三千亿，新起点，新征程

——中国化工领军企业系列报告之恒力石化（600346.SH）

要点

2021年1月22日，公司股价收盘价达43.23元，公司总市值达到3043亿元，成为继中石油、中石化和万华化学外，第一家迈入“三千亿市值俱乐部”的上市公司，也成为首家达到三千亿市值的民营化工企业。

砥砺前行，成就三千亿市值企业：我们回顾了公司成为首家三千亿市值的民营化工企业的成长历史，公司凭借涤纶长丝发家，而后经过三次跨越成为国内民营炼化企业及化纤行业龙头，拥有了“原油-石脑油-PX-PTA-涤纶”全产业链优势，以此为基础，公司还有进一步横向及向下游新材料扩张的趋势。公司的快速成长应归功于公司的产业链布局、研发实力、股权结构、员工激励等多个方面

行业竞争力明显，多方面促成巨头形成：我们分析了公司在产业链布局、炼化与乙烯项目、PTA项目、公司文化以及政策层面的多方面优势。公司凭借其各项目的规模效应、成本优势、技术优势、一体化优势，拥有极高的盈利能力。同时公司凭借自身文化、股权激励等措施增强员工凝聚力，提高管理水平和执行效率。此外，公司也曾受益于国家或地方层面的多项政策。

新征程，新起点，新材料：公司凭借自身强大的研发实力，同时为了响应国家“十四五”科技创新号召和新材料相关政策，通过子公司康辉石化布局可降解塑料和聚酯薄膜领域，PBT、PBS、PBAT、BOPET、PBT等新材料相关项目进度推进体现“恒力速度”。

油价回暖，共振复苏，化纤行业周期反转：原油供需格局持续好转，后疫情时代石油价格有望维稳在50-60美元/桶，看好PPI后续走势，我们预期化工行业有望迎来第二波配置机会，民营炼化企业将显著受益。同时，化纤行业维持供需紧平衡，行业将迎来周期反转，将明显利好恒力这样的行业龙头。

盈利预测、估值与评级：由于 2020 年四季度开始疫情缓解需求回暖，油价大幅反弹，炼化产业链景气回升，公司业绩有望恢复正常。进入 2021 年后，随着疫苗问世，新冠疫情有望逐步得到控住，我们认为未来油价有望回复到 50-60 美元/桶的正常区间，加之公司乙烯项目在 2020 年四季度投产，60 万吨可降解材料项目在 2021 年一季度投产，未来有望贡献增量业绩。故我们上调了对公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.86、2.43、3.02 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：油价和宏观经济波动风险，疫情反复影响下游化纤需求风险，项目投产不及预期风险，国家政策执行不到位风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60,067	100,782	127,715	142,332	154,327
营业收入增长率	169.51%	67.78%	26.72%	11.45%	8.43%
净利润（百万元）	3,323	10,025	13,126	17,100	21,223
净利润增长率	93.25%	201.73%	30.93%	30.28%	24.11%
EPS（元）	0.66	1.42	1.86	2.43	3.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.04%	27.59%	28.14%	28.92%	28.55%
P/E	66	30	23	18	14
P/B	7.9	8.4	6.5	5.1	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-22

买入（维持）

当前价 43.23 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

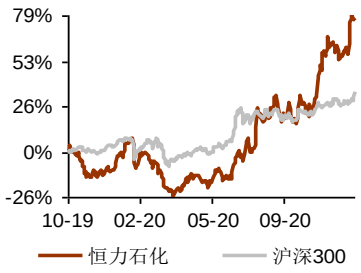
010-56513000

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	70.39
总市值(亿元)：	3043
一年最低/最高(元)：	11.60/43.23
近 3 月换手率：	33.07%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	53.95	95.85	106.89
绝对	66.04	112.32	141.57

资料来源：Wind

目录

前言 4
1、 砥砺前行，成就三千亿市值企业 5
1.1、 三次跨越，行业龙头地位稳固 5
1.2、 历史成绩斐然，业绩稳健发展 7
1.3、 股权结构清晰，社会地位突出 8
2、 技术和规模优势造就“恒力奇迹” 9
2.1、 产业链优势 9
2.2、 炼化与乙烯项目优势 11
2.3、 PTA 项目优势 12
2.4、 恒力文化的力量 13
2.5、 政策优势 14
3、 积极扩展，关注新材料领域成长 15
3.1、 巩固 PTA 龙头地位，惠州 150 亿项目开工 16
3.2、 收购康辉石化，敲定新材料未来 16
3.3、 张“恒力系”之臂掖，扬“新材料”之雄威 18
4、 看好全球共振复苏，化纤行业周期反转 19
4.1、 后疫情时代油价回暖，利好民营炼化企业 19
4.2、 化纤品供需紧平衡，行业周期景气反转 20
5、 投资建议 22
6、 风险分析 23

