

## 化纤板块龙头对比分析：业务布局及成长

### ——化纤行业投资策略报告之二

## 同步大市（维持）

日期：2019年09月10日

#### 行业核心观点：

我们认为，2019 随着民营大炼化的陆续投产，利润会从产业链上游往下游逐步传导，上游 PX 高度依赖进口的局面将会被打破，下游纺织服装需求相对刚性，看好产业链景气度会持续，四家公司作为产业链上的龙头将明显受益；此外，炼化项目凭借其规模优势、产业链一体化带来的成本优势，一旦投产将会给公司带来巨大的利润，这点从上半年恒力投产以后业绩迅速增长可以佐证，看好民营大炼化项目带来的公司业绩的增长。建议关注桐昆股份、恒逸石化、恒力股份。

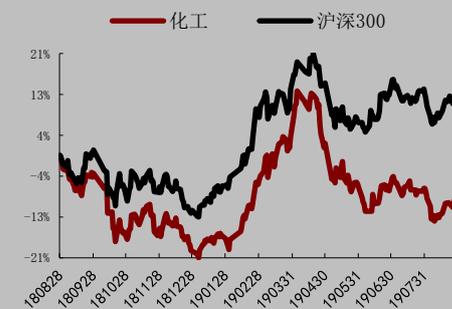
#### 投资要点：

- **产业链布局对比：**荣盛是最早实现全产业链的，但近年来布局重心主要在上游炼化、PX 端；恒力目前实现全产业链覆盖，核心产品主要偏中下游“PTA+长丝”；桐昆主要产品是涤纶长丝，布局中心也是下游 PTA+长丝端；恒逸主营业务是 PTA+聚酯，未来拓展的重心相对分散，既有上游文莱炼化项目，又有往下游收购聚酯公司。
- **企业规模对比：**恒力居首，桐昆最后，截止 2019 年 9 月 6 日，恒力石化市值达到 1088 亿，排名第一，荣盛石化以市值 703 亿位居第二，恒逸石化和桐昆股份分别以 362 亿、236 亿分列三四位。
- **盈利能力对比：**恒力盈利能力最佳，一直保持高速增长；桐昆盈利能力较为稳定；恒逸 18 年之前增速迅猛，18 年后逐步放缓；荣盛在 16-17 年间由于炼化项目投产增速迅猛，后出现下滑，18 年盈利下滑至 16 亿。
- **成本控制对比：**恒逸成本控制最佳，恒逸的人工成本以及三费都最低；荣盛、桐昆差距不大；恒力的成本控制最差，不过状况在逐步改善，2019H1 已经下降到 3.72%。
- **研发投入对比：**恒力最重视研发投入，研发人员数量及研发投入/营收占比均位于榜首；桐昆研发投入占比位列第二；恒逸研发投入端最不重视，研发人员的数量及投入占比都最小。
- **风险因素：**中美贸易摩擦加剧、原油价格下跌、民营大炼化项目投产不达预期、下游纺织服装需求大幅下滑。

#### 盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
桐昆股份	8.39	7.78	7.39	增持
恒逸石化	15.43	10.01	8.02	增持
恒力股份	20.15	6.34	5.22	增持

#### 化工行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年09月10日

#### 相关研究

- 万联证券研究所 20190827\_扬农化工 (600486) 半年报点评\_AAA\_杀虫剂量价齐升，公司业绩整体复合预期
- 万联证券研究所 20190827\_恒逸石化 (000703) 中报点评\_AAA\_文莱项目投产在即，业绩符合预期
- 万联证券研究所 20190826\_行业周观点\_AAA\_醋酸、DMF 领涨，建议关注新材料板块

**分析师：陈雯**

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

**研究助理：黄侃**

电话：18818400628

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

## 目录

1、前言.....	3
2、“民营炼化四龙头”业务布局对比分析 .....	3
2.1 桐昆股份：涤纶长丝全球龙头 .....	3
2.2 恒力石化：大炼化项目率先投产，实现产业链一体化.....	7
2.3 恒逸石化：控股最大 PTA 生产商，涤纶长丝业内第二 .....	11
2.4 荣盛石化：参股最大 PTA 生产商，全产业链覆盖 .....	13
3、企业经营指标对比.....	15
4、投资建议.....	20
5、风险提示.....	20
图表 1：公司业务品种.....	3
图表 2：2018 年公司涤纶长丝产量和销量（万吨） .....	3
图表 3：桐昆股份 2018 主营业务占比.....	4
图表 4：浙石化产品方案(万吨/年) .....	5
图表 5：国内主要公司 PTA 产能及在建项目（万吨/年） .....	6
图表 6：公司聚酯纤维在建项目 .....	7
图表 7：公司产品产能.....	7
图表 8：公司主营收入.....	8
图表 9：恒力炼化项目产能 .....	9
图表 10：乙烯项目产品及产能（万吨/年） .....	9
图表 11：PTA-4 项目原材料及产品情况.....	9
图表 12：高品质纺织新材料项目产品情况 .....	10
图表 13：公司产品产能.....	11
图表 14：公司主营产品营收/亿.....	12
图表 15：文联炼化项目规划 .....	12
图表 16：恒逸石化上半年主要聚酯项目进度 .....	13
图表 17：公司产品产能.....	14
图表 18：公司主营产品营收/亿.....	14
图表 19：浙石化炼化项目规划 .....	15
图表 20：“力盛昆逸”营收（亿元） .....	16
图表 21：“力盛昆逸”营收增速.....	16
图表 22：“力盛昆逸”归母净利润（亿元） .....	16
图表 23：“力盛昆逸”归母净利润增速 .....	16
图表 24：“力盛昆逸”毛利率.....	17
图表 25：“力盛昆逸”ROE .....	17
图表 26：2018 年“力盛昆逸”的聚酯成本（百分比） .....	18
图表 27：“力盛昆逸”三费/营收比例.....	19
图表 28：2018 年主要公司的研发费用（亿元） .....	19
图表 29：2018 年主要公司的研发人数（人） .....	19

## 1、前言

目前国内化纤板块现在基本是处于“4+1”格局，即“恒力石化、恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化”+新凤鸣。其中，恒力石化、恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化均布局了炼化项目，新凤鸣则是下游长丝企业里面的龙头，本篇报告主要在于对布局民营大炼化的四家龙头进行分析，从业务布局和企业经营指标来对比这四家公司在产业链布局上侧重的不同和核心竞争力，进而了解行业的发展状况。

## 2、“民营炼化四龙头”业务布局对比分析

### 2.1 桐昆股份：涤纶长丝全球龙头

桐昆股份的主营业务是涤纶长丝，公司现已具备520万吨聚合聚酯和570万吨涤纶长丝年生产加工能力，420万吨PTA年生产加工能力，这些PTA产能几乎全用于自给生产涤纶长丝，居世界涤纶长丝企业产能和产量之首。此外，公司不断往上拓宽产业链，通过参股（20%）浙石化、与上海宝钢气体合作投资120万吨煤制乙二醇项目等方式实现了全产业链布局。

