

恒逸石化(000703)

文莱 PMB 项目：东南亚成品油市场是取胜的关键  
——恒逸石化首次覆盖深度报告

✍️：范飞 执业证书编号：S1230512030001  
☎️：021-80106025  
✉️：fanfei@stocke.com.cn

投资要点

□ 文莱 PMB：东南亚成品油市场是取胜的关键

——从理论研究看，800万吨炼油规模与当前理论最佳规模1500万吨相比，相当于加工费高约0.78美元/桶。

——在国内成品油面临过剩压力的情况下，文莱项目成品油的顺畅销售是一个巨大的优势。

1) 运费优势：我们根据当前油价及运费估计，成品油运输路径减少以及原油运输减少带来的成本优势在约0.9美元/桶。

2) 成品油销售：从劣势到优势

2014年-2018年，原油价格处于低位，国内成品油竞争不充分，享受了黄金四年，国内成品油扣税后相对于新加坡报价存在一定溢价，每吨成品油溢价平均320元/吨；但是2019年以来，竞争加剧，国内成品油利润下滑，如果参照新加坡价格销售成品油，国内每吨折价约258元。

以过去12个月的产品价格模拟，恒逸文莱 PMB 项目盈利约4.2亿美元；

□ 弹性测试：

公司炼油项目对原油采购的弹性最大，原料采购成本每降低1美元/桶，将带来501万美元/月的利润；其次是汽油裂解价差，对应1美元裂解价增加，利润增加177万美元/月；PX价格对应10美元/吨的价格变化，利润增加118万美元/月。

□ 风险提示：

——原材料成本大幅上升的风险：原油、乙二醇

——衍生品投资的风险：公司持有远期外汇合约和 PTA 期货头寸、以及成品油期货套保头寸，存在一定衍生品投资风险。

□ 盈利预测及估值

预计2019-2021年归属于母公司股东的净利润分别为28.7亿元、40.8亿元、45.2亿元，对应PE分别为13.6倍、9.6倍、8.6倍，考虑到公司聚酯产业链一体化优势明显、PTA加工成本控制国际领先，文莱项目坐拥成品油销售优势。首次覆盖给与买入评级。

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	84948	89348	122434	126731
(+/-)	32.14%	5.18%	37.03%	3.51%
净利润	1962	2877	4084	4519
(+/-)	20.97%	46.65%	41.95%	10.65%
每股收益(元)	0.69	1.01	1.44	1.59
P/E	19.93	13.59	9.57	8.65

评级

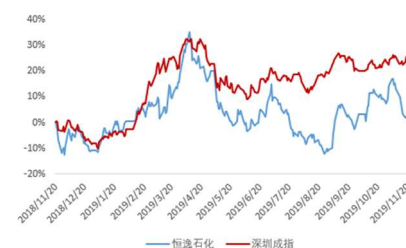
买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥13.79

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.40
2Q/2019	0.38
1Q/2019	0.18
4Q/2018	-0.23



公司简介

恒逸石化已发展成为全球领先的精对苯二甲酸和聚酯纤维综合制造商之一，并将通过文莱炼化项目实现从原油到涤纶长丝完整的产业链一体化。

相关报告

报告撰写人：范飞  
数据支持人：范飞

## 正文目录

<b>1. 投资要点</b>	<b>5</b>
1.1. 长丝产业链利润重构+文莱项目投产	5
1.2. 盈利预测与投资评级	5
1.3. 弹性测算	5
1.3.1. 文莱炼油项目盈利弹性:	5
1.3.2. 除炼油以外的其他项目盈利弹性分析:	6
1.4. 风险提示	7
<b>2. 公司基本情况: 具有极强竞争力的长丝一体化企业</b>	<b>7</b>
2.1. 公司实际控制人股权结构	7
2.2. 收入和利润结构	7
2.3. 恒逸文莱项目	8
<b>3. 在东南亚建设炼厂的优劣分析及利润模拟</b>	<b>8</b>
3.1. 文莱原油产量峰值已过, 必然大力支持炼化工程	9
3.2. 未来国内成品油过剩的情况下, 在东南亚设厂具有明显市场优势	9
3.3. 国内油品过剩用于出口时国内外新建炼厂效益足以发生逆转	11
3.4. 恒逸文莱项目利润模拟	12
3.5. 弹性分析	14
<b>4. 规模的劣势及复杂度劣势有多少?</b>	<b>16</b>
4.1. 规模劣势:	16
4.2. 复杂度劣势:	17
<b>5. 文莱炼油项目与国内同行比较</b>	<b>17</b>
5.1. 与恒源石化马来西亚炼油公司的比较: 恒逸石化规模偏小、原油成本过高	18
5.2. 与上海石化比较: 管理上具有明显优势、财务杠杆较高	19
5.3. 与浙江石化比较	20
<b>6. 公司除炼油项目外的情况</b>	<b>22</b>
6.1. 产品与产能情况	22
6.2. 2019-2020 年的主要增量部分: 并购+在建新增约 30% 聚酯产能	23
6.3. 聚酯的周期:	23
6.4. 产业链利润重构: PTA 供应压力增大, 2020-2021 年将是艰难时期	25
6.5. 聚酯原材料采购	26
6.6. 公司除炼油以外的产品盈利弹性测算	27
<b>7. 公司主要合营、 联营、 参股公司及其他贸易公司</b>	<b>27</b>
<b>8. 盈利预测与投资评级</b>	<b>28</b>
<b>9. 风险提示</b>	<b>30</b>
<b>10. 附录:</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 公司实际控制人股权结构 .....	7
图 2: 公司 2018 年收入结构 .....	8
图 3: 利润结构: .....	8
图 4: 文莱原油产量已过峰值 .....	9
图 5: 文莱概况 .....	9
图 6: 新加坡成品油销售收入与国内成品销售收入对比 .....	10
图 7: 国内成品油相对于新加坡成品油溢价(负为折价)(元/吨) .....	10
图 8: 中国成品油 2015 年转为净出口国(万吨) .....	11
图 9: 恒逸文莱 800 万吨裂解利润模拟 95%开工率(万美元/月) .....	12
图 10: 掺炼油浆经济效益情况 .....	12
图 11: 新加坡汽油裂解价差(美元/加仑) .....	15
图 12: PX 价格 .....	15
图 13: 规模大小与单位投资 .....	16
图 14: 规模大小与完全操作费用 .....	16
图 15: 复杂系数与操作费用 .....	17
图 16: 国内各炼厂复杂系数 .....	17
图 17: 恒源石化马来西亚炼油公司产品结构 .....	18
图 18: 恒源石化历年炼油毛利 .....	18
图 19: 涤纶长丝开工率 .....	24
图 20: 涤纶供需增速对比 .....	24
图 21: 涤纶长丝库存 .....	24
图 22: 长丝各环节利润对比 .....	24
图 23: 己内酰胺及毛利估计 .....	28
图 24: 代表性地区炼油毛利(美元/桶) .....	30
表 1: 公司炼油项目弹性分析 .....	5
表 2: 10 月 30 日国内成品油与新加坡成品油价格对比 .....	9
表 3: 国内外新建炼油厂的经济指标对比 .....	12
表 4: 恒逸文莱炼油产品方案 .....	13
表 5: 能耗估计 .....	13
表 6: 折旧摊销费估计 .....	14
表 7: 公司炼油项目弹性分析 .....	14
表 8: 公司与上海石化产品结构对比 .....	19
表 9: 公司与上海石化产品结构对比 .....	19
表 10: 浙江省成品油销量 .....	20
表 11: 浙石化成品油产量(万吨) .....	21
表 12: 浙石化与恒逸文莱主要数据对比 .....	21
表 13: 公司除炼油以外的产品与产能 .....	22
表 14: 公司主要在建项目 .....	23

表 15: 聚酯产业链利润(元/吨) .....	25
表 16: 2019 年 Q4-2020 年 PTA 拟投产产能.....	26
表 17: PTA 产能及产量增速.....	26
表 18: 公司主要原材料采购 .....	27
表 19: 产品盈利弹性测算.....	27
表 20: 公司主要参股及贸易公司 .....	28
表 21: 聚酯主要业务数据 .....	29
表 22: 主要原油采购估计 .....	29
表 23: 同行估值比较.....	29
表 24: 国内 PTA 产能及运行情况.....	30
表 25: 亚洲 PX 供需平衡表.....	32
表 26: PTA 领先企业成本测算.....	32
表 27: 涤纶长丝供需平衡表.....	32
表附录: 三大报表预测值.....	34

## 1. 投资要点

本文以文莱项目的优劣及相应的利润模拟和弹性分析为核心分析公司未来一段时间的盈利增长。

### 1.1. 长丝产业链利润重构+文莱项目投产

随着 PX 与 PTA 的大量投产，长丝产业链利润向下转移到长丝环节，而公司在近两年大力整合聚酯产业链，提前布局，受益明显。

公司文莱 PMB 石油化工项目是跨越发展的关键一环。

市场认为，文莱项目规模优势，不明显；我们认为，公司的产品油销售市场优势足以抵御该弱项。

——从理论研究看，当前的最佳单套装置规模在约 1500 万吨左右。从单吨投资看，800 万吨规模与 1500 万吨的，单吨投资额多 400 元/吨；从完全操作费用讲，800 万吨规模与 1500 万吨相比，单吨操作费用高约 40 元/吨，即相当于加工费高约 0.78 美元/桶。

——在国内成品油面临过剩压力的情况下，文莱项目成品油的顺畅销售是一个巨大的优势。

1) 运费优势：当国内成品油供应过剩，国内新建炼油厂所生产的油品全部用于出口时，尽管国内新建炼油厂的建设投资较小，但需承担原油和成品油远洋运输的双重费用，国内建厂的经济效益指标明显低于国外建厂。我们根据当前油价及运费估计，成品油运输路径减少以及原油运输减少带来的，成本优势在约 0.9 美元/桶。

2) 成品油溢价：从劣势到优势

2014 年-2018 年，原油价格处于低位，国内成品油竞争不充分，享受了黄金四年，国内成品油扣税后相对于新加坡报价存在一定溢价，我们估计的每吨成品油溢价平均 320 元/吨；