图目录

图 1：恒力石化发展历程-第一阶段 5
图 2：恒力石化发展历程-第二阶段 6
图 3：恒力石化发展历程-第三阶段 7
图 4：恒力石化 2015-2019 年营业收入（亿元） 7
图 5：恒力石化 2019 年主营业务占比 7
图 6：恒力石化股权结构（截至 2020 年三季报） 9
图 7：2020 年底恒力石化产业链结构（万吨） 10
图 8：公司炼化与乙烯项目布局 11
图 9：恒力石化炼化技术供应商 11
图 10：公司历年研发费用（百万元）及增长率 15
图 11：2012-2021 年公司 PTA 投产情况 16
图 12：营口康辉石化发展历程 17
图 13：2012-2019 年国内 PBAT 市场规模 18
图 14：2012-2019 年国内 PABT 产销统计（吨） 18
图 15：BOPET 市场供求状况 18
图 16：2012-2019 年 PBT 价格走势及市场规模 19
图 17：2012-2019 年中国 PBT 市场供需图（万吨） 19
图 18：全球液体燃料供需平衡（2015-2021 年）单位：百万桶/天 19
图 19：化工行业超额收益率和 PPI 同比增速具备较强的相关度 20
图 20：固定资产投资完成额累计同比（%） 21
图 21：化纤产能利用率当季值（%） 21
图 22：化纤产量累计值（万吨）和累计同比（%） 21
图 23：化纤产成品存货（亿元）与同比（%） 21
图 24：服装鞋帽、针纺织类零售额累计值（亿元） 22
图 25：纺织服装制品出口额累计同比（%） 22
图 26：涤纶长丝价差（元/吨） 22

表目录

表 1：恒力石化主营产品 8
表 2：公司 PTA 项目成本优势 13
表 3：多期员工持股计划、股份回购和大股东增持 14
表 4：国家引导炼化行业发展的相关政策 14

前言

回首过去，我们在此前的《他山之石系列报告》中对海外龙头化工企业的发展历程做了系统性的梳理和总结，旨在寻求适合中国本土化工企业进军国际市场、做大做强的最佳发展路径。当时我们认为，发展中国家化工企业赶超有两种途径：第一，从大型的石化装置着手，做大自己，把企业在一个周期内的平均利润维持在数十亿元，从而有实力逐步往高精尖的特种材料方向发展；第二，中国作为一个制造业大国，许多产业如面板、芯片和电动汽车等已经逐步向国内转移，相关产业环节上的企业，可以直接把特种化学品作为主业来追赶，尽管面临的挑战很大，但也提供了一种可能性。

回到当下，我国已经有一批优秀的化工企业在向石化领域迈进后，成功实现了产业链上游的纵向整合，诸如万华化学、恒力石化、荣盛石化等企业逐渐崛起，收入规模与海外巨头相接近，成功迈入“千亿市值企业群”。目前，不考虑油气的资源禀赋问题，中国已经依靠完整的产业配套和持续增长的市场在众多基础化学品领域奠立了在全球范围内的绝对优势，从三烯三苯到三酸两碱，再到下游的合成树脂和合成纤维，只要是在中国能够取得技术突破的领域，总是能够用熟悉且擅长的成本竞争让海外竞争者逐渐被迫退出。此外，中国在聚酯、MDI、硫酸法钛白粉、农药原药、染料、制冷剂等众多大体量的基础化学品领域也取得了突破，对应的一些优秀的企业也拥有了相当强的国际竞争力。

展望未来，我国已经正式进入“十四五”阶段，“科技自立自强”和“产业链补全短板、优化升级”成为了我国工业未来发展的主旋律。对于当下的中国制造业而言，贸易摩擦背后隐喻的是未来国际协作可能会越来越困难，而随着下游半导体、面板显示、锂电产业等产业重心向国内的倾斜，以及 5G 产业的兴起，化工企业的产业升级以及产业链下游横向延伸将是一个更急迫的选项，化工行业将加速向集中化、高端化方向发展，产业布局将更趋均衡合理。未来，在“国内大循环、国内国际双循环”的形势下，国产中高端化工品的市场占有率会得到大幅提升，中国的化学工业即将迈入创新驱动的新时代。

