收)



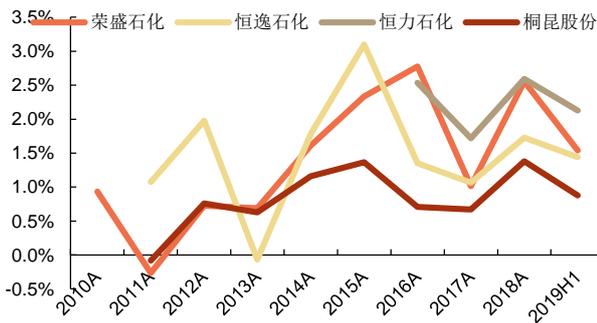
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图17: 可比公司管理费率 (含研发) 对比 (剔除贸易营收)



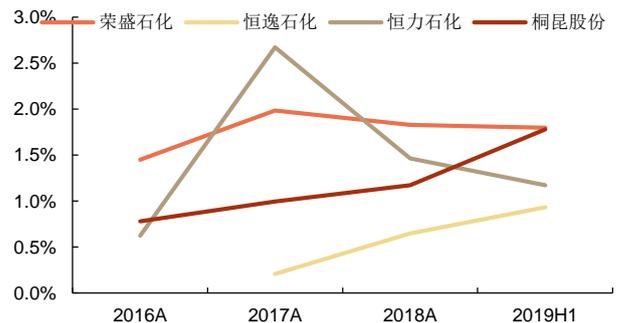
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图18: 可比公司财务费率对比 (剔除贸易营收)



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图19: 可比公司研发费率对比 (剔除贸易营收)



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

公司近年营业收入增长较快。2019 前三季度营收 622 亿元, 同比增加 2%, 2017~2018 年的快速增长主要因公司不断扩大贸易业务及聚酯产能扩张。

公司自 2016 年现金分红比例逐年增加。公司 2016 年开始随着行业景气度回升, 现金分红总额及分红比例不断增加, 至 2018 年分红比例达到 44%, 已超过其上市初 PTA 景气高点时的分红比。

公司近年归母利润处于增长态势。公司自 2015 年以来随着行业转暖归母净利润逐步回升，2018 年与 2019 年前三季度均超过了 2011 年 PTA 景气度顶峰期。公司 2019 前三季度毛利率达到 6%，较今年有 2% 左右的增长，主要因公司贸易业务适当收缩及聚酯行业相对较好。

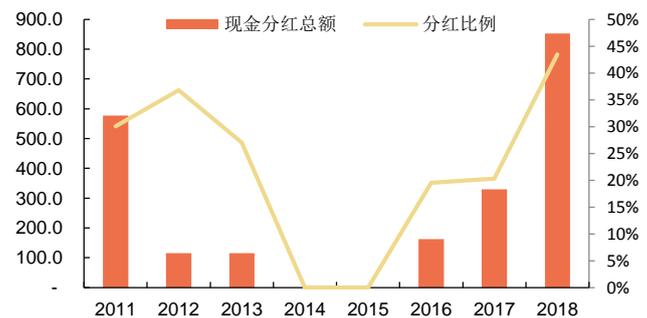
公司资产负债率较为平稳。2019 年三季度为 64.4%，在可比公司中位列第二，低于恒力 (80.7%)、荣盛 (74.6%)，高于桐昆 (52.3%)，较为平稳，预计随着文莱项目投产及后续转固，该指标将逐步下降。公司经营活动现金流有所改善，销售现金比率较 2018 年有超 1pct 的提升。

图20: 公司营收呈现稳定增长态势 (百万元)



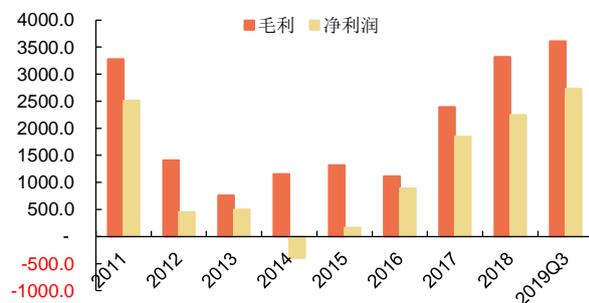
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图21: 公司自 2016 年现金分红比例逐年增加 (百万元)



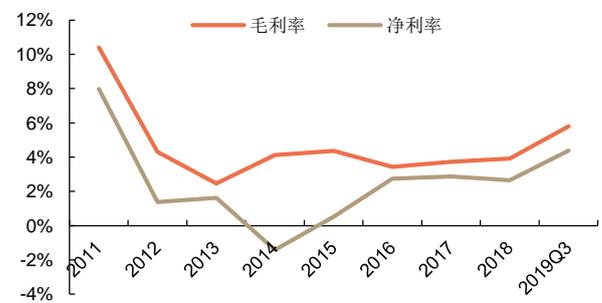
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图22: 公司毛利与净利润变化情况 (百万元)



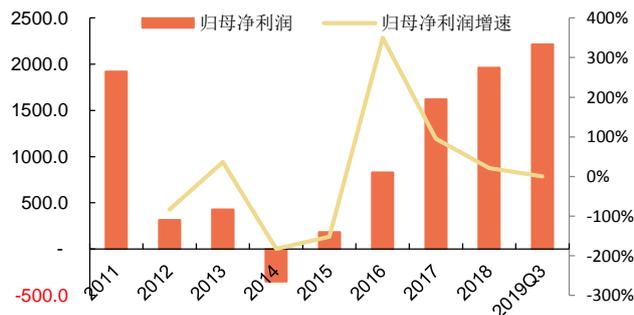
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图23: 公司毛利率与净利率稳步回升



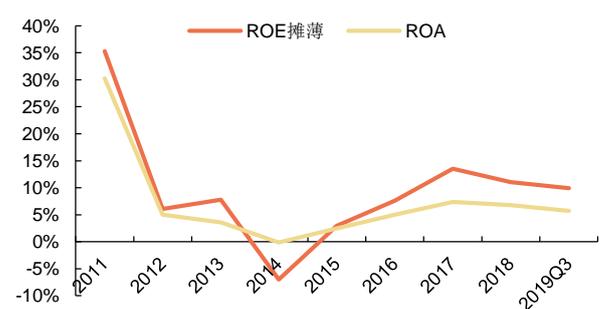
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图24: 公司归母净利润平稳增长 (百万元)



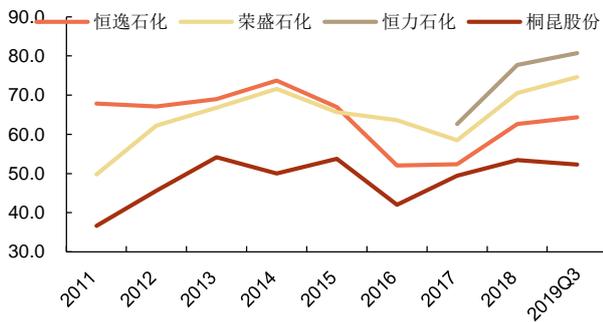
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图25: 公司 ROA 与 ROE 变化情况



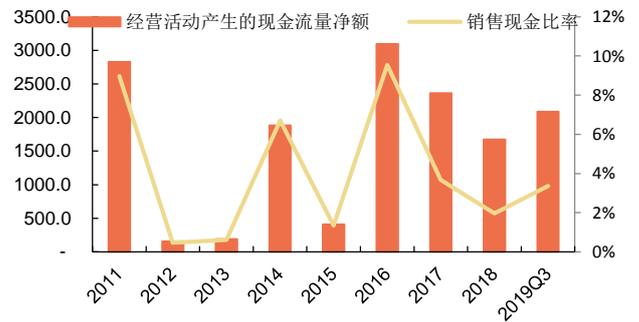
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图26: 公司资产负债率较为平稳 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图27: 销售现金比率有所回升 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

## 2. 文莱项目中性情景下年均净利润 4.5 亿美元

我们根据项目工艺、区位、政策等特点, 在 Brent 油价 60~70 美元的中油价下, 结合测算结果, 对项目进行中性、悲观、乐观三种情景判断:

- ◆ 中性情景: 年均净利润 4.5 亿美元。(按汇率 7 计, 合 31.5 亿元) 2019 年均价情景为基础, 综合考虑了 PX 价格下滑、生产负荷提升、产品套期保值、改产情况。
- ◆ 悲观情景: 年均净利润 2.5 亿美元。现价情景为基础, PX 由于产能释放在现价基础上继续下跌 10%。
- ◆ 乐观情景: 年均净利润 7 亿美元。2018 年均价情景为基础, 同时考虑工厂因市场景气度高而提升装置生产负荷。

### 2.1 项目介绍及特点

公司在文莱大摩拉岛 (距离海南 1600 公里) 建设的恒逸文莱 PMB 项目是国家“一带一路”重大战略在文莱核心项目, 于 11 月初全面投产, 据公司公告, 该项目主要产品方案为年产 PX150 万吨、苯 48 万吨、汽油 262 万吨、航煤 117 万吨、柴油 174 万吨、LPG56 万吨等产品; 原油需求 800 万吨/年, 其中文莱当地采购轻油 300 万吨/年、卡塔尔原油 330 万吨/年、中东凝析油 170 万吨/年。公司和文莱政府主权基金背景的达迈控股分别持股 70% 和 30%, 公司行使管理权。

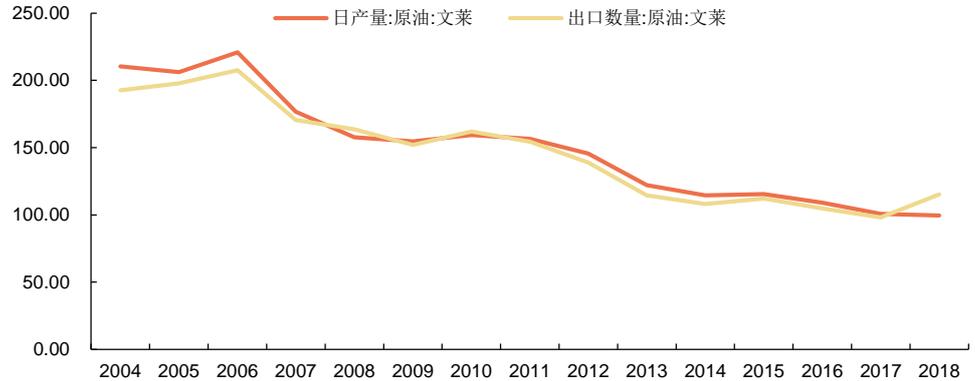
**从成品油收率来看更类似炼油项目。**文莱项目成品油收率 62%, 高于近期投产的恒力 2000 万吨炼化项目 50% 和即将投产的浙江石化一期 45%。

**全厂总工艺加工流程采用常减压—加氢裂化—焦化—芳烃加工路线。**总体来看该方案原料适应性较好。加氢裂化操作方案灵活, 原料适应性好, 可有效提高经济效益, 重油采用灵活焦化一方面实现轻质化同时亦可生产 PX 所需的大量燃料气。

2018 年文莱原油日产量 10 万桶/日, 全部出口。石油与天然气产业是文莱经济支柱, 占国内生产总值近七成。项目投产后将加工文莱国 60% 的原油, 目前文莱炼能

仅壳牌 50 万吨产能，设施相对落后，项目的投产可充分带动相关工业发展。

图28：文莱原油几乎全部出口



资料来源：OPEC, Wind, 申港证券研究所

## 2.2 项目四大优势：税费减免 地处消费区 油价传导顺畅 物流便利

### 2.2.1 税费减免为公司带来利润及成本优势

在 2019 年均价情景下，所得税减免可为项目带来年均 8000 万美元超额净利润。文莱是东盟成本最低的地区之一，当地所得税税率 18.5%，就本项目而言 11 年免企业所得税，且可延展，经申请符合条件后还可以延长至 21 年，涵盖项目全运营周期。文莱无营业税、增值税、生产税、出口税等，与国内 13% 的增值税、25% 的所得税及汽煤柴的消费税相比优势明显，与国内同类项目相比除消费税外的税金及附加可减免 1.4 亿美元。

中文贸易零关税为芳烃产品降本近 20 美元/吨。此外根据中国-东盟自由贸易区协定，我国进口关税税率为零，项目 PX、苯等产品销往公司位于海南、浙江工厂免征 2% 的关税，项目与日韩炼化企业出口至国内相比具备较强的成本优势。

文莱政治稳定及中文双边关系良好为项目平稳运营打下基础。文莱经济发展、人均收入等在东盟国家排名靠前，国内政局稳定、社会和睦。中国与文莱于 1991 年 9 月 30 日建交，2013 年建立了战略伙伴关系，两国高层在一年内实现互访。文莱“2035 宏愿”全方位引进外资、推动中小企业发展、大力发展基础设施建设，与中国倡导的“一带一路”构想有诸多契合点。

### 2.2.2 借力东南亚亿吨成品油缺口 规避国内成品油竞争

项目地处东南亚地区，成品油就地销售，规避国内日趋激烈的竞争环境。

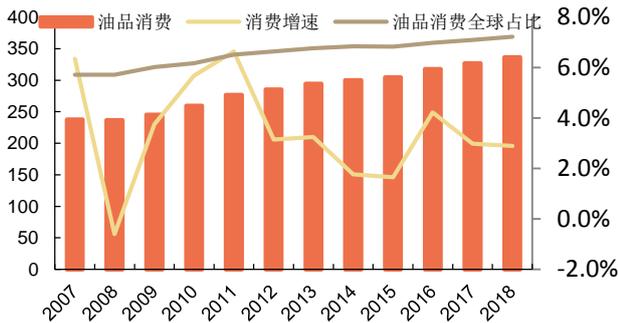
东南亚地区目前依然为成品油净进口国。据 BP，该地区 2018 年总油品消费超 3.3 亿吨，消费增速 3%，在全球消费中占比达到 7.2%，处于稳步提升态势。而炼油产能 2.8 亿吨，考虑成品油收率，缺口仍然近亿吨，东南亚地区及沿线将成为我国成品油出口一大市场。