但是 2019 年以来，竞争加剧，国内成品油利润下滑；如果参照新加坡价格销售成品油，国内每吨平均折价约 258 元。

### 1.2. 盈利预测与投资评级

预计 2019-2021 年归属于母公司股东的净利润分别为 28.7 亿元、40.8 亿元、45.2 亿元，对应 PE 分别为 13.59 倍，9.57 倍，8.65 倍，公司聚酯一体化优势明显、PTA 加工成本控制国际领先，文莱项目坐拥成品油销售优势。首次覆盖给与买入评级。

### 1.3. 弹性测算

#### 1.3.1. 文莱炼油项目盈利弹性：

我们设定 2019 年 9 月份的数据为基准值，分别测算公司文莱炼油项目利润弹性（注意公司炼油持股 70%，弹性相应要有一定折扣）：

**表 1：公司炼油项目弹性分析**

	原油	汽油	柴油	煤油	PX	纯苯	LPG	加工费	开工率
单位	美元/桶	美元/桶	美元/桶	美元/桶	美元/吨	元/吨	美元/吨	美元/桶	%
变动值	1	1	1	1	10	100	10	1	-5
基准值 (2019 年 9 月)	62.8	74.8	77.1	77.7	795.2	5,764	443.4	13.4	95
增加幅度	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.7%	2.3%	7.5%	-5.6%
利润变动幅度	-17.4%	6.1%	3.5%	2.5%	4.1%	1.9%	1.5%	-17.4%	-9.0%
弹性	-10.9	4.6	2.7	2.0	3.3	1.1	0.7	-2.3	1.7

资料来源: Wind、浙商证券研究所

#### ——原油: 弹性最大

由于原油成本是最大的一块, 原油采购成本的节约对公司利润影响最大。原料采购成本每降低 1 美元/桶, 将带来 501 万美元/月的利润。这一块也是企业盈利变动的关键来源之一。

#### ——汽油裂解价差:

汽油产量最大, 利润对汽油裂解价差的弹性次之。对应 1 美元裂解价增加, 利润增加 177 万美元/月;

9 月份, 新加坡 92 号无铅汽油裂解价差在约 5 美元/桶; 当前(12 月 3 日)在约 8.1 美元/桶;

#### ——PX 价格:

公司 PX 产量较大, PX 价格每变动 1%, 利润增加 3.3%; 或者对应 10 美元/吨的价格变化, 对应利润增加 118 万美元/月。

#### ——柴油、煤油弹性:

对柴油、煤油裂解价差每增加 1%, 利润分别变动 2.7%、2%;

当前柴油裂解价差 16.6 美元/桶, 航空煤油 16.8 美元/桶, 远好于汽油价差。

#### ——对加工费、开工率的弹性:

炼油利润对开工率的弹性为 1.7, 即开工率下降 10% 将使得利润下降 17.9%、

开工率的减少, 一个是影响了折旧、人工等、间接增加了加工费;

另一个是减少了产品产出, 降低了利润。

同时如果考虑到配套的电站、码头等负荷的话, 实际开工率下降对利润影响更大。

加工费如果每减少 1 美元/桶, 比如能源价格、人工成本降低, 那么利润增加约 501 万美元/月。

对纯苯、LPG, 因为产量较小, 价格弹性也最低。

### 1.3.2. 除炼油以外的其他项目盈利弹性分析:

#### ——对 PTA 的盈利弹性:

如果不考虑向下游聚酯传导, PTA 价格每上涨 100 元/吨, 将带来盈利增加约 5.8 亿元, 弹性巨大, 高达 12.9; 不过, 实际上考虑到下游聚酯内部消化 PTA 成本上涨, 在其他不变的假设下, PTA 上涨 100 元/吨, 带来利润增长 1.36 亿元;

#### ——对聚酯的盈利弹性:

公司聚酯大类可以分为三块, 长丝、短纤、瓶片/切片。公司长丝产能最大, 盈利对长丝的价格变动最为敏感, 每 100 元价格上涨带来 3.8 亿元利润;

——其他的对于原材料采购而言, 乙二醇是重要原料之一, 其他不变的假设下, 乙二醇原料成本上涨 100 元/吨, 带来利润下降 1.78 亿元; 其余的对于己内酰胺由于占比较小, 且是参股 50%, 盈利对己内酰胺变动敏感性一般。

## 1.4. 风险提示

- 跨国别经营风险；公司文莱项目面临政治、文化、外交、资源等各方面的潜在风险
- 原油采购风险：公司原油全部采购自海外，存在潜在的供应风险；
- 安全生产风险；
- 衍生品投资的风险：公司持有远期外汇合约和 PTA 期货头寸、以及未来的成品油期货套保头寸，公司无法保证锁定汇率和利率操作以及套期保值操作的完全有效，存在一定衍生品投资风险。
- 汇兑风险

## 2. 公司基本情况：具有极强竞争力的长丝一体化企业

恒逸石化致力于发展成为国内领先、国际一流的石化产业集团之一，通过实现资源共享、产业协同，全面提升综合竞争力，目前已逐步形成“涤纶+锦纶”双轮驱动的石化产业链为核心业务，石化金融、石化贸易为成长业务，化纤产业大数据、智能制造为新兴业务的“石化+”多层次立体产业布局。

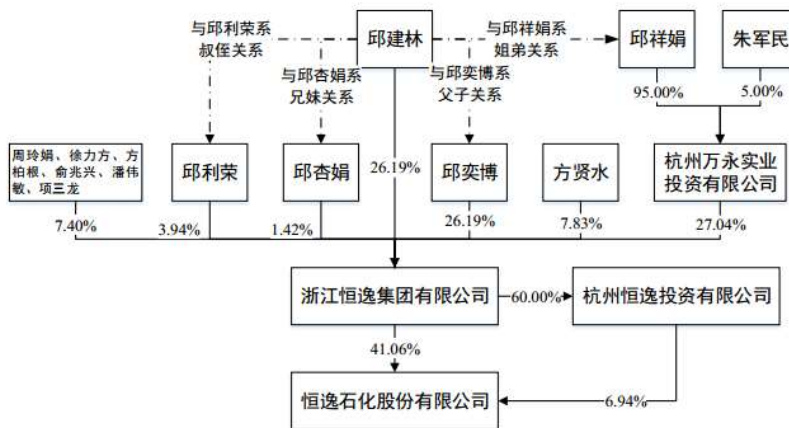
公司综合竞争优势多年位居行业前列，主要的产品包括精对苯二甲酸（PTA），参控股产能达到 1,350 万吨；己内酰胺（CPL）；聚酯（PET）切片、瓶片以及涤纶预取向丝（POY）、涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶加弹丝（DTY）、短纤等差别化产品。

公司“逸钛康”无梯环保聚酯切片及纤维、阳离子聚酯切片及纤维、超高弹纤维、仿兔毛纤维、异形丝、色丝、母丝、逸竹丝、逸龙丝、逸彩丝等差别化产品初具规模。

### 2.1. 公司实际控制人股权结构

公司实际控制人邱建林，最近三年内实际控制人未发生变化。2011 年 5 月 10 日，恒逸集团通过发行股份购买资产和股份转让完成后，成为上市公司前身世纪光华的实际控制人。

图 1：公司实际控制人股权结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 2.2. 收入和利润结构

公司收入除贸易外，主要是聚酯以及 PTA 外售的部分。

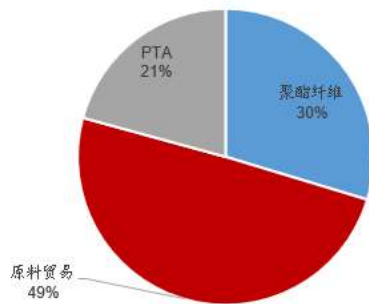
2018年以来,公司收购部分聚酯产能,聚酯产能扩张较快。包括聚酯(PET)切片、瓶片以及涤纶预取向丝(POY)、涤纶牵伸丝(FDY)、涤纶加弹丝(DTY)、短纤等差别化产品,参控股产能共740万吨。

精对苯二甲酸(PTA),参控股产能达到1,350万吨。

从利润结构看,聚酯纤维、PTA及投资收益三分天下。

聚酯2018年贡献了22亿毛利,PTA贡献了11亿毛利、投资收益贡献了10亿利润(投资收益中除了浙商银行和己内酰胺占了一半的贡献,另外一半也与PTA和聚酯高度相关)。公司的PTA成本控制能力领先。

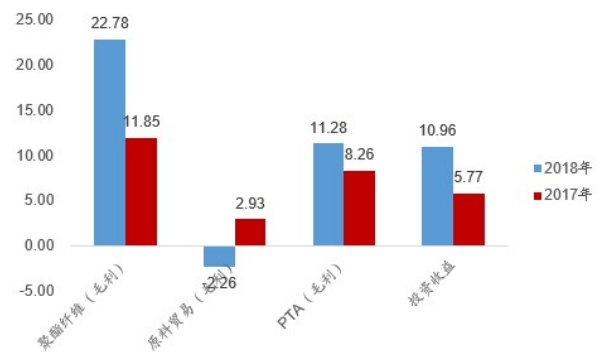
**图 2: 公司 2018 年收入结构**



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

注:上图中投资收益为净利润,其他为毛利

**图 3: 利润结构:**



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

### 2.3. 恒逸文莱项目

文莱 PMB 石油化工项目是公司实现又一次跨越式前进的主要着力点。

该项目是公司文莱政府合作的一个以原油、凝析油为原料的炼化化工一体化项目,是国家“一带一路”重点建设项目,具有高度战略意义,是公司向国际产能合作、产业链一体化战略目标迈出的关键一步。

文莱石化项目建于文莱达鲁萨兰国大摩拉岛,项目建设期为3年,总投资34.45亿美元。项目境外实施主体为恒逸文莱实业。恒逸有限和文莱政府主权基金背景的达迈控股有限公司分别持股70%和30%,双方收益按持股比例分配,管理权归恒逸有限。

根据中国石化工程建设有限公司出具的《中国浙江恒逸(文莱)PMB 石油化工项目可行性研究报告》,文莱项目达产后年营业收入估算为74.46亿美元、利润总额平均值为4.75亿美元。