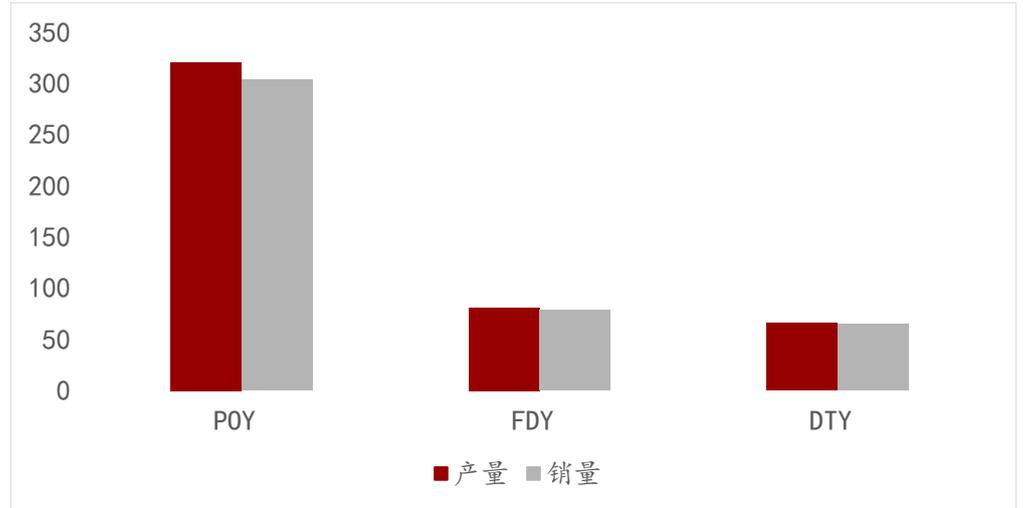
涤纶长丝业务占比达到总营收的97%。公司主导产品为“GOLDEN COCK”牌、“桐昆”牌涤纶长丝，涤纶长丝有POY、DTY、FDY（中强丝）、复合丝和平牵丝等五大系列1000多个品种，其中2018年涤纶预取向丝（POY）业务占比达63.69%，涤纶牵伸丝（FDY）和涤纶加弹丝（DTY）分别占16.17%和17.30%，三者占比达到公司总营收的97%。

图表 1：公司业务品种

产品	品种	系列
FDY	直纺涤纶全欠伸丝 高速涤纶中强丝 高速功能性涤纶长丝	TCS — FDY、半光 FDY、有光 FDY FDY 高强工业丝 阳离子、全消光
POY	直纺高速涤纶预取向长丝	半消光 POY、大有光 POY、超柔超亮 POY
DTY	直纺涤纶拉伸变形丝	半光 DTY 多孔超细、粗旦 DTY、超柔超亮 DTY、有色丝
复合丝	多彩艳丽重磅复合丝	一步法复合、平牵复合、加弹复合
聚酯切片	大有光切片 阳离子切片	
纺丝油剂	涤纶 FDY 油剂 涤纶 POY 油剂 涤纶 DTY 油剂	

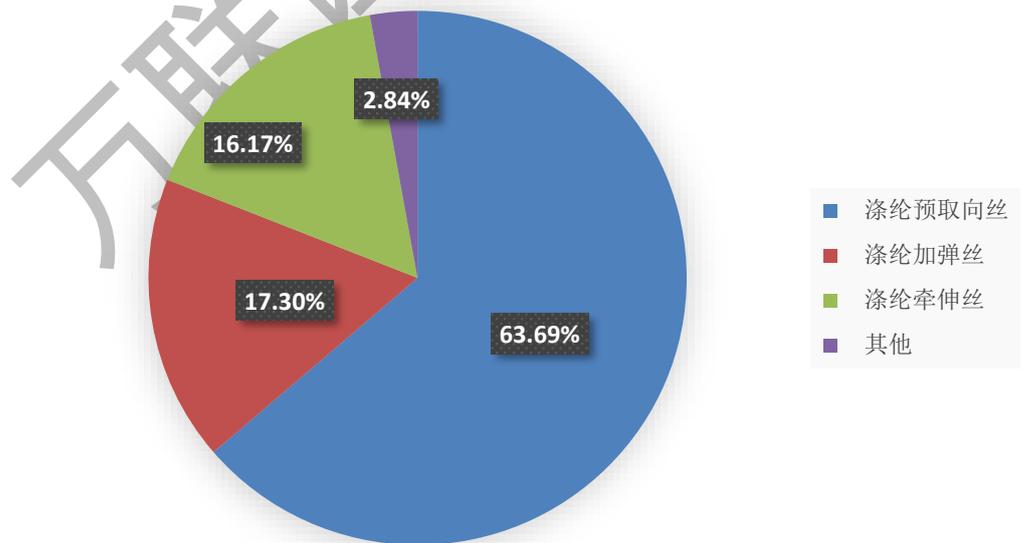
资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 2：2018 年公司涤纶长丝产量和销量（万吨）



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表 3: 桐昆股份 2018 主营业务占比



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

#### 纵向业务布局:

- 参股浙石化实现PX布局: 2017年5月, 公司收购了浙石化20%股权, 拓展上游石化业务, 努力打通“PX-PTA-聚酯”全产业链。浙江石化由荣盛集团、桐昆集团、巨化集团及舟山海洋综合开发投资有限公司共同出资成立, 主要在舟山绿色石化基地筹建4000万吨/年炼化一体化项目。项目分两期实施, 总投资1730.85亿元, 总规模为4000万吨/年炼油、800万吨/年PX(对二甲苯)、280万吨/年乙烯。每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年PX(对二甲苯)、140万吨/年乙烯及下游化工装置。浙石化一期工程目前正在调试, 有望在今年投产。按照浙石化成立的股比, 浙江荣盛控股51%。巨化和桐昆各占20%, 舟山市占9%, 二期主体装置和产品与一期相同, 预计2020年投产。

- **与上海宝钢气体合作，涉及MEG领域：**去年，浙江桐昆集团、上海宝钢气体投资的年产120万吨煤制乙二醇项目正式签约，项目总投资约110亿元。项目分两期，上海宝钢气体和公司每期分别投资25亿和投资30亿，每期年产60万吨/年煤制乙二醇。该项目落户于庐江龙桥工业园区，由上海宝钢气体以煤为原料制备合成气作为原料气，再供给浙江桐昆控股集团制备乙二醇产品。该项目顺利通过合肥市发改委备案，计划于今年4月份开工建设。该项目可以改善公司目前乙二醇（需求167万吨/年）全部市场采购的局面。
- **推进PTA如东项目，提高公司PTA自给率：**公司于2019年2月14日发布公告，宣布与江苏如东洋口港经济开发区管委会签订《桐昆集团（洋口港）石化聚酯一体化项目投资合作协议》，项目拟新征规划用地约2330亩，配套热电联产用地、物流码头用地、内河港物流用地等，总计建设用地约2610亩，形成年产2\*250万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY的生产能力。项目总投资约160亿（含税），一期投资120亿，二期投资为40亿，计划一期开工建设时间为2019年12月至2022年12月，二期开工建设为2023年12月至2025年12月。如东项目达产后可提高PTA在公司内下游企业的自给率，可全部自行消化。

图表 4：浙石化产品方案(万吨/年)

序号	产品	一期产量	二期产量
<b>炼油区：</b>			
1	丙烯	27.65(去化工区)	32.76(去化工区)
2	丙烷	47.93(去化工区)	49.66(去化工区)
3	国 VI 汽油	378.85	378.42
4	航煤	284.41	290.46
5	国 VI 柴油	172.81	155
6	苯	151.91	129.03
7	<b>对二甲苯</b>	401.2	398.77
8	乙烯原料	393.26(去化工区)	403.21
9	硫磺	38.8	46.7
	小计	1898.31	1889.03
<b>化工区：</b>			
1	一乙二醇	73.87	65
2	二乙二醇	6.1	5.39
3	三乙二醇	0.35	0.31
4	E0	/	5
5	LLDPE	23	21.2
6	HDPE	25.8	/
7	均聚聚丙烯	54	54
8	共聚聚丙烯	8.42	9
9	抗聚聚丙烯	27	27
10	乙二醇	6.6	6.6

11	聚碳酸酯	26	26
12	苯酚	20.69	
13	丙酮	13.64	
14	MMA	9	
15	丙烯腈	27.04	
16	丁烯-1	2.39	/
17	丁二烯	22.34	23.18
18	苯乙烯	120	60
19	EVA	/	10
20	LDPE	/	27.1
21	己烯-1	/	5

