

荣盛石化 (002493)

炼化-聚酯一体化龙头开启市值“三级跳”

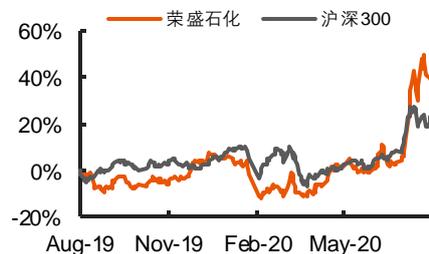
推荐 (首次)

现价: 16.2 元

主要数据

行业	石油石化
公司网址	www.cnrspc.com
大股东/持股	荣盛控股集团/65.59%
实际控制人	李水荣
总股本(百万股)	6,291
流通 A 股(百万股)	5,816
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1,019.16
流通 A 股市值(亿元)	942.23
每股净资产(元)	3.79
资产负债率(%)	76.7

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

刘永来 投资咨询资格编号
S1060520070002
LIUYONGLAI647@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **全球领先的炼化聚酯一体化龙头:** 公司走的是一条产业链上延的发展之路: 从涤纶长丝到 PTA, 从 PTA 到中金芳烃, 从中金芳烃到浙江石化炼化。随着浙石化一期 2000 万吨项目投产, 产业链完全打通, 一体化优势开始显现。随着二期项目的投产, 公司将成为全球最大的炼油企业之一。
- **疫情不改聚酯行业稳健增长趋势:** 涤纶长丝行业上半年受到较大的冲击, 但行业最困难的时期已经过去, 纺织服装方面下半年美国市场依然不确定性较大, 但国内和欧洲市场基本开始恢复, 未来三年产能增速落后于需求增速, 行业景气度预计将持续上行。此外, 公司在聚酯业务上走瓶片差异化路线, 上半年单吨瓶片的毛利不降反升, 未来新增产能有限, 我们持续看好瓶片的发展前景。
- **PTA 规模全球最大, 成本领先:** 公司的合资公司逸盛石化是全球最大的 PTA 生产企业, 约占全球 15% 的产能份额和国内 22% 的产能份额。目前公司还有 600 万吨的在建产能, 建成后公司的龙头地位更为稳固。
- **炼化产业扩张带动业绩高增长:** 2000 万吨炼化项目投产并带来较高的业绩增长, 二期和筹划中的三期项目将持续带动公司业绩高增长。公司的炼化项目产品设计合理、工艺技术先进; 此外还投资建设了 C5、C9 副产品精加工项目, 预计将提升项目的产品附加值。全球领先的炼化项目吸引了沙特阿美和 BP 等跨国公司的目光, 目前两家外资企业均签订合作意向, 计划分别投资公司的炼油和醋酸项目。
- **投资建议:** 我们测算公司 2020-2022 年的归母净利润分别是 63、112、168 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.99、1.78、2.67 元, 对应的 PE 分别为 16.3、9.1、6.1 倍。按照行业平均 PE13.8 倍来看, 2021 年市值预计为 1546 亿 (52% 空间), 2022 年市值为 2316 亿 (127% 空间)。首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 产品市场需求增速放缓; 2) 在建项目进度不及预期; 3) 原材料价格大幅波动; 4) 行业竞争日趋激烈。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	91,425	82,500	101,179	156,879	197,317
YoY(%)	26.9	-9.8	22.6	55.1	25.8
净利润(百万元)	1,608	2,207	6,255	11,212	16,780
YoY(%)	-20.3	37.3	183.4	79.2	49.7
毛利率(%)	5.8	6.8	12.2	12.6	14.3
净利率(%)	1.8	2.7	6.2	7.1	8.5
ROE(%)	5.5	7.1	14.9	21.8	25.5
EPS(摊薄/元)	0.26	0.35	0.99	1.78	2.67
P/E(倍)	63.4	46.2	16.3	9.1	6.1
P/B(倍)	4.9	4.5	3.6	2.6	1.9

正文目录

一、 全球领先的产业一体化炼化龙头	5
1.1 炼油-PX-PTA-聚酯（涤纶、瓶片和薄膜）产业一体化	5
1.2 浙江石化 2000 万吨炼化项目投产大幅提高公司盈利能力	6
二、 聚酯：疫情不改行业长期增长趋势	7
2.1 长丝：带有消费属性，短期疫情影响不改长期增长趋势.....	7
2.2 长丝：预计集中度和产能负荷持续提升.....	9
2.3 长丝：短期看风险犹存，但最困难时期已过	11
2.4 瓶片：走聚酯瓶片差异化战略，单吨毛利上半年不降反升	12
三、 PTA：规模全球最大，成本行业领先	15
3.1 逸盛石化是全球最大的 PTA 生产企业	15
3.2 技术壁垒高，新产能拥有明显的成本优势.....	16
3.3 盈利触底反弹，未来新产能仍将对旧产能形成挤压效应.....	18
3.4 闲置 PTA 装置改造为 PIA 装置，投产后占据国内 75%市场份额	19
四、 炼化：规模大、技术新、一体化	20
4.1 浙江石化成长为全球最大的炼油基地	20
4.2 打通浙江和海外油品市场.....	23
4.3 联手外资，规划建设炼油三期和醋酸	24
4.4 打造 C5 和 C9 深加工业务，提升炼化附加值	25
五、 盈利预测和投资建议	26
六、 风险提示	28

图表目录

图表 1	公司产业布局图	5
图表 2	公司历年营收（亿元）和同比增长（100%）	6
图表 3	公司历年净利（亿元）和同比增长（100%）	6
图表 4	公司销售毛利率和净利率（%）	6
图表 5	公司投资回报（%）	6
图表 6	横向比较销售毛利率和净利率（%）	7
图表 7	横向比较 ROA 和 ROE（%）	7
图表 8	炼油-芳烃-PTA-聚酯产业链上下游关系	8
图表 9	涤纶长丝下游需求	8
图表 10	涤纶长丝需求增长（万吨）	8
图表 11	长丝主要生产企业及其产能（万吨）	9
图表 12	长丝行业产能集中度	9
图表 13	2020-2023 年长丝新增产能计划	9
图表 14	涤纶长丝的产能产量（万吨）和开工率	10
图表 15	涤纶长丝价格走势（元/吨）	11
图表 16	涤纶长丝库存水平（天）	11
图表 17	聚酯瓶片的消费结构	12
图表 18	聚酯瓶片的产能分布	12
图表 19	中国软饮料产量（万吨）和同比增速（右轴）	13
图表 20	聚酯瓶片需求（万吨）及其增速（右轴）	13
图表 21	聚酯瓶片的进出口量预测（万吨）及其同比增速（右轴）	13
图表 22	聚酯瓶片单吨毛利水平（元/吨）	14
图表 23	聚酯瓶片的产能产量（万吨）和开工率（右轴）	14
图表 24	PTA 需求增长（万吨）	15
图表 25	PTA 进出口增长（万吨）	15
图表 26	2019 年 PTA 全球需求分布	15
图表 27	2019 年 PTA 全球供应分布	15
图表 28	逸盛石化产能占全球的 15%	16
图表 29	逸盛石化产能占中国的 22%	16
图表 30	PTA 典型生产工艺流程	17
图表 31	全球 PTA 技术授权商	17
图表 32	国内近 10 年 PTA 生产技术产能份额	17
图表 33	2020-2023 年 PTA 产能投放计划（万吨）	18
图表 34	PTA 产能产量（万吨）和开工率（右轴）	18
图表 35	PTA 价格和毛利水平（元/吨）	19
图表 36	PTA 和 PIA 具有结构相似性	19

图表 37	PIA 消费结构	20
图表 38	PIA 供应格局	20
图表 39	2019 年全球前 20 大炼厂	20
图表 40	浙石化一期 2000 万吨炼化项目工艺流程简图	21
图表 41	民营大炼化和传统炼油厂的产品结构对比	22
图表 42	大宗石化产品的产能（万吨）和近三年需求增速	23
图表 43	浙江民用汽车保有量（万辆）及增速（右轴）	23
图表 44	浙江成品油消费量（万吨）及增速（右轴）	23
图表 45	东盟国家历年汽油净进口量（万吨）	24
图表 46	浙江石化股权结构	24
图表 47	沙特阿美在全球的投资	24
图表 48	醋酸的消费结构	25
图表 49	中国醋酸供需（万吨）增长和开工率（右）	25
图表 50	C5 和 C9 组分的综合利用	25
图表 51	裂解 C5 和 C9 综合利用流程图	26
图表 52	荣盛石化营收预测表（百万元）	27
图表 53	同行业估值对比	28

一、 全球领先的产业一体化炼化龙头

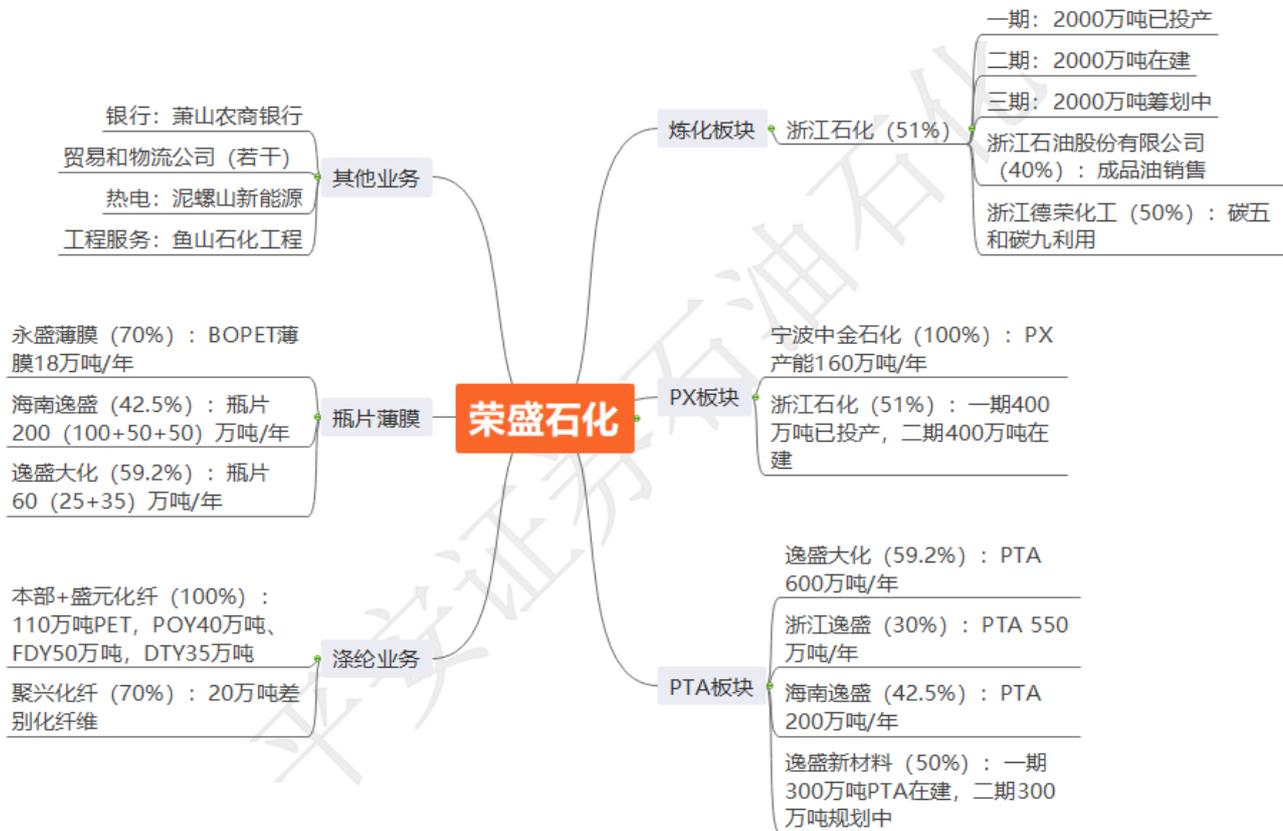
1.1 炼油-PX-PTA-聚酯（涤纶、瓶片和薄膜）产业一体化

荣盛石化股份有限公司（“荣盛石化”或“公司”）是浙江荣盛控股集团有限公司下属的上市公司之一，公司的主要业务覆盖聚酯涤纶、PTA、PX 和炼油业务，控股股东荣盛控股集团还涉足房地产、物流和贸易等行业。荣盛石化是石油石化行业实力最强的公司之一，按照市值排名位列 A 股石油石化板块第四位（前三位分别是中国石油、中国石化和恒力石化）。