## 3. 在东南亚建设炼厂的优劣分析及利润模拟

理论上恒逸文莱炼油项目相对于国内国有大炼厂所具有的优势:

- 1) 炼油-PX-PTA-聚酯-长丝产业链一体化优势: 公司产业链完整,具备了从原油到长丝的生产能力;
- 2) 文莱的政策优惠,文莱项目11年免企业所得税,符合条件后还可以延长至24年;所产PX、苯、部分煤油及减压重油销往中国,根据中国-东盟自由贸易区协定,关税税率为零,只会产生部分进口环节增值税。
- 3) 靠近市场优势: 成品油市场在东南亚就近消耗;
- 4) 其他要素资源优势: 能源价格低廉、靠近沿海码头;靠近原油产地,运输费用较低;



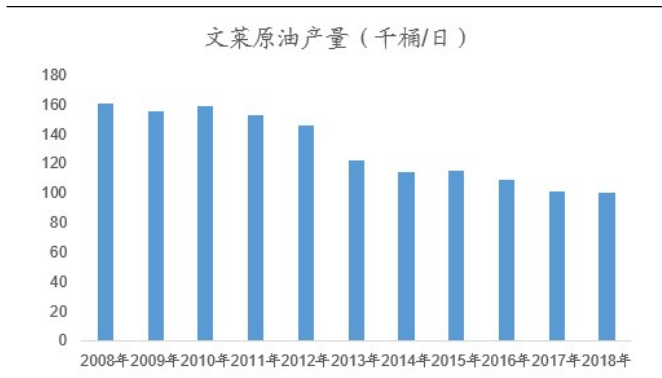
5) 管理优势: 民营体制及管理灵活;

### 3.1. 文莱原油产量峰值已过, 必然大力支持炼化工程

文莱位居全球最富有的国家之一, 2018 年人均 GDP3.16 万美元; 但其经济严重依赖原油和天然气开采, 大约 96% 的出口是来自于油气, 以及 GDP 的 63% 来源于油气开采部门。

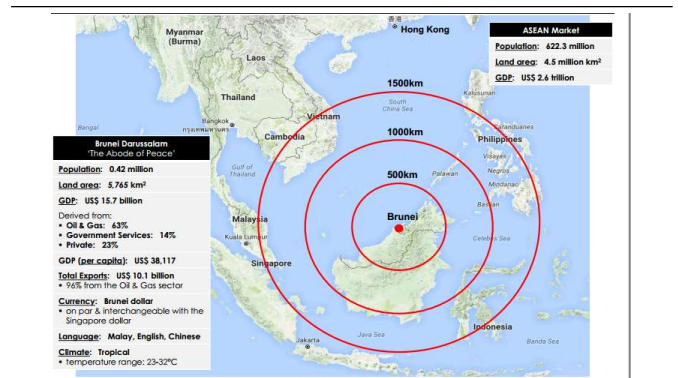
但文莱原油产量持续下滑, 2018 年下滑-1.1%, 2008-2018 年累计下滑 37.9%; 因此, 文莱必然大力支持油气的综合利用和深加工。

图 4: 文莱原油产量已过峰值



资料来源: BP 能源统计年鉴, 浙商证券研究所

图 5: 文莱概况



资料来源: 文莱投资指南, 浙商证券研究所

文莱 PMB 石油化工项目因此也得到文莱政府的支持。文莱政府附属信托基金旗下战略发展资本基金入股, 间接通过文莱达迈控股有限公司持股 30%。

除恒逸文莱 PMB 项目外, 另外还有 MGC 公司的 85 万吨甲醇产能, 从 2010 年起投产。

### 3.2. 未来国内成品油过剩的情况下, 在东南亚设厂具有明显市场优势

2018 年, 从中国、印度、日本、新加坡到其他亚太国家和地区 (最主要的就是东南亚) 的成品油出口量分别是, 23.4、14.9、6.8、62.9 百万吨, 合计 1.08 亿吨

相比较从日本、中国内地的成品油到东南亚, 从文莱过去的产品油有明显的运距优势。

表 2: 10 月 30 日国内成品油与新加坡成品油价格对比

		华东 92#汽油现货 指数	宁波中石化 0#柴油	出厂价:航空煤油(3#) :中石化
元/吨	国内报价	6,750.00	6,850.00	4,926.00
	13%增值税	877.5	890.5	640.38
	消费税	2,109.76	1,411.20	
元/吨	国内裸价	3,762.74	4,548.30	4,285.62
		<b>92#无铅汽油:FOB</b>	<b>柴油(含硫 0.5%):FOB</b>	<b>航空煤油:FOB</b>
美元/桶	新加坡报价	67.73	76.59	75.97
	吨桶比	8.39	7.49	8.06

元/吨	新加坡报价	3,976.20	4,014.59	4,288.41
-----	-------	----------	----------	----------

资料来源：百川、wind，浙商证券研究所

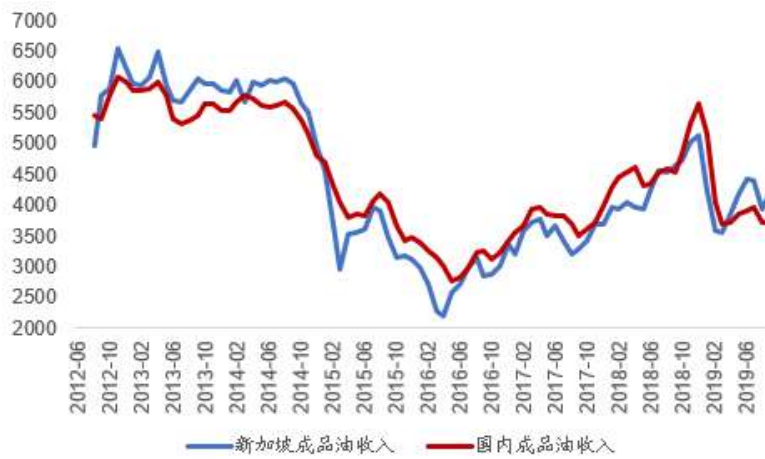
在国内成品油面临过剩压力的情况下，文莱项目成品油的顺畅销售是一个巨大的优势。

新加坡距离文莱约 1700 公里，距离宁波港约 4000 公里；运距节省单程约 2300 公里；

另外文莱原油本地采购 40%，相比较从中东采购原油到国内，运距节约 9000 公里。

根据当前油价及运费粗略估计，成品油运输路径减少以及原油运输减少带来的，成本优势在约 0.9 美元/桶。

图 6：新加坡成品油销售收入与国内成品销售收入对比



资料来源：Wind、百川、浙商证券研究所估计

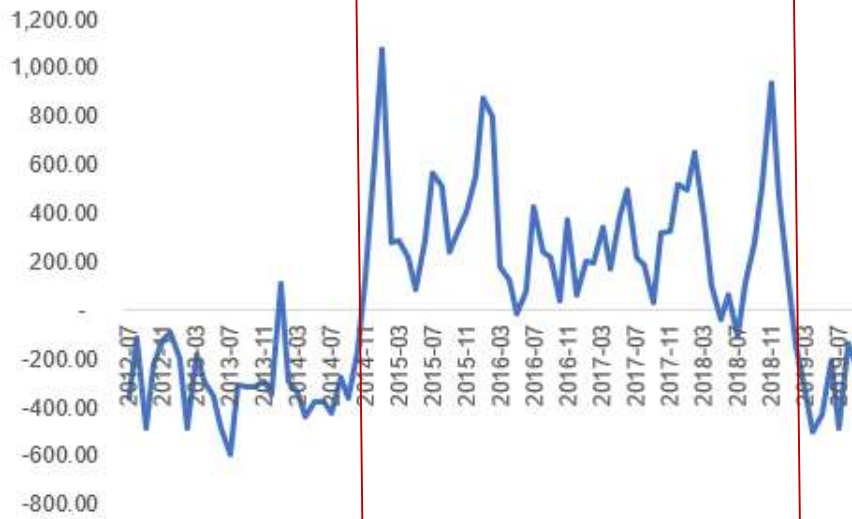
从下图可以看出，2014 年底至 2018 年底，是国内成品油的黄金时期：

——2014 年之前，原油价格处于高位，成品油价格受到管制，不能完全传导原油成本，平均而言，国内成品油售价低于新加坡 FOB 价格；

——2014 年-2018 年，原油价格处于低位，国内成品油竞争不充分，享受了黄金四年，国内成品油扣税后相对于新加坡报价存在一定溢价，我们估计的每吨成品油溢价平均 320 元/吨；

——2019 年以来，竞争加剧，国内成品油利润下滑；新加坡报价平均溢价 258 元/吨。

图 7：国内成品油相对于新加坡成品油溢价（负为折价）（元/吨）



资料来源: Wind、百川、浙商证券研究所估计

2019年1-9月,中国成品油累计净出口2512万吨,同比增长28.7%;今年上半年中国成品油主要出口海关依旧是大连海关、厦门海关及上海海关,分别占据总出口额的20.01%,11.92%,8.63%;出口目的地主要是新加坡,占比达到27.52%;其次为中国香港、菲律宾及澳大利亚,占比分别达到16.84%,8.47%及6.39%。

图 8: 中国成品油 2015 年转为净出口国 (万吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所估计

### 3.3. 国内油品过剩用于出口时国内外新建炼厂效益足以发生逆转

根据《国内外新建炼油厂的经济比较》的分析,模拟在中东建厂,原油以50%沙轻原油和50%沙重原油为基础,主要生产汽油、煤油、柴油等交通运输燃料为时:

——当国内成品油供应过剩,国内新建炼油厂所生产的油品全部用于出口时,尽管国内新建炼油厂的建设投资较小,但需承担原油和成品油远洋运输的双重费用,国内建厂的经济效益指标明显低于国外建厂。

表 3：国内外新建炼油厂的经济指标对比

	国内油品供应不足时		国内油品供应过剩时	
	中东建厂	国内建厂	中东建厂	国内建厂
财务内部收益率, %	4.16	22.57	20.7	
静态投资回收期/年	13.39	5.27	5.56	> 17
动态投资回收期/年	> 17	7.68	8.44	> 17