资料来源：浙江石油化工有限公司官网，万联证券研究所

图表5：国内主要公司PTA产能及在建项目（万吨/年）

公司	现有产能	在建项目	在建产能	市场份额
桐昆股份	400	如东项目一期	2*250	10.92%
恒力股份	660	PTA-4项目	250	18.01%
		PTA-5项目	250	
荣盛石化	600	/	0	16.37%
恒逸石化	615	/	0	16.78%
新凤鸣	0	独山能源一期	220	0
		独山能源二期	220	
东方盛虹	150	/	0	4.09%
总计	2425		970	66.17%

资料来源：iFind, 万联证券研究所

#### 横向业务拓展：

2018年，集团嘉兴港区、洲泉及长兴恒腾三大基地项目推进顺利，石化FDY项目、恒邦三期、恒腾三期、恒瑞三期等多个项目顺利投产，另还有恒邦四期、恒腾四期、恒优项目将于未来陆续投产。

**嘉兴港区基地：**去年嘉兴石化年产30万吨FDY项目聚酯装置正式进料试生产并于完成12条纺丝线的全部开车工作。港区基地另一项目——恒优年产60万吨POY项目作为全球首套聚纺一体化设计项目，计划2019年二季度投料开车，利用区位优势和聚纺一体化设计为集团作出新贡献。

**洲泉基地：**去年恒邦三期年产20万吨高性能差别化纤维技改项目聚酯装置正式如期释放产能，日产量达到750吨左右。作为国内外首套“一头三尾”装置，项目可实现在线生产阳离子POY、阳离子FDY、半光FDY及POY，再加上一体化短距离熔体输送设计及全自动机械化生产线两大突出亮点，生产的产品不仅质量稳定，而且成本低，已在市场

上有较好的美誉度,成为厂区一个新的有力增长点。恒邦四期年产30万吨绿色智能化纤维项目聚酯主要大件设备开始吊装进场作业。

长兴恒腾基地:恒腾三期项目是集团全年投产项目中年产能最大的项目,总投资25.2亿元,占地266.7亩,建筑面积约19万平方米,配置20条纺丝生产线,主要纺丝设备均从国外引进。目前共开出16条POY、2条FDY纺丝生产线,剩余最后2条FDY生产线正在安装。预计将于近期完成全部开车工作。项目达产后,可年产功能性差别化纤维60万吨,年产值可达50亿元。届时,恒腾一期、二期、三期可形成140万吨的年生产能力。

图表6: 公司聚酯纤维在建项目

	项目名称	产能万吨/年	项目情况
1	恒优年产 60 万吨 POY 项目	60	计划 2019 年二季度投料开车
2	恒邦四期年产 30 万吨绿色智能化纤维项目	30	聚酯主要大件设备开始吊装进场作业,2年内完工
3	恒超年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	50	项目用地已经取得初步意向,计划 2 年内完工
4	恒腾四期年产 30 万吨绿色纤维项目	30	逐步进行厂房的建设,2年内完工
5	恒腾三期年产 60 万吨功能性差别化纤维项目	60	剩余 2 条 FDY 生产线正在安装,近期完成开车工作
6	如东洋口港石化聚酯一体化项目	240	签订协议布局
	总计	470	

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

## 2.2 恒力石化: 大炼化项目率先投产, 实现产业链一体化

恒力石化的主营业务是以PTA为主,涤纶长丝为辅,公司产业链横向和纵向布局完善,在苏州、南通、宿迁和营口布局了年产276吨的高端聚酯产能,主要分布在民用丝、工业丝、聚酯薄膜和工程塑料等高端产品研发领域,拥有660万吨/年的PTA产能,是目前我国PTA权益产能规模最大的上市公司。此外,公司于2019年3月份行业首家打通在建炼厂生产全流程之后,已逐步进入PX投产和量产阶段,实现全产业链一体化布局。

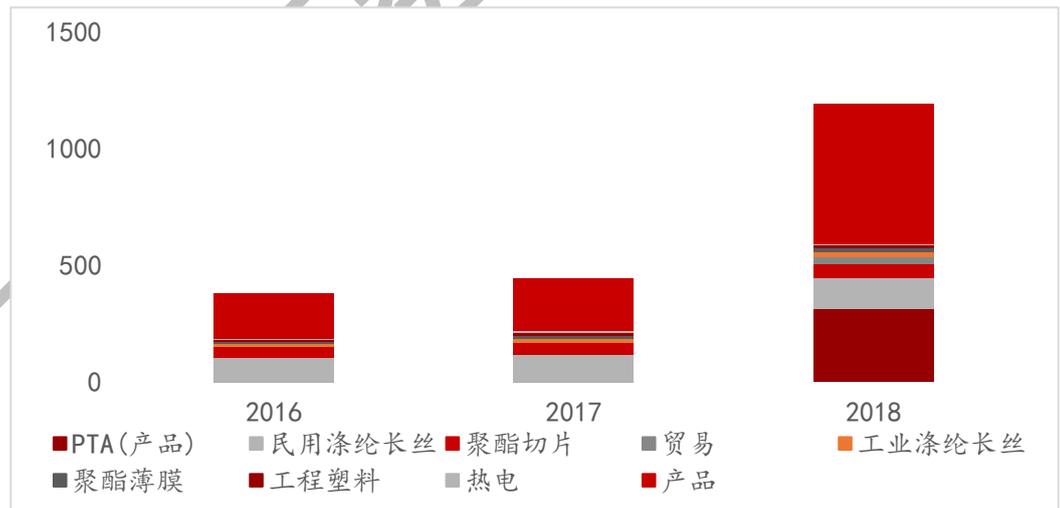
“PTA+涤纶长丝”双轮驱动贡献公司总营收的74.5%。公司主要产品种类丰富,各类产品规格齐全,涵盖PET、POY、FDY、DTY、涤纶工业丝、BOPET、PBT、热电等产品,被广泛应用于民用纺织用品制造,产业用纺织用品制造,各类食品、药品、日用品的包装,家用器具、汽车工业、电子元件制造等领域。其中PTA业务占比为52.4%,涤纶长丝占比为22.3%。

图表 7: 公司产品产能

产品	产能(万吨/年)	主要应用领域		
PX	450	PTA		
PTA	660	聚酯纤维、瓶级切片、膜级切片等		
民用工业丝	FDY POY DTY	155	广告灯箱布、土工布、运输带汽车纤维及轮胎子午线、服装家纺等	
工业涤纶丝	20			汽车配件、电子电器、航天材料等
聚酯切片	65			纺丝
聚酯薄膜	20	包装膜、绝缘膜、电容膜等		
工程塑料	16	-		

资料来源：公司公告, 万联证券研究所

图表 8：公司主营收入



资料来源：公司公告, 万联证券研究所

### 纵向业务布局：

- 集团公司投资562亿建设2000万吨/年炼化一体化项目：恒力集团总投资562亿元，建设2000万吨/年炼化一体化项目。恒力炼化项目2017年开工建设，2019年5月成功投产达到满负荷，也标志着国内第一家民营企业大型炼化项目完成建设。项目可实现PX产能450万吨/年，可提供公司生产PTA，进而生产聚酯、涤纶等产品。公司将率先形成“芳烃-PTA-聚酯-民用丝及工业丝”的完整产业链，公司抵抗市场风险波动的能力、行业引导能力都将大大提升。
- 充分利用炼化项目副产品，布局乙烯项目：为了充分利用炼化副产品，最大限度发挥一体化优势公司在大连长兴岛建设150万吨/年乙烯项目。项目原料全部来自上游的炼化装置，使企业现有资源得到了充分利用，又降低了原料运输成本，增加了企业的盈利能力。乙烯项目建设期为两年，预计将于2019年四季度投产。项目总投资约210亿元，主要产品产能分别为150万吨乙烯、180万吨乙二醇、72万吨苯乙烯、85万吨聚丙烯。