在此，我们特地推出《中国化工领军企业系列报告》，对我国化工各子行业的一批领军企业的崛起之路进行复盘和回顾，并对他们的未来战略规划进行梳理和分析，旨在给大家提供中国从化工大国迈向化工强国之路上的一些方向性的参考。

1、 砥砺前行，成就三千亿市值企业

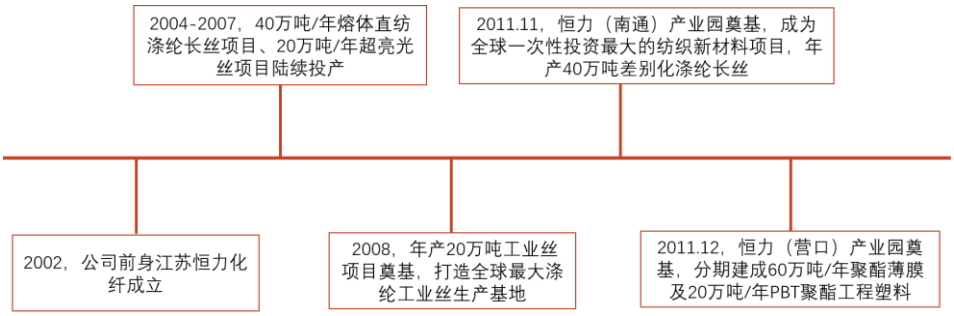
中国和韩国在石化产业链，尤其是聚酯产业链上的发展路径具有一定的相似性，均是在政府和政策的大力引导下逐渐发展，逐渐完成“轻工业-重工业-高附加值产业”的产业链整合。作为其中的典型代表之一，恒力石化早在 21 世纪初便在产业链下游的 PTA 和涤纶方面拥有了世界级的竞争力，并于 2015 年原油“两权”开放之后迈向炼化领域，大力建设上游炼化装置，完成从“轻工业到重工业”的纵向产业链整合。现阶段，恒力石化在大力巩固自身“原油-石脑油-PX-PTA-涤纶”产业链优势竞争力的基础上，顺应国家“科技自立自强”号召，尝试进军下游拥有高附加值、高科技属性的新材料领域，步入“产业链横向延伸”阶段。

1.1、 三次跨越，行业龙头地位稳固

涤纶长丝起家，多点开花立足聚酯行业

恒力集团始建于 1994 年，陈建华以 369 万元创办吴江化纤织造厂，开启创业历程。2002 年江苏恒力化纤有限公司正式挂牌成立，恒力集团已经成为行业内最大的织造企业，此时进军化纤行业势在必行。2008 年，陈建华计划投产 20 万吨工业丝项目，两年后，该项目正式投产，并使恒力集团一举取代德国企业，成为全球最大的涤纶工业丝生产企业。2010 年，集团已经拥有年产 140 万吨的涤纶长丝产能，同年恒力产业园奠基，正式迈出了进军石化产业的步伐。

图 1：恒力石化发展历程-第一阶段

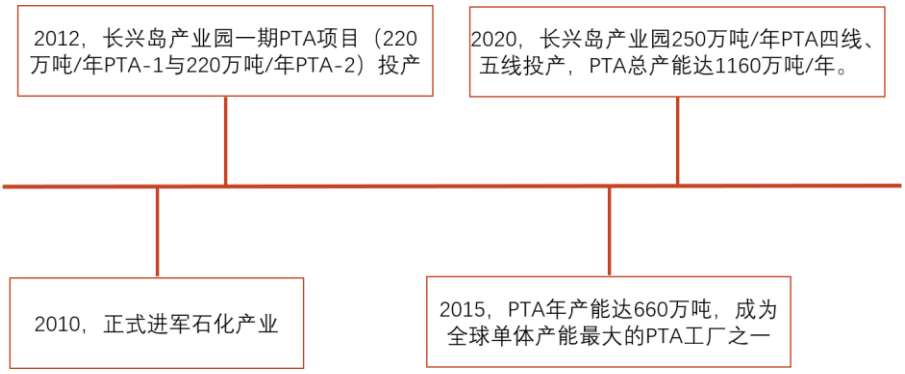


资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

进入 PTA 行业，扩大公司规模

2012 年长兴岛产业园一期 PTA 项目投产，2015 年二期投产，至此集团已经拥有年产 660 万吨、全球单体最大的 PTA 工厂，并正式进军石油炼化领域。恒力集团注重主业和其他业务共同发展，致力打造为以石化、聚酯新材料、地产和织造等四大板块为主业，热电、机械、金融、酒店等多元化发展的国际型企业。