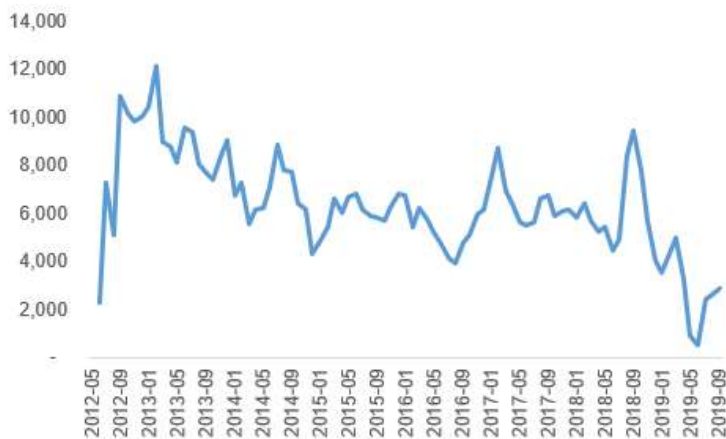
资料来源：《国内外新建炼油厂的经济比较》、浙商证券研究所估计

### 3.4. 恒逸文莱项目利润模拟

根据公司公告的产品方案及原油品种，并按照 95%开工率估计，2016 年以来的平均约净利润约 5188 万美元/月（6.2 亿美元/年），或者 10.98 美元/桶。

如果以过去 12 个月的利润估计的话，恒逸文莱炼油的盈利约 4.2 亿美元（不考虑套保、以及原油库存波动损益）；

图 9：恒逸文莱 800 万吨裂解利润模拟 95%开工率（万美元/月）



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所估计

模拟利润的关键假设：

——原油品种：300 万吨文莱原油，330 万吨卡塔尔原油，凝析油 170 万吨分别参照塔皮斯、卡塔尔原油以及布伦特原油，并做一定升贴水调整；以及掺烧部分外购其他油种。

图 10：掺炼油浆经济效益情况

	成分	数据
进料 产品	油浆	7.5
	氢气	-0.17
	干气	0.59
	硫磺	0.11
	液化气	0.14
	丙烯	
	石脑油	2.83
	柴油	0.46
	航煤	1.30
	石油焦	-1.02
	加氢裂化尾油	0.23
	小计	
	即每吨油浆回炼的 效益	982 元

资料来源：《催化油浆在炼油厂的综合利用》、浙商证券研究所估计

——产品方案：

假设商品收率 95%。

**表 4：恒逸文莱炼油产品方案**

产品	凝析油	汽油	柴油	煤油	PX	纯苯	硫磺	LPG
产量(万吨)	170	263	174.11	117.37	150	47.86	8.24	55.88

资料来源：公司公告、浙商证券研究所估计

——能耗

我们根据某千万吨炼油企业的实际能耗数据估计，同等炼油规模的恒逸文莱项目的能耗。二者的能耗因子相当。

由于采购印尼煤炭，价格较国内便宜，电费平均估计约 0.3 元/kwh。

**表 5：能耗估计**

能量因素	某千万吨炼油 汽油能耗	单价(元/吨) 或者(元/kwh)	每吨原油的外购能耗 费用(元)
加工规模：原油吨/月	772230		
水(吨)	15119352	1.8	34.11
电(kwh)	57196594	0.3	20.52
蒸汽(吨)	18562.73	94	2.04
燃料油(吨)	10045.74	1371	68.47
燃料气(吨)	13031.13	3000	45.79
合计			170.93

数据来源：《G 炼油企业成本控制研究》、浙商证券研究所估计

——折旧摊销及财务费用：

我们假设公司折旧摊销费用如下：

**表 6: 折旧摊销费估计**

折旧摊销费及财务费用	
文莱总投资(万元)	2,064,245.12
扣除流动资产(万元)	105,894.03
待折旧摊销费用(万元)	1,958,351.09
摊销年限(年)	25
年折旧摊销(万元/年)	78,334.0
吨折旧摊销(元/吨)	97.92
30%资本金	619,273.5
贷款利率	4%
年财务费用(万元)	57,798.86

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所估计

——其他费用:

另外, 参照同行, 我们假设公司的吨油销售费用和管理费用为 110 元左右。以及辅料、人工、维修保养、其他费用等合计约 121 元/吨。

——综合加工费:

综上, 在上述假设条件下, 我们估计每桶原油的综合加工费约为 11.45 美元/桶。

实际成本将随能源价格、人工、维修、销售费用等变动而定。

### 3.5. 弹性分析

根据上述假设, 我们设定 2019 年 9 月份的数据为基准值, 分别测算公司文莱炼油项目利润弹性:

**表 7: 公司炼油项目弹性分析**

	原油	汽油	柴油	煤油	PX	纯苯	LPG	加工费	开工率
单位	美元/桶	美元/桶	美元/桶	美元/桶	美元/吨	元/吨	美元/吨	美元/桶	%
变动值	1	1	1	1	10	100	10	1	-5
基准值 (19 年 9 月)	62.8	74.8	77.1	77.7	795.2	5,764	443.4	13.4	95
增加幅度	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.7%	2.3%	7.5%	-5.6%
利润变动幅度	-17.4%	6.1%	3.5%	2.5%	4.1%	1.9%	1.5%	-17.4%	-9.0%
弹性	-10.9	4.6	2.7	2.0	3.3	1.1	0.7	-2.3	1.7

资料来源: Wind、浙商证券研究所

——原油: 弹性最大

由于原油成本是最大的一块, 原油采购成本的节约对公司利润影响最大。原料采购成本每降低 1 美元/桶, 将带来 501 万美元/月的利润。

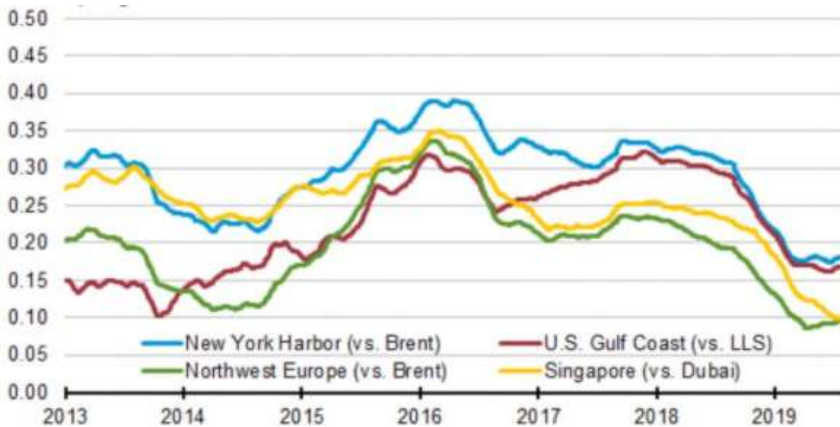
这一块也是企业盈利变动的关键来源之一。

——汽油裂解价差:

汽油产量最大，利润对汽油裂解价差的弹性次之。对应 1 美元裂解价增加，利润增加 177 万美元/月；

9 月份，新加坡 92 号无铅汽油裂解价差在约 5 美元/桶；当前（11 月 19 日）在约 8.7 美元/桶，较今年 6 月份最低 2 美元/桶价差显著回升；

图 11：新加坡汽油裂解价差（美元/加仑）



资料来源：EIA、浙商证券研究所

根据 EIA 历史数据可以看出，2013-2018 年，新加坡汽油裂解价差处于较好位置，2019 年以来，汽油裂解价差收窄明显，与中国的企业大量出口有一定关系。

公司如果在高位时锁定裂解价差，将会对效益带来较大影响。

——PX 价格:

公司 PX 产量较大，PX 价格每变动 1%，利润增加 3.3%；或者对应 10 美元/吨的价格变化，对应利润增加 118 万美元/月。

图 12：PX 价格



资料来源: Wind、浙商证券研究所

——柴油、煤油弹性:

对柴油、煤油裂解价差每增加 1%，利润分别变动 2.7%、2%；

当前柴油裂解价差 16.6 美元/桶,航空煤油 16.8 美元/桶, 远好于汽油价差。

——对加工费、开工率的弹性:

炼油利润对开工率的弹性为 1.7, 即开工率下降 10%将使得利润下降 17.9%、

开工率的减少, 一个是影响了折旧、人工等、间接增加了加工费;

另一个是减少了产品产出, 降低了利润。

同时如果考虑到配套的电站、码头等负荷的话, 实际开工率下降对利润影响更大。

加工费如果每减少 1 美元/桶, 比如能源价格、人工成本降低, 那么利润增加约 501 万美元/月。

对纯苯、LPG, 因为产量较小, 价格弹性也最低。

## 4. 规模的劣势及复杂度劣势有多少?

炼油行业是典型的“装置工业”, 投资中关键设备的比重大, 单位投资与成本随装置大型化程度而降低的趋势明显。

恒逸文莱项目, 由于各种原因, 目前看, 相对于国内新上大炼化的劣势在于: 1) 规模偏小; 2) 加工深度不够, 复杂系数偏低, 包括乙烯等化工装置一期缺少;

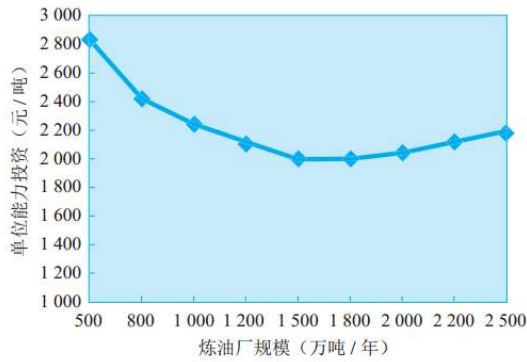
### 4.1. 规模劣势:

一期项目炼油规模为 800 万吨, 从规模经济上讲, 大体相当于中石油和中石化的平均炼厂规模, 优于国内地炼企业, 但是相对于其他新上大炼化项目, 有一定劣势, 那么这个劣势的影响有多大?