公司的发展历史就是产业链不断往上游延伸的历史。公司创业早期主要业务是纺织，后来延伸到上游的涤纶丝生产，是国内最早涉足聚酯直纺项目的企业之一，目前荣盛聚酯及纺丝、加弹配套项目的生产规模、原料单耗及产品质量均处于国内同行的前列。2003 年荣盛和恒逸石化（000703.SZ）共同出资成立了浙江逸盛石化有限公司，专门生产 PTA，后来逸盛石化又陆续在海南和大连投产 PTA 生产工厂，目前逸盛已经是全球最大的 PTA 生产企业，约占全球 PTA 产能的 15%以上。2015 年荣盛石化建成中金石化芳烃项目，2019 年底浙江石化（公司占股 51%）4000 万吨炼化一体化项目的一期 2000 万吨投产，产业链进一步延伸至炼油。

2000 万吨炼化一体化项目的投产，使公司产业链完全打通，也使得公司成为国内少数 2000 万吨级炼化企业之一，目前二期 2000 万吨炼化一体化项目在建，远期 2000 万吨炼化一体化项目筹划中。按照全球当前的炼油数据，二期建成之后，浙江石化将成为全球第 5 大单一炼油基地，三期共 6000 万吨建成之后将成为全球第二大单一炼油基地，仅次于印度 Reliance 的 Jamnaga 炼厂（6200 万吨）。

图表1 公司产业布局图



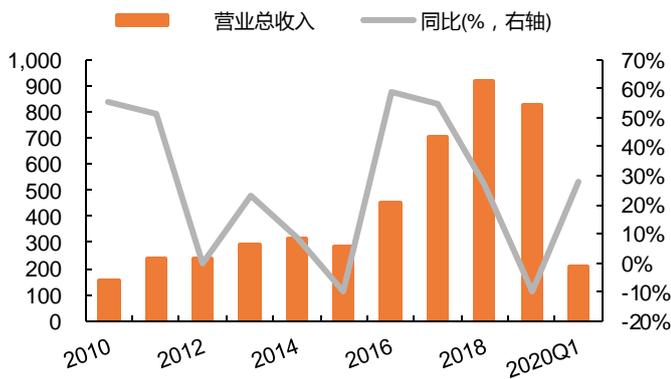
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

1.2 浙江石化 2000 万吨炼化项目投产大幅提高公司盈利能力

公司的营收随着业务板块的扩张,整体呈上行趋势,2015年中金项目投产使2016年业绩同比大增,2017-2018年国际油价震荡上行,PTA和聚酯产品量价齐升,营收达到近年来的高点。2019年油价下跌拖累营收下跌,但公司在营收下降的情况下,净利润反而出现了明显的上升,原因之一是浙江石化2000万吨炼化项目部分装置投产,开始有炼化产品销售。

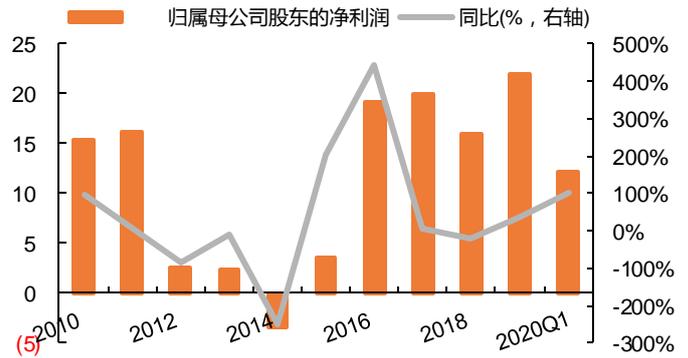
而2019年底炼化项目完全投产后,公司盈利能力大幅提高,2020年一季度公司的归母净利润12.26亿,同比大幅增长102.6%,预计全年业绩确定性较高。产能扩张带来的盈利增长抵偿了周期股常见的盈利波动。根据业绩预告,公司2020年上半年预计净利润为31-33.6亿元,同比增长196%-221%。

图表2 公司历年营收(亿元)和同比增长(100%)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

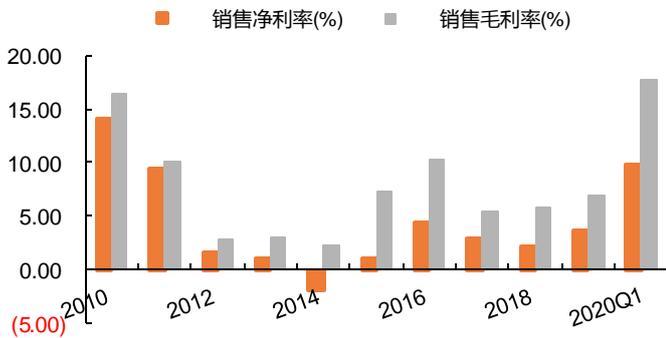
图表3 公司历年净利(亿元)和同比增长(100%)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

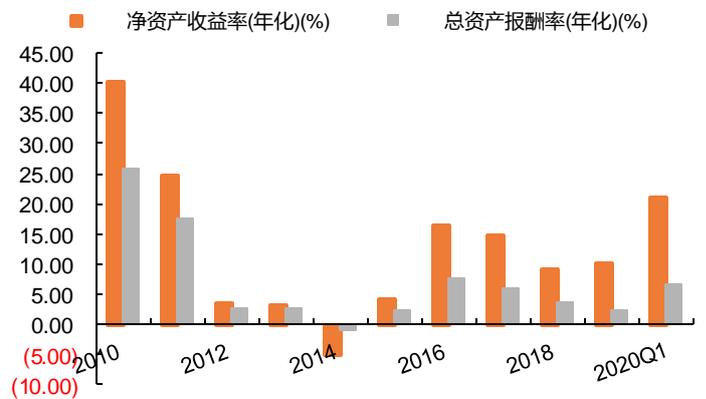
产业链的不断延伸和新产能的不断投放,对于公司利润率和投资收益的影响也是显著的,2015年中石化投产和2019年浙石化一期投产,都对公司的销售毛利率、销售净利率、总资产报酬率和净资产收益率有积极显著的影响。除了新业务带来的显而易见的产销增量之外,不同板块之间的产业协作也是盈利能力提升的主要原因之一。

图表4 公司销售毛利率和净利率(%)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表5 公司投资回报(%)

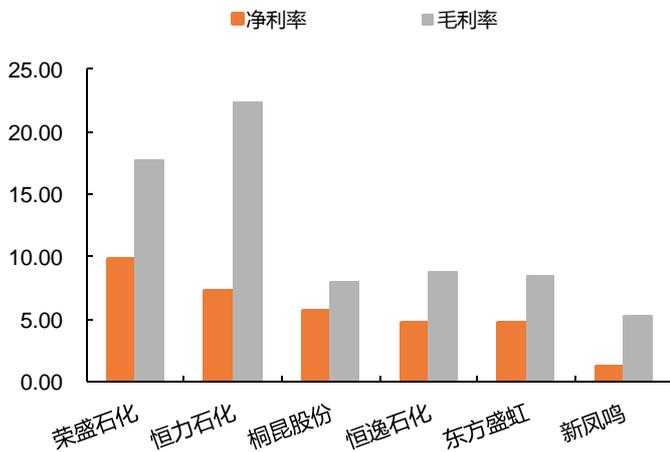


资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司跟恒力石化、桐昆股份、恒逸石化、东方盛虹和新凤鸣是 A 股六大聚酯涤纶生产企业，业务领域十分相似但是各个细分板块的结构略有不同，其中荣盛、恒力和恒逸目前的炼油项目已经投产，这三家企业横跨炼油到聚酯涤纶全产业链，由于炼化项目的规模显著大于聚酯涤纶业务，因此这三家企业属于“头大尾小”型业务结构。而桐昆、东方盛虹和新凤鸣以下游 PTA 和涤纶业务为主，其中桐昆在浙江石化中只占 20% 的股份，东方盛虹的连云港炼化项目在建，目前还未投产，新凤鸣产业链目前只延伸到 PTA，没有炼油业务，因此桐昆股份、东方盛虹和新凤鸣属于“头小尾大”型业务结构。

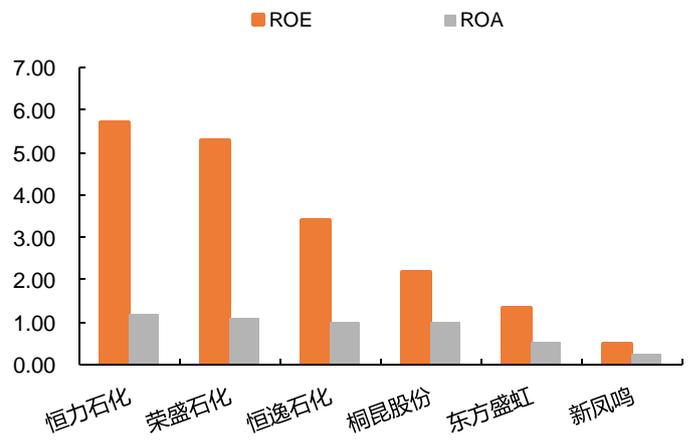
我们比较了 2020 年一季度各公司的盈利能力和投资回报能力，可以看到炼化项目的投产对于提升公司的盈利能力和投资回报率还是非常有帮助的，目前炼化业务占比最高的荣盛石化和恒力石化盈利能力领先全行业。当然这也跟一季度疫情造成纺织服装行业景气下滑有关，聚酯涤纶占比较大的桐昆股份等企业受到一定的影响，而建成一体化的企业能够有效抵御行业风险，适应市场变化的能力更强。

图表6 横向比较销售毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 横向比较 ROA 和 ROE (%)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 聚酯：疫情不改行业长期增长趋势

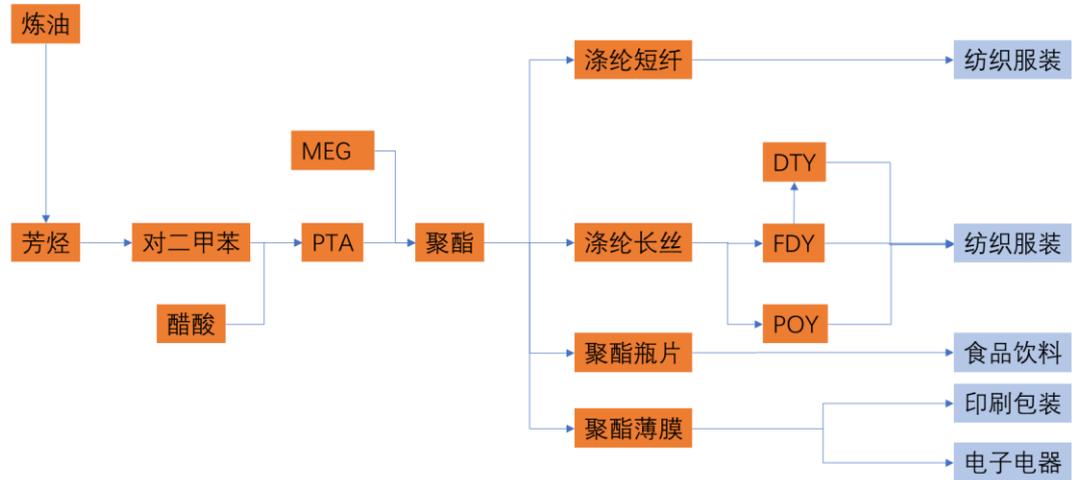
2.1 长丝：带有消费属性，短期疫情影响不改长期增长趋势

公司业务板块大致分为炼化业务和聚酯业务（本报告将 PTA、聚酯合成、涤纶长丝、瓶片列入广义的聚酯业务），公司的炼化业务为聚酯业务提供原料。公司聚酯业务又细分为涤纶长丝、聚酯瓶片和 PTA 等，另外还有少量的 BOPET 薄膜产品。

涤纶长丝是市场规模最大的化学纤维，工业上一般采用熔纺生产。熔纺分为直接纺丝法和切片纺丝法。直接纺丝是将聚合后的 PET 树脂熔体直接送往纺丝；切片纺丝是外购聚酯切片，然后再熔融后送往纺丝。直接纺丝跟切片纺丝相比省略了 PET 聚酯的中间运输和再熔融步骤，生产效率和成本大为节省，竞争优势明显，因此目前行业龙头企业包括荣盛石化在内均采用直接纺丝工艺。

涤纶长丝可以分为 POY(预取向丝)、FDY(全拉伸丝)和 DTY(拉伸变形丝), 其中 DTY 由 FDY 生产而来。三种长丝在弹性、强度、收缩性、手感、染色性能、透气性等方面有较大的差异, 分别以不同的方式应用于不同的领域。