图表 9：恒力炼化项目产能

产品	产能	单位
汽油、柴油、航空煤油	992	万吨/年
PX	450	万吨/年
化工轻油	162	万吨/年
苯	97	万吨/年
液化气	64	万吨/年
润滑基础油	53	万吨/年
硫磺	52	万吨/年
聚丙烯	43	万吨/年
醋酸	35	万吨/年
重芳烃	13	万吨/年

资料来源：公司公告, 万联证券研究所

图表 10：乙烯项目产品及产能（万吨/年）

主要产品名称	产品量（万吨/年）
乙烯	150
乙二醇	180
苯乙烯	72
聚丙烯	85

资料来源：公司公告, 万联证券研究所

横向业务拓展：

- **PTA项目持续推进，巩固公司龙头优势：**公司正在建设年产250万吨PTA-4项目，预计于2019年四季度投产。项目总投资人民币29.07亿元。以及年产250万吨PTA-5项目，项目总投资29.87亿元。预计于2020年二季度交付，届时公司产能有望达到1160万吨/年。
- **扩产功能性差别化涤纶长丝产品：**公司在建“恒科新材料年产135万吨高品质纺织新材料项目”，项目总投资123亿元。建设熔体直纺FDY半消光多功能高品质60万吨、熔体直纺POY半消光多功能高品质聚酯纤维30万吨（其中包括POY阳离子染料可染聚酯15万吨）、DTY45万吨。项目的产品定位是多功能、高品质、差别化化学纤维市场，项目产品主要以功能性差别化涤纶长丝为主。

图表 11：PTA-4 项目原材料及产品情况

序号	进装置		出装置	
	物料名称	数量, 万吨/年	物料名称	数量, 万吨/年
1	对二甲苯	162.5	对苯二甲酸	250
2	醋酸	7.25	废水	189.74
3	空气	760.75	废气	643.35
4	氢溴酸 (48%)	0.31		
5	CMA	0.19		
6	氢气	0.027		
7	氢氧化钠 (45%)	2.06		
8	除盐水	25		
9	生产水	125		
	总计	1083.09	总计	1083.09

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表 12: 高品质纺织新材料项目产品情况

产品分类	产品名称	产量(万吨)
涤纶 POY	改性聚酯	15
涤纶 POY	ABA 型涤纶复合丝产品	4
	新型涤纶纺棉纱	8
	20D-30D 重网/轻网涤纶长丝	2
	仿麻型涤纶纤维	8
	熔体直纺生态型、功能性聚酯纤维	38
涤纶 FDY	高强耐磨仿尼龙轻薄面料用涤纶 FDY	4
	熔体直纺轻盈保暖型三角中空异形涤纶 FDY	3
	熔体直纺防水透气超细旦功能性涤纶 FDY	2
	熔体直纺亮光轻柔型扁平涤纶 FDY	10
	透气保暖功能性多孔超细旦涤纶 FDY	10
	新型丝滑柔光三叶异形涤纶 FDY	10
	低旦极细超柔功能性仿真丝涤纶 FDY	4
	熔体直纺缝纫线用高强低缩聚酯纤维	4
	仿麻型涤纶 FDY 竹节丝	6
	抗静电	2
	抗紫外线	2
	有色纤维	3

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 2.3 恒逸石化：控股最大PTA生产商，涤纶长丝业内第二

恒逸石化的主营业务：原料贸易、PTA和聚酯，公司最主营业务为原料贸易，2018年原料贸易、聚酯、和PTA业务分别贡献了公司总营收的49%、29%和21%，公司主营与恒力接近，公司控股最大PTA生产商逸盛，具有权益产能612万吨/年，仅次于恒力石化位列PTA行业第二，同时公司刚刚收购三家长丝生产企业（嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双路新材料），目前公司聚酯产能为660万吨/年，其中涤纶长丝常能为400万吨/年，仅次于桐昆股份。

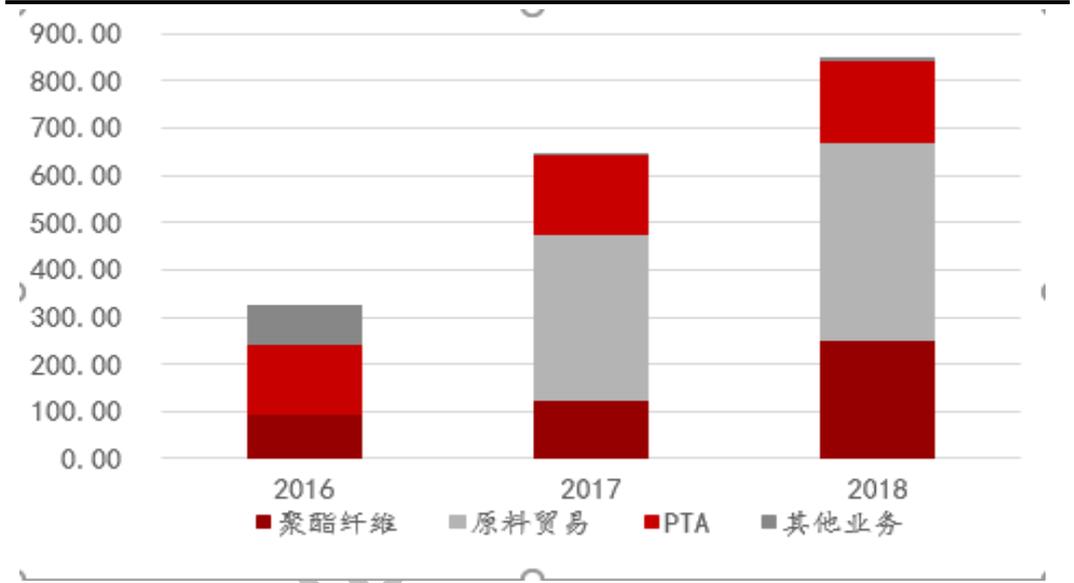
“PTA+聚酯”贡献公司总营收的50%。公司主要产品种类丰富，主要的产品包括精对苯二甲酸（PTA），参控股产能达到1,350万吨；己内酰胺（CPL）产能30万吨；聚酯（PET）切片、瓶片以及涤纶预取向丝（POY）、涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶加弹丝（DTY）、短纤等差别化产品，参控股产能共410万吨。聚酯产品用途广泛，与国计民生需求息息相关，主要用于纺织服装、家纺和产业应用。在差别化和高附加值产品领域，公司“逸钛康”无锑环保聚酯切片及纤维、阳离子聚酯切片及纤维、超高弹纤维、仿兔毛纤维、异形丝、色丝、母丝、逸竹丝、逸龙丝、逸彩丝等差别化产品初具规模。

图表 13：公司产品产能

产品分类	公司名称	产能/年	拥有股权
炼化	恒逸实业（文莱）	800 万吨	70.00%
PTA	浙江逸盛	550 万吨	70.00%
	逸盛大化	600 万吨	24.00%
	海南逸盛	210 万吨	42.50%
聚酯	海南逸盛	150 万吨	42.50%
	海宁新材料	100 万吨	75.00%
	恒逸高新材料	150 万吨	100.00%
	双兔新材料	100 万吨	100.00%
	嘉兴逸鹏	25 万吨	100.00%
	太仓逸枫	25 万吨	100.00%
	恒逸聚合物	60 万吨	60.00%
	福建逸锦	20 万吨	100.00%
	浙江恒逸	30 万吨	100.00%