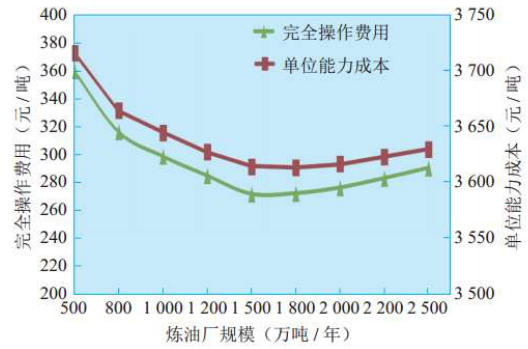
图 13: 规模大小与单位投资

图 14: 规模大小与完全操作费用





资料来源:《炼油厂规模经济研究》、浙商证券研究所



资料来源:《炼油厂规模经济研究》、浙商证券研究所

从理论研究看,当前的最佳单套装置规模在约1500万吨左右。从单吨投资看,800万吨规模与1500万吨的,单吨投资额多400元/吨;

从完全操作费用讲,800万吨规模与1500万吨相比,单吨操作费用高约40元/吨,即相当于加工费高约0.78美元/桶。

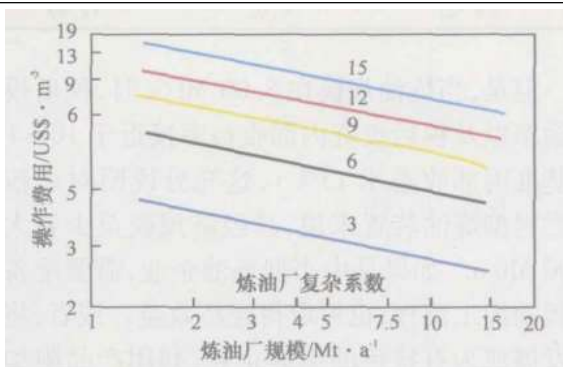
#### 4.2. 复杂度劣势:

如果纯粹从成本上讲,炼厂复杂度提高,会增加能耗、提升加工成本。增加复杂系数主要是增加了产品附加值,提升了一体化程度。

国内地炼平均的复杂系数约6.5;镇海复杂系数约12,恒力和浙石化的复杂系数更高,也高于美国的同类炼厂,VLO12.4的复杂系数和PSX11的复杂系数。我们根据公开的信息估计文莱的复杂系数介于一般地炼与中石油之间,与中海油相当。

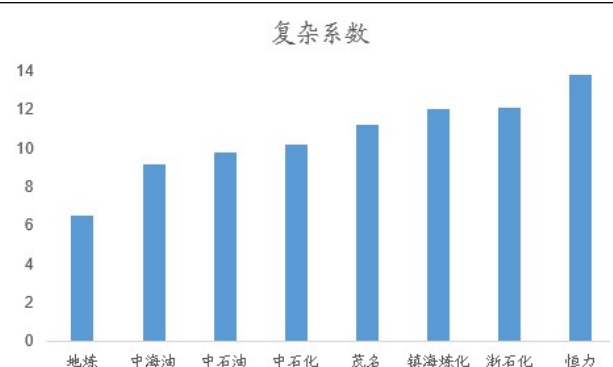
复杂度对效益的影响,最终还是体现在产品差异化上。

图 15: 复杂系数与操作费用



资料来源:《炼油厂和炼油装置规模经济化研究》、浙商证券研究

图 16: 国内各炼厂复杂系数



资料来源:各公司公告、浙商证券研究所估计

## 5. 文莱炼油项目与国内同行比较

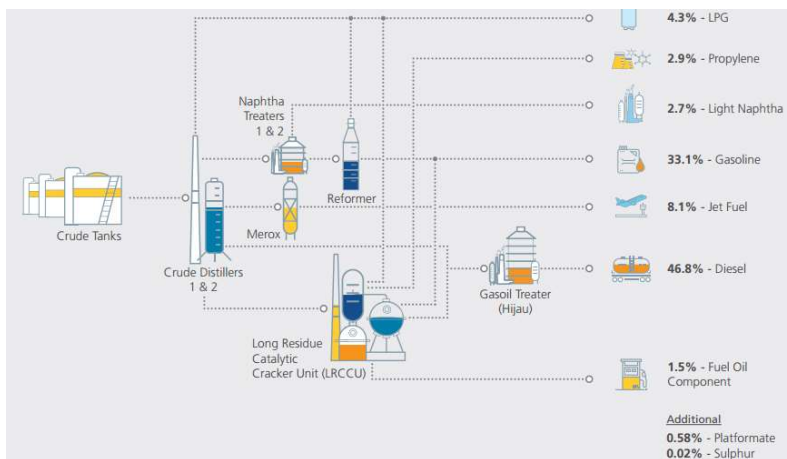
### 5.1. 与恒源石化马来西亚炼油公司的比较：恒源石化规模偏小、原油成本过高

恒源石化马来西亚炼油公司处理能力最大约 625 万吨每年，2018 年由于检修实际处理原油 3250 万桶（约 445 万吨），

从产品结构看，是典型的燃料型炼厂。主要产品是：46%的柴油、33%的汽油、8%的航空煤油、4.3%的 LPG、2.9% 丙烯、2.7%的轻石脑油。

2016 年，恒源石化投资 1.3 亿美元（折合 8.29 亿元人民币）并购荷兰皇家壳牌海外控股公司控股的壳牌马来西亚公司 100% 股权。壳牌马来西亚公司于 1960 年 9 月成立，并于 1962 年 10 月于马来西亚证券交易所主板上市，壳牌海外控股有限公司持有其 51% 股权。

图 17：恒源石化马来西亚炼油公司产品结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

从 2013-2018 年数据看，恒源石化盈利能力较弱，炼油毛利水平较低。2017 年炼油毛利最好为 8.4 美元/桶，净利润为 0.93 亿马来西亚林吉特（约 1.57 亿人民币），公司 2013-2013 年均为亏损。2018 年扣非后也是亏损状态。

图 18：恒源石化历年炼油毛利



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

对比看，恒源石化马来西亚炼油规模偏小，装置老旧，原油多为成本较高的轻油（35%马来西亚、13%俄罗斯、52%中东非洲美国），盈利能力较低。

## 5.2. 与上海石化比较：管理上具有明显优势、财务杠杆较高

上海石化是中国石油化工股份有限公司的控股子公司，位于上海市金山区，是中国最大的炼油化工一体化企业之一，也是国内重要的成品油、中间石化产品、合成树脂和合成纤维生产基地。

从产品结构上看，上海石化具有 1600 万吨/年综合加工原油能力和乙烯 70 万吨/年、有机化工原料 428 万吨/年、塑料树脂 100 万吨/年、合纤原料 109 万吨/年、合纤聚合物 59 万吨/年、合成纤维 26 万吨/年的生产能力。柴汽比 1.16。

2018 年，上海石化加工原油 1,437.90 万吨（其中来料加工 72.92 万吨），比上年增加 2.62 万吨。2018 年，原油（自营部分）的平均单位成本为人民币 3382.38 元/吨。（折合约 66 美元/桶，低于 2018 年布伦特均价约 5 美元/桶）。

**表 8：公司与上海石化产品结构对比**

	上海石化	产品占比	恒逸文莱	产品占比
原油加工量	1360		800	
柴油	373.08	30%	174.11	21%
汽油	322.92	26%	263	32%
航空煤油	146.82	12%	117.37	14%
对二甲苯	67.3	5%	150	18%
苯	34.86	3%	47.86	6%
其他		23%		8%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

从产品结构看，上海石化与恒逸文莱结构基本相当：成品油占比 68%，柴汽比来看，恒逸项目优于上海石化；化工品来看，恒逸文莱项目有 18% 的对二甲苯，占比高于上海石化；但是上海石化有 220 万吨的乙烯、环氧乙烷、乙二醇、丙烯、聚丙烯等烯烃衍生物。

**表 9：公司与上海石化产品结构对比**

	上海石化单位费用/价值（元/吨）	文莱单位费用/价值（元/吨）
原油	3382	3657*注 1
外购燃料		170.9
辅料	724*注 2	25
折旧及摊销	101.93	103.1
职工工资等	130.01	23.7
其他*注 3	51	51
修理及保养开支	88.04	20
管理费用	92.78	50.0
财务费用	-20.38	76.1
销售费用	37.35	57.35
所得税	27.82	-
除原油外完全成本合计	1,233.39	577.23

扣除辅料和燃料后的加工成本	508	381
成品油销售价值	4,729.12	4,593.21
化工品销售价值	7,726.35	6,307.39
总资产(亿元)	395	243
净资产(亿元)	294	67.7

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

注 1：文莱原油采购成本数据为根据各油品的价格进行的相应权重的简单数据模拟，不代表真实价格，因为采购时会动态调整各油品比例，实际采购大概率低于该数值。

注 2：上海石化未披露燃料成本，合并到辅料里，但是其辅料还包含其他外购原料，所以不具可比性。考虑到文莱项目的电费成本显著偏低，且装置较新，大概率文莱的燃料成本低于上海石化。

注 3：其他为参照上海石化的项目估计值，所以二者一致。

综上所述可以看出，恒逸文莱项目在职工工资、维修保养、管理费、所得税上具有一定优势；在财务费用、原油采购具有一定劣势。

另外，考虑到恒逸文莱项目的财务杠杆较高，所以最终 ROE 相对于上海石化具有一定优势。

### 5.3. 与浙江石化比较

浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目位于舟山绿色石化基地，总投资 1731 亿元人民币。项目分两期建设总规模为 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯。浙江荣盛控股集团有限公司出资 51%，巨化集团公司出资 20%，浙江桐昆控股集团有限公司出资 20%，舟山海洋综合开发投资有限公司出资 9%。

浙石化的成品油销售：自建渠道+与国有大型石化集团进行合作

自建渠道：

浙江石化与浙江省能源集团有限公司共同出资投资设立浙江石油。浙江石油将在浙江省内自建加油站进行成品油销售，目前在建加油站 55 座，计划到 2022 年底前建成加油站 700 座，全部建成后预计可通过自建加油站出售汽油和柴油共计 300 万吨/年。