我国成品油出口将持续增加。截至 2019 年 8 月成品油表观消费量累计同比-4.6%。而在炼油产能增速回升（未来两年年均 4%）的情况下，成品油出口持续增加，截

至 10 月成品油净出口 2790 万吨，同比劲增 33%，ETRI 预计到 2020 年汽煤柴供需差将过剩 7100 万吨。

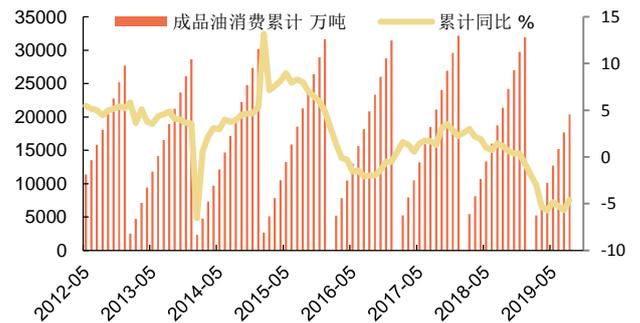
东南亚地区是我国成品油出口主要目的地。我国汽油出口地区相对集中，新加坡近年占比一直超 60%，此外马来西亚、印尼、越南等东南亚国家也是出口目的国。柴油出口相对分散，除东南亚地区外，亦包括澳大利亚、土耳其、荷兰等地区，总体来看成品油主要出口航线还是要途经东南亚地区。

图29：东南亚地区油品消费稳步提升（百万吨）



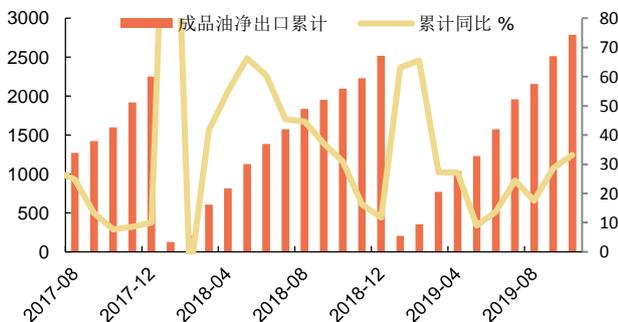
资料来源：BP, Wind, 申港证券研究所

图30：我国成品油消费下滑



资料来源：百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图31：成品油净出口增速大幅提升（万吨）



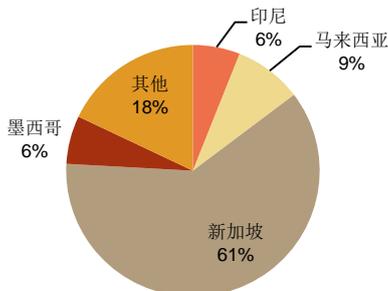
资料来源：百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图32：我国炼油产能增速回升（万吨）



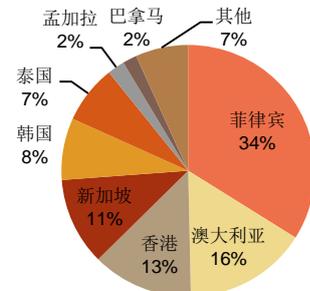
资料来源：ETRI, 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图33：汽油出口地



资料来源：百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图34：柴油出口地



资料来源：百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

### 2.2.3 东南亚成品油价格与原油关联度高实现稳定加工利润

东南亚地区油品价格与原油关联度较高，根据我们测算拟合，新加坡石脑油、汽煤柴价格与 Brent 原油相关度均大于 97%，这与我国成品油价格设置天花板价格有所区别。而从历年均价变动幅度亦可看出，成品油变动幅度与 Brent 原油变化幅度较为接近，主要原因在于原油的供应和需求、成品油的供应与需求巨大，从而部分抵消了供需差带来的大幅波动。

成品油与原油同涨同跌的特点使得项目受下游供需影响相对较小，为项目提供较为稳定的加工利润，而新加坡交易所提供的套期保值等金融工具亦可在此基础上进一步锁定加工利润，实现项目利润的稳定性。

表3：主要产品价格较上期变动幅度对比

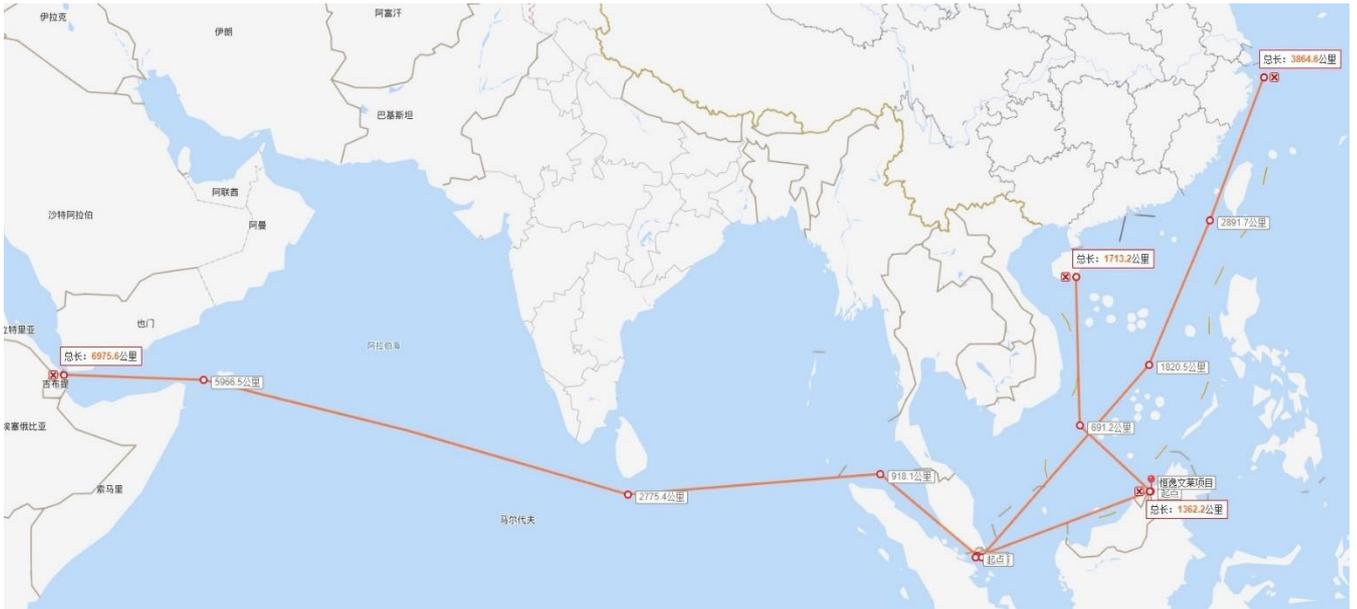
产品	现价	2019 均价	2018 均价	2017 均价	2016 均价	2015 均价	2014 均价
Brent	-3%	-10%	30%	22%	-16%	-46%	-8%
92#汽油	3%	-10%	19%	22%	-19%	-39%	-7%
97#汽油	7%	-9%	16%	20%	-19%	-36%	-8%
航空煤油	-4%	-9%	30%	23%	-19%	-42%	-8%
柴油	-4%	-8%	28%	25%	-20%	-42%	-9%
LPG	4%	-14%	7%	33%	-21%	-40%	-9%
苯	-1%	-24%	-2%	29%	-7%	-44%	-5%
PX	-14%	-15%	26%	8%	-6%	-31%	-18%

资料来源：Wind，申港证券研究所

### 2.2.4 原油物流费用年节省超 2000 万美元

项目位于我国南海南端，紧邻马来西亚，靠近新加坡，原油运输便利，其中 300 万吨文莱轻油为当地油田直接船运至码头，剩余 500 万吨原油为中东原油及凝析油，与我国华东主营炼厂相比，运距节省 2500 公里。如按照 10.5 美元/吨万公里平均海运费计算，原油物流费用可节省 2100 万美元，此外产品中的 100 万吨成品油可就地消化。PX 和苯送往公司位于海南、浙江工厂，2%的关税减免可覆盖运费成本。

图35：项目所在位置较华东炼厂存在 2500km 的运距优势



资料来源：百度地图，申港证券研究所

## 2.3 项目效益测算

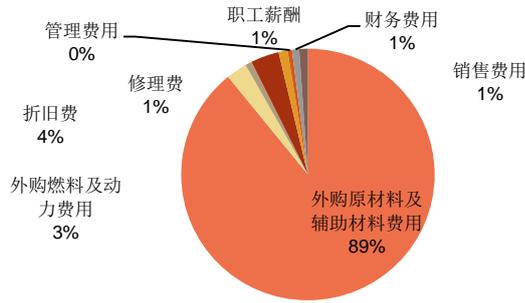
效益测算是客观评价项目优劣的方法，考虑到项目地处东南亚地区，我们在项目基准产品方案下，以东南亚当地市场价为基准，对项目进行测算，以客观定量评判项目整体效益。

### 2.3.1 成品油上下游价格传导顺畅平滑项目盈利

外购原材料及辅助材料费用占总成本比例九成。原油费用是项目主要成本，以 2019 年均价为基准，其他成本占比中折旧占比 33%，外购燃料及动力费用占比 25%，其他费用相比较小。

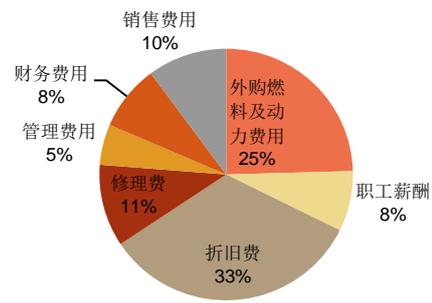
成品油在营收中占比超六成可为项目提供稳定盈利。总体更加类似炼油企业，历年营收回溯占比中，以现价计算 PX 营收占比下降至 22%，主要因该产品由于今年供应大幅增加，近期价格下跌较快。从历年均价看，各产品营收相对稳定，以 2019 年均价为例，汽、煤、柴、PX 占比分别在 33%、14%、19%和，22%。主要因油品价格与原油关联度较高，成品油与原油同涨同跌的特点使得项目受下游供需影响相对较小，为项目提供较为稳定的盈利。

图36: 原材料占成本比例近九成



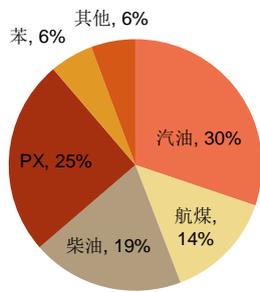
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图37: 折旧及燃料在非原料成本中占比较高



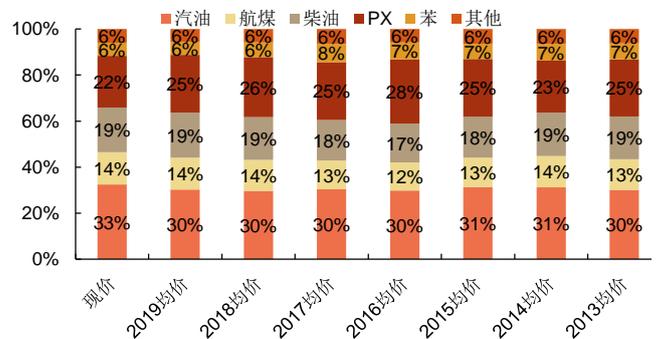
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图38: 成品油营收占比 63%



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图39: 除近期 PX 占比下降较大外 历年营收占比相对稳定



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

### 2.3.2 敏感性分析显示生产负荷适度提升可在一定程度上对冲 PX 下跌风险

2019 年均价下项目年均净利润 4.36 亿美元，加工吨原油净利润为 54 美元。在该情景下，项目内部收益率 (IRR) 达到 15.43%，高于基准收益率 12%，生产期年均营收 52.4 亿美元，年均净利润 4.4 亿美元，净利率 8.3%，项目 ROE41.8%、ROI13.1%，盈亏平衡点 43.9%，投资回收期 8.4 年。

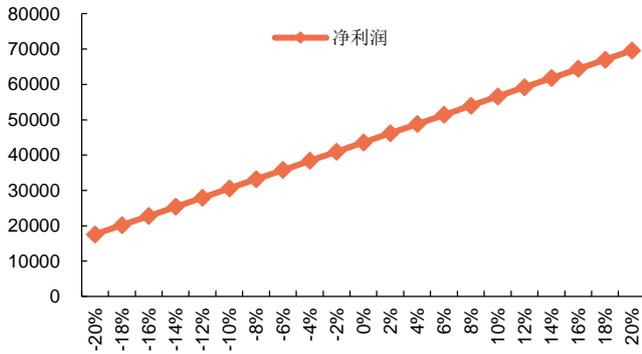
PX 敏感性分析显示价格每降低 2% (~18 美元/吨) 将减少 2600 万美元净利润。考虑到未来 PX 产能释放较大可能带来的影响，对 PX 价格进行分析，结果显示在 PX 价格变动幅度 20% 的情况下，每降低 2% 将使单位净利润减少 3.25 美元，净利率与毛利率将降低 0.41%~0.5%，ROE 和 ROA 分别降低 2.5% 和 0.71%。如 PX 下跌 10% 将使项目 IRR 降低至 11.9%，

生产负荷每增加 2% 将增加 1500 万美元净利润。项目工艺成熟、规模适中，作为相对传统的炼油项目，项目生产负荷有一定提升空间，如运行负荷能够达到 110%，则项目净利润将达到 5.1 亿美元，而 IRR 则提升至 17.2%，负荷提升为项目带来效益增量。