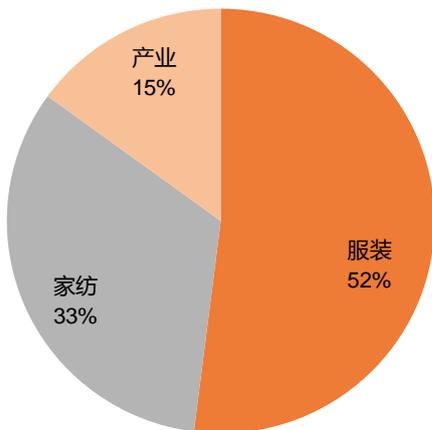
图表8 炼油-芳烃-PTA-聚酯产业链上下游关系



资料来源: 平安证券研究所

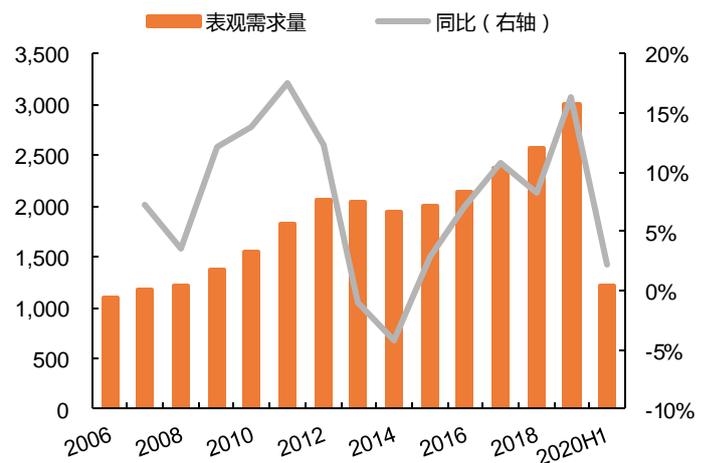
跟很多工业产品不同, 涤纶长丝的下游主要是服装和家纺, 因此带有一定的消费属性。受经济及人口增长的拉动, 排除掉短期因素的影响(例如 2020 年爆发的全球新冠疫情), 未来中国涤纶长丝消费及人均消费量还将保持增长势头。2006-2019 年中国涤纶长丝的需求量从 1100 万吨增长到 3000 万吨, 年均复合增长率 8%, 近五年的年均复合增长率为 9%。短期来看, 受到上半年染织企业的开工下降和全球新冠疫情爆发等因素的影响, 2020 年上半年国内涤纶长丝消费量约为 1222 万吨, 但仍同比上涨 2%, 我们认为带有消费属性的涤纶长丝产品, 其长期的需求增长仍能高于 GDP 的增速。

图表9 涤纶长丝下游需求



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表10 涤纶长丝需求增长(万吨)



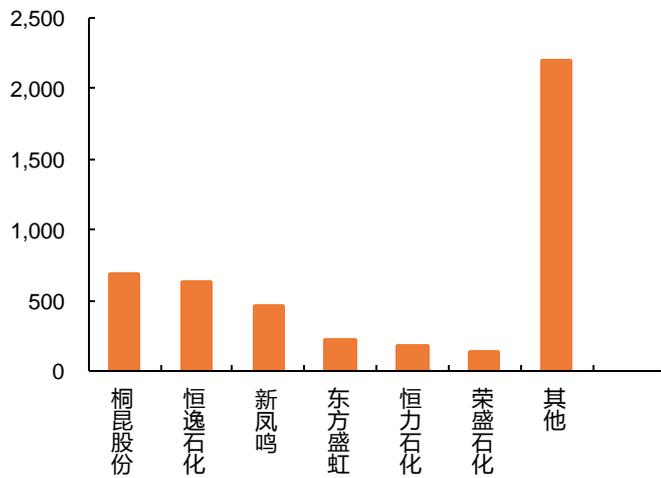
资料来源: Wind、平安证券研究所

2.2 长丝：预计集中度和产能负荷持续提升

涤纶长丝行业进入壁垒高，是典型带有后发优势的行业，新产能因为具有较高的一体化水平、产品品质和生产效率，从而对旧产能造成成本打压，部分旧产能逐渐退出市场，而一体化直接纺丝较高的行业壁垒使得龙头企业的产能份额不断增高，落后厂家的产能份额不断减小。

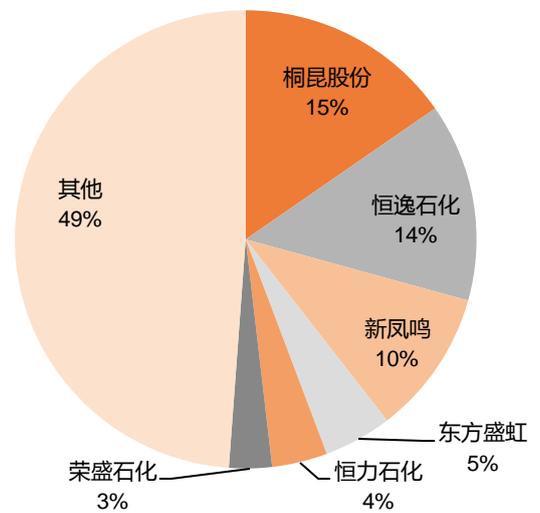
截止 2020 年上半年，我国的涤纶长丝名义产能 4200 万吨左右，有效产能不到 4000 万吨，其中六大龙头的产能份额占到全行业的 51%，六大龙头的平均产能均在 100 万吨以上。相比较而言，2019 年国内涤纶规模以上企业数量为 776 家，平均单个企业产能为 5 万吨。龙头企业在规模上远高于其他企业。

图表11 长丝主要生产企业及其产能（万吨）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 长丝行业产能集中度



资料来源：公司公告、平安证券研究所

未来涤纶长丝的新产能投放仍然集中在各大龙头企业，这意味着未来的产业集中度仍将继续上行。我们梳理了全行业各公司未来的产能投放计划，2020-2023 年大约有 700 万吨的涤纶长丝产能投放，如果考虑桐昆南通等投产时间未定的项目，则有 980 万吨的新产能投放。其中 2020 年上半年已有恒逸海宁、嘉兴逸鹏、新凤鸣中益、南通恒科和盛虹港虹等六个项目投产，下半年计划还有恒逸海宁和恒力恒科南通二期等 260 万吨项目投产，未来三年的年均产能增速预计在 6% 左右。

图表13 2020-2023 年长丝新增产能计划

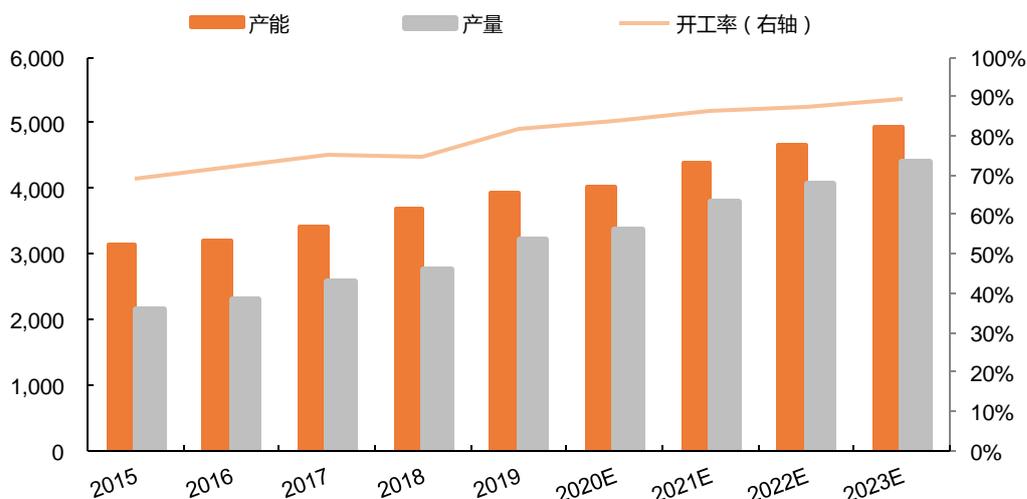
企业	装置产能 (万吨)	投产时间	地点	备注
恒逸海宁	25	2 月 20 日已投产	海宁	已投产
嘉兴逸鹏	25	3 月 31 日已投产	嘉兴	已投产
新凤鸣中益	30	4 月 9 日已投产	嘉兴	已投产
南通恒科	10	4 月 30 日已投产	南通	已投产
盛虹港虹	25	6 月 20 日已投产	吴江	已投产
恒逸海宁	25	2020 年 8 月	海宁	未投产

企业	装置产能 (万吨)	投产时间	地点	备注
恒逸海宁	25	2020 年 10 月	海宁	未投产
新凤鸣中益	30	2020 年下半年	嘉兴	未投产
福建逸锦	25	2020 年下半年	晋江	未投产
桐昆恒超	50	2020 年 10 月	桐乡	未投产
恒逸海宁	25	2020 年 12 月	海宁	未投产
恒力化纤	20	2019 年年底	吴江	未投产
南通恒科	60	2020 年年底	南通	未投产
恒逸海宁	50	2021 年	海宁	未投产
新凤鸣	100	2021 年	桐乡	未投产
新凤鸣	100	2022-2023 年	桐乡	未投产
南通恒科	75	2022-2023 年	南通	未投产
桐昆江苏嘉通	240	待定	南通	未投产
浙江三维	20	待定	台州	未投产
福建百宏	20	待定	晋江	未投产

资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

需求方面来看，上半年在全球市场恶化的背景下，需求仍能增长 2%。目前数据看来下半年下游企业的开工负荷显著好于上半年，因此我们预计全年的需求增速为 6%左右（2019 年为 15%）。同时受 2020 年低基数和经济恢复等原因影响，我们预计 2021-2023 年将呈现较高的需求增长率，预计 2020-2023 年年均复合增长率将保持 8%左右。产能增速 6%落后于需求增速 8%，我们预计行业的开工率将由目前的 82%继续上行至 89%左右。

图表 14 涤纶长丝的产能产量 (万吨) 和开工率



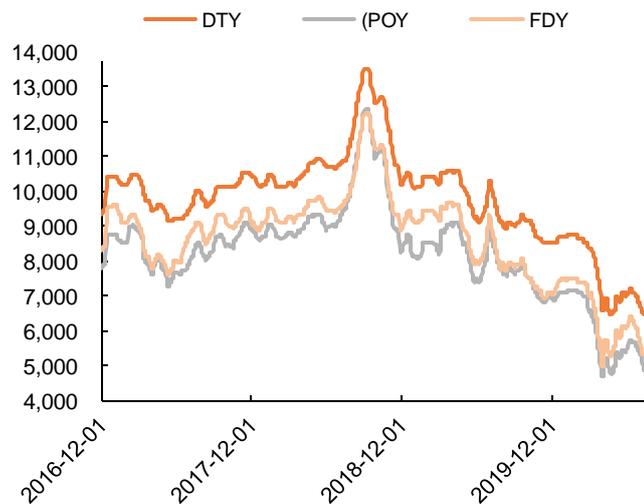
资料来源：Wind、平安证券研究所

2.3 长丝：短期看风险犹存，但最困难时期已过

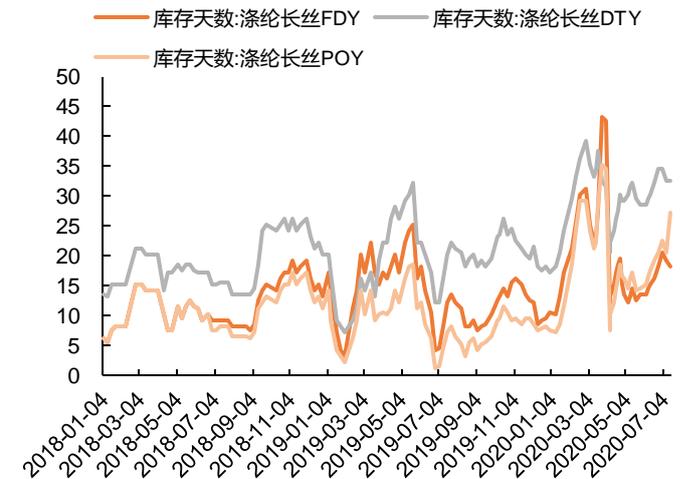
2020年上半年涤纶长丝行业面临内忧和外患，国内和全球疫情造成的终端需求低迷，造成服装产品出口受阻，涤纶长丝库存高筑，价格持续下行，现金流不断压缩，企业举步维艰。按照时间轴具体来看：

- 1月份上半月新冠疫情还未大规模爆发，涤纶长丝市场利多利空因素势均力敌，价格呈横盘整理态势。中旬开始纺织企业陆续放假，同时新冠病例急剧上升，受此影响，春节后聚酯及下游企业复工时间多有推迟，复工后又因为工人到岗问题维持低负荷。2月份开始长丝价格开始了持续的下跌，后续受原油价格下跌的影响，价格一直下跌到4月初。
- 4月初开始，终端企业陆续复工复产，较低的价格刺激买方抄底，价格短暂上行。但海外疫情爆发，随后国际原油大跌，四月下旬的长丝价格再一次跌至低谷。
- 5月份欧美等国家的局部地区陆续推进复工复产的进程，前期停滞的海外订单逐渐启动，而原油价格在OPEC减产的刺激下急速反弹。涤纶长丝再次出现量价齐升的局面。
- 6月中旬海内外公共卫生事件二次爆发，加重了市场悲观情绪，涤纶长丝企业库存承压，纷纷降价促销，6月下半月市场成交逐渐探底，接近年内低点。