图 2：恒力石化发展历程-第二阶段



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

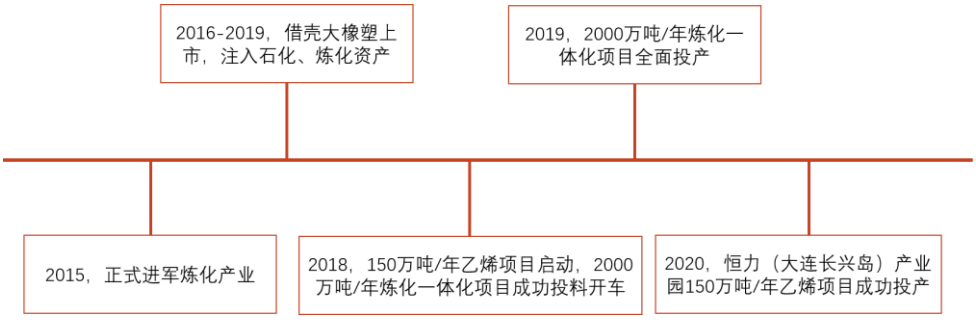
借助资本市场，完成全产业链布局

江苏恒力化纤股份有限公司借壳“大橡塑”上市，正式登陆资本市场。大橡塑原控股股东大连国投集团将所持有的大橡塑 29.98%股份转让给恒力集团；大橡塑以非公开发行股票并募集配套资金的方式购买江苏恒力化纤股份有限公司 99.99%的股权。2016 年，恒力股份于 3 月借壳大橡塑上市，完成置入资产过户。2016 年增资后公司总股本增加至 2,825,686,942 股；11 月撤销“ST”并且证券简称由 ST 橡塑正式更名为恒力股份。至此，大橡塑的控股股东变更为恒力集团，恒力化纤成为恒力集团旗下控股子公司，实际控制人变更为陈建华、范红卫夫妇，公司主营业务由橡胶机械转变为行业前景较好的涤纶纤维产品和热电业务。

2016 年 11 月，恒力股份筹划重大资产重组事项，拟发行股份购买恒力投资 100%股权和恒力炼化 100%股权。2017 年 1 月 25 日，恒力股份发布定增报告，发行股份价格为 6.85 元/股，根据《利润补偿协议》，范红卫、恒能投资承诺恒力投资 2017、2018 及 2019 年净利润预测数不低于 6 亿、8 亿及 10 亿元。交易完成后，恒力投资、恒力炼化及其旗下全部子公司将成为恒力股份全资子公司。恒力集团及一致行动人持股占比 84.3%，股权较为集中，陈建华、范红卫夫妻仍是公司的实际控制人。

2018 年 2 月 1 日，恒力投资 100%股权、恒力炼化 100%股权均已过户至恒力股份，资产注入完成。其中，恒力投资主营 PTA 业务，恒力炼化主营炼化炼油业务，收购完成后，公司完善了“芳烃—PTA—聚酯—涤纶丝”产业链，全产业链布局正式完成。

图 3：恒力石化发展历程-第三阶段



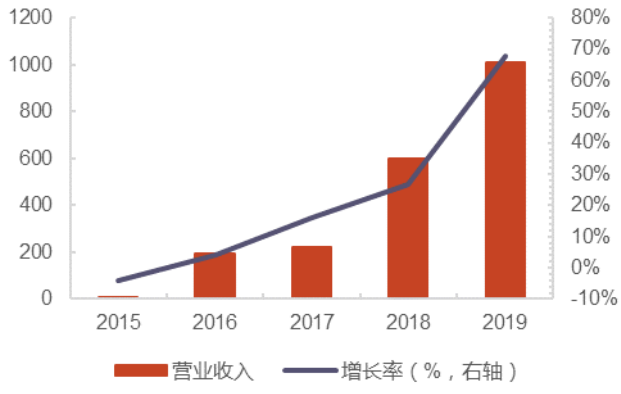
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