原油成本增加 10% 使项目净利润降至 1500 万美元。此时项目 IRR 在 2.3%，项目

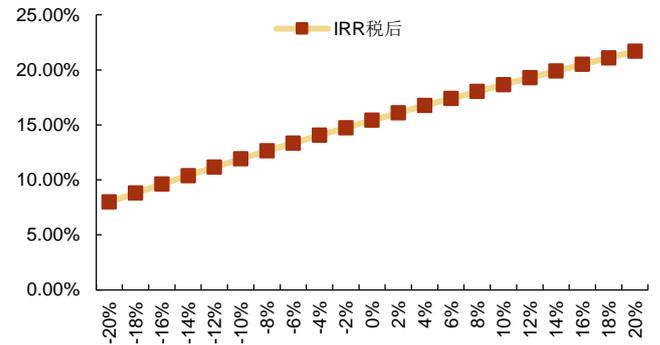
对原油成本增加的耐受度在 10%。

图40: PX 价格每变动 2%将影响 2600 万美元净利润



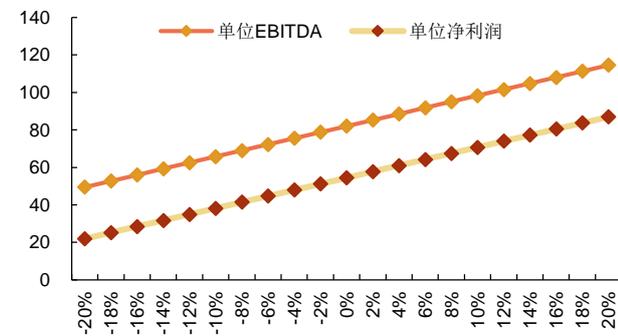
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图41: PX 价格下跌 10%将使项目 IRR<12%



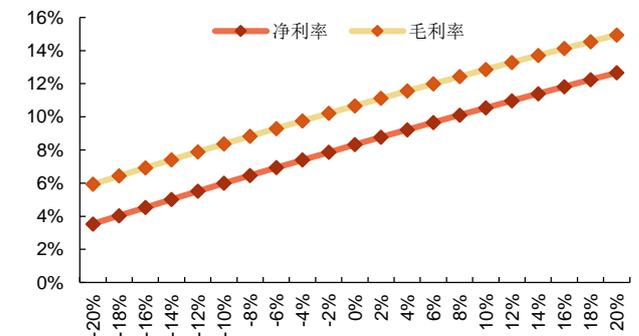
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图42: PX 价格每变动 2%将影响 3.25 美元吨油净利润



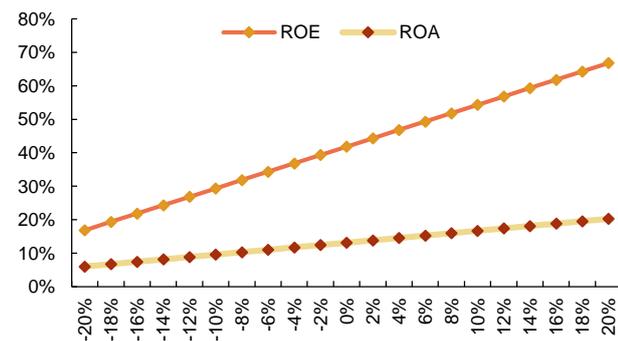
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图43: PX 价格对净利率与毛利率影响



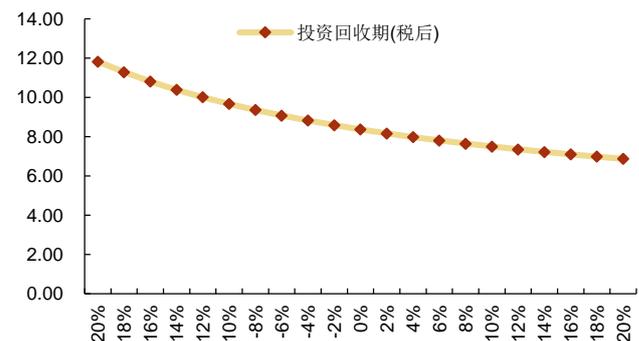
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图44: PX 价格对 ROE 和 ROA 影响



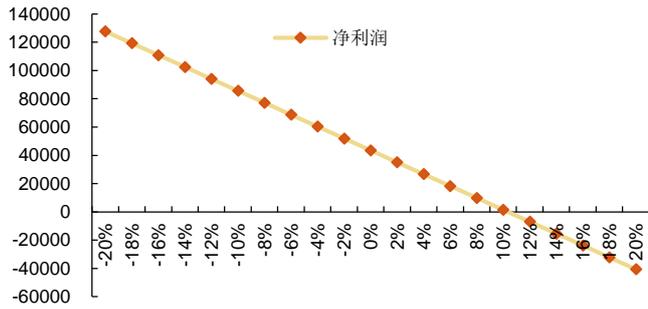
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图45: PX 价格对投资回收期影响



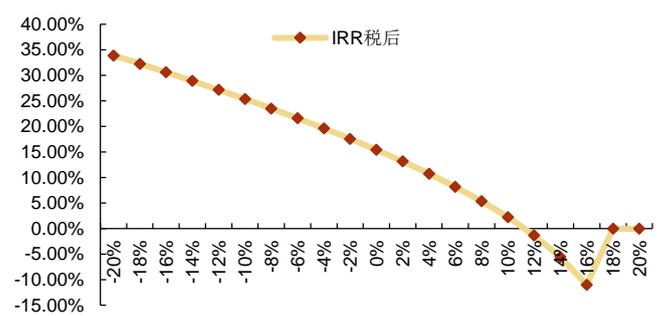
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图46: 原油价格变化对项目净利润影响



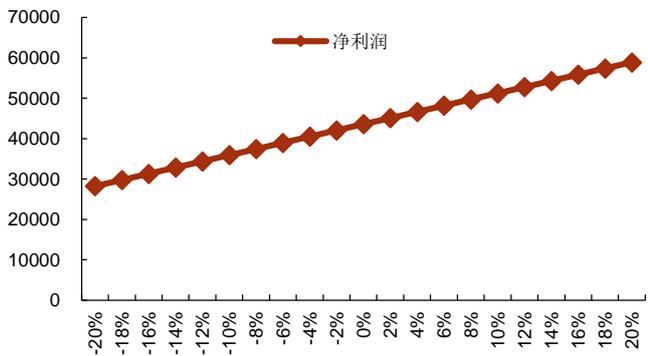
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图47: 原油价格变化对项目 IRR 影响



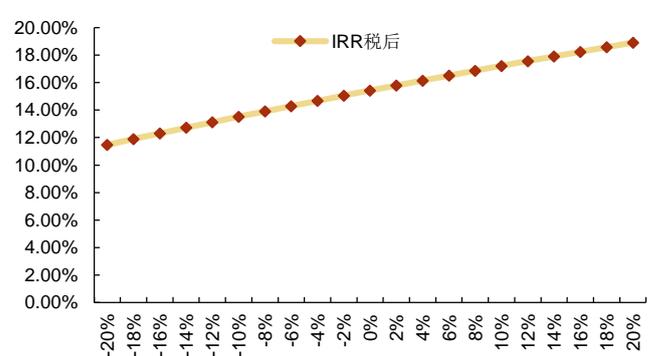
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图48: 负荷每提升 2% 将增加 1500 万美元净利润



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图49: 负荷变化对项目 IRR 影响



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

### 2.3.3 效益回溯显示项目 2014~今净利润中枢在 5.7 亿美元

我们认为原油-成品油价格顺利传导使项目盈利与现金流情况有保证。以当前及历年东南亚当地产品市场价为基准, 对项目效益从 2013~2019 年进行回溯。

**项目 2014~今净利润中枢在 5.7 亿美元。**中枢选取剔除 2013 年数据因当年油价较高造成营收整体较高, 且 PX 恰逢下游 PTA 大幅扩能, PX 供不应求。项目总体净利润在 3.5~8.3 亿美元。2014~2018 年总体较为稳定 (5.6~7.3 亿美元); 2013 年为利润峰值 (8.3 亿美元) 主要因当时 PX 价格大涨, 油品价格同样较高 (国外油价并非类似国内设置上限), 2019 年利润有一定下挫 (4.4 亿美元), 而以现价 (11 月 15 日) 计利润下滑到 3.5 亿美元主要因今年国内 PX 投产较大对价格形成压制。

**项目 2013~今净利率中枢在 10.8%。**我们认为项目底部净利率在 5%。在 2015~2017 年的低油价时代叠加宏观经济回升使净利率相对较高, 2014 年净利率降低因油价暴跌所致, 2018~今净利率呈现逐步下滑态势, 主要因油价下行、PX 价格下跌幅度较大及油品需求不佳等因素。

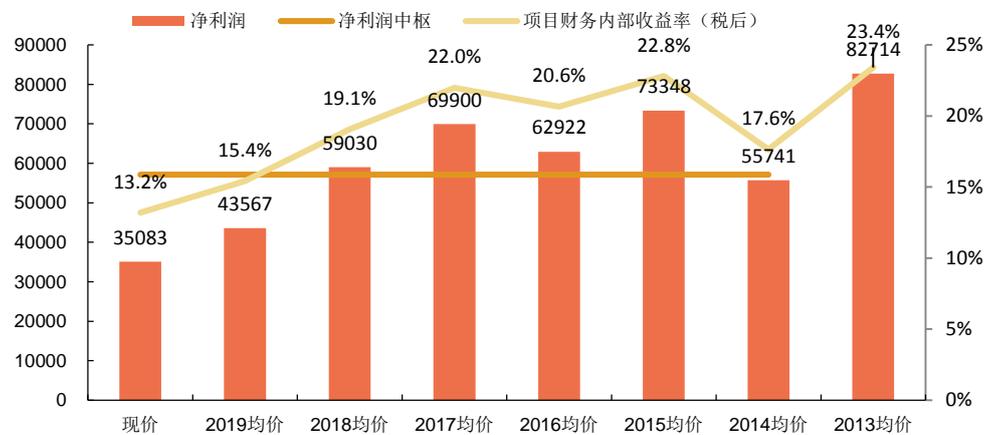
**项目 2014~今内部收益率中枢 18.7%。**即使以现价计, 仍能够达到 13.2%。而在 2013~2018 年间 IRR 总体能够维持在 15.4%~23.4%, 表现较为优异。而项目投资回收期在 6.7~9.1 年, 盈亏平衡点在 30%~49%, ROE 大于 33.8%。

表4: 主要产品价格 美元/吨

产品	现价	2019 均价	2018 均价	2017 均价	2016 均价	2015 均价	2014 均价	2013 均价
Brent	63	64	72	55	45	54	100	109
92#汽油	621	603	673	567	465	577	939	1008
97#汽油	683	638	702	603	504	623	973	1054
航空煤油	604	628	688	530	431	529	914	998
柴油	567	588	640	500	398	495	859	940
LPG	502	484	559	523	394	502	837	915
苯	608	612	801	819	634	679	1203	1271
PX	759	883	1037	825	767	815	1190	1457

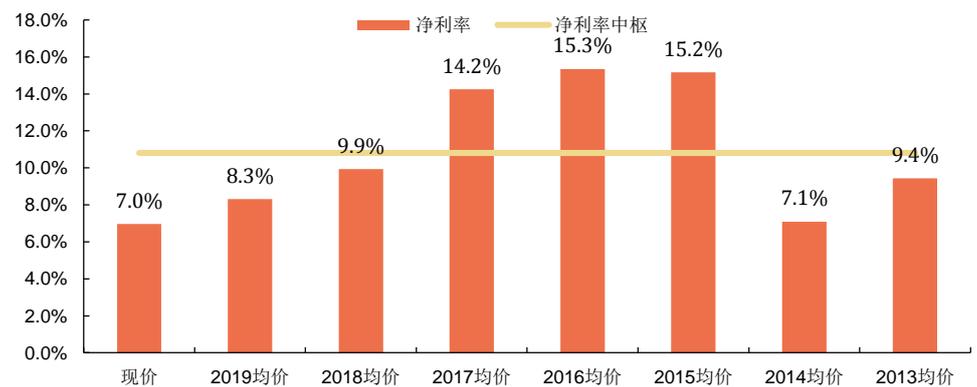
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图50: 项目 2014~今净利润中枢在 5.7 亿美元



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图51: 项目 2013~今净利率中枢 10.8%



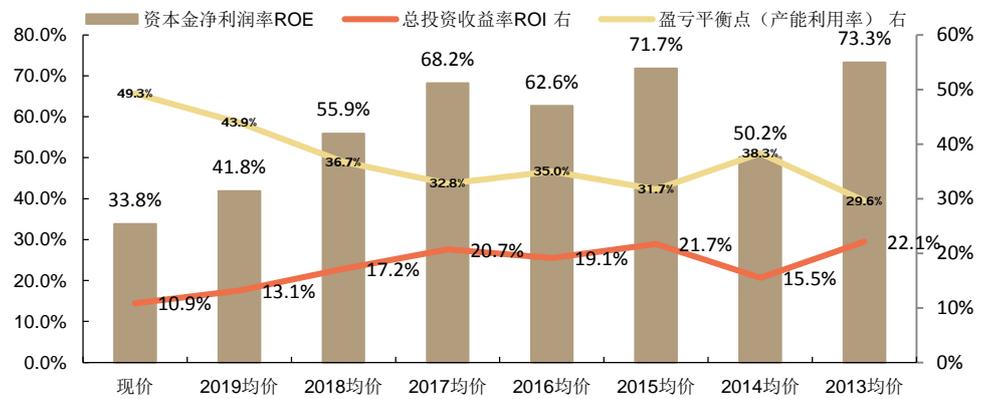
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图52: 项目营业收入与利润总额回溯对比



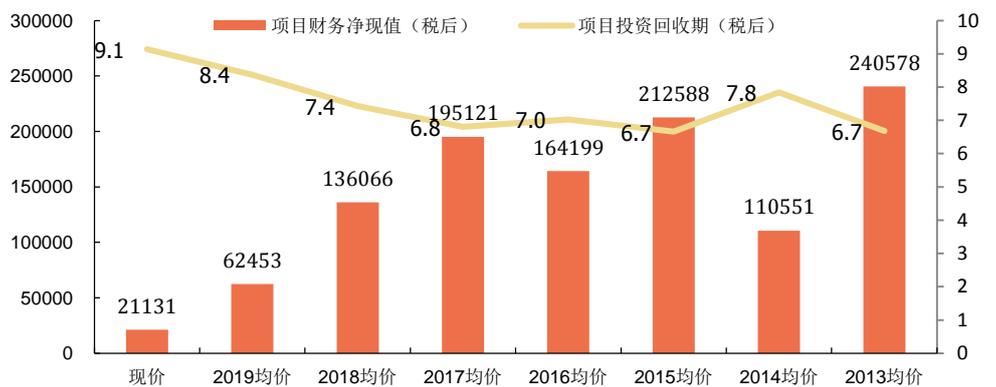
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图53: 项目 ROE ROI 与盈亏平衡点回溯对比