图表15 涤纶长丝价格走势（元/吨）



图表16 涤纶长丝库存水平（天）



资料来源：Wind、平安证券研究所

资料来源：Wind、平安证券研究所

下半年的长丝市场冷暖如何，海外疫情是当前最大的不确定性，疫情的发展决定了下半年欧洲和美国两大传统的纺织服装出口市场的订单量。具体来看，下半年行业的风险因素主要包括：

- 出口方面，美国是我国服装纺织产品的最大的出口流向国之一，但美国新冠疫情的控制却问题频出，每日新增病例在4月初-6月中旬处于平台期，6月中旬开始突然升至每日6万多例，目前看来仍然不排除继续上行的可能。经济不景气、美国高企的失业率和中美关系的不确定性预计会对下半年中国对美国的纺织服装出口造成较大的打击。
- 内需方面，目前国家大力鼓励国内消费，但经济低迷和秋冬季可能的局部疫情反复仍然给下半年的纺织品和服装消费带来较大的不确定性。

- 供应方面，下半年国内涤纶长丝行业仍有 8 套新装置计划投产，均为主流大厂产能扩张，合计投产产能约 260 万吨产能，仍将给长丝市场带来一定的压力。再者，前期聚酯开工率 > 织造开机率 > 染厂开机率（染厂的开工率只有 50% 多），造成长丝、坯布库存高企，预计库存的消化也将需要较长的时间。

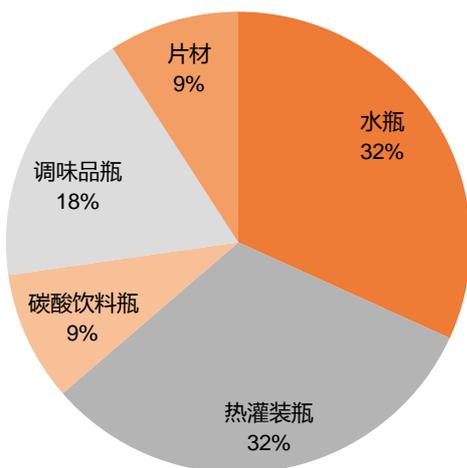
尽管有上述风险因素，但基于以下理由，我们认为行业最困难的事情已经过去，下半年预计行业景气度将边际改善：

- 海外市场方面：目前欧洲疫情得到了较好的控制，英国德国法国等欧洲主要国家的每日新冠新增病例大约在 500-600 个左右，已经远远低于前期的高位，叠加下半年传统的秋冬季采购和圣诞节采购，预计欧洲下半年的采购需求会得到较好的恢复。近期国外订单单量有明显回暖，时有新单下达，这对于下半年的长丝市场是一个积极的信号。
- 国内市场方面，目前国内疫情虽有局部反复，但基本得到控制，近期零售、跨境旅游、影院等大众消费逐渐放开。叠加上半年订单量不足，消费缺口有可能在下半年得到弥补，预计国内市场将是支撑下半年长丝市场的主要力量。
- 涤纶长丝的毛利水平已经跌至历史低位，从行业平均水平来看，三种长丝均已亏损运行，我们认为这对于长丝价格将形成支撑，不排除部分落后产能降负荷或停工的可能。
- 涤纶长丝价格的低迷提高了化纤相对于棉花的性价比，有望提升长丝在纺织原料中的相对份额。

2.4 瓶片：走聚酯瓶片差异化战略，单吨毛利上半年不降反升

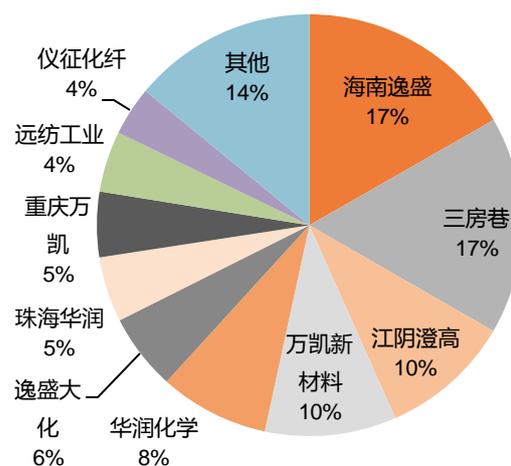
除了纺织服装用的长丝，聚酯还有瓶类、薄膜等用途，广泛应用于包装业、电子电器、医疗卫生、建筑、汽车等领域，其中包装是聚酯最大的非纤应用市场，同时也是 PET 增长最快的领域，而包装市场最大的细分下游是食品饮料的包装，例如矿泉水瓶、热灌装瓶、碳酸饮料瓶等。

图表 17 聚酯瓶片的消费结构



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 18 聚酯瓶片的产能分布



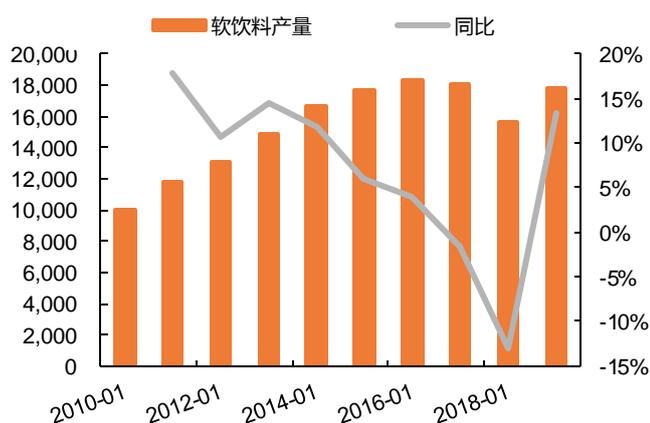
资料来源：Wind、平安证券研究所

从业务结构来看，虽然公司有 100 多万吨的长丝产能，位列聚酯涤纶六大龙头，但跟桐昆股份和新凤鸣等企业比起来，公司的长丝产能规模并不大。实际上公司在聚酯业务上走的是一条差异化的路

线，海南逸盛和逸盛大化合计拥有 260 万吨的瓶片产能，是全国第一大瓶片生产商，约占全国份额的 17%。

粮油饮料包装是较为典型的消费性行业，长期看预计会保持稳定的增长，但短期扰动因素较多，2020 年新冠疫情的爆发限制了人们的消费和出行，叠加今年夏季雨水较多，气温较低，软饮料的消费受到压制。我们预计今年瓶片的需求将下降 10%左右，因为基数和需求恢复的原因，预计 2021 年瓶片需求将同比增长 15%。

图表19 中国软饮料产量（万吨）和同比增速（右轴）



资料来源：Wind、平安证券研究所

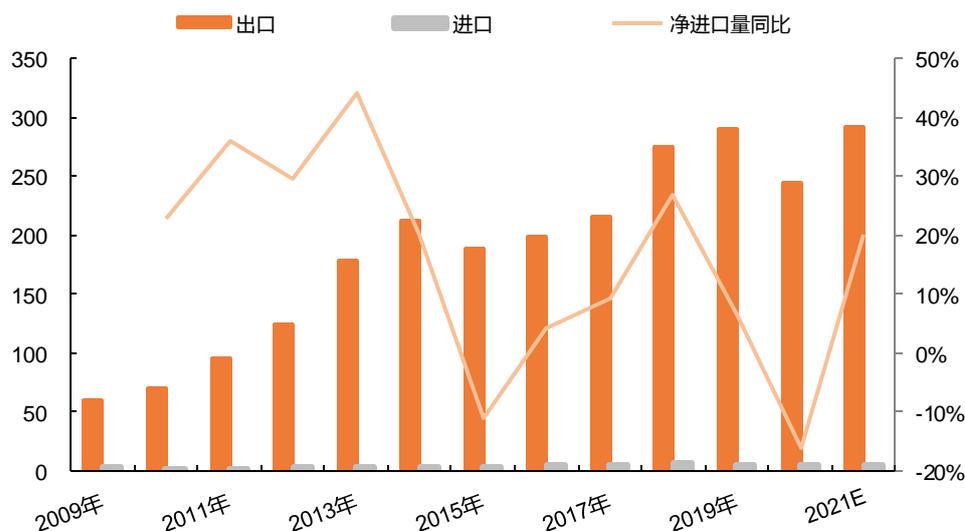
图表20 聚酯瓶片需求（万吨）及其增速（右轴）



资料来源：Wind、平安证券研究所

约四分之一的聚酯瓶片用于出口，海外市场的变化对于聚酯瓶片行业的景气度至关重要，受新冠疫情的影响，结合上半年的出口数据，我们预计 2020 年瓶片的出口将下降 16%左右，由于基数和消费恢复的原因，2021 年将出现较为明显的涨幅，长期的增长潜力仍然不受影响。

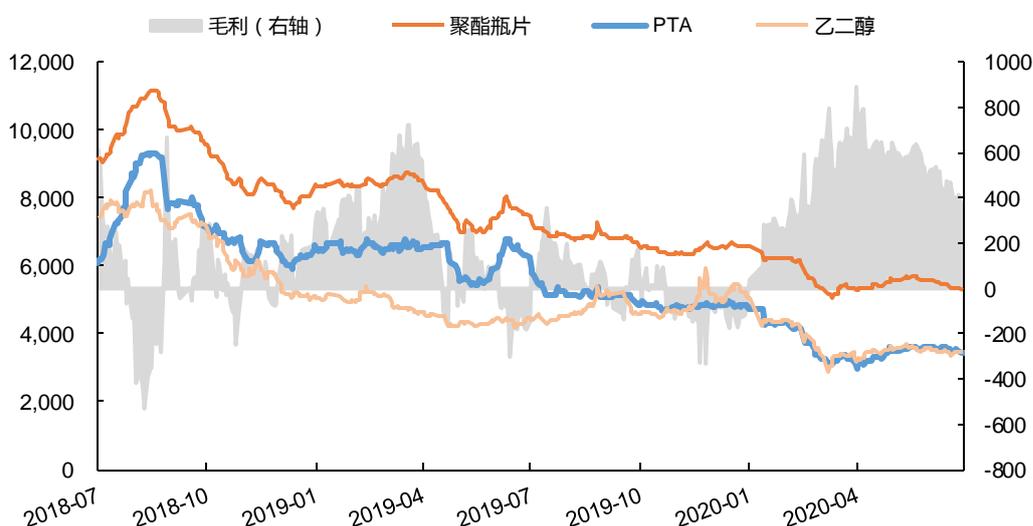
图表21 聚酯瓶片的进出口量预测（万吨）及其同比增速（右轴）



资料来源：Wind、平安证券研究所

2020年瓶片的消费量增长虽然承压，但是单吨瓶片的盈利不降反升。2020年上半年PTA和乙二醇价格的震荡下跌大大缓解了瓶片的成本压力，使得聚酯瓶片的单吨毛利水平相比去年同期有了明显的提升。2020年上半年每吨聚酯瓶片的毛利平均为557元/吨。

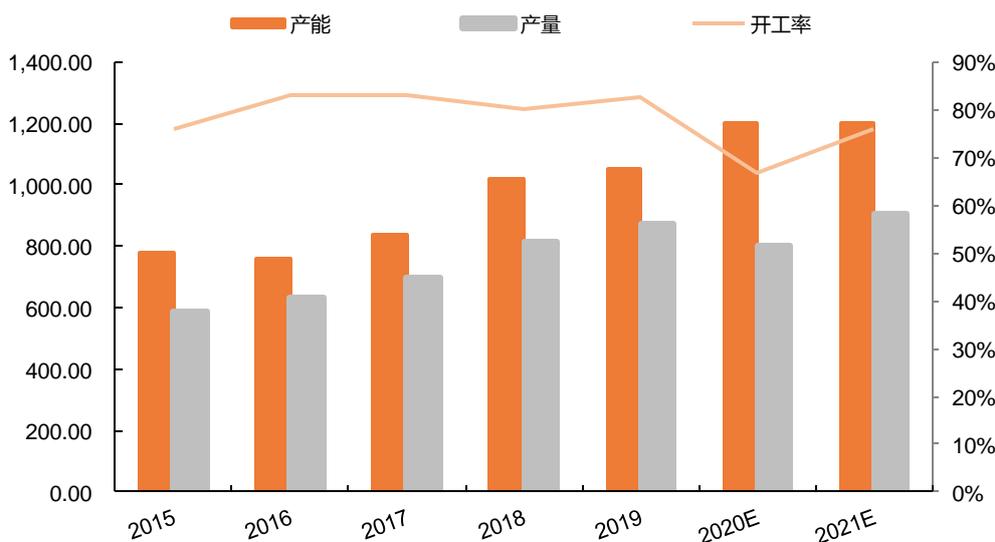
图表22 聚酯瓶片单吨毛利水平（元/吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