资料来源：公司公告, 万联证券研究所

图表 14：公司主营产品营收/亿



资料来源：公司公告, 万联证券研究所

纵向业务布局：

- 建设文莱炼化一体化项目：公司布局文莱炼化一体化项目，大炼化项目位于文莱大摩拉岛，公司持股比例为70%，文莱政府持股30%，该项目规划为两期，一期为800万吨/年炼化，二期为1400万吨/年炼化，一期计划总投资为34.45亿美元，从最新的投资公告得知，目前项目处于试生产阶段，还未产出合格化工产品，计划2019年3季度末产出合格产品，届时将带来新增PX、苯、油品产能分别为150万吨、50万吨和600万吨。
- 未来文莱二期布局乙烯项目：未来公司将继续推进文莱二期项目，二期项目计划年产出150万吨乙烯，产出乙烯可以用来生产MEG，也是生产PET的主要原料。

图表 15：文莱炼化项目规划

	规模/万吨	产品	产能
一期	800	PX	150
		苯	50
		油品	600
二期	1400	PX	200
		乙烯	150

资料来源：公司公告, 万联证券研究所

横向业务拓展:

- **积极收购聚酯公司实现扩产，布局智能化环保功能性纤维项目：**公司积极收购长丝企业实现扩产，从去年底开始先后收购嘉兴逸鹏、太仓逸枫以及双兔新材料公司，这三家公司能给公司带来150万吨的聚酯产能。此外，公司计划投资建设环保功能性纤维，主要从2个项目入手，一个是海宁年产100万吨智能化环保功能性纤维项目，该项目投资为63.6亿，建设周期为2年；另一个是刚收购的嘉兴逸鹏二期项目，项目产能50万吨，第一阶段2万吨已经于2019年7月投产，第二阶段正在建设。

图表 16：恒逸石化上半年主要聚酯项目进度

	投资额	产能	进展情况
海宁新材料建设项目	63.6	100	正在建设中
嘉兴逸鹏二期项目	/	50	第一阶段 25 万吨已投产， 第二阶段建设中
杭州逸暎	8.07	85	已投产
宿迁逸达	3.5	40	已投产

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.4 荣盛石化：参股最大PTA生产商，全产业链覆盖

**荣盛的主营业务：PTA、芳烃为主，聚酯为辅，**公司最主营业务还是化纤产业链，2018年PTA、芳烃和聚酯业务分别贡献了公司总营收的24%、21%和12%，目前，公司全资子公司中金石化拥有年产**160万吨PX、50万吨纯苯和110万吨化工轻油**；逸盛大连、宁波、海南三大基地拥有**PTA产能1355万吨/年**（其中权益产能**595万吨/年**）；涤纶长丝产能**100万吨/年**。若考虑浙石化计划于2018年底投产，新增PX产能400万吨（权益产能约200万吨/年），届时，公司PX权益产能360万吨/年，基本满足自身595万吨/年PTA的生产需求。

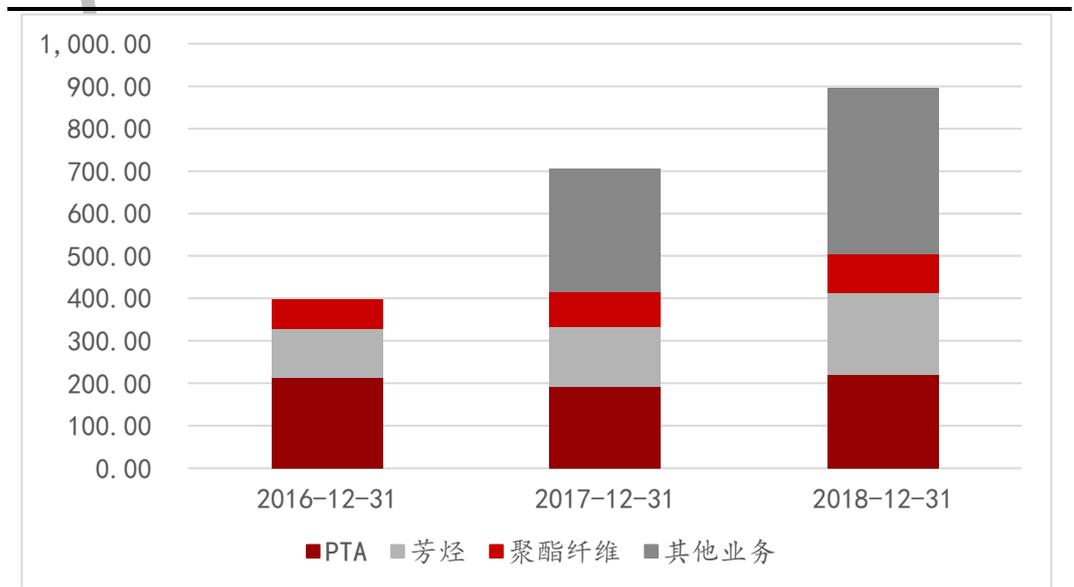
**“PTA+芳烃”贡献公司总营收的45%。**公司是全国大型的直纺涤纶长丝生产企业,主要从事PTA、聚酯纤维相关产品的生产和销售，是全国石化-化纤行业龙头企业之一。公司PTA+芳烃累计贡献公司总营收的45%；贡献公司毛利润的77%，目前已形成PTA1000万吨以上，聚酯100万吨、涤纶纺丝(FDY、POY)100万吨、涤纶加弹丝(DTY)45万吨的年产能。公司的纺丝和加弹项目的关键设备均自国外引进，具备国际先进水平，其中在新建的差异化项目中，引进了具有卷绕自动落丝-中间立体仓储-检测-包装等全自动一体化功能的德国高端工业自动化纺丝设备，开启了智能制造新模式。

图表 17: 公司产品产能

公司名称	产品	产能/万吨	持股比例/%	权益产能
中金石化	PX	160	100	160
	纯苯	50	100	50
	化工轻油	110	100	110
逸盛大化	PTA	600	59.2	355
宁波逸盛		550	30	165
海南逸盛		200	37.5	75
盛元化纤	聚酯	110	100	110
海南逸盛	聚酯瓶片	160	37.5	60

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表 18: 公司主营产品营收/亿



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

#### 纵向业务布局:

- 控股浙石化, 布局炼化一体化项目: 公司拥有浙石化51%的股权, 布局浙石化炼化一体化项目, 该项目规划为两期, 总规模为4000万吨/年炼油、800万吨/年PX(对二甲苯)、280万吨/年乙烯。每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年PX(对二甲苯)、140万吨/年乙烯及下游化工装置。浙石化一期工程目前正在调试, 有望在今年投产。

图表 19：浙石化炼化项目规划

产品	产能/万吨	一期	二期	持股比例	权益产能
炼油	4000	2000	2000	51	2040
PX	800	400	400	51	408
乙烯	280	140	140	51	142.8

资料来源：公司公告, 万联证券研究所

与其他三家企业不同的是，荣盛这几年主要旨在往产业链上游拓展，即布局浙石化炼化项目。公司短期内没有往聚酯端扩产项目。

### 3、企业经营指标对比

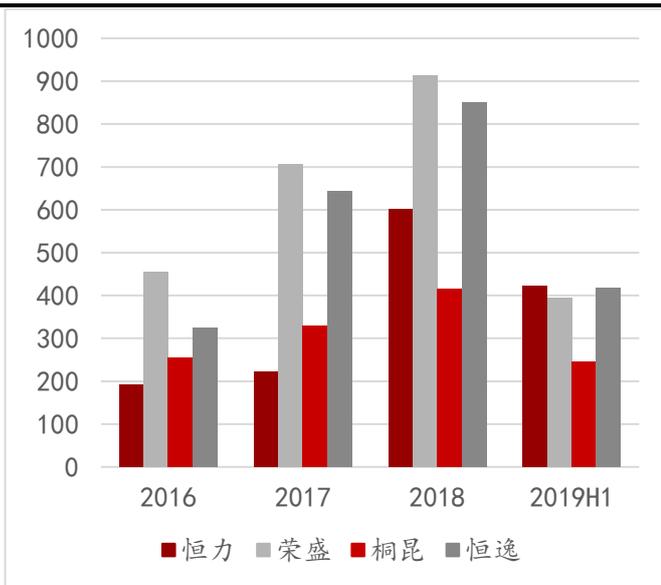
从公司体量来看，恒力居首，桐昆最小。

随着恒力炼化项目投产，截止 2019 年 9 月 6 日，恒力石化市值达到 1088 亿，排名第一，荣盛石化以市值 703 亿位居第二，恒逸石化和桐昆股份分别以 362 亿、236 亿分列三四位。