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图54: 项目投资回收期与财务净现值回溯对比



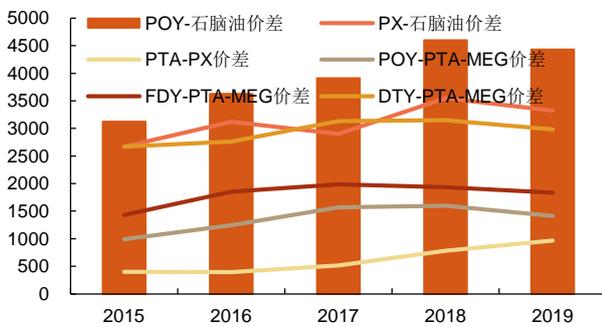
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

### 3. 长丝将受益于化纤产业链格局重塑

化纤产业链“石脑油-PX-PTA-POY/FDY/DTY”各环节价差随着其产能释放力度的不同，以及产业链集中度的不同，在不同年份会呈现不同的特征，PTA 价差近年由于产能出清而逐渐好转，PX 价差由于 2019 年产能的释放而下滑，长丝端 2015~2018 年总体由于下游需求平稳呈现上行态势，2019 年由于下游需求、油价波动等因素，价差有所下行。近年 POY-石脑油总价差能够维持在 3000 元/吨以上。

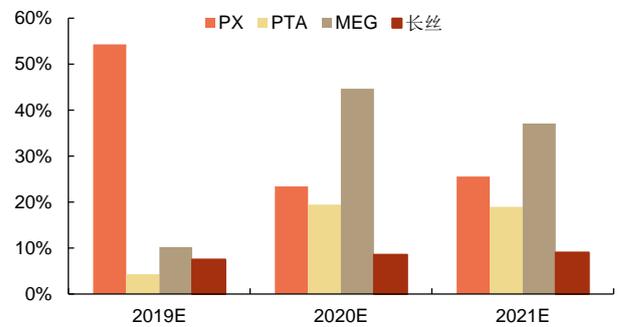
公司近年聚酯放量，未来 PX、PTA、MEG 等聚酯原料端扩能较大，聚酯成本端维持宽松，而长丝集中度提升也有助于维持价格相对稳定，我们认为长丝价差有望扩大，而公司将有所受益。我们也将从 PX、PTA、涤纶长丝三个环节对化纤产业链进行阐述。

图55: 化纤各环节价差变化情况



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图56: 长丝原料端扩能力度大



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

#### 3.1 PX 进口替代加速

PX (对二甲苯) 主要用作 PTA 生产原料。

- ◆ PX 为无色液体，直接原料为 C8 芳烃分离得到，PX 工厂根据流程由短至长，进厂原材料可分为混合二甲苯、石脑油、燃料油、原油。97%用于生产 PTA，其余 3%用于生产 DMT (对苯二甲酸二甲酯) 及涂料中间体等。
- ◆ 典型中流程芳烃联合生产由石脑油加氢、连续重整、芳烃抽提、二甲苯分馏、异构化、甲苯歧化、吸附分离等工序组成。典型专利商包括 UOP、Axens、中石化等。

我国 PX2018 年前供需严重不足。全球 2018 年 PX 产能 5130 万吨/年，消费量 4410 万吨/年。我国产能占比 24%，而需求占比则高达 59%，亚洲各地区 PX 装置均以中国大陆作为主要目标市场。由于公众舆论压力，我国 PX 产能在 2015~2018 年均产能增速不足 3%，2018 年对外依存度超 60%，进口量近 1600 万吨。当年 PX 进口金额高达 172.2 亿美元。

PX 产能 2019 年产能大幅扩张。2019 年随着恒力一二线 2X225 万吨 PX 分别在 3 月和 5 月投产，我国 PX 进口收窄，近三月进口降幅超 10%。2019~2021 年随着民营大炼化的陆续投产，PX 产能迅速增加。随着 2019 年 9 月底海南炼化 PX 投

产，恒逸文莱有望于 10~11 月正式投运且其目标市场为国内，我国 2019 年 PX 产能增速将达到 54%，对外依存度降至 43%。

**2020 和 2021 年 PX 产能年均增速近 25%。**扩张速度明显大于 PTA 增速，预计 2020 和 2021 年我国 PX 产能分别达到 2665 和 3345 万吨/年，按照 PX75%的综合开工率测算，我国 PX 未来两年对外依存度分别降至 34%和 23%，依赖进口的局面将大幅改观。近期 PX-石脑油价差逐步下滑也反映了 PX 扩张的预期。

**不同单线产能的 PX 装置加工成本差别较大。**我们以中长流程（石脑油生产 PX）选取 70 万吨、150 万吨、200 万吨单线产能从单装置维度对其加工成本进行对比（直接材料仅考虑催化剂化学品，未考虑石脑油及副产品，成本项采用市场价），结果显示三者完全加工成本分别为 3090、2530 和 2225 元/吨。

**大产能较小产能存在 400 元/吨的成本优势。**

- ◆ 考虑到市场中等产能投产年限较早，折旧、摊销计提以及财务费用存在先期结束的可能（三者折旧为 245 元、160 元和 145 元/吨，财务费用为 125/80/70 元/吨，摊销 40/20/15 元/吨），我们分别将 70 万吨产能折旧摊销财务费扣除、150 万吨产能抵扣一半，200 万吨产能不予抵扣对成本进行相应核减，即使如此，其完全加工成本分别为 2680、2390 和 2225 元/吨。
- ◆ 考虑到炼厂燃料气成本较我们采用的市场气价低 1600~1800 元，抵减后成本在 2080、1845、1680 元/吨，三者加工成本差别依然较大。

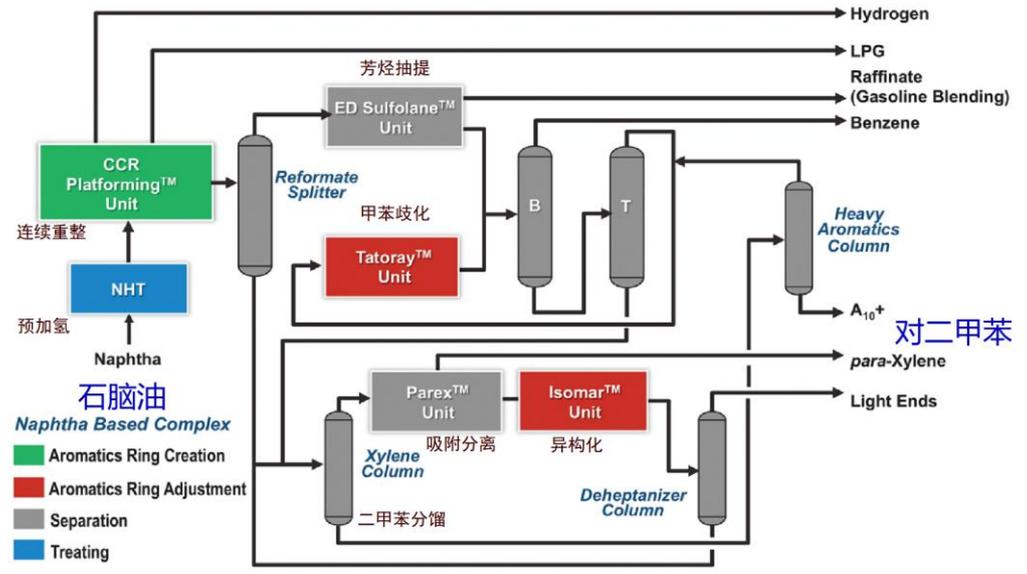
**我国大产能 PX 产能占比将持续提升。**

- ◆ 我国当前 PX 产能 2000 万吨，其中大产能（单线产能>150 万吨）占比 31%，小产能（20~70 万吨）占比 30%，相对均衡。亚洲地区（除中国大陆）产能 2900 万吨，小产能占比较高 60%，而大产能仅 7%。
- ◆ 到 2021 年，我国产能 3345 万吨，大产能 PX 占比将升至近五成，小产能占比缩减至 18%，亚洲地区在经历了 2010~2015 的产能扩张后，新增产能较少。

**我国 PX 大产能将凭借 400~750 元/吨的成本优势从日韩手中夺回国内市场。**

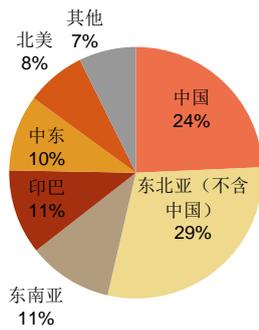
- ◆ 到 2021 年日韩小产能的高加工成本（-200~-400）、关税（-100~-200，2%）、运费（-100~-150）等综合劣势（-400~-750）将更加凸显。
- ◆ 国内 PX 大厂将挤压国内及日韩小企业生存空间，日韩炼化企业依靠 PX 产品攫取我国化纤产业链多数利润的过往将不复存在。公司文莱 150 万吨 PX 作为与日韩企业相比从工艺、关税减免方面均具备成本优势。

图57: 典型芳烃联合装置工艺流程 (UOP 工艺)



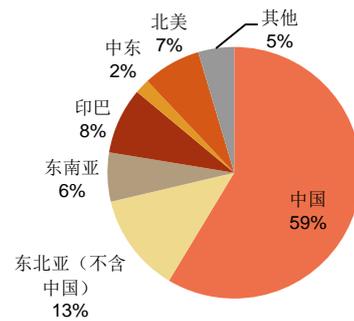
资料来源: UOP, 申港证券研究所

图58: 我国 2018 年在全球 PX 产能占比 1/4



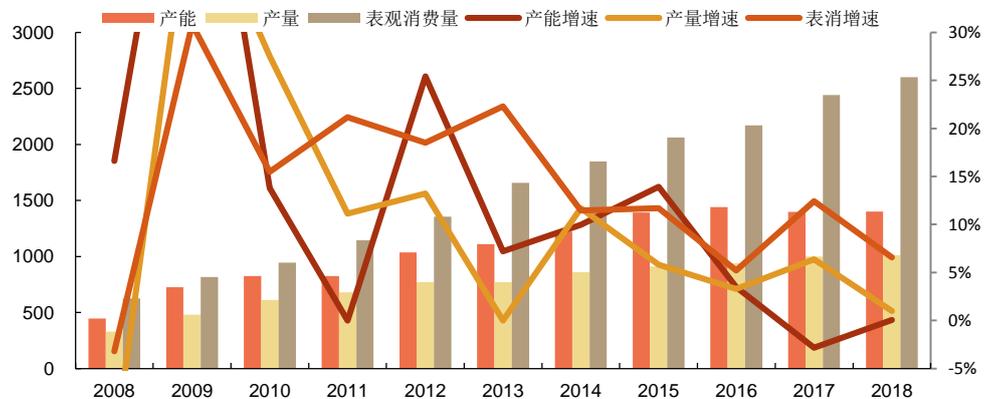
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图59: 我国 2018 年在全球 PX 需求占比六成



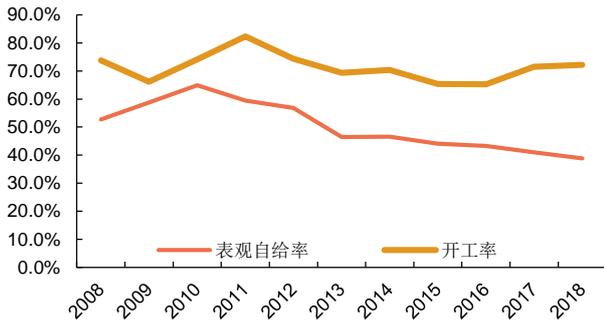
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图60: PX 近年产能几乎无增长



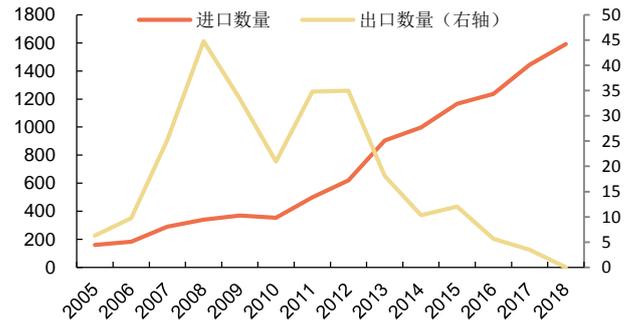
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图61: 2018年我国PX自给率降至不足四成



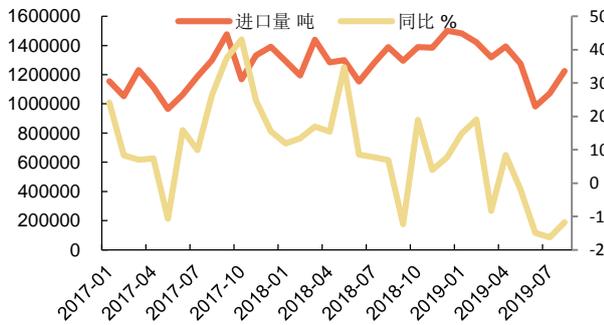
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图62: 近年PX进口数量激增



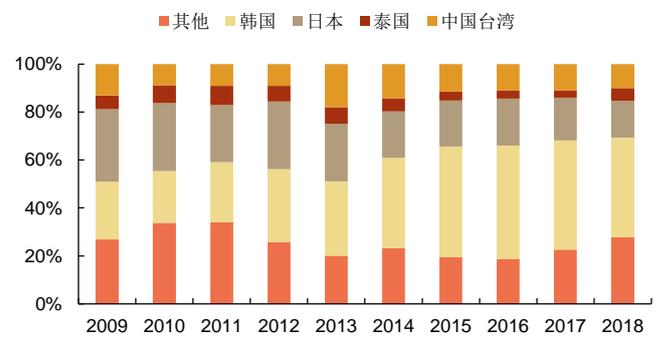
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图63: 2019年后PX进口同比降幅超10%