较好的毛利水平也刺激着行业内产能的投放，澄高 120 万吨、安阳 30 万吨、上海远纺大线 40 万吨、五粮液 15 万吨均有计划重启。但整体来看，在 2020 年 7 月份海南逸盛 25 万吨瓶片投产后，后续几年均无新增产能计划，因此我们认为今年是瓶片供需最为宽松的一年，后续的供需面将日渐趋紧，公司预计也将凭借龙头地位迎来景气度的持续回升。

图表23 聚酯瓶片的产能产量（万吨）和开工率（右轴）



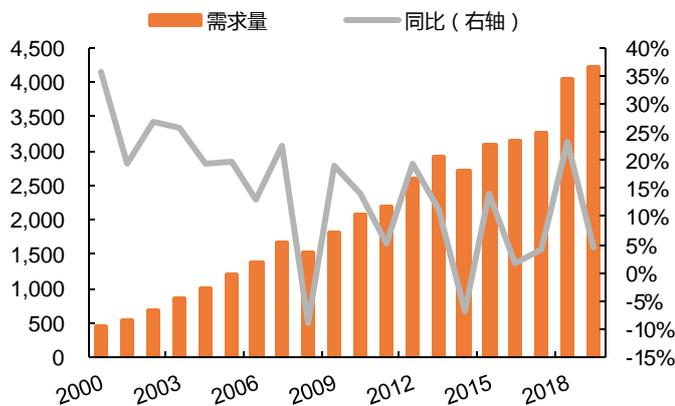
资料来源：Wind、平安证券研究所

三、PTA：规模全球最大，成本行业领先

3.1 逸盛石化是全球最大的 PTA 生产企业

中国是全球最大的纺织服装、涤纶纤维和聚酯瓶片生产大国，为了给这些下游行业配套，国内 PTA 的需求多年来快速增长，2000-2019 年，PTA 需求年均复合增长率为 13%，其中最近五年（2014-2019 年）年均复合增长率为 9%。2013 年以前国内 PTA 产能不能满足国内需求，我国需要进口大量的 PTA，2013 年之后随着国内供需格局发生变化，PTA 进口量急剧减少，而出口量逐渐增加，预计未来我国将成为 PTA 的净出口国。

图表24 PTA 需求增长 (万吨)



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

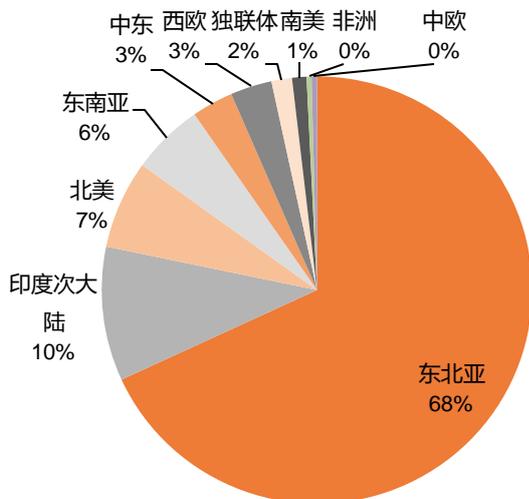
图表25 PTA 进出口增长 (万吨)



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

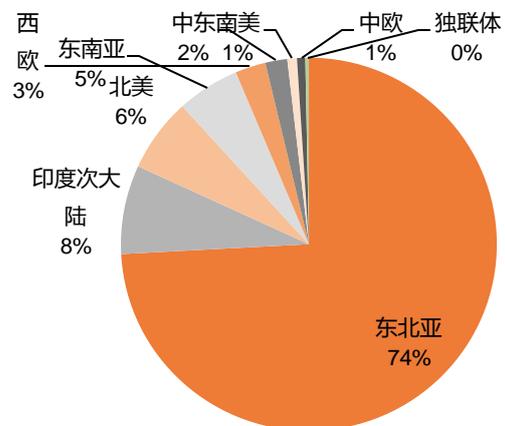
目前包括中国在内的东北亚地区成为全球 PTA 生产和消费中心，2019 年全球 68% 的 PTA 由东北亚三国中日韩消费，而全球 74% 的产能也集中在东北亚地区。

图表26 2019 年 PTA 全球需求分布



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

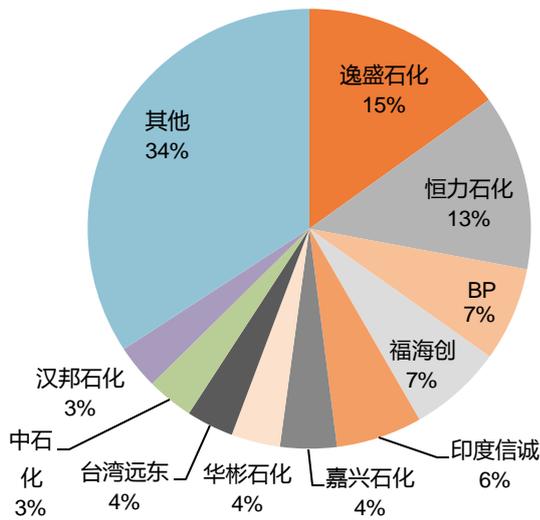
图表27 2019 年 PTA 全球供应分布



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

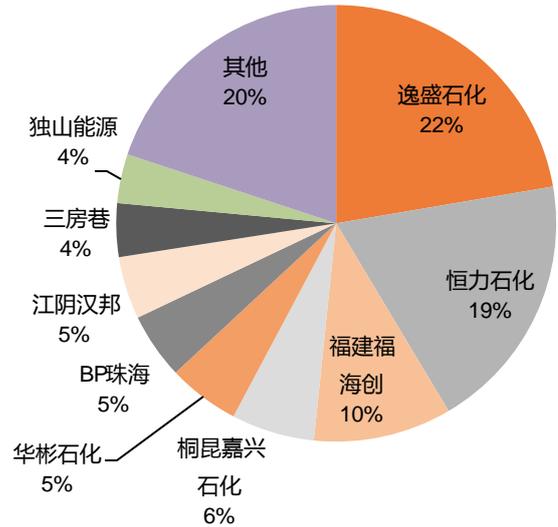
而公司与恒逸石化合资的逸盛石化也已经是全球最大的 PTA 生产企业,产能约占全球产能的 15%和国内产能的 22%。目前由公司和恒逸石化共同投资的逸盛新材料在建 600 万吨 PTA 项目正在稳步推进,项目投产后公司的 PTA 龙头地位更为稳固。

图表 28 逸盛石化产能占全球的 15%



资料来源:石化联合会、平安证券研究所

图表 29 逸盛石化产能占中国的 22%



资料来源:石化联合会、平安证券研究所

从荣盛石化的业务结构来看,公司的涤纶长丝、聚酯瓶片和薄膜控股参股产能合计 433 万吨,按照 0.855 的单耗计算,公司内部的 PTA 需求量约为 360 万吨,而逸盛的 PTA 产能达到 1350 万吨,因此约 1000 万吨的 PTA 需要外售(包括恒逸使用的部分),而 1350 万吨的 PTA 需要消耗 884 万吨的 PX,其中浙江石化一期和中金石化可以提供 560 万吨,恒逸文莱项目可以提供 150 万吨,一共 810 万吨,目前仍需要少量的外购。

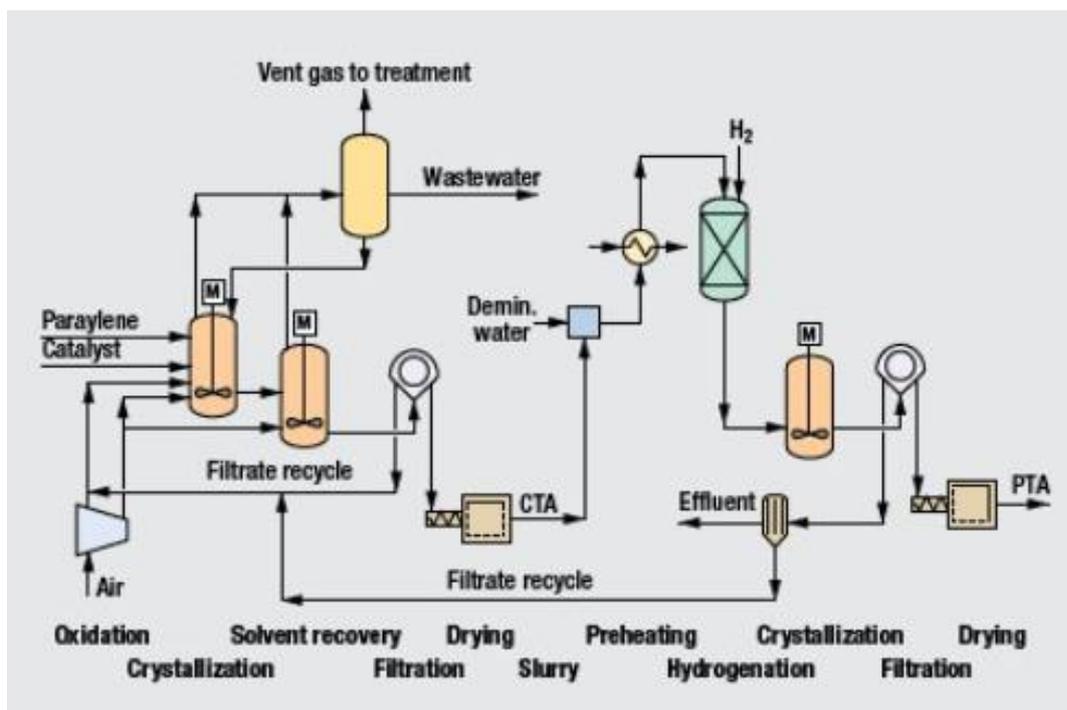
如果考虑浙石化股权中桐昆占 20%股份(假设 PX 产量的 20%由桐昆使用),则外购部分的 PX 数量大约需要 300 多万吨。因此荣盛石化 PX-PTA 和聚酯业务的盈利主要看 PTA 和聚酯产品(长丝瓶片和薄膜),而 PX 虽然是浙石化和中金石化的产品,但从整个公司来看,由于目前 PX 仍有少量需要外购,单纯 PX 价格的上涨会推升公司的营业成本,等炼化项目二期投产之后,公司的 PX-PTA 将基本平衡(暂不考虑逸盛新材料在建产能)。

3.2 技术壁垒高,新产能拥有明显的成本优势

PTA 生产工艺大概分为两段:氧化段和提纯段,首先将对二甲苯(PX)经空气氧化,制得粗对苯二甲酸(CTA),然后将 CTA 加氢精制成 PTA,通常也被称为二步法。目前国内外主流技术在提纯段基本类似,但氧化段略有差异。

PTA 也属于典型的后发优势行业,新产能由于物耗和能耗的降低,具有较低的现金成本,同时由于现有的公共设施和土地等可以共享,边际的投资额也较低。如恒力石化第四条及第五条 PTA 生产线规模都为 250 万吨,每条线投资金额约为 30 亿元,逸盛新材料新增 600 万吨 PTA 项目的总投资预计为 67.31 亿元,而福建百宏 250 万吨 PTA 装置环评总投资却高达 57.2 亿元。

图表30 PTA 典型生产工艺流程



资料来源：Dow、平安证券研究所

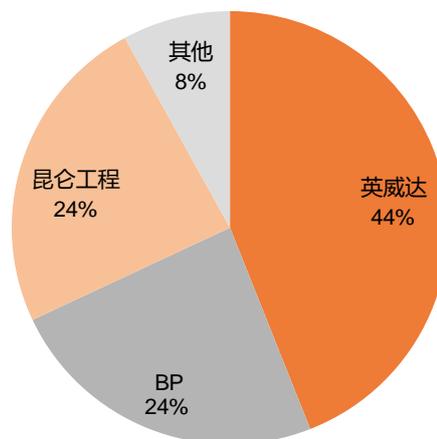
目前世界上生产 PTA 产品主流工艺技术包括英国 BP、美国英威达、日本三井、三菱化学、日立工业、中国石油、中国石化等，上述厂家拥有不同规模的全部或者部分 PTA 生产技术。目前国内主流的技术主要包括英威达、BP 和中石油昆仑工程等，而公司的 PTA 生产技术是跟日本日立等厂家进行合作开发，拥有 PTA 生产技术的部分产权（该技术早期脱胎于 BP 技术）。

图表31 全球 PTA 技术授权商



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

图表32 国内近 10 年 PTA 生产技术产能份额



资料来源：CNKI、平安证券研究所

3.3 盈利触底反弹，未来新产能仍将对旧产能形成挤压效应

2020-2022 年国内 PTA 行业仍有大约 3700 多万吨的产能投放计划，其中恒力石化两套共 500 万吨 PTA 产能和中泰石化一套 120 万吨的产能已经于上半年投产。下半年还有约 770 万吨的产能待投。