从公司营收增速来看，桐昆增长稳健，幅度较小；荣盛和恒逸 2016-2018 年间增幅较大，19 年上半年维稳；恒力 2017 年后开始迅速增长。

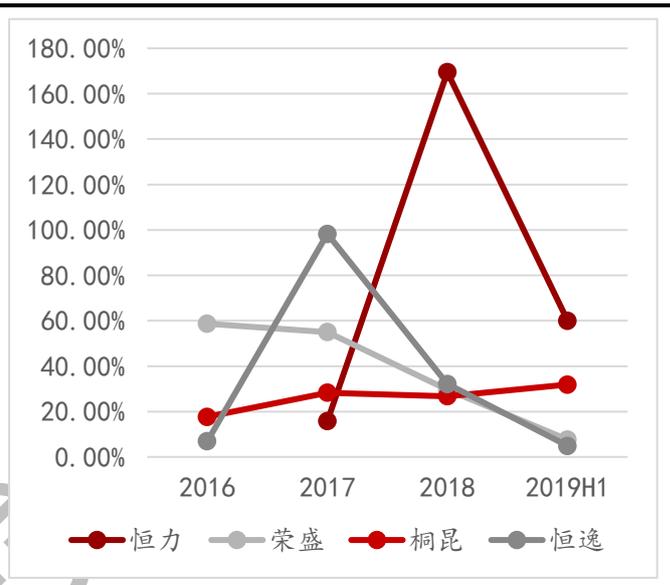
- 荣盛营收居四大公司之首，2016-2018 年间公司营收实现快速增长，从 455 亿增长到 914 亿，年均增长率达到 41.5%，但 2019H1 营收增速放缓，同比增加仅为 7.6%。
- 恒逸营收位列第二，其趋势与荣盛相类似，主要原因是其与荣盛共同参股了逸盛且公司主营结构也雷同，2016-2018 年公司营收从 324 亿增长到 849 亿，年均增长率为 44.3%，2019H1 上半年营收增速同样出现大幅放缓，仅为 4.9%
- 恒力营收增长迅速，恒力自从 17 年以来公司发展迅速，营收从 17 年的 223 亿增加到 18 年的 600 亿，同比增速为 169%，19 年上半年由于民营炼化项目投产，实现营收增长 423 亿，同比增长 60%
- 桐昆股份体量最小，但增速稳定，公司 2016-2018 年营收年均增速为 34.8%，2019H1 实现营收 246 亿，同比增长为 32%，营收波动较小。

图表 20：“力盛昆逸”营收（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

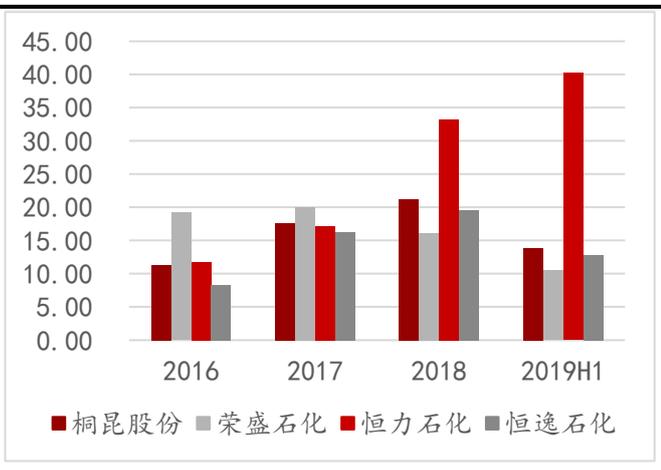
图表 21：“力盛昆逸”营收增速



资料来源：wind，万联证券研究所

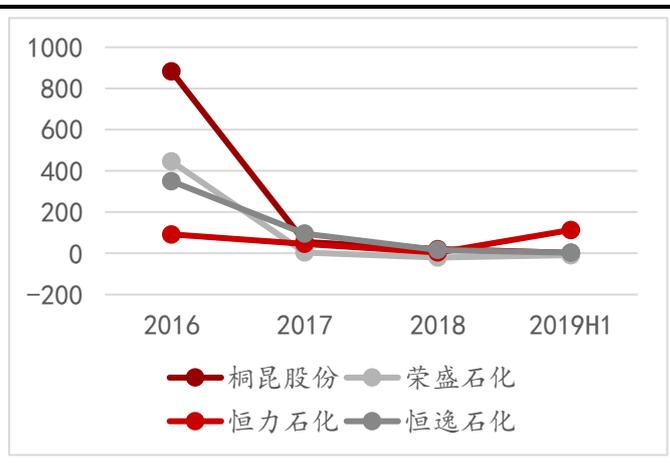
从归母净利润来看，恒力增速明显，桐昆、恒逸增幅放缓，荣盛增速小幅下滑。2019上半年，“力盛昆逸”四家企业归母净利润增速仅有荣盛实现负增长，桐昆和恒逸增幅较小，均在2%-3%之间，而恒力由于炼化项目投产，归母净利润增速明显，同比增加113.62%。回顾过往三年，恒力、桐昆、恒逸归母净利润都在逐年增加，仅有荣盛归母净利润在17年达到20亿后下滑至18年的16亿。

图表 22：“力盛昆逸”归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 23：“力盛昆逸”归母净利润增速



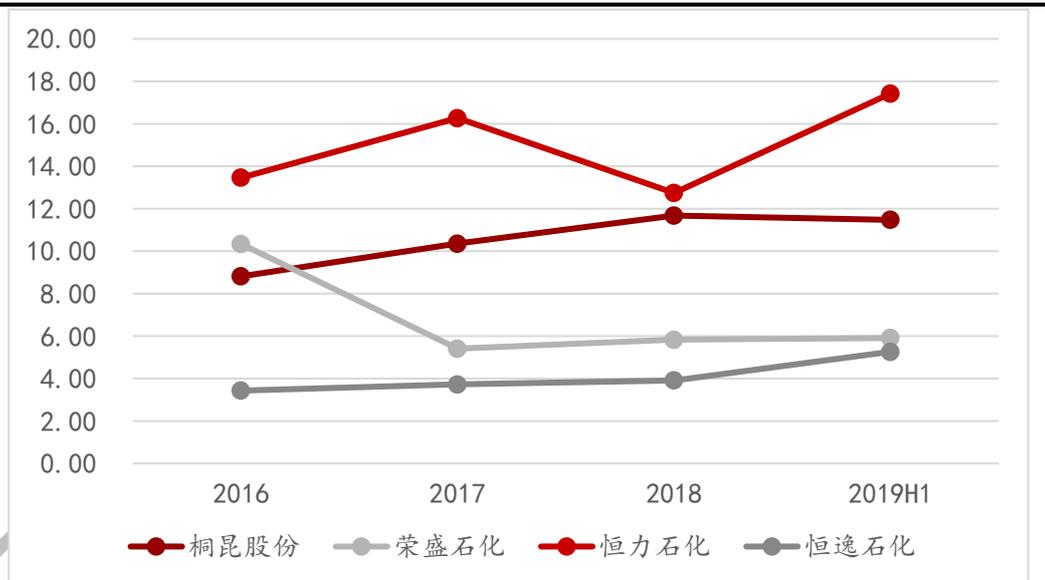
资料来源：公司公告，万联证券研究所

从毛利率来看，由高到低依次为恒力、桐昆、荣盛、恒逸。其中，恒力毛利率在2019H1实现新高，达到了17.42%，桐昆毛利率较为稳定，维持在11%左右，荣盛、恒逸毛利率较低，主要原因是公司业务上侧重不同导致。