1.2、 历史成绩斐然，业绩稳健发展

恒力石化股份有限公司主营业务囊括石油炼化、石化以及聚酯化纤全产业链上、中、下游业务领域涉及的 PX、醋酸、PTA、聚酯切片、民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、聚酯薄膜、工程塑料的生产、研发和销售。截至 2020 年底，公司民用长丝产能位列全国前五，工业长丝产能位列全国第三，是国内规模最大，技术领先的涤纶民用丝、工业丝制造商之一。

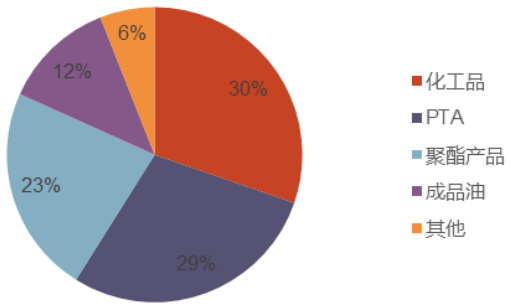
依据自身多年在行业的积累，恒力石化多年来营收情况持续增长，根据披露的年度财务数据显示，恒力石化 2019 年全年实现营业收入 1007.82 亿元，首次突破千亿元大关，同比大幅增长 67.78%。实现净利润为 101.12 亿元，首次跨入百亿元区间，同比显著增长 197.21%，成为首家利润超百亿民营化工企业，在 2019 年基础化工行业上市公司中排名第一。

图 4：恒力石化 2015-2019 年营业收入（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：恒力石化 2019 年主营业务占比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

恒力集团坚持全产业链发展，打造“原油—芳烃、PTA、PET—民用丝及工业丝、工程塑料、薄膜—纺织”的完整产业链。在炼油板块，恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目是列入国务院文件的第一个重大民营炼化项目，也是新一轮东北振兴的战略项目。在石化板块，恒力石化（大连长兴岛）产业园 PTA 项目年产能达到 1200

万吨，“高标准、严要求、快节奏”建成投产，刷新了国际同行业的多项纪录。在聚酯新材料板块，恒力集团拥有世界领先的技术装备，年聚合产能 500 万吨。在纺织板块，作为集团产业链的纵向延伸，恒力纺织拥有超 3 万台生产设备，产能规模过 30 亿米/年，生产基地分布在江苏苏州、宿迁，四川泸州等地，综合竞争力长期位居行业首位。

表 1：恒力石化主营产品

产品	所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域	价格主要影响因素
成品油	石油炼化	原油	航空煤油、汽柴油等动力燃料	受原油等上游原料行情和下游需求的影响
PX	化学原料和化学制品制造业	原油	PTA	受原油等上游原料行情和下游需求的影响
PTA	化学原料和化学制品制造业	PX	聚酯纤维、瓶级切片、膜级切片等	受原油和对二甲苯供给和下游需求的影响
涤纶长丝	聚酯纤维制造	PTA、MEG	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	受原油等上游原料行情和下游纺织行业景气度影响
聚酯切片	聚酯纤维制造	PTA、MEG	纺丝	受原油等上游原料行情和下游需求的影响
BOPET	塑料制品制造	PTA、MEG	包装膜、绝缘膜、电容膜等	受原油等上游原料行情和下游需求的影响
PBT	塑料制品制造	PTA、BDO	汽车配件、电子电器、航天材料等	受原油等上游原料行情和下游需求的影响
蒸汽	热电	煤炭	工业生产、供暖	受煤炭价格变动和周边客户分布影响较大
电力	热电	工业水	电力	受国家电力价格政策影响