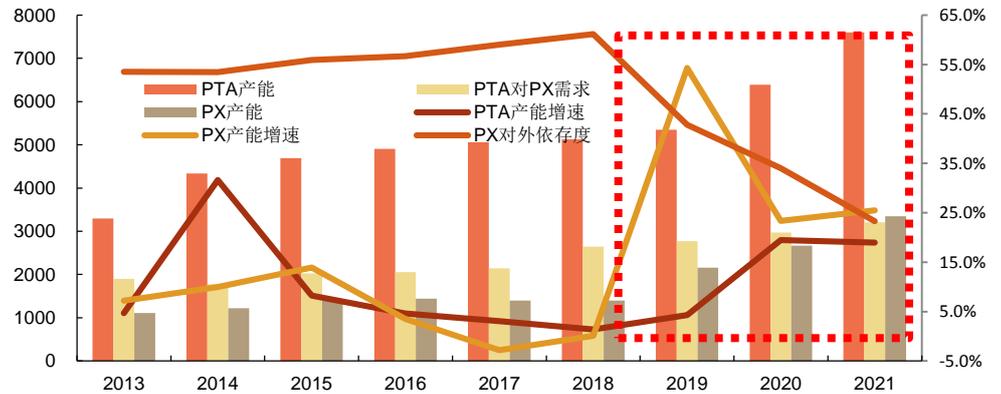
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图64: 日韩台在我国PX进口中占比七成



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图65: 未来两年PX产能增速仍将超PTA增速5pct



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

表5: 我国目前PX主要产能情况

地区	企业	产能 (万吨)
华东	中金石化	160
	扬子石化	80
	上海石化	85
	金陵石化	60
	镇海炼化	65
	青岛丽东	100

地区	企业	产能 (万吨)
	齐鲁石化	6.5
	中化弘润	60
华南	中海油惠州炼化	95
	海南炼化	160
	福建联合	77
	福海创	160
华中	洛阳石化	22.5
华北	天津石化	37
东北	大连福佳	140
	辽阳石化	73
	恒力石化 (大连)	450
西北	乌鲁木齐石化	100
西南	四川石化	75
合计		2006

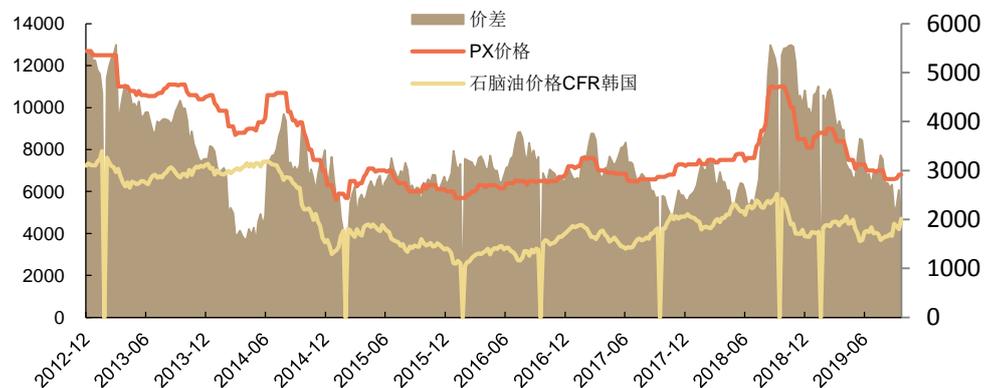
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

表6: 我国未来PX确定性的新增产能较多

企业名称	产能(万吨/年)	投产时间
恒力炼化	450	201905 全线商业化运营
中化弘润	60	201908 投产
海南炼化	100	201909 投产
恒逸文莱	150	201911 投产
浙石化一期	400	2020
辽阳石化	25	2020
中化泉州	80	2020
浙石化二期	400	2021
盛虹炼化	280	2021
2019 合计	760	
2020 合计	505	
2021 合计	680	

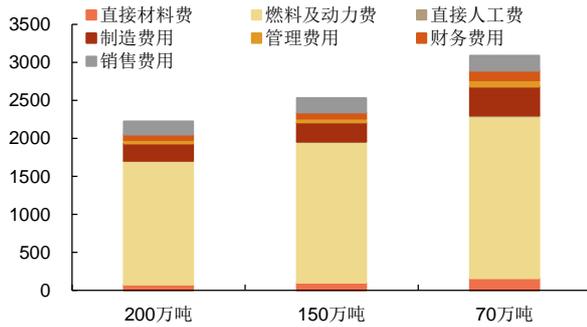
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图66: PX-石脑油价差年内逐步下滑



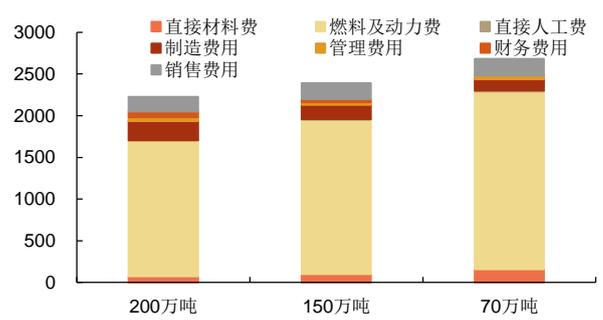
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图67: 不同单线产能的PX装置加工成本差别较大



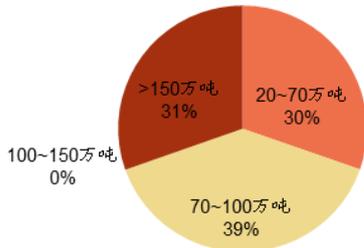
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图68: 大产能PX较小产能加工成本存在400元/吨优势



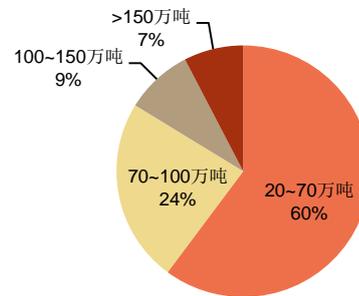
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图69: 我国目前大、中、小产能相对平均



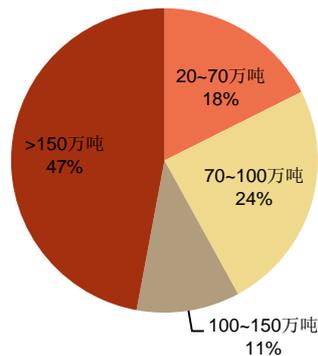
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图70: 亚洲小产能占比六成



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图71: 到2021年我国PX大产能占比近五成



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

表7: 亚洲地区目前产能2900万吨

国家	企业	产能 (万吨/年)
台湾	CPC 公司 1 号装置	22
	CPC 公司 2 号装置	22
	CPC 公司 3 号装置	22
台塑	台塑 1 号 (FCFC 化学纤维)	27
	台塑 2 号 (FCFC 化学纤维)	58

国家	企业	产能 (万吨/年)
	台塑 3 号 (FCFC 化学纤维)	87
韩国	SK 能源 1#	40
	SK 能源 2#	40
	SK2 号装置 (与 JX 合资)	100
	SK 能源	130
	Lotte 化学 1 号	20
	Lotte 化学 2 号	50
	韩华化学 1 号装置	120
	韩华化学 2 号装置	70
	现代 (Hyundai Oilbank)	38
	现代 Hyundai Oilbank 和日本 Cosmo Oil	80
	GS CALTEX1 号	40
	GS CALTEX2 号	40
	GS CALTEX3 号	55
	双龙 1 号 (s-oil)	80
双龙 2 号 (s-oil)	90	
日本	出光兴产	26.5
	出光兴产	21.4
	JX Nippon Oil & Energy (naphtha)-知多	40
	JX Nippon Oil & Energy 1 号(naphtha)-鹿岛	17
	JX Nippon Oil & Energy 2 号(condensate)-鹿岛	42
	JX Nippon Oil & Energy-水岛	38
	JX 日本能源 Japan Energy-鹿岛	35
	JX Nippon Oil & Energy1 号-水岛	25
	JX Nippon Oil & Energy2 号水岛	25
	JX Nippon Oil & Energy (Kyushu Oil)-大分	42
	JX Nippon Oil & Energy-坂井	19
	JX Nippon Oil & Energy-歌山	33
	东燃通用 (Exxon Mobil)	14
	三菱化学	35
印度	信赖公司 NO1	60
	信赖公司 NO2	60
	信赖公司 NO3	60
	信赖公司	24.5
	信赖公司 (姆纳格市)	220
	印度石油公司 (IOC)	36
	印度石油公司 (IOC)	37
	印度芒格洛尔国家石油公司(MRPL, 是印度石油天然气公司 ONGC 子公司)	90
	马来西亚	55
新加坡	埃克森美孚公司 ExxonMobil	53
	埃克森美孚公司 ExxonMobil	42
	裕廊芳烃公司	80
印尼	Pertamina (印尼国家石化公司)	27

国家	企业	产能 (万吨/年)
	TPPI (泛太平洋石化公司)	55
泰国	Aromatics Thailand (PTTGC)	54
	Aromatics Thailand (PTTGC)	77
	ExxonMobil	50
	泰国石油 ThaiOil	52.7
哈萨克斯坦	阿特劳炼油厂	50
越南	NghiSon-出光	70

资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

### 3.2 PTA 成本比拼成为主战场

PTA (精对苯二甲酸) 是重要的大宗有机原料之一。

- ◆ PTA 为白色晶体或粉末, 由 PX (对二甲苯) 经空气氧化反应、结晶精制等工序生成, 其 98% 均用于与 MEG (乙二醇) 缩聚形成 PET (聚对苯二甲酸乙二醇酯、通称聚酯), 其余 2% 用于生产 PBT (聚对苯二甲酸丁二醇酯) 等工程塑料。
- ◆ PTA 的典型专利商包括 Invista、BP、日立、中石油昆仑等, 此外逸盛结合其丰富的生产管理经验, 也对 PTA 工艺技术进行了自主研发及改造。

我国 PTA 产业经历了 2011~2014 年产能大爆发后 (增长 180%), 行业开始自发出清, 2015~2018 产能增速由 8.3% 降至 1.6%。消费量增速则呈现回升态势, 受中美贸易摩擦引发的下游纺服抢出口等因素影响, 2018 年 PTA 消费增速 20%, 名义开工率也由 2017 年的 64.7% 增加到 2018 年的 78.8%。

我国大陆 PTA 是全球产销贸最重要的地区。产能全球占比近 65%, 消费占比 55%。

目前来看, PTA 行业产能呈现趋于集中的态势。截至 2019 年 10 月, 我国 PTA 产能合计 5220 万吨, 其中有效产能 4634 万吨, 长期停车产能占比 11%, CR2 为 38%, 其中逸盛系占比 25%、恒力 13%。而近期周度产量也在 80 万吨以上。产能集中在华东、东北和华南地区 (占比分别为 47%、27% 和 20%)。

预计 2019/2020/2021 年新增产能分别为 220/1040/1210 万吨, 增速分别为 4.3%、19.1% 和 18.7%, 统计数据显示, PTA 产能重归快速增长的态势, 新增产能中单线产能 >200 万吨的占新增产能比例近九成, 而目前有效产能中, 尚有 724 万吨为单线 <100 万吨的中小产能, 随着未来大产能集中投产, 这些中小产能将随着竞争的日益激烈而逐步退出, 在一定程度上实现大产能对小产能的替代。成本的比拼将成为各企业的主战场。

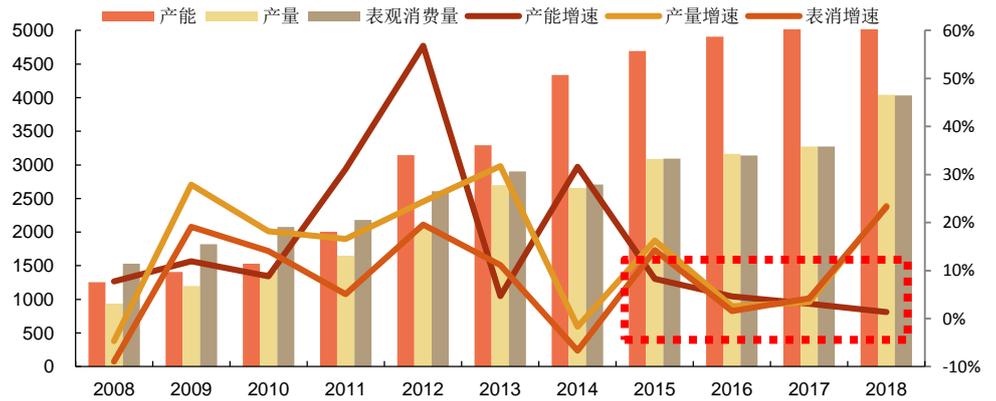
不同单线产能的 PTA 装置加工费差别较大。我们以 2010 年前主流的 60 万吨、2010~2015 主流 150 万吨以及 2019~2021 主流 250 万吨产能单装置加工成本进行对比 (直接材料仅考虑催化剂化学品, 未考虑 PX 及醋酸原材料), 结果显示三者完全加工成本分别为 1160、780 和 470 元/吨。

大产能较小产能存在 350 元/吨的成本优势。考虑到市场中小产能投产年限较早,

折旧、摊销计提以及财务费用存在先期结束的可能（三者折旧为 200 元、100 元和 75 元/吨，财务费用为 37/46/97 元/吨，摊销 10/7/7 元/吨），我们分别将 60 万吨产能折旧摊销财务费扣除、150 万吨产能抵扣一半，250 万吨产能不予抵扣对成本进行相应核减，即使如此，其完全加工成本分别为 827、690 和 470 元/吨，三者加工成本差别依然较大。