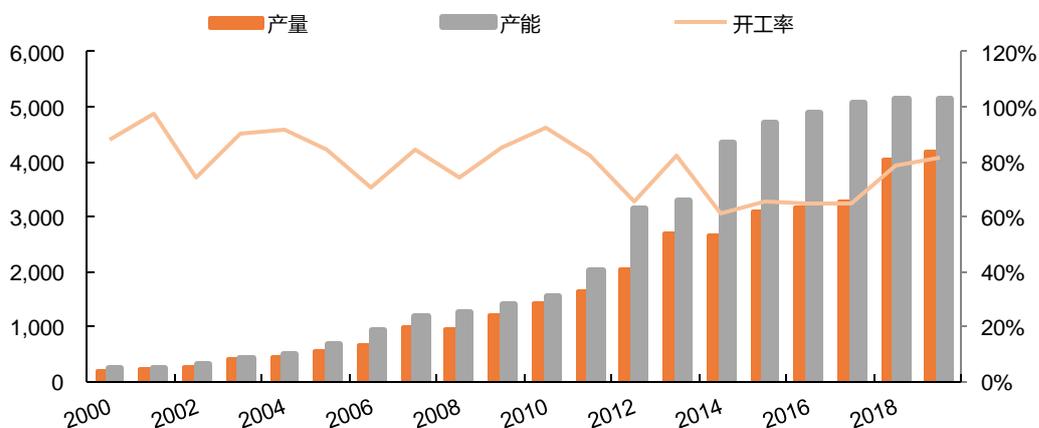
图表33 2020-2023 年 PTA 产能投放计划 (万吨)

投产时间	公司	产能	状态
2020 年 1 月	恒力石化(大连)炼化有限公司	250	投产
2020 年 7 月	恒力石化(大连)炼化有限公司	250	投产
2020 年 1 月	中泰石化	120	投产
2020 年 8 月	浙江逸盛新材料有限公司	300	未投产
2020 年 10 月	福建百宏聚纤科技实业有限公司	250	未投产
2020 年 10 月	新凤鸣集团股份有限公司	220	未投产
2021 年	江苏虹港石化有限公司	240	未投产
2021 年	浙江逸盛新材料有限公司	300	未投产
2021 年	石狮市佳龙石化纺织有限公司	110	未投产
2021 年	宁夏宝塔能源化工有限公司	120	未投产
2021 年	华彬石化	220	未投产
2022 年	新疆蓝山屯河化工股份有限公司	120	未投产
2022 年	中国石油化工股份有限公司天津分公司	220	未投产
2022 年	台化兴业(宁波)有限公司	300	未投产
2022 年	桐昆石化	500	未投产
2022 年	江阴汉邦	220	未投产

资料来源：石化联合会、百川资讯、平安证券研究所

2019 年全国 PTA 的行业开工率大约在 80%左右，展望未来几年，新增产能的投放速度远大于行业的需求增速，因此 PTA 行业的开工率预计将会下滑，但我们认为对公司的影响较小，一方面 3700 多万吨的产能中，逸盛占 600 万吨；另一方面新建产能的规模和生产成本远远好于落后产能，有望对落后产能产生进一步的挤压效应。

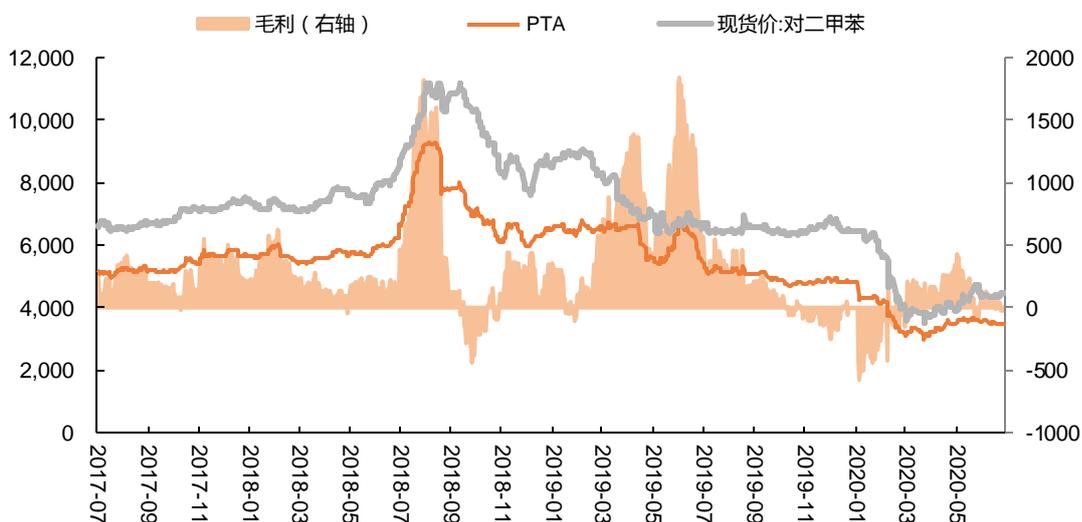
图表34 PTA 产能产量 (万吨) 和开工率 (右轴)



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

短期来看，上半年原油价格的大跌以及下游需求的放缓带动 PTA 价格出现下跌，PTA 盈利水平也随之下跌，但 4 月份开始产品价格有所回升，而原料价格上升幅度有限，使得 PTA 的盈利水平由负转正，触底回升。预计下半年随着原油价格的逐渐回升，PTA 的价格和价差将会进一步提升，当然新产能的投放也会对涨幅造成一定的抑制。

图表35 PTA 价格和毛利水平（元/吨）



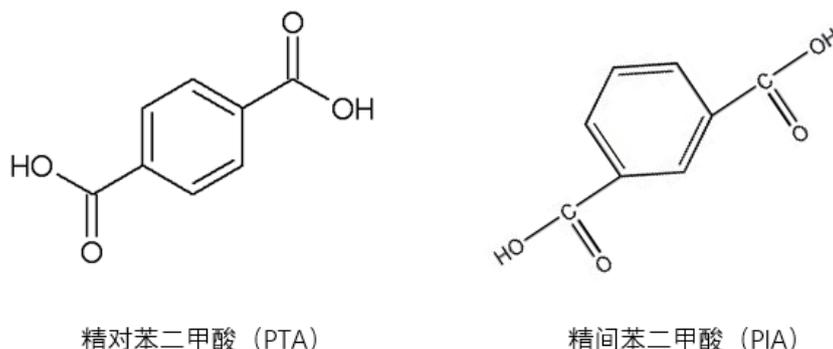
资料来源：Wind、平安证券研究所

3.4 闲置 PTA 装置改造为 PIA 装置，投产后占据国内 75%市场份额

浙江逸盛石化有限公司共有四套 PTA 生产装置，由于前几年的市场原因，第二套 53 万吨的 PTA 装置自 2013 年底开始停产至今。为了盘活闲置资产，减少浪费和增加盈利能力，公司计划将其改造为 30 万吨精间苯二甲酸（PIA）生产装置。改造实施后，该套装置不再生产 PTA 产品。

PIA 主要用于生产醇酸树脂、不饱和聚酯树脂及其他高聚物和增塑剂，也用于制造电影胶片成色剂，涂料和聚酯纤维染色改性剂及医药等。工业上主要以氧化法生产，以间二甲苯为原料，以乙酸钴为催化剂、乙醛为促进剂、乙酸为溶剂，在约 0.6MPa 压力下于 120°C 低温液相氧化。PTA 和 PIA 结构上具有相似性，因此生产线的改造相对耗资较小。

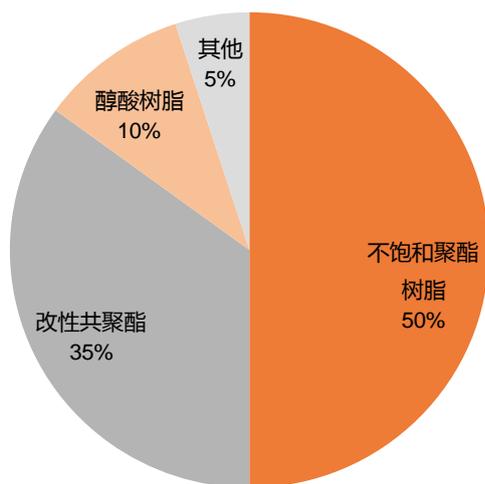
图表36 PTA 和 PIA 具有结构相似性



资料来源: Wind、平安证券研究所

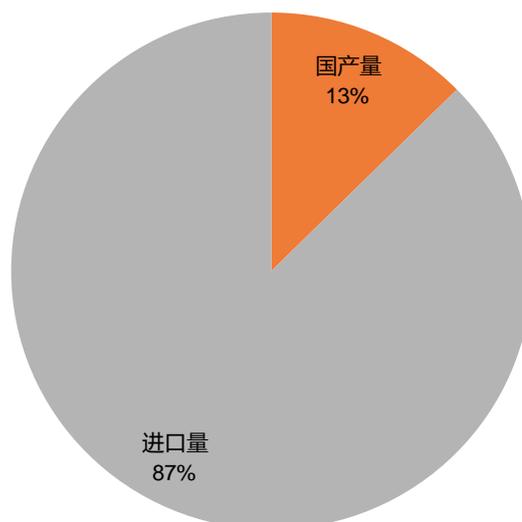
PIA 目前在中国的进口替代市场很大, 2019 年国内需求 40 万吨, 只有 13% 是国产, 接近 90% 的需要进口。燕山石化 5 万吨是国内唯一的一套装置, 基本常年满负荷运行, 公司项目投产后有巨大的进口替代市场, 基本占据国内 75% 的市场份额。

图表 37 PIA 消费结构



资料来源: 百川资讯、平安证券研究所

图表 38 PIA 供应格局



资料来源: 百川资讯、平安证券研究所

四、炼化：规模大、技术新、一体化

4.1 浙江石化成长为全球最大的炼油基地

炼油行业是聚酯和 PTA 业务的上游, 为了给下游业务配套, 荣盛石化、桐昆股份和巨化等企业联合舟山海投, 决定在舟山建设 4000 万吨炼化一体化项目浙江石化, 宁波舟山地区是我国规划的沿海七大炼化基地之一, 具有炼化项目所需要的优良港口条件, 物流条件较好, 环境容量较大。最终项目选址当地鱼山岛。项目分两期进行, 一期 2000 万吨已经于 2019 年年底投产, 二期 2000 万吨预计于 2020 年年底建成, 2021 年年初投产。凭借 4000 万吨炼油, 浙江石化将成为全球第四大炼油厂, 远期规划的三期 2000 万吨炼油项目若完成, 则位列全球第二大炼油厂(按照 2019 年全球炼厂数据)。

图表 39 2019 年全球前 20 大炼厂

序号	国家	炼厂	位置	炼能 (万吨)
1	印度	Reliance	Jamnagar	6200
2	委内瑞拉	Paraguana 炼油综合体	Paraguana	4830
3	韩国	SK Ulsan 炼厂	Ulsan	4200
4	阿联酋	ADNOC 炼油	阿布扎比	4085
5	韩国	GS Caltex Yeosu 炼厂	韩国 Yeosu	3925
6	韩国	S-Oil Onsan 炼厂	韩国昂山	3345

7	美国	沙特阿美 Port Arthur 炼厂	墨西哥湾	3015
8	新加坡	埃克森美孚裕廊炼厂	裕廊岛	2960
9	美国	马拉松 Galveston 炼厂	德州	2855
10	美国	埃克森美孚 Baytown 炼厂	德州	2800
11	美国	马拉松 Garyville 炼厂	路易斯安纳	2780
12	沙特	沙特阿美 Ras Tanura 炼厂	Ras Tanura	2750
13	中国	台塑石化	台湾麦寮	2700
14	美国	埃克森美孚 Baton Rouge 炼厂	路易斯安纳	2510
15	中国	中石化茂名石化	茂名	2350
16	新加坡	新加坡 Pulau Bukom 炼厂	毛广岛	2310
17	科威特	科威特国家石油公司	艾哈迈迪港	2300
18	中国	中石化镇海炼厂	宁波镇海	2300
19	中国	中石油大连石化	大连	2050
20	美国	Citgo 查尔斯湖炼厂	路易斯安纳	2020
21	荷兰	壳牌 Pernis 炼厂	荷兰 Pernis	2020