与国有大型石化集团合作：

2018 年度，浙江省销售成品油 1,806.62 万吨，同比增长 1.31%。

浙江省内的大型炼油企业主要为中石化宁波镇海炼化有限公司和中海石油宁波大榭石化有限公司，其炼油产能分别为 2,300 万吨/年和 800 万吨/年。

**表 10：浙江省成品油销量**

项目	2018 年度	2017 年度
汽油	1,098.24	1,058.75

柴油	销量	652.37	678.49
----	----	--------	--------

资料来源：国家统计局、浙江省商务厅、浙商证券研究所

根据估计当前浙江省汽油供给不足，需要从省外调运；柴油省内满足需求。考虑到镇海炼化 1500 万吨炼油扩建项目，以及浙石化新建 1 期和二期项目，浙江省成品油供给将出现一定富余。

**表 11：浙石化成品油产量（万吨）**

序号	项目	一期产能	二期产能
1	92#汽油	227.31	227.05
2	95#汽油	151.54	151.37
3	柴油	172.81	155.00
4	航空煤油	284.41	290.46
合计		<b>836.07</b>	<b>823.88</b>

资料来源：荣盛石化公告、浙商证券研究所

国内航空煤油终端销售主要掌握在中国航油手中，炼厂一般将航空煤油销售给中国航油，再由中国航油在机场加注销售给航空公司。

**表 12：浙石化与恒逸文莱主要数据对比**

	浙石化一期 (万吨)	产品结构占比	恒逸文莱一期 (万吨)	产品结构占比
丙烯	27.65	1.5%		
丙烷	47.93	2.5%	55.88	7%
国 VI 汽油	378.85	20.0%	263	32%
航煤	284.41	15.0%	117.37	14%
国 VI 柴油	172.81	9.1%	174.11	21%
苯	151.91	8.0%	47.86	6%
对二甲苯	401.2	21.2%	150	18%
乙烯原料	393.26	20.7%		
硫磺	38.8	2.0%	8.24	1%
合计	1896.82	100.0%	816	100%
原油	2000		800	
	元/吨		元/吨	
吨油折旧	214.5		103.1	
吨油财务费用	118.8		76.1	
吨油投资总额	4290		2500	
总市值	714		367	
持股比例	51%		70%	

市值炼油比 (万吨/亿元)	1.42		1.52	
------------------	------	--	------	--

资料来源：公司公告、浙商证券研究所整理

浙石化与恒逸文莱项目对比看，

- 浙石化的成品油占比较小，汽柴煤合计占比约 44%；而恒逸石化成品油占比 68%；
- 对二甲苯：浙石化产品比例略高于恒逸石化；
- 其他：浙石化有烯烃的深加工项目；恒逸二期将会补齐这一块。
- 投资：恒逸石化由于装置较少，折旧和财务费用低于浙石化；
- 对炼油弹性：当前情况下，每亿元市值对应的炼油产能恒逸弹性大于浙石化；

## 6. 公司除炼油项目外的情况

### 6.1. 产品与产能情况

公司主要 PTA 及聚酯产能情况如下：

**表 13：公司除炼油以外的产品与产能**

产品	公司	万吨	%	2019Q1	2019Q4	备注
		总产能	持股比 例	权益产 能	权益产 能	
PTA	浙江逸盛	550	70	385	385	
	大连逸盛	600	30	180	180	
	海南逸盛	200	42.75	85.5	85.5	
	逸盛新材料	600	50			在建
	合计			650.5	650.5	
聚酯	恒逸有限	35	100	35	35	DTY
	恒逸高新	160	100	160	160	
	恒逸聚合物	62	60	37	37	
	福建逸锦	30	65	20	20	
	宿迁逸达	40	100	40	40	
	嘉兴逸鹏	25	100	25	75	2018 年底收购，2019.4.18 新增 25 万吨；Q3-Q4 预计再增加 25 万吨；
	太仓逸枫	25	100	25	25	2018 年底收购

	双兔新材料	105	100	105	105	2018 年底收购
	海南逸盛	150	42.5	63.75	63.75	
	恒逸海宁				25	在建 100 万吨
	杭州逸锦				85	长丝和 DTY, 2019 年 4 月底并购
	合计			510.75	670.75	
己内酰胺	巴陵	40	50	15	20	9 月 8 日, 10 万吨扩产完成

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 6.2. 2019-2020 年的主要增量部分: 并购+在建新增约 30% 聚酯产能

2018 年以来公司持续的战略性收购聚酯产能:

- 嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材料合计增加了 155 万吨聚酯及下游长丝产能。
- 杭州逸锦 4 月底并购完成的, 增加了 85 万吨长丝;

在建:

- 嘉兴逸鹏在建 50 万吨 FDY, 预计将在 2020 年完全释放
  - 恒逸海宁在建 100 万吨聚酯及长丝, 预计将在 2020 年陆续释放
- 两个项目建成后合计将新增 150 万吨聚酯产能。

**表 14: 公司主要在建项目**

项目名称	实施主体	投资总额 (亿)	2018 年末已投资额	年产量 (万吨)
功能性纤维提升改造项目	嘉兴逸鹏	9.85	3.05	50
智能化环保功能性涤纶 POY 纤维	海宁新材料	63.6	2.58	39
智能化环保功能性涤纶短纤维				50
智能化环保功能性涤纶 DTY 纤维				11
PTA	浙江逸盛	67.31	-	600
合计	--	140.76	5.63	750

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

到 2019 年底, 估计恒逸聚酯权益产能达 670 万吨, 较年初增加约 160 万吨;

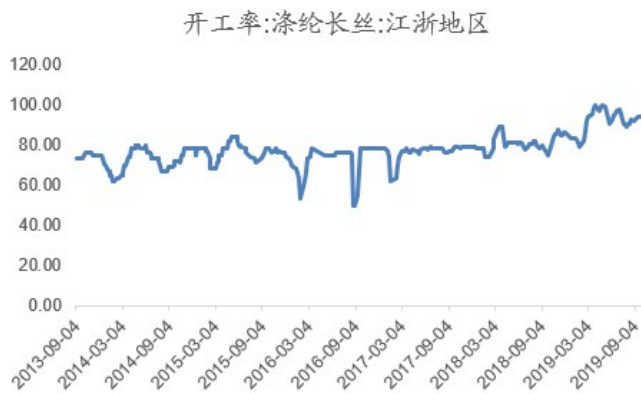
以及合资的己内酰胺在建 20 万吨, 于 9 月 8 日, 10 万吨扩产完成。

## 6.3. 聚酯的周期:

涤纶长丝供应量: 整体看, 今年涤纶长丝开工率处于高位, 一直在 90% 以上, 9 月份开工率 93.6%, 10 月份开工率 94.09%;

据中纤网,1-10月涤纶长丝产量累计同比增长约6.4%;考虑到聚酯仍然有一定利润,涤纶长丝供给短期内不大会出现大规模减产。预计2019年全年国内供应实际增速预计在5-7%左右。

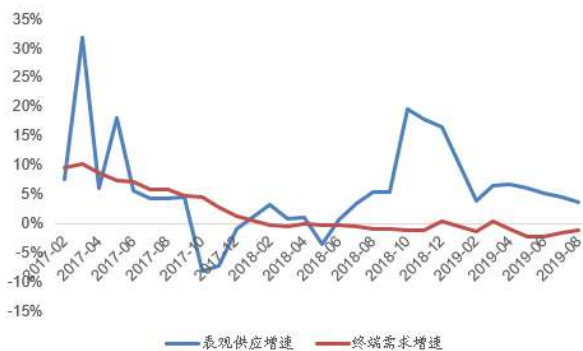
图 19: 涤纶长丝开工率



资料来源: Wind、浙商证券研究所

按照当前的情况估计,2020年,涤纶长丝将仍会有约300万吨产能投放市场,主要是龙头企业的产能释放;产能增长在约7.5%,考虑到开工率及可能的延迟,实际产量增速估计在约5%左右,与2019年相当。

图 20: 涤纶供需增速对比

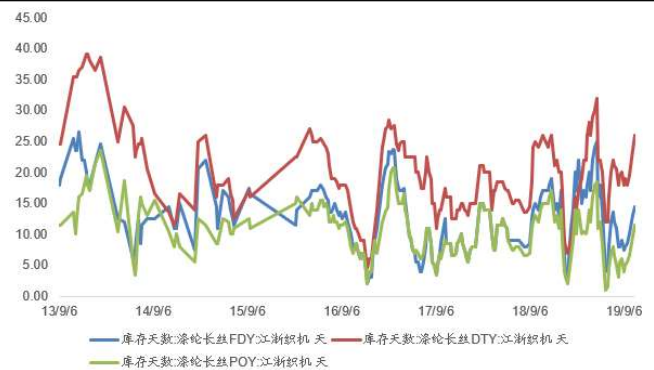


资料来源: 百川资讯、Wind、浙商证券研究所

预计长丝利润是中枢环节, PX 与 PTA 将受到挤压; 但是因为 PTA 集中度很高, 不排除在一定时间内的显著波动带来盈利的加大。

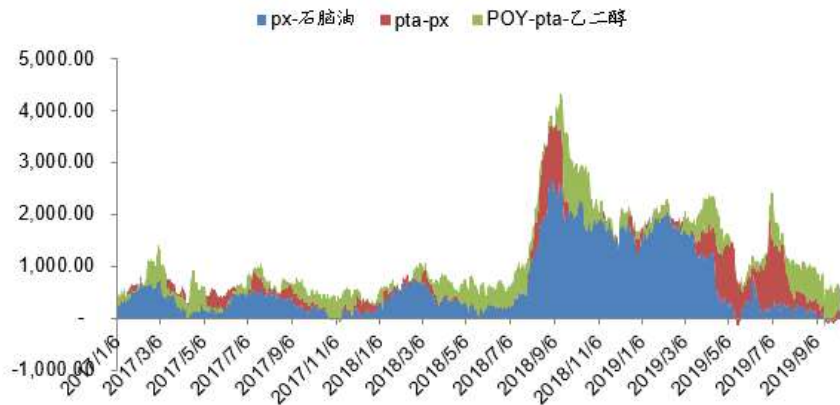
图 22: 长丝各环节利润对比

图 21: 涤纶长丝库存



资料来源: 百川资讯、Wind、浙商证券研究所





资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所估计

## 6.4. 产业链利润重构：PTA 供应压力增大，2020-2021 年将是艰难时期

PTA 在 2019 年 3 季度短暂经历了价格的大幅波动，带动今年 PTA 产品利润好转。但是随着新增产能投放，PTA 重新面临调整压力。

表 15：聚酯产业链利润（元/吨）

	PX-石脑油	PTA-PX	POY-PTA-乙二醇	聚酯产业链利润合计
2019 年 10 月	-143	56	317	230
2019 年 9 月	30	177	584	791
2019 年 8 月	189	263	597	1,050
2019 年 7 月	253	1,032	445	1,729
2019 年 6 月	347	601	163	1,112
2019 年 5 月	140	977	84	1,202
2019 年 4 月	1,277	558	538	2,374
2019 年 3 月	1,570	140	91	1,801
2019 年 2 月	1,950	27	-120	1,857
2019 年 1 月	1,765	88	-130	1,723
2018 年	1,031	151	294	1,475
2017 年	396	-37	209	568
2016 年	635	-193	-58	383
2015 年	328	-154	-114	60
2014 年	354	-96	163	422
2013 年	1,724	-46	10	1,689