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

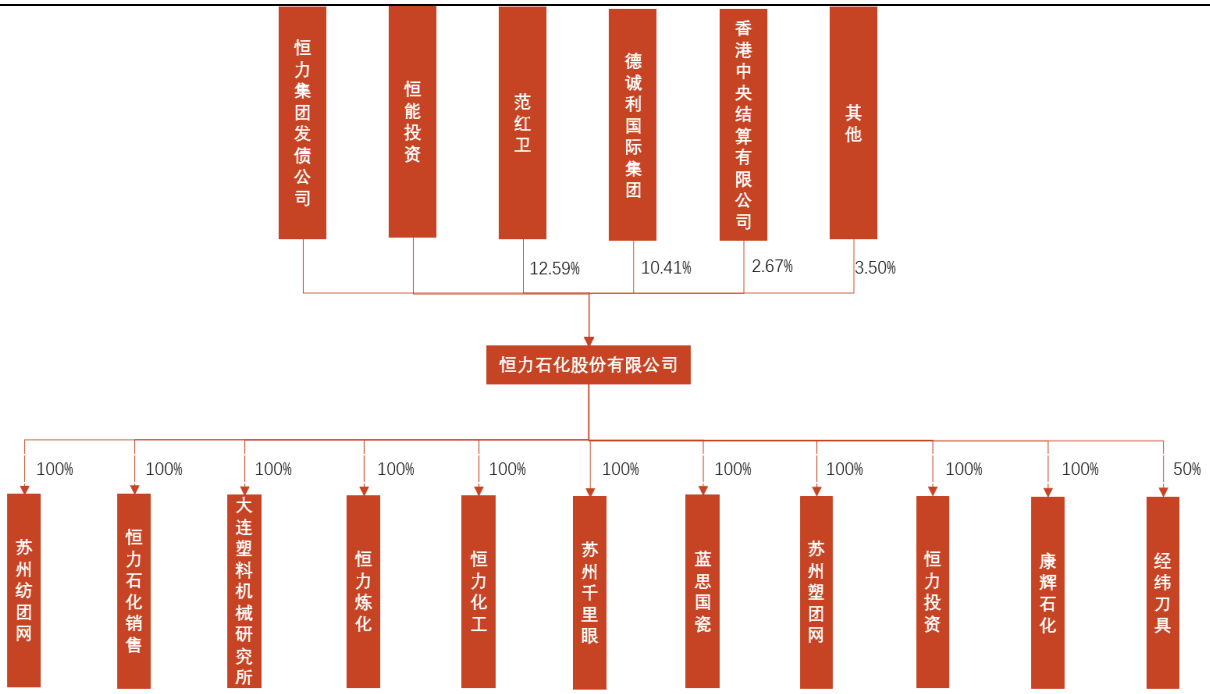
1.3、 股权结构清晰，社会地位突出

恒力石化股权结构清晰稳定，实际控制人为陈建华、范红卫夫妇。《2019 年胡润百富榜》中，陈建华、范红卫夫妇以 1050 亿元位列第 13 位。2019 福布斯中国 400 富豪榜，陈建华、范红卫夫妇排名第 16 位。2020 年 5 月 12 日，陈建华/范红卫以 744.3 亿元人民币位列 2020 新财富 500 富人榜第 20 位。

在恒力石化二十多年的发展和壮大过程中，公司积极回馈社会，积极承担社会责任，积极支持慈善事业的发展，扶助弱势群体，企业创立至今，各类捐款累计超 10 亿元；注重环境保护，节能减排工作取得了重大成果，通过了 ISO 环境管理体系认证和欧洲绿色环保认证，并率先在全国同行业中实施中水回用工程，在行业内率先建成国家级绿色工厂。

未来，恒力集团将继续多元化全产业链发展，打造“原油-芳烃、乙烯-精对苯二甲酸（PTA）、乙二醇-聚酯（PET）-民用丝及工业丝、工程塑料、薄膜-纺织”的完整产业链，进一步提升自身行业竞争力。

图 6：恒力石化股权结构（截至 2020 年三季报）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

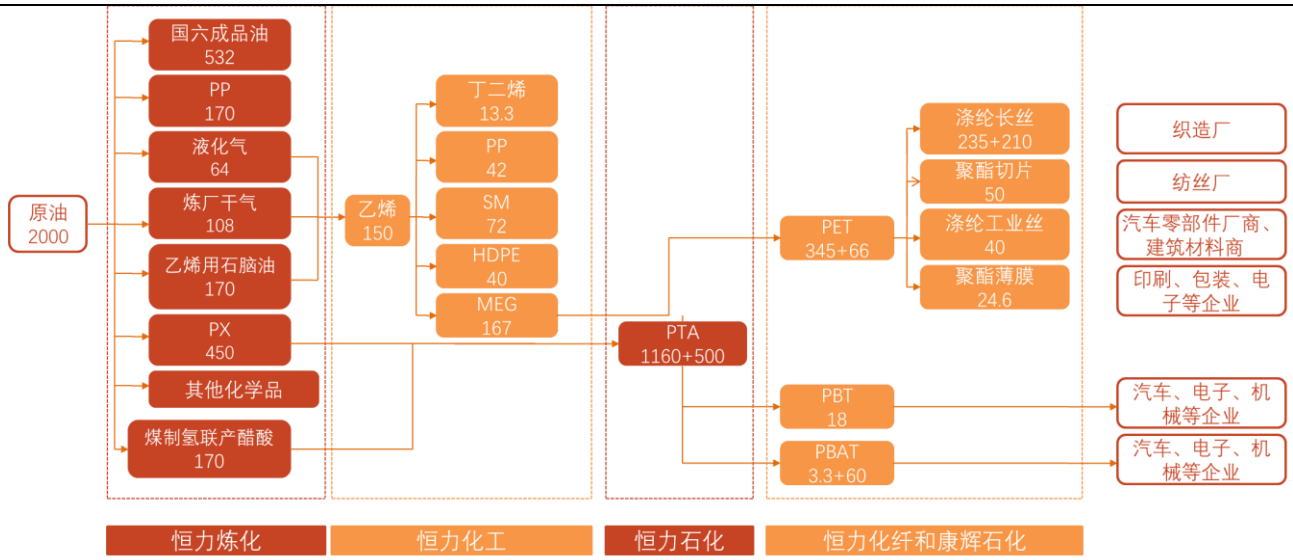
2、 技术和规模优势造就“恒力奇迹”