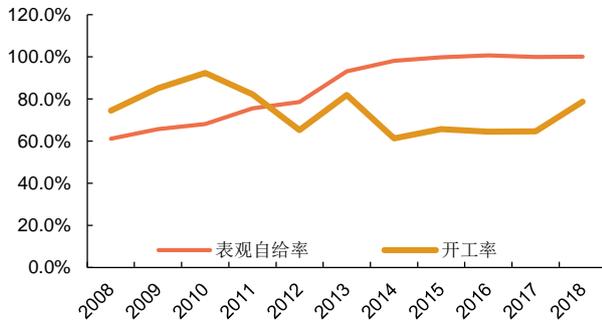
公司与荣盛合营的在建逸盛 2X300 万吨 PTA 未来投产后，将持续加强对该环节把控力度。

**图72：PTA 近年产能出清明显**



资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

**图73：PTA 近年开工率回升**



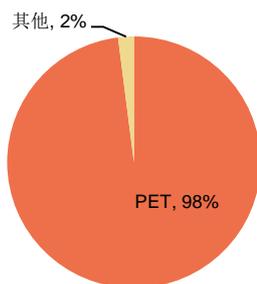
资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

**图74：PTA 近期开工率在相对高位 (%)**



资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

**图75：PTA 下游消费结构以 PET 为主**



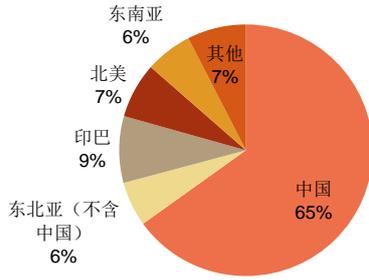
资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

**图76：PTA 近期周产量在 80 万吨以上**



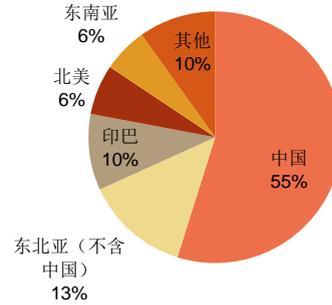
资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

图77: 我国 PTA 产能全球占比超六成



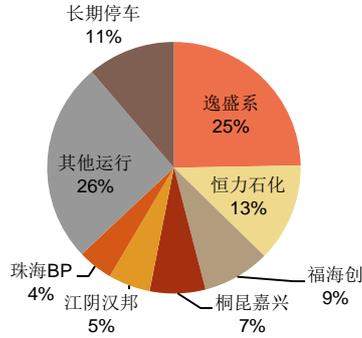
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图78: 我国 PTA 消费全球占比超五成



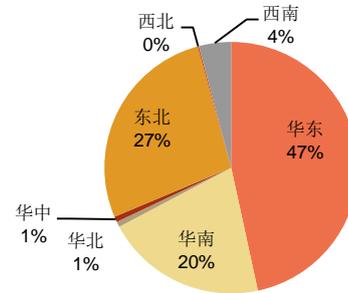
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图79: PTA 产能结构占比



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图80: PTA 产能集中在华东、东北和华南地区



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

表8: 我国 PTA 目前有效产能

地区	企业名称	产能 (万吨/年)
华东	逸盛宁波	485
	三房巷海伦石化	240
	桐昆嘉兴	370
	虹港石化	150
	宁波台化兴业	120
	上海亚东石化	70
	江阴汉邦	280
	宁波利万聚酯	70
	扬子石化	95
	仪征化纤	100
	上海石化	40
	华彬石化	140
	华南	珠海 BP
福建佳龙		60
福海创		450
逸盛海南		210
华北	天津石化	32
华中	洛阳石化	32.5

地区	企业名称	产能 (万吨/年)
东北	逸盛大化	595
	恒力石化	660
西北	乌石化	9
西南	蓬威石化	90
	四川能投	100
合计		4634

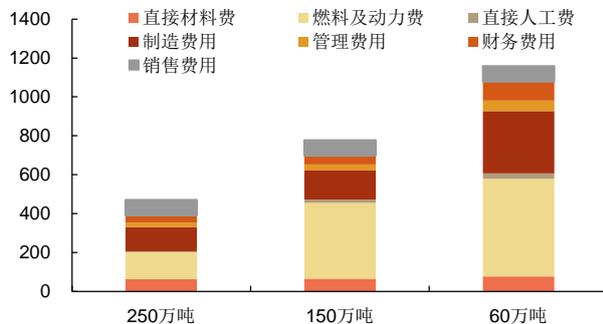
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

表9: 我国 PTA 长期停车产能情况

地区	企业	产能	备注
华东	逸盛宁波	65	长期停车, 将进行改造转产 PIA
	扬子石化	35	长期停车
	华彬石化	180	长期停车
华南	珠海 BP	60	长期停车
	福海创	165	长期停车
东北	辽阳石化	80	长期停车
合计		585	

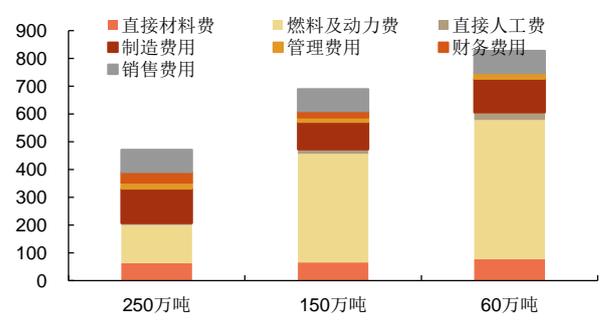
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图81: 不同单线产能的 PTA 装置加工成本差别较大



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图82: 大产能 PTA 较小产能存在 350 元/吨的成本优势



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表10: 未来 PTA 新增产能情况

企业	投产时间	产能 (万吨/年)	所在省份
新凤鸣	2019 年 11 月	220	浙江
恒力四期	2020 年	250	辽宁
中泰昆玉	2020 年	120	新疆
福建百宏	2020 年	250	福建
逸盛宁波	2020 年	300	浙江
蓝山屯河	2020 年	120	新疆
新凤鸣二期	2021 年	220	浙江
福建佳龙二期	2021 年	200	福建
虹港二期	2021 年	240	江苏
恒力五期	2021 年	250	辽宁

企业	投产时间	产能 (万吨/年)	所在省份
逸盛宁波二期	2021 年	300	浙江
2019 合计		220	4%
2020 合计		1040	19%
2021 合计		1210	19%

资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

### 3.3 涤纶长丝在产业链话语权有望提升

**涤纶长丝在化纤产品中占比六成。**2019 年前八个月我国化纤产量 3920 万吨，涤纶长丝产量 2350 万吨，占比 60%。以整个化纤产业为例，合纤在化纤产品中占比超九成，而其中的涤纶（即服装产品吊牌所示“聚酯纤维”）占比在化纤产品中近八成（其中长丝占比近八成），涤纶长丝在化纤产业链中地位举足轻重。

**我国发达的聚酯产业为长丝提供雄厚支撑。**2018 年我国聚酯产能（5900 万吨）与产量（4460 万吨）占全球比重均在 60% 左右。

- ◆ PET 下游包括涤纶纤维、瓶片、膜等，其中涤纶长丝占比六成，终端消费以纺织服装为主（85%），小部分长丝用于工业领域，而瓶、膜下游以包装领域为主。
- ◆ PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯，聚酯）是涤纶长丝的直接原材料，其主要由 PTA 和乙二醇（MEG）经直接酯化、连续缩聚工艺生产获得。
- ◆ PET 熔体可经切片后直接外售至瓶、膜及涤纶生产企业，或经熔体直纺/直熔生产涤纶及薄膜等，熔体直接纺丝/成膜可省去切粒、包装、干燥、再熔融，流程短、投资省、占地少、能耗低，可有效降低电费等成本，同时便于生产及产品质量控制。

**我国涤纶长丝自 2016 年产量和表消增速同步由 1% 回升至 10% 以上。**

- ◆ 涤纶长丝产业经历了 2009~2011 的高景气，2012 年开始逐步回落，此期间产能增速一直高于产量增速 2pct 左右，2015 年底步入谷底，POY 价格在当年底创下近 6000 元历史最低。
- ◆ 2016 年以来随着企业投资的理性，化纤企业数量不断减少，产量与表消增速逐步走高，并高于产能增速 2~3pct，预计到 2021 年产能有望达到 4720 万吨，增速 CAGR7.3%，增长与消费增长匹配。
- ◆ 长丝集中度也在逐步提升，2019 年 CR5 为 46%，随着龙头产能的不断扩张，2021 年 CR5 将增加至 51%。截至 2019 年 8 月最新，涤纶长丝表观消费量增速 11.7%（2180 万吨），产量增速 10.7%（2355 万吨），江浙地区长丝实际负荷在 95%，需求旺盛态势与 2018 年相比依旧不减。

**出口将成为拉动涤纶长丝消费的新动能。**

- ◆ 我国长丝出口量一直维持正增长态势，2018 年出口 227 万吨，增速超 10%，2019 年前八个月出口量已超 180 万吨，全年出口量有望突破 260 万吨（增速 14%）。
- ◆ 从出口比例来看，相对高附加值的产品占比近八成（如 DTY44%、FDY15%、工业丝 16%）。化纤长丝出口金额自 2015 年开始稳步提升，2018 年增速 14%，

2019 年前八个月亦达到 10%。我国向越南、印尼出口占比也呈现稳步增长态势（分别由 2013 年的 6% 增至 10%、4% 至 6%），而越南近三年纺织品出口增速稳定在 10% 以上，其纺织发展势头强劲。

这也印证了尽管下游服装制造领域由于关税、人工成本等因素，存在向东南亚地区转移的可能，但我们认为我国在聚酯等化纤领域多年积累了规模、技术、贸易、市场等综合优势，我国对涤纶环节有充分的把控能力，无需担忧下游纺服转移对聚酯生产端的影响。

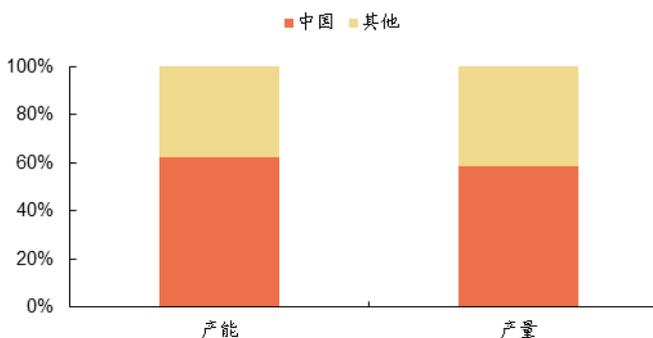
国内纺服业景气回升叠加国外需求的增加支撑了长丝行业需求。

- ◆ 下游纺服存货同比自 2017 年中以来一路走低，零售额同比则自 4 月份短暂触及 -1% 后重回上涨通道，近期增速回升至 5%，江浙织机负荷率 78% 左右。纺服营收增速持稳，利润增速触底回升，利润率也由 4 月份低点回升至 5.25%。
- ◆ 近期涤纶原料端成本降低有望带动纺服利润重回增长。纺服业景气指数处于近年相对高位，人均衣着消费呈现回暖迹象，人均可支配收入增速在 6% 以上。
- ◆ 短期来看，秋冬与国内外节日催生纺服需求增加，长远来看，随着国内收入增加、人口结构优化、消费升级的不断推进及“一带一路”成果不断显现等，纺服行业将持续好转。

与上游原料相比有序扩能将提升长丝在化纤产业链中的话语权。长丝原料端主要为 PX、PTA 及乙二醇（MEG），长丝主要材料占据其生产成本的 90% 以上。

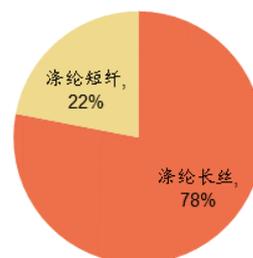
- ◆ 未来产能释放来看，前期压抑已久的 PX 从 2019 年已经开始大幅扩张；乙二醇未来三年巨量释放，由于低油价下乙烯项目的扩张，叠加合成气制乙二醇在未来的集中释放（技术进步、煤价确保成本竞争力、产品色度指标优化）。
- ◆ PTA 与上述两种产品相比相对温和，但也高于长丝端。
- ◆ 此外长丝未来扩张集中于龙头，CR5 有 5pct 的提升，因而温和的扩张将为长丝端获取更加有利的话语权。

图83：我国聚酯产能与产量全球占比 60%



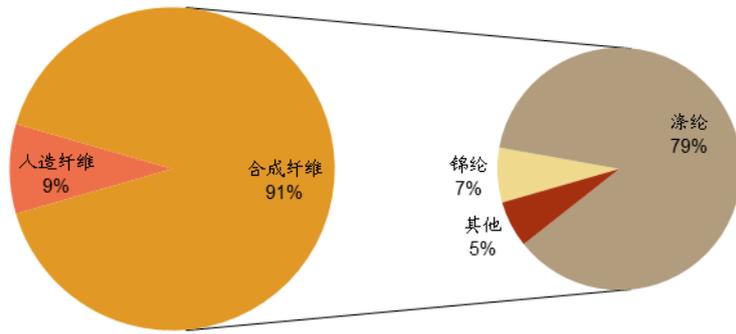
资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

图84：长丝在涤纶产品中占比近八成



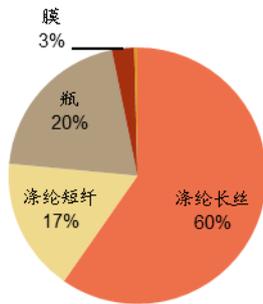
资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

图85：涤纶在化纤产品中占比近八成



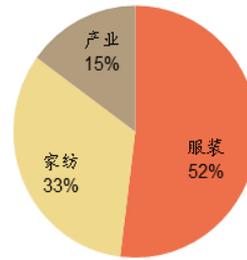
资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