<b>2012 年</b>	1,726	108	277	2,112
---------------	-------	-----	-----	-------

资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所估计

注：上表各个环节的加工费是参照行业平均水平计算，比如 PTA 加工费按照 600 元测算，领先企业实际成本可低至 300 元/吨，因此实际企业利润不等于我们测算的平均利润。

从新增产能看，2019 年底-2020 年 PTA 预计新增产能 1850 万吨。

**表 16：2019 年 Q4-2020 年 PTA 拟投产产能**

	一期	投产时间	二期	投产时间
中泰昆玉	120	2019 年底		
新凤鸣	220	2019 年 11 月	220	2020 年 Q3
恒力石化	250	2020 年初	250	2020Q3
浙江逸盛	330	2020 年 7 月		
蓝山屯河	60	2020 年 6 月		
台化兴业（宁波）有限公司	150	2020 年		
福建百宏	250	2020 年底		
虹港石化	240	2021 年 Q2		
华彬石化	220	2021 年		
合计	2310			

资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

2019 年产能增速将达 33%，2021 年再增加 15%；即使考虑部分产能投放可能推迟，供应增速仍将明显超过需求增速，开工率下滑不可避免。

对于规模偏小的企业，无上下游配套、以及资产负债结构不合理的 PTA 企业将面临生存压力。

历史上 2011-2014 年，PTA 产能从 1636 万吨增加到接近 5000 万吨产能，行业开工率大幅下降，也发生过企业破产重组等。

**表 17：PTA 产能及产量增速**

	PTA 有效产能（万吨）	产能增长	产量（万吨）	产量增速	开工率
<b>2014 年</b>	4248.5		2,489.62		59%
<b>2015 年</b>	3658.5	-14%	2,805.90	13%	77%
<b>2016 年</b>	3538.5	-3%	3,184.92	14%	90%
<b>2017 年</b>	4348.5	23%	3,390.29	6%	78%
<b>2018 年</b>	4348.5	0%	3,989.04	18%	92%
<b>2019 年 E</b>	4448.5	2%	4,193.92	5%	94%
<b>2020 年 E</b>	5898.5	33%	4,403.62	5%	75%
<b>2021 年 E</b>	6758.5	15%	4,623.80	5%	68%

资料来源：百川资讯、浙商证券研究所估计

## 6.5. 聚酯原材料采购

公司主要原材料采购是乙二醇和 PX，对于公司 2020 年预期而言，文莱 PMB 项目 PX 自产 150 万吨，将会缓解 PX 采购压力，但仍需要外采 80 万吨。

**表 18： 公司主要原材料采购**

	MEG			PX		
	(万吨)	(亿元)	(元/吨)	(万吨)	(亿元)	(元/吨)
	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价
<b>2016</b>	52.11	26.93	5,167.91	310.56	168.79	5,435.02
<b>2017</b>	59.27	35.97	6,068.16	318.63	186.01	5,837.86
<b>2018</b>	110.25	67.74	6,144.33	324.5	233.37	7,191.77
<b>2019Q1</b>	37.65	16.7	4,437.07	86.81	64.84	7,469.28

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2020 年及未来一段时间看，亚洲 PX 和乙二醇处于供大于求的状况，成本压力不大（见附录）。

## 6.6. 公司除炼油以外的产品盈利弹性测算

——对 PTA 的盈利弹性：

如果不考虑向下游聚酯传导，PTA 价格每上涨 100 元/吨，将带来盈利增加约 5.8 亿元，弹性巨大，高达 12.9；不过，实际上考虑到下游聚酯内部消化 PTA 成本上涨，在其他不变的假设下，PTA 上涨 100 元/吨，带来利润增长 1.36 亿元；

——对聚酯的盈利弹性：

公司聚酯大类可以分为三块，长丝、短纤、瓶片切片。公司长丝产能最大，盈利对长丝的价格变动最为敏感，每 100 元价格上涨带来 3.8 亿元利润；

——其他的对于原材料采购而言，乙二醇是重要原料之一，其他不变的假设下，乙二醇原料成本上涨 100 元/吨，带来利润下降 1.78 亿元；其余的对于己内酰胺由于占比较小，且未参股 50%，己内酰胺的盈利变动敏感性一般。

**表 19： 产品盈利弹性测算**

	价格上涨 100 元/吨对应利润增加	百分比变动	弹性
<b>PTA</b>		1.7%	
考虑自身消耗	1.36	5%	3.0
不考虑自身消耗	5.85	22%	12.92
<b>聚酯</b>		1%	
长丝	3.87	15%	11.95
短纤	0.80	3%	2.47
切片	0.64	2%	1.97
<b>MEG</b>	-1.78	-7%	-3.26
<b>己内酰胺</b>	0.20	1%	0.80

资料来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所

## 7. 公司主要合营、 联营、 参股公司及其他贸易公司

公司主要参股及贸易公司如下：

- 浙商银行：公司持股 4%，是 AH 股上市公司，2018 年贡献投资收益 4.2 亿元；
- 大连逸盛投资：拥有 600 万吨 PTA 产能，2018 年贡献 2.4 亿投资收益；
- 海南逸盛：200 万吨 PTA 及聚酯瓶片；

**表 20：公司主要参股及贸易公司**

名称	持股比例	2018 年投资收益 (万元)	主要业务	合作方备注
海南逸盛	42.50%	19,422.50	PTA、聚酯瓶片	荣盛石化、锦兴化纤
大连逸盛投资	30.00%	24,240.00	PTA	荣盛石化
浙商银行	4%	42,249.98	银行	AH 股上市公司
巴陵己内酰胺	50%	16,637.96	环己酮、己内酰胺	中国石化
宁波恒逸贸易	70%	23,742.41	贸易	
香港天逸	100%	14,638.21	贸易	
浙江逸盛新材料	50%		PTA 在建	荣盛石化

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- 巴陵己内酰胺：2019 年 8 月，公告己内酰胺产能达 40 万吨/年，从此前的 30 万吨扩产。
- 今年以来，产能投放增多，市场竞争激烈，己内酰胺盈利下滑较为明显。

**图 23：己内酰胺及毛利估计**


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所估计

## 8. 盈利预测与投资评级

关键假设：

- PTA 开工率 90%；

- 公司聚酯产能顺利投放;
- PTA 产能利润较 2019 年下滑 200 元/吨;
- 聚酯产业链利润与今年持平;
- 炼油利润与今年模拟利润相当

**表 21： 聚酯主要业务数据**

	2019 年 E			2020 年 E			2021 年 E		
	控股产能 PTA	权益产能 PTA	聚酯	控股量 PTA	权益量 PTA	聚酯	控股量 PTA	权益量 PTA	聚酯
产能(万吨)	550	623	671	550	773	746	550	923	746
产量(万吨)	495	561	522	495	652	655	495	794	708
产能利用率	90%	90%	78%	90%	84%	88%	90%	86%	95%
单价(元/吨)	5874		8,213	5286		7,392	5,550		7,761

资料来源：公司公告、百川资讯、浙商证券研究所估计

注：聚酯产能利用率低是因为部分新投产的原因。

**表 22： 主要原油采购估计**

	文莱	卡塔尔原油	凝析油	催化油浆	布伦特
采购量(万吨)	300	330	170	59.43	
价格	65.99	63.82	65.82	42.96	62.82
单位	美元/桶	美元/桶	美元/桶	美元/桶	美元/桶

资料来源：公司公告、百川资讯、浙商证券研究所估计

注：实际原油采购品种取决于各油品的成本变动，并处于动态调整中，并较大的影响企业利润，该数据为模拟数据。

我们预计，2019-2021 年归属于母公司股东的净利润分别为 28.7 亿元、40.8 亿元、45.2 亿元，对应 PE 分别为 13.59 倍，9.57 倍，8.65 倍，首次覆盖给与买入评级。

**表 23： 同行估值比较**

证券简称	总市值	市盈率 PE			市净率 PB
		TTM	19E	20E	
恒逸石化	366.87	19.88	13.59	8.65	1.76
万华化学	1,538.48	16.21	14.35	12.29	3.81
恒力石化	1,008.70	15.55	11.19	8.64	3.12
荣盛石化	766.26	45.48	27.25	13.57	3.45
浙江龙盛	429.44	8.92	8.02	7.35	1.82
上海石化	421.05	18.40	17.56	17.80	1.44