2.1、 产业链优势

“一滴油”到“一匹布”全产业链布局。目前恒力石化上游具备 992 万吨成品油产能，成品油收率约为 50%，与中石油、中化集团等签订战略合作协议，确保炼化产品销售畅通。恒力石化中游代表产品 PX 年产 450 万吨，实现部分 PX 的进口替代；乙烯实现年产 150 亿吨，实现乙二醇的自给自足，同时 SM、HDPE、PP 等产能全面释放。恒力石化下游 PTA 产能已达 1160 万吨，作为唯一一家产能超过千万吨的公司龙头地位稳固，并且目前仍然规划在建 500 万吨 PTA；公司已布局约 280 万吨聚酯产品产能，在建涤纶长丝产能共计 155 万吨，预计将于 2021 年投产。从上游的成品油到下游的涤纶长丝，恒力石化生产的产品覆盖化工领域上中下游，产品在上中下游间自给自足，有效避免由于价格变动带来的经营风险，进一步降低向外出售的产成品成本。

恒力石化全产业链结构，抗风险能力和盈利能力强。从产业链来看，恒力石化依托集团煤化工项目打造的“煤-油”全产业链，煤炭资源具有充足保障，同时囊括上中下游产业，有效规避了单一市场波动带来的风险。

图 7：2020 年底恒力石化产业链结构（万吨）



资料来源：根据上市公司历年公告整理，光大证券研究所整理

恒力石化作为国内第一家完成全产业链布局的民营企业，在抵御行业周期性波动方面有着明显的优势。当产能高度集中，且 PTA 和 PX 两个环节之一供需紧张时，集 PTA 和 PX 为一体的企业将会获得较大的盈利空间。因此对于恒力石化这样打通上下游产业链的公司，其盈利理论上受涤纶长丝的景气周期影响较小，抗风险能力较强。

此外，恒力石化炼化一体化项目的布局和自建 PX 装置投产将逐步替代进口 PX，且随着国内 PX 产能的大量释放，我国将逐渐掌握 PX 的定价权，产业链利润有望重新分配。

在解决部分进口替代问题的同时，PX 项目的规模优势也将带来生产成本的下降，提高盈利能力。具体体现在，恒力炼化项目投产后，公司现有 PTA 所需 PX 原料可以实现自采，相较于依赖日韩采购的时期，公司在运费、关税等相关环节上均有大幅成本节约。

产业园区布局蓄力，超强公共设施配套能力实现低成本优势。随着加氢工艺的快速发展，炼厂对氢气的需求剧增，大型炼油厂一般配套建设独立制氢装置用于降低氢气成本。恒力炼化项目采用煤制氢，成本远低于比天然气制氢成本。恒力炼化项目配套设施齐全，拥有 PSA 装置实现氢气循环利用，制氢成本较一般煤制氢成本更低，每年可节约大量的原料成本。此外，恒力石化自备的燃煤热电厂的自发电相对于外网电具备煤指标优势，有效降低了发电成本。

恒力石化是国内唯一一家独立做到了炼化+乙烯+PTA 产业一体化的民营企业，得益于产业园的布局设计，这几个大板块均位于同一园区，有效实现了节约物流成本和损耗成本。在同一园区内，炼化为乙烯、PTA 几个环节环环相扣，上游为下游环节提供原料，通过园区化的管道运输，节约了大量的运输和时间，并减少了运输途中的损耗，以及进口类原料的关税。