图86：涤纶纤维在聚酯消费结构中占比近八成



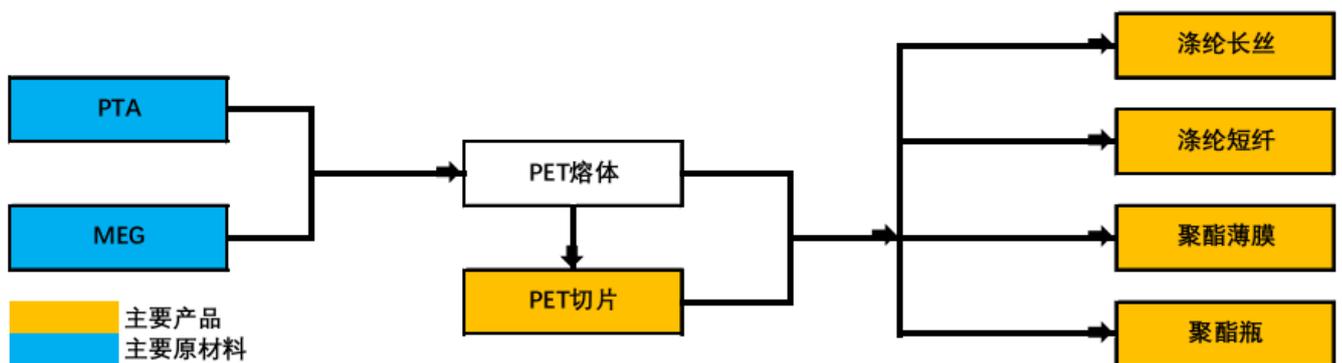
资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

图87：涤纶长丝下游中纺服占比85%



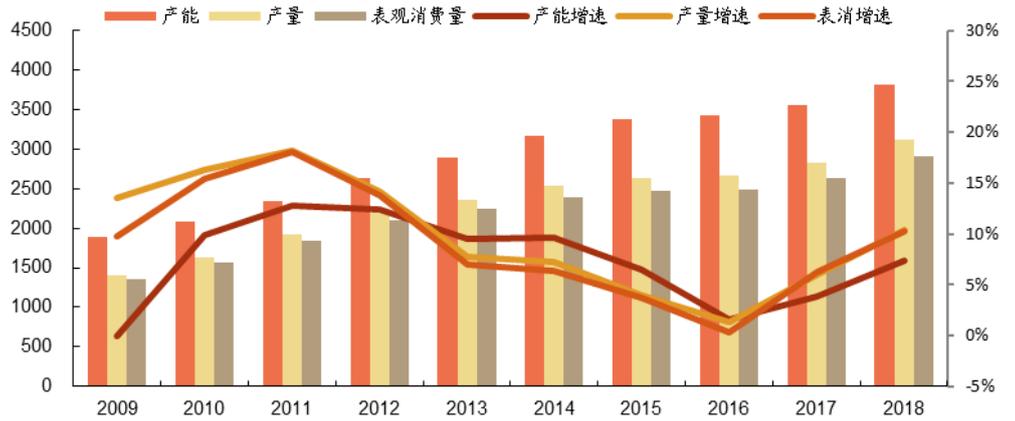
资料来源：百川盈孚，Wind，申港证券研究所

图88：典型聚酯产品链



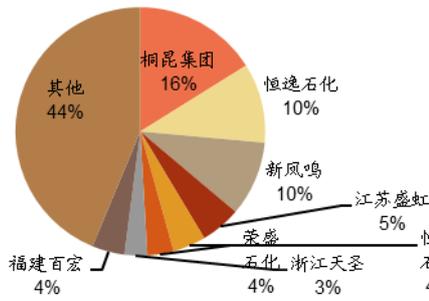
资料来源：Wind，申港证券研究所

图89: 涤纶长丝近年产量与销量增速>产能增速



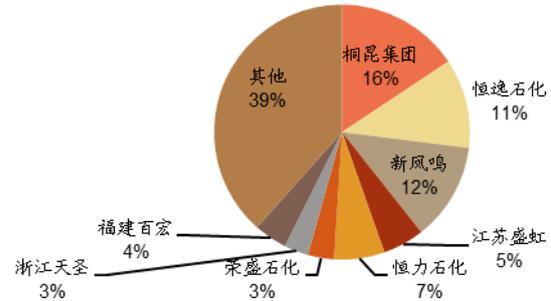
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图90: 2019年涤纶长丝CR4为46%



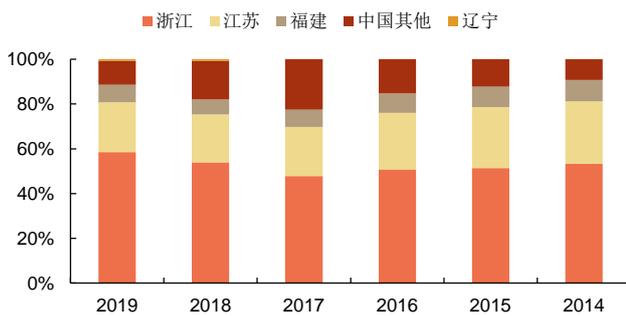
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图91: 2021年涤纶长丝CR4预计达到50%



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图92: 江浙地区长丝产量占比八成



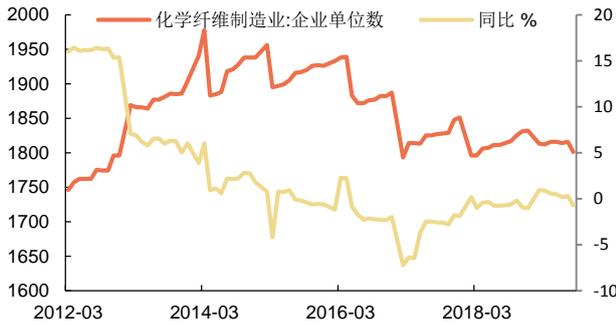
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图93: 近期江浙地区长丝开工负荷九成以上



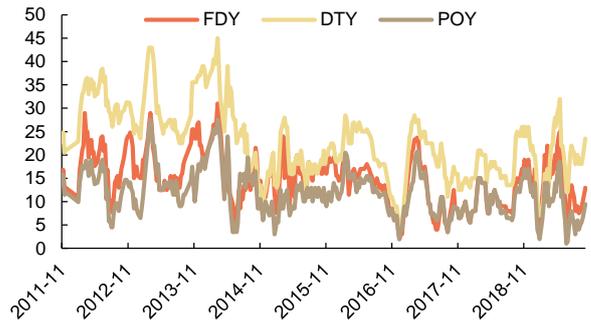
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图94: 我国化纤企业数量逐年降低



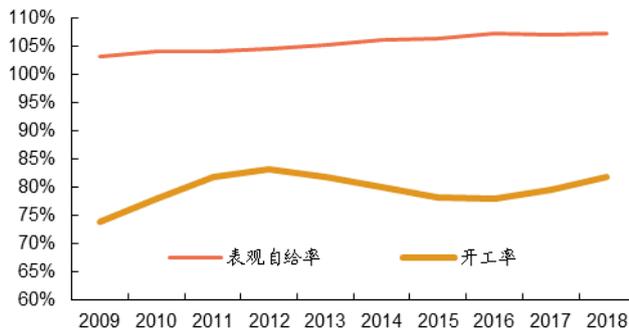
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图95: 长丝库存天数相对较低



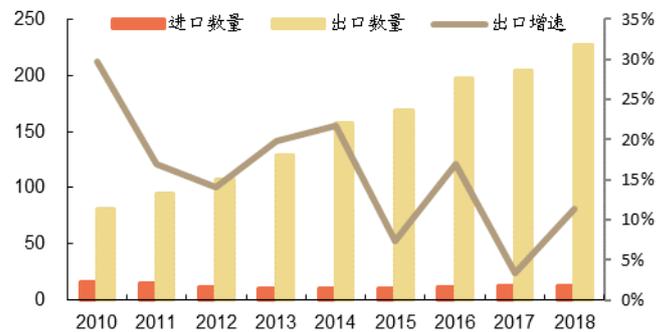
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图96: 涤纶长丝开工率回升



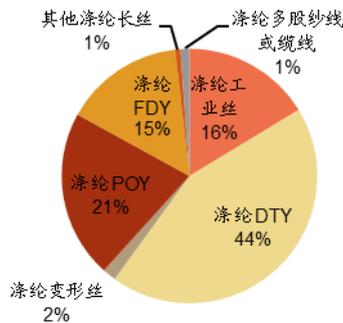
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图97: 涤纶长丝出口稳步增长 (万吨)



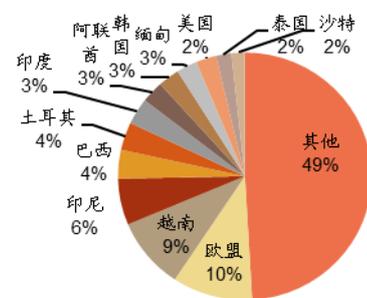
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图98: 我国长丝出口中高附加值产品占比近八成



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图99: 我国2019年化纤长丝出口金额占比



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图100: 我国化纤长丝出口金额稳步提升 (亿美元)

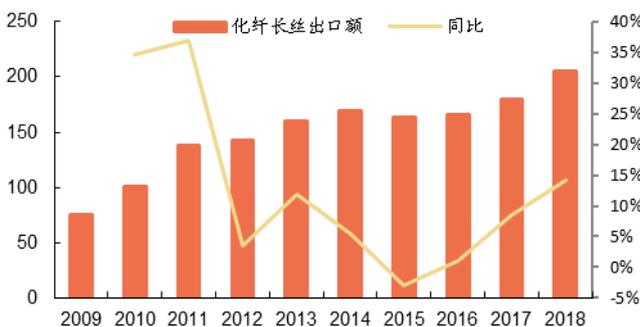
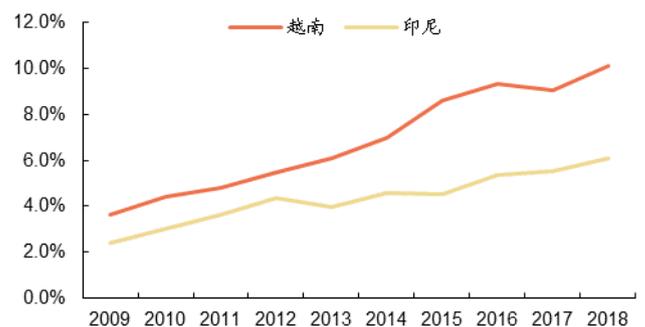


图101: 出口至越南和印尼的化纤长丝占比稳步提升



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

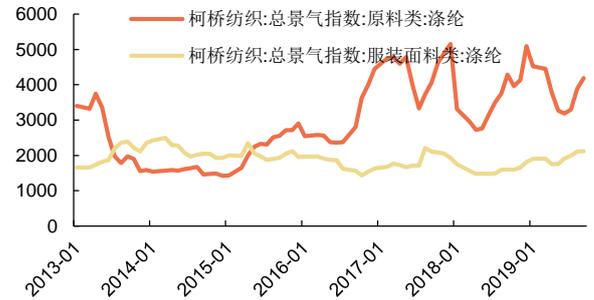
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图102: 越南纺织品出口同比在10%以上 (百万美元)



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图103: 涤纶原料与涤纶服装景气度回升



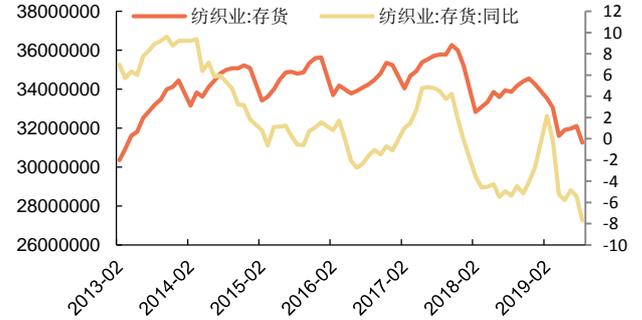
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图104: 纺织业存货同比走低 (%)



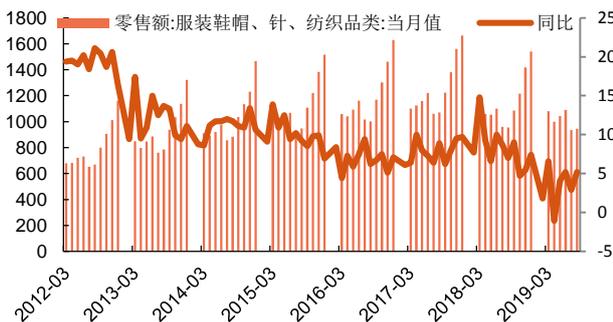
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图105: 近期纺织业存货同比-8% (万元 %)



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图106: 纺服零售额触底回升



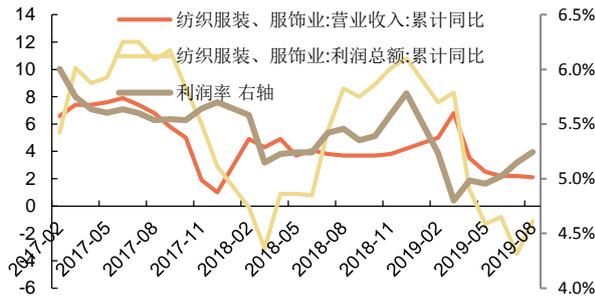
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图107: 江浙织机负荷率相对较高



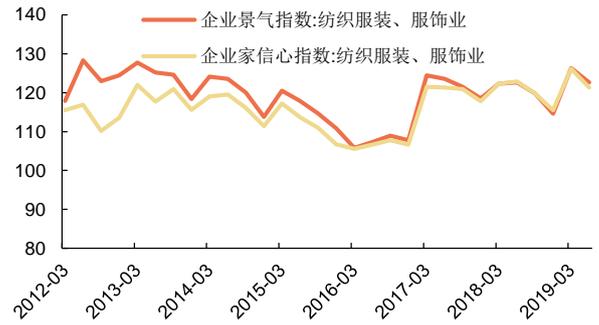
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图108: 纺服营收增速持稳 利润增速触底回升 (%)