资料来源：Wind、浙商证券研究所估计

注：除恒逸石化外，其余企业 PE 来源于 wind 一致预期。

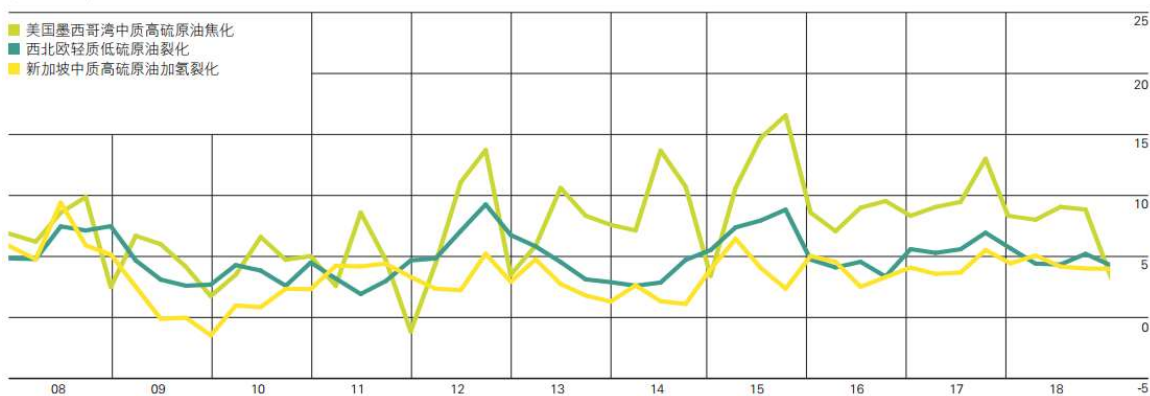
## 9. 风险提示

- 跨国别经营风险：公司文莱项目面临政治、文化、外交、资源、自然灾害等各方面的潜在风险；
- 原油采购风险：公司原油全部采购自海外，存在潜在的供应风险（包括价格大幅上行、意外事件供应中断、运费上涨等）；
- 成品油销售风险：公司成品油主要在东南亚、澳大利亚销售，存在市场、运输、汇兑风险等
- 安全生产风险：化工企业和炼油装置的安全生产风险；
- 衍生品投资的风险：公司持有远期外汇合约和 PTA 期货头寸、以及未来的成品油期货套保头寸，公司无法保证锁定汇率和利率操作以及套期保值操作的完全有效，存在一定衍生品投资风险。
- 汇兑风险：

货币性项目的处理对于外币货币性项目，资产负债表日，因汇率波动而产生的汇兑差额作为财务费用处理，同时调增或调减外币货币性项目的记账本位币金额。汇兑差额作为财务费用，计入当期损益。参考类似海外资产状况，如果美元贬值，将会有汇兑损失；如果是美元升值，将会有汇兑收益；

## 10. 附录：

图 24：代表性地区炼油毛利（美元/桶）



资料来源：BP 能源统计年鉴、浙商证券研究所估计

注：上图计算结果均基于该地区常用的一种原油和典型炼厂加工装置（裂解、加氢裂化或焦化）的最优产出率。该毛利结果基于半变动成本计算，即去除所有纯可变成本和固定成本之后得出的毛利。

表 24：国内 PTA 产能及运行情况

企业	产能（万吨/年）	开工情况
逸盛大连	150	稳定运行

	70	稳定运行
	375	稳定运行
恒力石化	220	稳定运行
	220	稳定运行
	220	稳定运行
浙江逸盛石化	65	稳定运行
	65	长期停车, 技改生产 PIA
	200	稳定运行
	220	稳定运行
华彬石化	60	长期停车
	60	长期停车
	60	长期停车
	140	稳定运行
逸盛海南	200	稳定运行
福海创	165	长期停车
	150	稳定运行
	150	稳定运行
	150	稳定运行
珠海 BP	60	长期停车
	110	稳定运行
	125	稳定运行
桐昆嘉兴石化	150	稳定运行
	110	稳定运行
	110	稳定运行
扬子石化	35	稳定运行
	35	长期停车
	60	稳定运行
三房巷	120	稳定运行
	120	稳定运行
宁波台化	120	稳定运行
仪征化纤	35	稳定运行
	65	稳定运行
重庆蓬威石化	90	稳定运行
辽阳石化	27	长期停车
	53	长期停车
上海亚东石化	70	稳定运行
宁波利万聚酯	70	稳定运行
佳龙石化	60	稳定运行
江阴汉邦	70	稳定运行
	110	稳定运行
	110	稳定运行
上海石化	40	稳定运行
天津石化	32	稳定运行

洛阳石化	32.5	稳定运行
乌鲁木齐石化	9	稳定运行
虹港石化	150	稳定运行
四川能投	100	稳定运行

资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

**表 25：亚洲 PX 供需平衡表**

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
产量	4,083	4,725	5,570	5,880	6,310	6,737
需求	4,100	4,341	4,849	5,552	5,862	6,140
净过剩（短缺）	-17.5	383.5	720.3	327.4	447.2	596.8

资料来源：Argus、浙商证券研究所

**表 26：PTA 领先企业成本测算**

元/吨	PTA 成本测算	备注
<b>PX</b>	4,080.65	PX 外购，含 13% 增值税
辅料	84.85	
公用工程	31.26	
人工	7.56	
折旧	78.27	
财务费	48.52	
维修和其他管理费	28.48	
销售费用	0	自用
加工费合计	278.95	
<b>PTA 成本</b>	4,638.56	如果 PX 自产，扣除增值税，成本降低到 4169 元/吨

资料来源：恒力公告、浙商证券研究所

**表 27：涤纶长丝供需平衡表**

	长丝产能	产量	净出口	国内表观消费量	产能利用率	产能增速	产量增速
<b>2014 年</b>	3050.3	2,620.00	159.34	2,461	86%	8%	10%
<b>2015 年</b>	3150.3	2,958.07	160.08	2,798	94%	3%	13%



2016年	3217.3	2,837.74	209.37	2,628	88.2%	2%	-4%
2017年	3407.3	3,009.32	196.79	2,813	88.3%	6%	6%
2018年	3756	3,307.24	179.74	3,128	88.1%	10%	9.9%
2019年E	3954	3,543.00	206.04	3,337	89.6%	5.3%	7.1%
2020年E	4254	3720.15			87.5%	7.6%	5%

资料来源：百川资讯、Wind、中纤网、中国化学纤维工业协会、浙商证券研究所整理

**表附录：三大报表预测值**

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
<b>流动资产</b>	16524	26025	28411	35244	<b>营业收入</b>	84948	89348	122434	126731
现金	9014	12879	14912	21426	营业成本	81625	83648	114586	118202
交易性金融资产	123	65	68	85	营业税金及附加	105	122	159	165
应收账款	2412	4617	4596	4675	营业费用	318	509	487	567
其它应收款	141	192	169	219	管理费用	501	786	857	917
预付账款	844	1979	1984	2022	研发费用	279	294	367	380
存货	2758	5019	5500	5586	财务费用	746	1113	1146	1058
其他	1231	1275	1181	1229	资产减值损失	125	134	184	190
<b>非流动资产</b>	43101	48085	49936	51663	公允价值变动损益	108	15	(2)	40
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1096	996	890	833
长期投资	7814	6674	7032	7173	其他经营收益	153	76	100	110
固定资产	11985	27390	31306	33404	<b>营业利润</b>	2605	3828	5635	6235
无形资产	1006	1269	1335	1352	营业外收支	15	(3)	(3)	(3)
在建工程	16349	8675	4837	3319	<b>利润总额</b>	2620	3825	5633	6232
其他	5946	4077	5425	6414	所得税	376	497	527	583
<b>资产总计</b>	59625	74110	78347	86906	<b>净利润</b>	2243	3328	5105	5649
<b>流动负债</b>	23797	29241	27908	30191	少数股东损益	281	451	1021	1130
短期借款	13723	15600	13113	14145	<b>归属母公司净利润</b>	1962	2877	4084	4519
应付款项	7682	10582	11842	12765	EBITDA	4423	6236	8756	9573
预收账款	503	1610	1199	1425	EPS (最新摊薄)	0.69	1.01	1.44	1.59
其他	1888	1449	1754	1856	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	13561	18942	19405	20033	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	9468	17468	17518	17548	<b>成长能力</b>				
其他	4094	1474	1888	2485	营业收入增长率	32.14%	5.18%	37.03%	3.51%
<b>负债合计</b>	37358	48183	47313	50224	营业利润增长率	33.55%	46.98%	47.21%	10.64%
少数股东权益	4465	4916	5937	7066	归属于母公司净利润	20.97%	46.65%	41.95%	10.65%
归属母公司股东权益	17802	21012	25097	29616	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	59625	74110	78347	86906	毛利率	3.91%	6.38%	6.41%	6.73%
<b>现金流量表</b>					净利率	2.64%	3.72%	4.17%	4.46%
<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROE	10.29%	11.94%	14.34%	13.35%
<b>经营活动现金流</b>	1675	4860	7367	8844	ROIC	6.81%	7.80%	10.85%	10.60%
净利润	2243	3328	5105	5649	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	1011	1310	1959	2257	资产负债率	62.66%	65.01%	60.39%	57.79%
财务费用	746	1113	1146	1058	净负债比率	64.76%	69.60%	65.92%	64.45%
投资损失	(1096)	(996)	(890)	(833)	流动比率	69.44%	89.00%	101.80%	116.74%
营运资金变动	2931	203	1048	858	速动比率	57.85%	71.84%	82.09%	98.23%
其它	(4161)	(99)	(1003)	(144)	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	(12434)	(7419)	(2205)	(2923)	总资产周转率	182.89%	133.62%	160.61%	153.38%
资本支出	(16543)	(9459)	(2604)	(3511)	应收账款周转率	65.30	42.18	43.69	44.24
长期投资	(1205)	1140	(359)	(141)	应付账款周转率	21.32	15.94	18.24	16.87
其他	5313	900	758	729	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	13570	6424	(3129)	593	每股收益(最新摊薄)	0.69	1.01	1.44	1.59
短期借款	3707	1877	(2487)	1032	每股经营现金流(最	0.59	1.71	2.60	3.12
长期借款	9110	8000	50	30	每股净资产(最新摊	6.77	7.41	8.85	10.45
其他	753	(3454)	(691)	(470)	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	2811	3865	2034	6514	P/E	19.93	13.59	9.57	8.65
					P/B	2.04	1.86	1.56	1.32
					EV/EBITDA	11.46	10.42	7.05	6.02

资料来源：Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 楼

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>