资料来源：OGJ、石化联合会、Wind、平安证券研究所

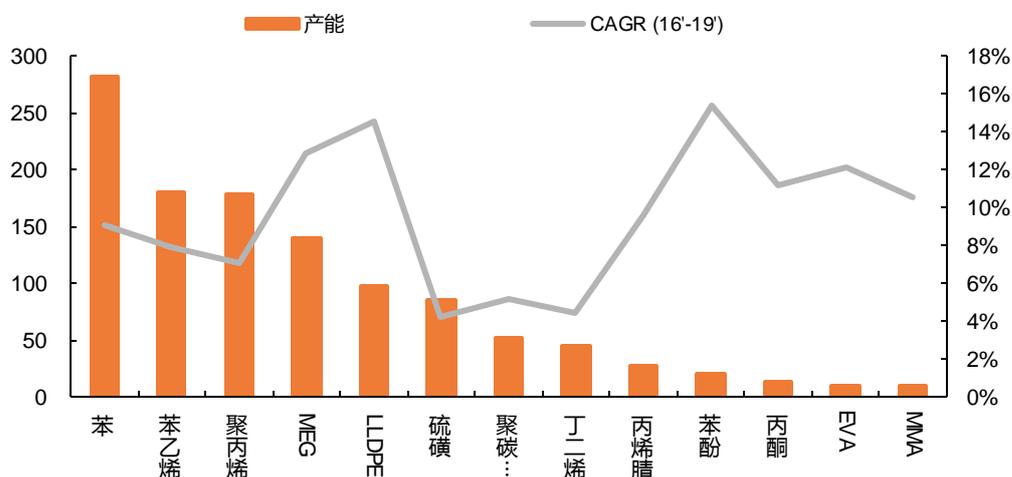
浙江石化的工艺流程跟中国石油和中国石化等传统炼油企业有较大的不同，具体表现在：1) 最大化对二甲苯 PX 收率，两期共设计 800 万吨 PX 产能，约占原油加工量的 20%，最大化 PX 产出可以跟下游 PTA 业务形成一体化配套效应；2) 化工产品附加值高于炼油产品，最大化化工原料和化工产品的产出。基于以上两点，项目采用了相应的渣油加氢、重油催化裂化和轻烃回收等工艺。

图表40 浙石化一期 2000 万吨炼化项目工艺流程简图

资料来源：公司公告、石化联合会、平安证券研究所

项目生产的化工产品也根据工艺和市场做了最优选择，整体来看设计生产的化工产品都是大宗石化产品里需求增速较高的品种，大部分产品的需求增速都在 5% 以上。

图表42 大宗石化产品的产能（万吨）和近三年需求增速

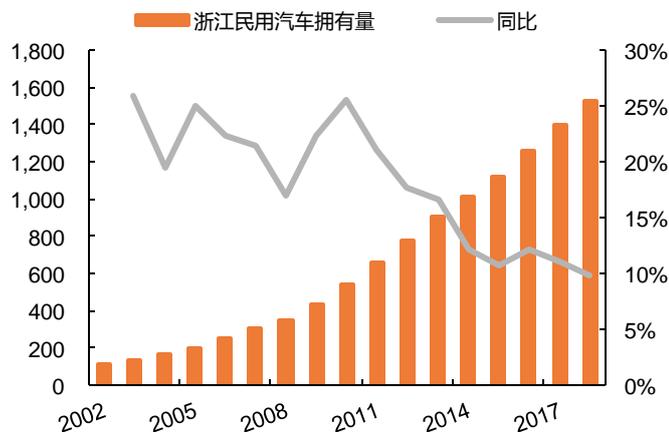


资料来源：石化联合会、平安证券研究所

4.2 打通浙江和海外油品市场

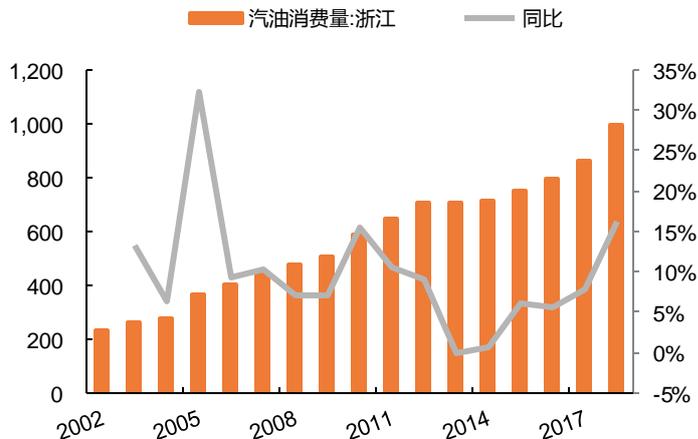
近年来我国的成品油消费量成长速度放缓，除了航空煤油之外，汽柴油基本维持年均 3% 以下的增速，但是很多人忽视的一点是，成品油市场具有很强的地域性，本地的市场供需对于炼油项目的盈利至关重要。因经济体量和产业结构的原因，浙江省是我国成品油消费大省，其油品的消费增速远远高于全国平均水平，这为公司经营本地市场提供了良好的客观条件。

图表43 浙江民用汽车保有量（万辆）及增速（右轴）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表44 浙江成品油消费量（万吨）及增速（右轴）

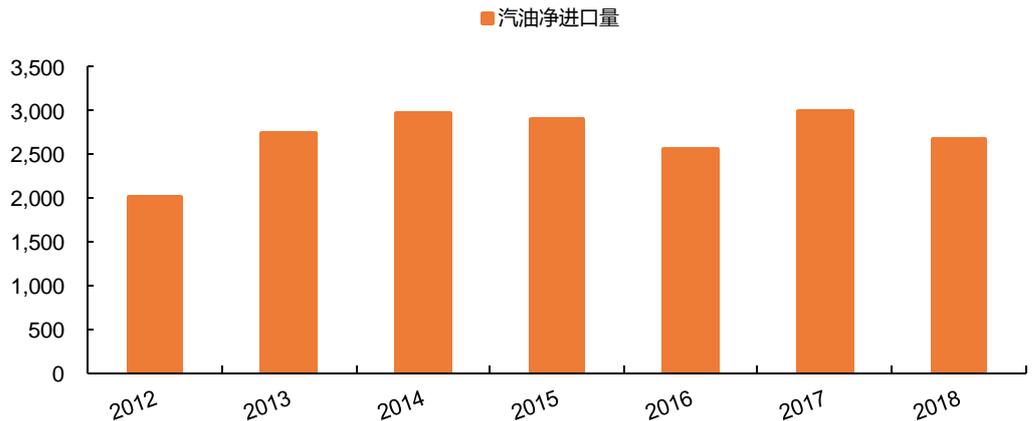


资料来源：Wind、平安证券研究所

公司已经跟浙能集团成立浙江石油（公司占比 40%），计划五年内向浙江石油投资 600 亿元，构建 1000 万吨的原油储备设施、1500 万方能力的成品油储存中转设施、1000 公里的油品运输管道、100 万吨能力的燃油加注设施以及 700 座分布式综合能源供应站。

同时浙石化继原油进口权之后，于 2020 年陆续获得了燃料油出口配额和成品油出口配额，成为我国历史上获批成品油出口配额的第一家非国营企业。这为公司打开东南亚成品油市场提供了良好的基础，东南亚地区因为炼油能力缺乏，每年需要进口大量成品油，是公司成品油的重要潜在市场。

图表45 东盟国家历年汽油净进口量（万吨）



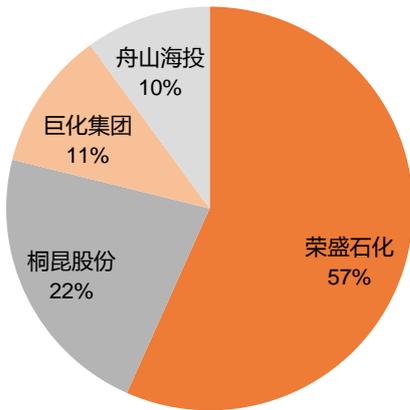
资料来源：IEA、平安证券研究所

4.3 联手外资，规划建设炼油三期和醋酸

作为全球领先的炼化企业，浙江石化也吸引了全球最大的石油公司沙特阿美的目光，沙特阿美多年来不断增加对中国的投资，2019年9月5日，沙特阿美与浙江自贸区签订了谅解备忘录，旨在进一步推进沙特阿美计划收购浙江炼化一体化项目 9% 的股份，此外还包括一份长期原油供应协议和对浙江石化大型油库的使用权。我们认为收购完成至少有两方面的意义：1) 浙石化的原油供应更为安全；2) 9% 股权的收购，将为沙特阿美入股筹划的三期炼油项目打下初期合作基础。

图表46 浙江石化股权结构

图表47 沙特阿美在全球的投资



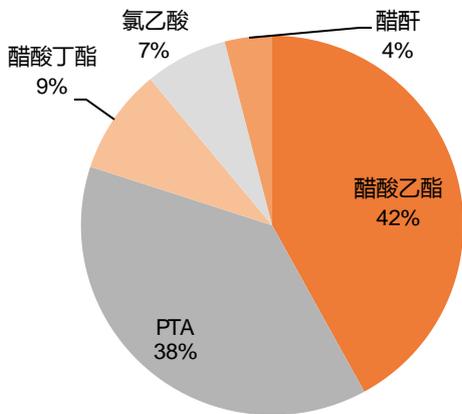
资料来源：公司公告、平安证券研究所

省份	项目	项目内容	股份
辽宁	华锦阿美石化	1500万吨/年炼油化工一体化	35%
浙江	浙江石化	计划收购浙石化9%股权(舟山海投部分)	9%
浙江	浙石化三期	意向投资浙石化3期2000万吨炼化	-
福建	福海创古雷石化	200万吨级乙烯及下游项目	-
天津	中沙石化	130万吨乙烯及下游衍生物扩建项目	-
福建	福建联合石化	1200万吨炼化项目,已投产运行10多年	25%
宁夏	神华宁煤	70万吨煤制烯烃及衍生物项目	-

资料来源：公司公告、平安证券研究所

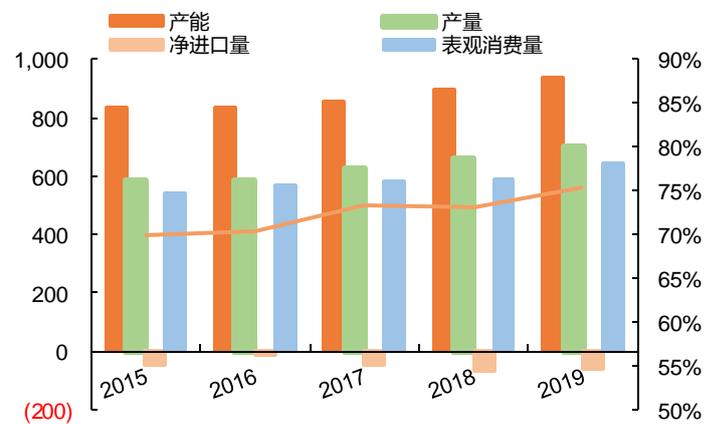
醋酸是生产PTA的原料之一，公司每年需要外购大量醋酸，而BP是全球最大的醋酸生产商之一，也是全球最重要的醋酸技术所有者。2019年10月份，BP与浙石化签署合作谅解备忘录，计划以50:50的投资比例，采用BP的CATIVA XL技术建设全球最大规模100万吨的醋酸厂，合资工厂拟选址在舟山市，方便与浙江逸盛等PTA工厂配套。值得一提的是，近期BP决定将旗下化工业务售于英力士，我们预计合资事宜将由英力士接棒。

图表48 醋酸的消费结构



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

图表49 中国醋酸供需(万吨)增长和开工率(右)



资料来源：Wind、平安证券研究所

4.4 打造 C5 和 C9 深加工业务，提升炼化附加值

炼化一体化项目副产大量的C5和C9资源，目前国内对这两种资源开发利用的不够，很多组分直接当做燃料烧掉或者注入乙烯裂解炉作为裂解原料，实际上C5和C9经过分离提纯后，可生产市场上紧俏的异戊二烯、异戊二烯橡胶和双环戊二烯树脂等产品。