- 恒力毛利率最高，主要原因是公司在技术上拥有较大优势，涤纶长丝主打高端品牌，其毛利率在20%以上，导致公司毛利率高居榜首。2019H1毛利率再破新高的原因是因为炼化项目的投产，公司实现产业链一体化。

- 桐昆毛利率维持在第二，主要原因是公司主要营收 95%以上都是涤纶长丝，而涤纶长丝相较于 PTA 拥有更高的毛利率，所以公司毛利率也较为可观
- 荣盛、恒逸毛利率偏低，主要原因是两家公司业务相近，主要产品之一都是 PTA, PTA 毛利率较低，而在去年年末，恒逸毛利率有 1.35pct 的增长，主要原因是公司向产业链下游拓展，收购了几家下游聚酯公司，拉升了毛利率；而荣盛的话并没有向下拓展，其另一块主营业务是上游的芳烃项目，其毛利率也不高。

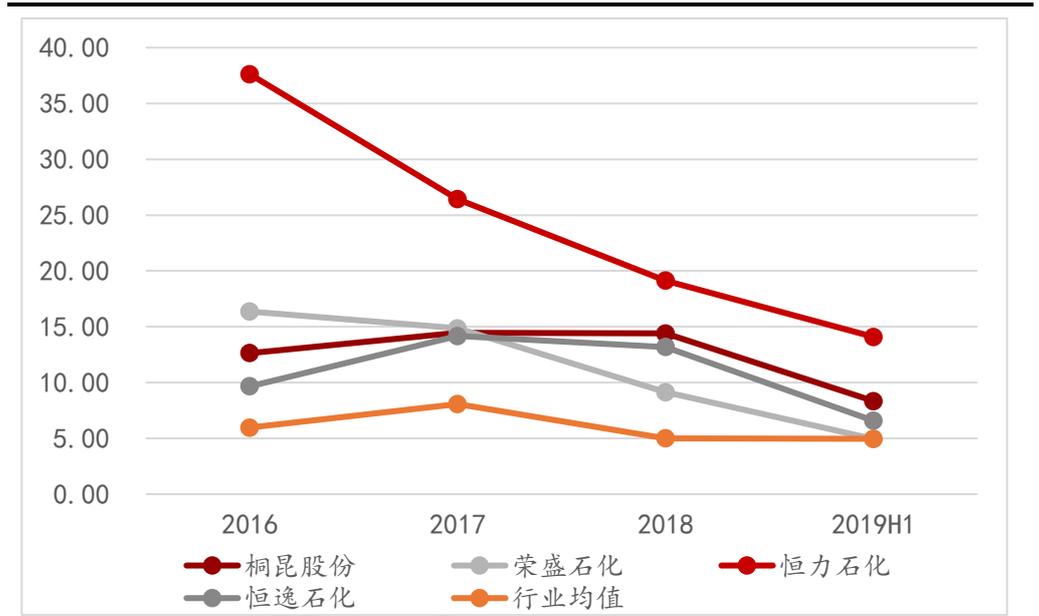
图表 24：“力盛昆逸”毛利率



资料来源：公司年报，万联证券研究所

从 ROE 来看，排名分别为恒力、桐昆、恒逸、荣盛，“力盛昆逸”四家公司 ROE 都高于石化行业的平均 ROE, 且四家公司 ROE 出现明显分化。恒力的 ROE 尽管从 2016 年开始逐步下滑至 18 年的 19.13, 但仍遥遥领先；桐昆的 ROE 稳中有升, 19H1ROE 为 8.34；恒逸 ROE 基本稳定，维持在 13 左右；荣盛 ROE16-18 年出现小幅下滑，19 年上半年有所好转。

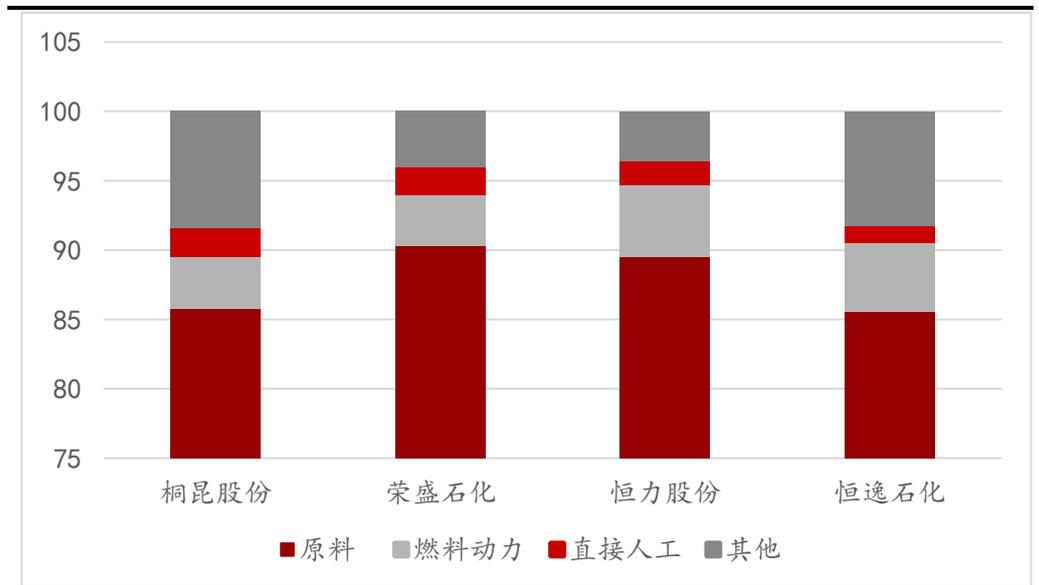
图表 25：“力盛昆逸” ROE



资料来源：公司年报，万联证券研究所

从“力盛昆逸”聚酯生产成本来分析，原料成本控制最低的为恒逸石化，占比 85.58%；桐昆略高于恒逸，为 85.74%；恒力、荣盛名列三四，分别为 89.55%和 90.30%。人工方面，恒逸石化人工占比最低，仅占 1.27%；恒力次之，为 1.75%；桐昆和荣盛相差不多，为 2%左右。

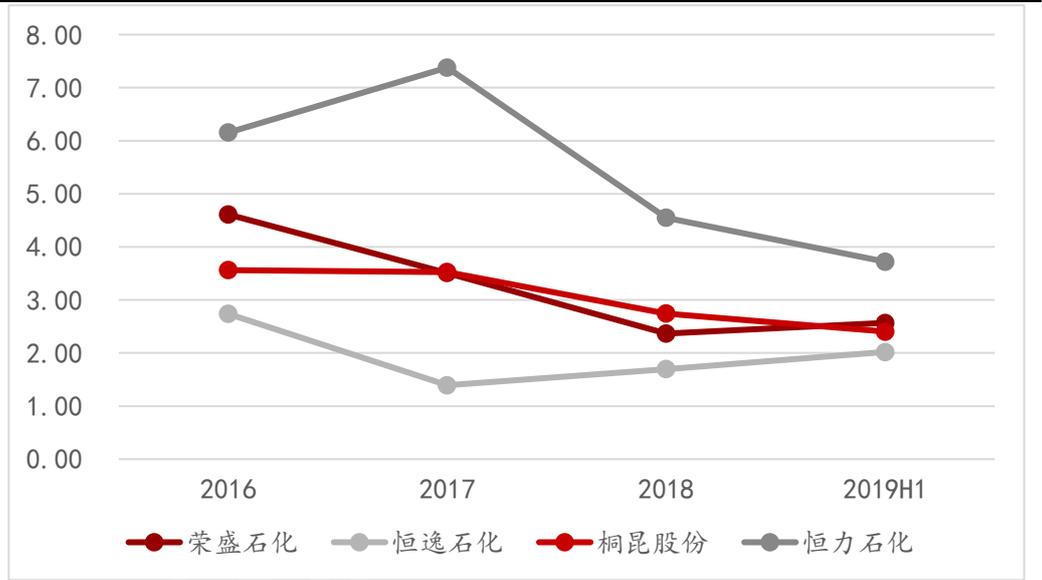
图表 26：2018 年“力盛昆逸”的聚酯成本（百分比）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