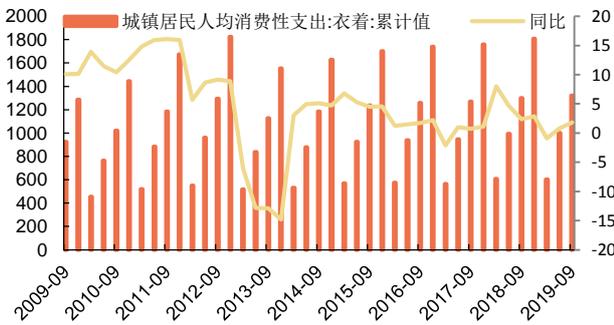
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图109: 纺服企业景气指数相对较高



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图110: 城镇居民衣着消费支出增速回暖 (元 %)



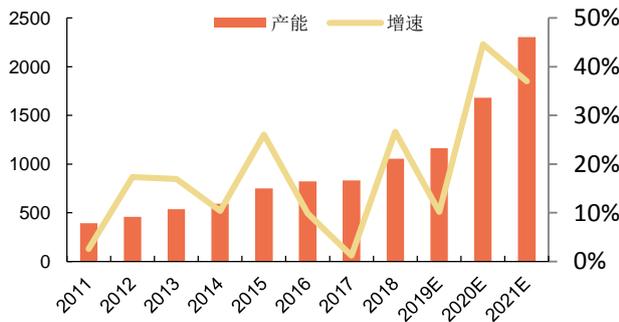
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图111: 全国居民人均可支配收入增速在5%以上 (元 %)



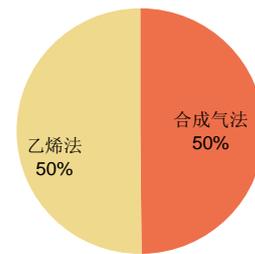
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图112: 未来两年乙二醇迎来千万吨扩能 (万吨)



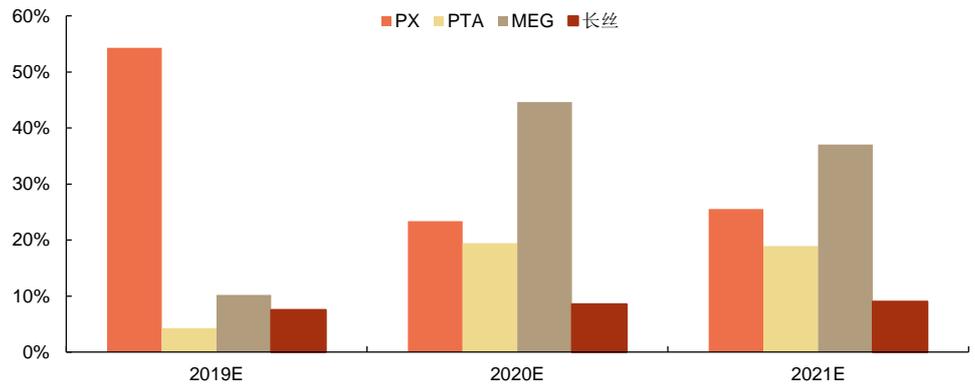
资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图113: 未来乙二醇扩能工艺占比



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

图114: 长丝扩张与其上游原料相比最为有序



资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

表11: 乙二醇未来新增产能较多

预计投产时间	地区	企业	预计新增产能	工艺
2019	内蒙	内蒙古荣信化工有限公司	40	合成气法
2019	内蒙	内蒙古康乃尔化学工业有限公司	30	合成气法
2020	辽宁	恒力石化(大连)炼化有限公司	155	乙烯法
2020	浙江	浙江石油化工有限公司	80	乙烯法
2020	福建	中化泉州石化	50	乙烯法
2020	新疆	新疆天业(集团)有限公司	60	合成气法
2020	湖北	湖北三宁化工股份有限公司	40	合成气法
2020	陕西	陕西渭河煤化工集团有限责任公司	30	合成气法
2020	陕西	陕西延长石油集团氟硅化工有限公司	10	合成气法
2020	陕西	陕西煤业化工集团有限责任公司	30	合成气法
2020	河南	河南龙宇煤化工有限公司	20	合成气法
2020	内蒙	鄂托克旗建元煤化工有限责任公司	24	合成气法
2020	山西	山西襄矿泓通煤化工有限公司	20	合成气法
2021	广东	中科广东炼化	40	乙烯法
2021	福建	福建古雷炼化一体化	70	乙烯法
2021	浙江	浙江石油化工有限公司	80	乙烯法
2021	江苏	卫星石化	133	乙烯法
2021	陕西	神华榆林能源化工公司	40	合成气法
2021	内蒙	内蒙古久泰新材料有限公司	100	合成气法
2021	安徽	安徽昊源化工集团有限公司	30	合成气法
2021	内蒙	鄂尔多斯市金诚泰化工有限责任公司	30	合成气法
2021	陕西	陕西煤化能源有限公司	30	合成气法
2021	山西	山西沃能化工有限公司	30	合成气法

预计投产时间	地区	企业	预计新增产能	工艺
2021	陕西	陕西榆林能源集团	40	合成气法
2019 新增			70	
2020 新增			519	
2021 新增			623	

资料来源: 百川盈孚, Wind, 申港证券研究所

## 4. 投资建议

### 4.1 关键假设

1、价：考虑到整个化纤产业链中除聚酯外扩能力度较大，预计各环节价格均有下滑，以 2019 年全年均价为基准，2020 年和 2021 年相对上年均价的变动幅度如下：

表12：各产品价格较上年变动幅度

产品	2020E	2021E
PTA	-20%	-1%
PX	-18%	-1%
MEG	-15%	-4%
涤纶长丝 POY	-13%	0%
涤纶长丝 FDY	-15%	0%
涤纶长丝 DTY	-13%	0%
PET 瓶片	-13%	0%
涤纶短纤	-15%	0%

资料来源：Wind，申港证券研究所

2、量：预计公司主要现有产品量维持稳定，海宁、逸鹏在建项目 2020 年逐步投产，合营浙江逸盛新材料 PTA 一期和二期分别于 2020 和 2021 年投产。

### 4.2 投资建议

公司各业务组成及预测如下：

表13：公司分业务组成及预测

业务	产品	营收	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
业务 1	PTA	营业收入	1493641	1689784	1749408	1558852	1267912	1267785
		增速		13.1%	3.5%	-10.9%	-18.7%	0.0%
		毛利率	3.6%	4.9%	6.4%	11.2%	7.5%	7.3%
业务 2	PET 瓶片	营业收入	119074	193628	469446	454037	401610	405626
		增速		62.6%	142.4%	-3.3%	-11.5%	1.0%
		毛利率	6.9%	6.0%	5.9%	4.2%	9.0%	10.4%
业务 3	POY	营业收入	306370	426054	874416	1314468	1432172	1710878
		增速		39.1%	105.2%	50.3%	9.0%	19.5%
		毛利率	5.3%	6.0%	10.1%	7.0%	10.8%	12.1%
业务 4	FDY	营业收入	280620	373905	568558	905118	937014	983864
		增速		33.2%	52.1%	59.2%	3.5%	5.0%

业务	产品	营收	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
		毛利率	8.0%	12.0%	10.5%	8.8%	10.0%	11.3%
业务 5	DTY	营业收入	217116	247815	276022	366139	363356	405002
		增速		14.1%	11.4%	32.6%	-0.8%	11.5%
		毛利率	9.0%	14.8%	12.4%	11.4%	13.0%	14.1%
业务 6	短纤	营业收入			312446	431903	424987	446237
		增速				38.2%	-1.6%	5.0%
		毛利率			5.7%	4.0%	5.4%	6.8%
业务 7	贸易	营业收入		3478133	4179134	3048929	3201376	3361445
		增速			20.2%	-27.0%	5.0%	5.0%
		毛利率		0.8%	-0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
业务 8	其他业务	营业收入	816997	19067	65340	56186	56747	57315
		增速		-97.7%	242.7%	-14.0%	1.0%	1.0%
		毛利率	-1.2%	47.4%	21.9%	26.3%	26.3%	26.3%
业务 9	恒逸文莱	营业收入				491753	3688149	3725031
		增速					650%	1%
		毛利率				10.2%	10.2%	11.1%

资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

表14：可比公司估值（截至 2019-11-25 收盘）

代码	简称	现价 元	总股本 亿股	总市值 亿元	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600346.SH	恒力石化	14.11	70.39	993.2	1.28	1.66	1.91	11.0	8.5	7.4
002493.SZ	荣盛石化	11.84	62.91	744.9	0.45	0.90	1.14	26.5	13.1	10.4
000301.SZ	东方盛虹	5.01	40.29	201.9	0.39	0.43	0.53	12.9	11.8	9.5
平均值								16.8	11.1	9.1

资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

由于公司特点为下游 PTA-化纤且向上游炼油化工延伸，因此，我们选取部分在建炼化项目的化纤公司进行比较。根据可比公司 2020 和 2021 年 PE 计，公司未来两年 EPS 分别为 1.58/1.96 元，相对估值分别为 17.5 和 17.8 元。

综上，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.99、1.58、1.96 元，对应当前股价，PE 分别 13.34、8.38、6.75 倍。我们给予公司六个月目标价 17 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

原油价格剧烈波动、中东地缘政治加剧、文莱国内政策收紧、国际贸易政策变化、汇率波动、聚酯需求不及预期

表15: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	64284	84948	86274	117733	123632	流动资产合计	11102	16524	18890	26875	28798
营业成本	61890	81625	81176	109080	113676	货币资金	4507	9014	10629	15955	17257
营业税金及附加	79	105	181	173	182	应收账款	1224	1377	1521	1992	2136
营业费用	160	318	423	600	631	其他应收款	21	141	143	196	205
管理费用	405	501	552	738	768	预付款项	1111	844	1148	1543	1608
研发费用	0	279	538	712	748	存货	1923	2758	2633	3611	3725
财务费用	315	746	724	1433	1346	其他流动资产	1037	1228	1319	1800	1890
资产减值损失	1	125.41	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	22166	43101	54571	55921	55113
公允价值变动收益	(128)	107.70	-10.19	48.75	19.28	长期股权投资	6609	7814	10158	10666	11733
投资净收益	577	1095.81	1407.46	1161.89	1212.29	固定资产	7771	11985	12927	29701	29804
营业利润	1950	2604.54	4408.62	6539.21	7845.87	无形资产	251	1006	1075	1512	1521
营业外收入	18	19	19	19	19	商誉	0	222	222	222	222
营业外支出	5	4	5	5	5	其他非流动资产	2241	4332	4399	6003	6304
利润总额	1963	2620	4422	6554	7860	资产总计	33268	59625	73460	82796	83911
所得税	119	376	852	884	1060	流动负债合计	16965	23797	30061	37021	38528
净利润	1844	2243	3571	5670	6800	短期借款	10015	13723	19045	23553	24768
少数股东损益	222	281	760	1194	1240	应付账款	3014	4642	4226	5678	5918
归属母公司净利润	1622	1962	2811	4476	5561	预收款项	350	503	490	669	703
EBITDA	3308	5337	6541	11252	12660	一年内到期的非流动负债	199	1004	1105	773	541
EPS (元)	1.00	0.80	0.99	1.58	1.96	非流动负债合计	452	13561	18144	16904	12249
主要财务比率						长期借款	357	9468	13240	12000	10344
						应付债券	0	2988	3988	3988	988
成长能力						负债合计	17417	37358	48205	53925	50776
营业收入增长	98.3%	32.1%	1.6%	36.5%	5.0%	少数股东权益	3885	4465	5224	6418	7658
营业利润增长	149.8%	33.6%	69.3%	48.3%	20.0%	实收资本(或股本)	1648	2628	2842	2842	2842
归属于母公司净利润增长	95.3%	21.0%	43.3%	59.2%	24.2%	资本公积	4588	7270	7270	7270	7270
获利能力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	未分配利润	5896	7447	8869	11135	13949
毛利率(%)	3.7%	3.9%	5.9%	7.4%	8.1%	归属母公司股东权益合计	11966	17802	19731	22262	25407
净利率(%)	2.9%	2.6%	4.1%	4.8%	5.5%	负债和所有者权益	33268	59625	73160	82606	83841
总资产净利润(%)	4.9%	3.3%	3.8%	5.4%	6.6%	现金流量表					
ROE(%)	13.6%	11.0%	14.2%	20.1%	21.9%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	2363	1675	4395	9298	10287
资产负债率(%)	52.4%	62.7%	65.9%	65.3%	60.6%	净利润	1844	2243	3571	5670	6800
流动比率	0.65	0.69	0.63	0.73	0.75	折旧摊销	831	1008	1409	3279	3468
速动比率	0.54	0.58	0.54	0.63	0.65	财务费用	315	746	724	1433	1346
营运能力						应付帐款减少	-561	-153	-143	-471	-144
总资产周转率	2.11	1.83	1.30	1.51	1.49	预收帐款增加	-1034	154	-13	179	34
应收账款周转率	68.11	65.30	59.53	67.02	59.90	投资活动现金流	-5900	-12434	-11180	-3529	-1550
应付账款周转率	30.75	22.19	19.46	23.77	21.32	公允价值变动收益	-128	108	-10	49	19
每股指标(元)						长期股权投资减少	-1012	-1205	-2344	-508	-1067
每股收益(最新摊薄)	1.00	0.80	0.99	1.58	1.96	投资收益	577	1096	1407	1162	1212
每股净现金流(最新摊薄)	-0.10	1.07	0.57	1.87	0.46	筹资活动现金流	3377	13570	8400	-442	-7435
每股净资产(最新摊薄)	7.26	6.77	6.94	7.83	8.94	应付债券增加	0	2988	1000	0	-3000
估值比率						长期借款增加	49	9110	3772	-1240	-1656
P/E	13.20	16.50	13.34	8.38	6.75	普通股增加	29	980	214	0	0
P/B	1.82	1.95	1.90	1.68	1.48	资本公积增加	221	2682	0	0	0
EV/EBITDA	8.41	9.90	9.82	5.50	4.49	现金净增加额	-161	2811	1615	5326	1302

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

### 研究助理简介

**刘少卿**，西安交通大学制药工程本科，天津大学化学工程硕士，曾任职于中国寰球工程有限公司，6 年化工咨询与设计经验，2019 年 8 月加入申港证券研究所，从事化工行业研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和贵任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上