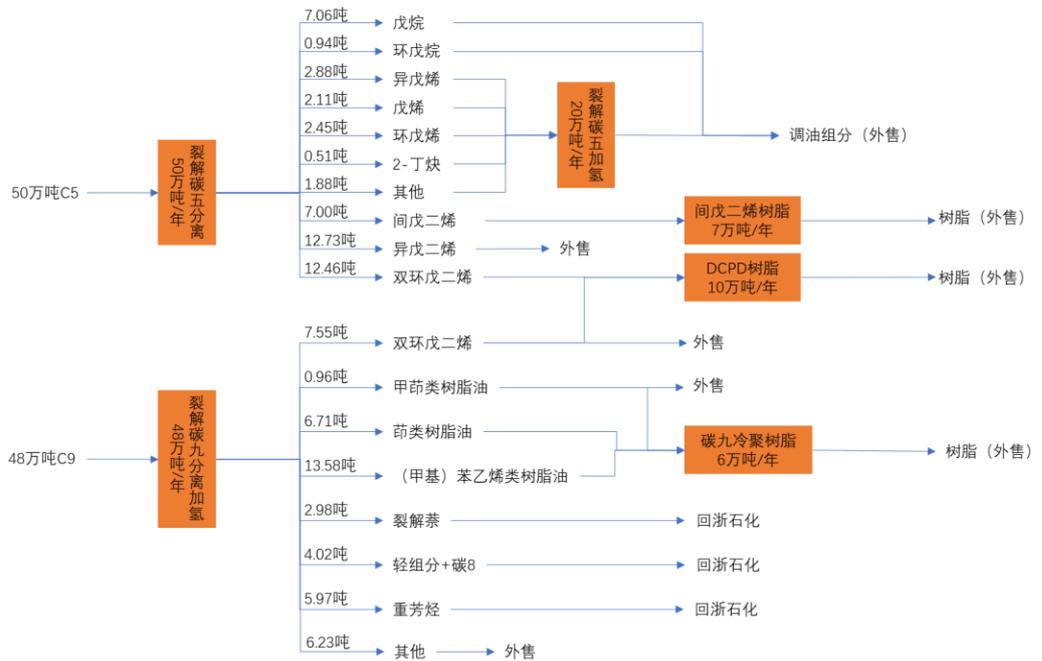
图表50 C5和C9组分的综合利用



资料来源：CNKI、平安证券研究所

为了提升炼化项目附加值，公司与德美化工合资建设百万吨 C5/C9 综合利用项目。规划建设 50 万吨/年裂解 C5 分离装置、48 万吨/年裂解 C9 分离加氢装置和 20 万吨/年 C5 加氢装置等装置。

图表51 裂解 C5 和 C9 综合利用流程图



资料来源：石化联合会、公司公告、平安证券研究所

项目总投资 32.53 亿元，分两期建设。其中第一期与浙石化二期同步建成（预计为 2020 年底或者 2021 年初），第二期在第一期完成半年后投产。我们根据项目工艺和原料产品市场行情，估算两期项目的总盈利中枢大约在 7-8 亿元。

五、 盈利预测和投资建议

核心假设：1) 公司炼化项目二期和逸盛新材料 PTA 项目进展顺利，按计划投产；2) 行业内 PTA、长丝、瓶片等产能基本按计划投产，行业供需的变化符合预期；3) 国际油价三季度承压运行，布伦特在 40-45 美元震荡，WTI 在 40 美元左右震荡，四季度开始至 2022 年油价整体趋势为缓慢上行；4) 单吨产品的加工费用基本稳定。

基于以上的假设，我们预计 2020-2022 年，炼油业务营收增长率分别为 1303%、101%、39%；芳烃业务营收增长率分别为 -38%、33%、4%；PTA 业务的营收增长率分别为 -24%、70%、33%；其他主营和其他业务给予其合理的营收预测。预计 2020-2022 年，公司总体营收增长率分别为 23%、55%、26%，营业收入分别为 1012、1569、1937 亿元，毛利率分别为 12%、12%、14%，公司各项业务增速及毛利率假设如下表所示。

图表 52 荣盛石化营收预测表 (百万元)

项目	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
炼油产品	营收	百万元	0	0	2621	36764	73987	102939
	营收同比	100%	0%	0%	0%	1303%	101%	39%
	毛利	百万元	0	0	709	8741	15297	22727
	毛利率	100%	-	-	27.1%	23.8%	20.7%	22.1%
芳烃	营收	百万元	14227	19077	17877	11165	14892	15549
	营收同比	100%	24%	34%	-6%	-38%	33%	4%
	毛利	百万元	1832	2442	2007	2064	2196	2547
	毛利率	100%	12.9%	12.8%	11.2%	18.5%	14.7%	16.4%
PTA	营收	百万元	19196	22144	20019	15205	25864	34309
	营收同比	100%	-10%	15%	-10%	-24%	70%	33%
	毛利	百万元	716	1653	1623	586	1030	1508
	毛利率	100%	3.7%	7.5%	8.1%	3.9%	4.0%	4.4%
聚酯切片	营收	百万元	1138	1315	1299	1428	1857	2228
	营收同比	100%	26%	16%	-1%	10%	30%	20%
	毛利	百万元	58	50	52	46	72	94
	毛利率	100%	5.1%	3.8%	4.0%	3.2%	3.9%	4.2%
涤纶加弹丝	营收	百万元	2980	3547	3019	2717	2989	3139
	营收同比	100%	12%	19%	-15%	-10%	10%	5%
	毛利	百万元	452	280	189	136	179	207
	毛利率	100%	15.2%	7.9%	6.3%	5.0%	6.0%	6.6%
涤纶牵伸丝	营收	百万元	3846	4184	3818	3436	3780	3969
	营收同比	100%	20%	9%	-9%	-10%	10%	5%
	毛利	百万元	501	348	250	180	238	274
	毛利率	100%	13.0%	8.3%	6.5%	5.2%	6.3%	6.9%
涤纶预取向丝	营收	百万元	147	72	66	59	65	68
	营收同比	100%	-2%	-51%	-8%	-10%	10%	5%
	毛利	百万元	2	-4	-5	-4	-5	-6
	毛利率	100%	1.5%	-5.1%	-8.0%	-6.4%	-7.7%	-8.5%
薄膜产品	营收	百万元	0	1911	2072	1865	2052	2154
	营收同比	100%	0%	0%	8%	-10%	10%	5%
	毛利	百万元	0	296	399	287	379	438
	毛利率	100%	-	15.5%	19.3%	15.4%	18.5%	20.3%
其他	营收	百万元	28998	39176	31710	28539	31393	32963
	营收同比	100%	399%	35%	-19%	-10%	10%	5%

	毛利	百万元	254	262	407	293	387	447	
	毛利率		0.9%	0.7%	1.3%	1.0%	1.2%	1.4%	
合计	总营收	百万元	70531	91425	82500	101179	156879	197317	
	总营收同比		100%	-	30%	-10%	23%	55%	26%
	总毛利	百万元	3817	5327	5631	12329	19773	28237	
	总毛利率		100%	5.4%	5.8%	6.8%	12.2%	12.6%	14.3%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别是 63、112、168 亿元，对应的 EPS 分别为 0.99、1.78、2.67 元，对应的 PE 分别为 16.3、9.1、6.1 倍。

我们看好公司的长远发展潜力和投资潜力，理由如下：1) 公司是全球最大的 PTA 和聚酯公司之一，整体来看 2020 年新冠疫情使得纺织服装景气度受到影响，但已经触底反弹；瓶片单吨毛利受到原料价格下跌影响同比好转，但疫情和多雨天气影响销量，预计下半年和明年将逐渐好转。2) 公司最大的业绩增量来自炼化项目的陆续投产，一期项目 2019 年投产，二期项目预计 2021 年初投产，远期 2000 万吨炼化项目正在筹划，因此不论是短期还是长期来看，由炼化版图扩张带来的业绩增长都是显著的。3) PTA、长丝、瓶片和炼化项目资金壁垒较高，规模优势明显，长期来看受到土地的限制，炼化项目的审批将原来越少，最近几年应是炼化项目最后一波上车机会，未来行业壁垒将越来越高。

图表53 同行业估值对比

代码	股票	收盘价	PE(ttm)	PE	PE	PE	PB(MRQ)	PB	PB	PB
		2020/7/30		2020	2021	2022		2020	2021	2022
002493.SZ	荣盛石化	16.20	36.04	17.52	13.39	10.76	4.28	3.67	2.99	2.44
600346.SH	恒力石化	16.14	9.74	9.45	7.86	7.23	2.95	2.46	1.99	1.64
601233.SH	桐昆股份	14.38	9.52	8.95	7.04	6.10	1.42	1.24	1.07	0.93
603225.SH	新凤鸣	10.63	12.97	9.86	7.50	6.18	1.31	1.16	1.03	0.91
000301.SZ	东方盛虹	5.84	18.89	19.22	15.40	5.15	1.86	1.68	1.54	1.25
000703.SZ	恒逸石化	10.12	10.38	9.06	7.51	6.58	1.54	1.41	1.23	1.05
600688.SH	上海石化	3.61	97.52	18.19	15.85	13.57	1.37	1.25	1.20	1.13
600028.SH	中国石化	3.99	20.96	17.88	10.00	8.59	0.68	0.64	0.62	0.60

备注：采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind、平安证券研究所

我们选择恒力石化、中国石化和桐昆股份等炼化和聚酯涤纶企业作为对比，同行业横向对比来看，公司的 PE 和 PB 估值略高于行业平均水平，但由于公司预期业绩增长较快，整体来看不算高估。我们按照行业平均 PE13.8 倍来看，2021 年市值预计为 1546 亿（52%空间），2022 年市值为 2316 亿（127%空间）。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

- 1) 市场风险：公司的产品包括涤纶长丝、聚酯切片、聚酯薄膜、PTA、汽油、柴油、航空煤油等，下游市场覆盖服装、汽车、包装、电子、交通运输等多个行业。这些行业的国内外景气程度跟公司产品的销售息息相关。
- 2) 在建项目进度不及预期：公司目前在建项目进度不及预期将直接影响盈利。

- 3) 国际原油大幅波动：国际油价的大幅波动会影响企业的成本管理，影响企业盈利。
- 4) 行业竞争：公司产品众多，易受到国内外竞争对手恒力石化、桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、中国石油、中国石化等的竞争。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	55596	35774	72520	51133
现金	12878	4961	0	0
应收票据及应收账款	2049	3113	4891	5177
其他应收款	1201	1953	2937	3214
预付账款	3443	4647	7896	7880
存货	26585	11659	47356	25422
其他流动资产	9441	9441	9441	9441
非流动资产	126991	142625	187363	220506
长期投资	6732	8450	10248	12117
固定资产	71267	86731	120104	146040
无形资产	4024	4609	5318	6035
其他非流动资产	44967	42835	51693	56314
资产总计	182587	178399	259883	271639
流动负债	81172	79420	150332	149859
短期借款	30042	30042	48051	67394
应付票据及应付账款	40346	32318	79811	58468
其他流动负债	10784	17061	22469	23998
非流动负债	59848	51035	49156	41709
长期借款	59403	50590	48712	41265
其他非流动负债	444	444	444	444
负债合计	141019	130455	199488	191568
少数股东权益	19013	19889	21851	25462
股本	6291	6291	6291	6291
资本公积	6688	6688	6688	6688
留存收益	9541	14677	23766	37411
归属母公司股东权益	22555	28055	38544	54609
负债和股东权益	182587	178399	259883	271639

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-2052	16727	27307	26403
净利润	2957	7131	13174	20391
折旧摊销	1789	3682	4970	6553
财务费用	943	1852	1208	461
投资损失	-901	-568	-619	-698
营运资金变动	-4883	4589	8503	-401
其他经营现金流	-1957	41	71	98
投资活动现金流	-35167	-18790	-49160	-39095
资本支出	36886	13916	42940	31274
长期投资	-843	-1718	-1878	-1869
其他投资现金流	876	-6591	-8097	-9690
筹资活动现金流	35583	-5855	-1118	-6650
短期借款	5012	0	0	0
长期借款	29077	-8813	-1879	-7447
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	1494	2958	760	797
现金净增加额	-1690	-7917	-22971	-19342

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	82500	101179	156879	197317
营业成本	76869	88850	137106	169081
营业税金及附加	513	493	629	833
营业费用	778	862	1299	1693
管理费用	389	799	791	1054
研发费用	981	874	1694	2061
财务费用	943	1852	1208	461
资产减值损失	-37	0	0	0
其他收益	184	0	0	0
公允价值变动收益	62	-41	-71	-98
投资净收益	901	568	619	698
资产处置收益	2	0	0	0
营业利润	3139	7975	14700	22734
营业外收入	7	26	14	17
营业外支出	1	5	3	3
利润总额	3144	7996	14711	22748
所得税	187	865	1536	2357
净利润	2957	7131	13174	20391
少数股东损益	750	876	1962	3611
归属母公司净利润	2207	6255	11212	16780
EBITDA	10288	15046	23611	34284
EPS(元)	0.35	0.99	1.78	2.67

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-9.8	22.6	55.1	25.8
营业利润(%)	38.0	154.1	84.3	54.7
归属于母公司净利润(%)	37.3	183.4	79.2	49.7
获利能力				
毛利率(%)	6.8	12.2	12.6	14.3
净利率(%)	2.7	6.2	7.1	8.5
ROE(%)	7.1	14.9	21.8	25.5
ROIC(%)	6.7	8.3	11.1	13.8
偿债能力				
资产负债率(%)	77.2	73.1	76.8	70.5
净负债比率(%)	201.7	184.6	185.9	157.6
流动比率	0.7	0.5	0.5	0.3
速动比率	0.2	0.1	0.1	0.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	39.2	39.2	39.2	39.2
应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.99	1.78	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.49	2.66	4.34	4.20
每股净资产(最新摊薄)	3.59	4.46	6.13	8.68
估值比率				
P/E	46.2	16.3	9.1	6.1
P/B	4.5	3.6	2.6	1.9
EV/EBITDA	19.9	14.0	10.0	7.4

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033