从三费/营收比例角度来分析，排名由低到高的分别为恒逸、桐昆、荣盛、恒力，分别为 2.02%、2.41%、2.57%和 3.72%。可见，恒逸在三费成本控制方面优势明显；荣盛、桐昆差距不大；恒力占比最高，恒力的三费在 17 年达到顶峰，占比为 7.38%，然后逐年下降，2019H1 已经下降到 3.72%。

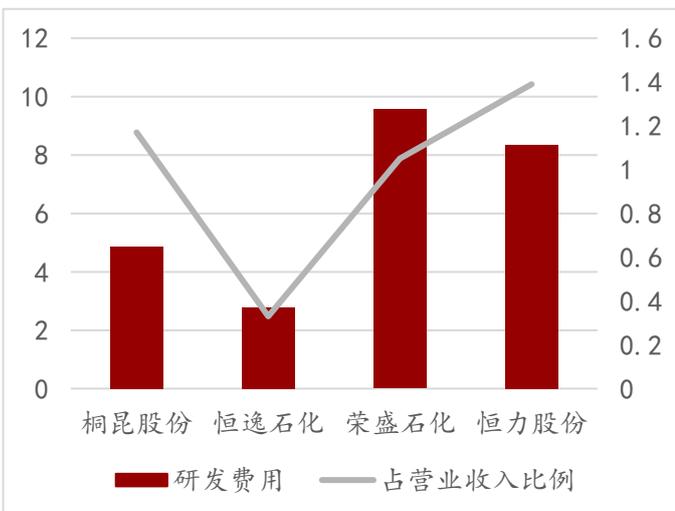
图表 27：“力盛昆逸”三费/营收比例



资料来源：公司公告，万联证券研究所

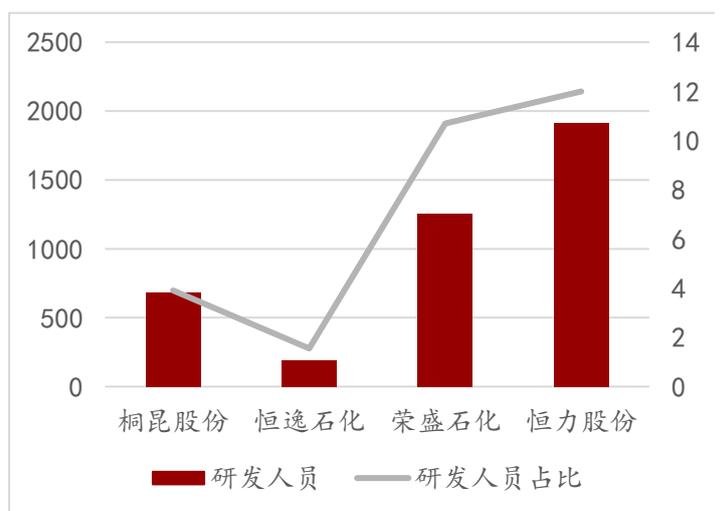
从研发人员数量来分析，恒力2018年拥有1915名研发人员，占比达到了总人数的12%；荣盛拥有1253名研发人员，占比为10.7%；桐昆研发人员为683名，占比3.91%；恒逸研发人员占比最低，仅1.55%。从研发费用占营收比例来分析，恒力仍以1.39%居首，其次为桐昆的1.17%和荣盛的1.05%，恒逸研发费用投入占营收比例最低，仅为0.33%。这也是跟公司产品性质相挂钩，恒力主打长丝高端品牌，高研发投入带来技术上的优势从而使其毛利率较高；桐昆由于主打长丝，长丝需要的研发投入相对于上游的石油炼化要更高一些。

图表 28：2018年主要公司的研发费用（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表 29：2018年主要公司的研发人数（人）



资料来源：wind，万联证券研究所

## 4、投资建议

四家公司对比如下：

- 从产业链布局来看，荣盛是最早实现全产业链的，但近年来布局重心主要在上游炼化、PX端；恒力目前实现全产业链覆盖，核心产品主要偏中下游“PTA+长丝”；桐昆主要产品是涤纶长丝，布局中心也是下游PTA+长丝端；恒逸主营业务是PTA+聚酯，未来拓展的重心相对分散，既有上游文莱炼化项目，又有往下游收购聚酯公司。
- 从企业规模来看，恒力居首，桐昆最后，截止2019年9月6日，恒力石化市值达到1088亿，排名第一，荣盛石化以市值703亿位居第二，恒逸石化和桐昆股份分别以362亿、236亿分列三四位。
- 从盈利能力来看：恒力盈利能力最佳，一直保持高速增长；桐昆盈利能力较为稳定；恒逸18年之前增速迅速，18年后逐步放缓；荣盛在16-17年间由于炼化项目投产增速迅猛，后出现下滑，18年盈利下滑至16亿。
- 从成本控制来看：恒逸成本控制最佳，恒逸的人工成本以及三费都最低；荣盛、桐昆差距不大；恒力的成本控制最差，不过状况在逐步改善，2019H1已经下降到3.72%。
- 从研发投入来看：恒力最重视研发投入，研发人员数量及研发投入/营收占比均位于榜首；桐昆研发投入占比位列第二；恒逸研发投入端最不重视，研发人员的数量及投入占比都最小。

总结来看，四家企业各有其定位，也各有其优势。桐昆最稳定，业绩波动最小；恒力最有“朝气”，盈利能力最强，产业链全覆盖；荣盛由于已经投产过炼化项目，在炼化项目上更有经验；恒逸布局文莱炼化，更具看点。

我们认为，2019随着民营大炼化的陆续投产，利润会从产业链上游往下游逐步传导，上游PX高度依赖进口的局面将会被打破，下游纺织服装需求相对刚性，看好产业链景气度会持续，四家公司作为产业链上龙头将明显受益；此外，炼化项目凭借其规模优势、产业链一体化带来的成本优势，一旦投产将会给公司带来巨大的利润，这点从上半年恒力投产以后业绩迅速增长可以看出来，我们看好民营大炼化项目带来的公司业绩的增长。建议关注桐昆股份、恒逸石化、恒力石化。

## 5、风险提示

- 1、民营大炼化项目投产不达预期
- 2、下游纺织服装需求大幅减弱
- 3、中美贸易摩擦加剧
- 4、原油价格大幅下跌

化工行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2019年09月10日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
601233	桐昆股份	1.16	1.95	2.05	9.06	12.14	8.39	7.78	7.39	1.64	增持
000703	恒逸石化	0.75	1.56	1.95	7.40	11.23	15.43	10.01	8.02	1.84	增持
600346	恒力石化	0.66	1.87	2.27	4.19	13.44	20.15	6.34	5.22	2.90	增持

资料来源: 万联证券研究所

万联证券

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场