2.2、 炼化与乙烯项目优势

大连炼化项目和乙烯项目分别启动于 2013 年和 2018 年，2020 年陆续投放全部产量。炼化项目使得 PTA 总产能规模达到年产 1160 万吨，成为全球产能规模领先、技术工艺先进、成本优势明显的 PTA 生产供应商和行业内唯一的一家千万吨级以上权益产能公司。在下游聚酯产业领域，公司在建的 135 万吨民用丝项目已于 2020 年顺利投产了一套 10 万吨阳离子 POY 产能和一套 10 万吨全消光 POY 产能，公司聚酯产能由此突破到年产 300 万吨以上规模水平。剩余产能建设预计将于 2021 年投放，公司聚酯总产能规模也将达到年产超过 400 万吨以上。乙烯项目所使用的相关原料 98%以上都由上游炼化项目供应，乙烯装置规模全球最大，充分利用炼厂供应的多元化原料。同时，项目的主要产品之一的乙二醇作为化纤的优质原料直接港对港运输到华东地区 的下游聚酯工厂。随着乙烯项目和乙二醇产能完全投产，恒力石化聚酯化纤全产业链的最后一个缺失环节才真正意义上被打通，成为行业内唯一一家民营独资炼化一体化公司。

图 8：公司炼化与乙烯项目布局

资料来源：公司官网

图 9：恒力石化炼化技术供应商

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

技术、设备优势：炼化技术先进，采用世界安全、稳定、效率最高的技术，全加氢工艺，其中炼化采用最先进的沸腾床渣油加氢技术（Axens），渣油转换率提升 30%-40%。采用 REGEN C、美国 GTC 公司的抽提蒸馏工艺 GT-BTX 等世界先进的芳烃联合装置工艺技术，结合目前最先进的沸腾床渣油加氢转化技术处理减压渣油，以提高全厂的轻油收率，提升经济效益。通过全加氢工艺全面提高油品质量和原油加工深度，并配套灵活硫磺回收装置，确保项目全过程实现清洁生产。炼化装置先进，炼厂和石化厂核心设备均采用国际前三，如 GE 新比隆、德国曼透平、日本埃理奥特。芳烃装置先进，采用法国 Axens 专利技术，由三套 320 万吨/年重整装置和两套 225 万吨/年 PX 装置组成，全球最大芳烃联合装置，年产 450 万吨 PX。

规模优势：项目年产 2000 万吨炼油、450 万吨 PX、1160 万吨 PTA、150 万吨乙烯，组成世界上最大产业集群，拥有世界最大芳烃联合装置可实现物耗 1.71 吨石脑油、能耗 340 千克标油水平，明显优于同行。拥有国内最大乙烯装置，下游配套乙二醇、高密度聚乙烯、苯乙烯等超大装置，乙烯收率高达 48%。

一体化优势：PX 和醋酸直接采用管道运输供应给 PTA 装置，乙烯料直接通过管道运输至乙烯蒸汽裂解与下游相关配套装置，具有原料优质、供应高效、成本低廉等特点。恒力石化产业链分布集中于大连生产基地，是一种企业自身所形成的聚集经济，比起其它上市公司的全产业链分布，恒力产业链上下游协调性更强。从规模经济的角度讲，联系密切的产业集中分布，可以实现规模报酬的递增，这种聚集的优势来源于运输费用以及生产成本降低，并且可以实现人员、项目和设备的集中管理，使得管理费用大大节约。产业园区内炼油、化工、煤化工相辅相成，互为依托，通过基地集约化的运作管理模式实现集成业务协同、一体产能整合与公用配套共用，油、化、煤匹配聚集，能效倍增、贡献价值。

配套优势：首先公司采用煤制氢装置降低原料成本，年产 24.5 万吨纯氢气，35 万吨醋酸，25 万吨甲醇。恒力炼化项目配套设施齐全，拥有 PSA 装置实现氢气循环利用，制氢成本约 7000 元/吨，远低于天然气制氢的 15000 元/吨水平。其次公司自备燃煤电厂、码头等配套设施，公司配套 8 台 5 万 KW 抽汽背压热电机组，供热 2600 万吨，发电煤耗低于 200 克标煤/电，考虑各项费用后公司发电成本约在 0.27 元/度，低于直接采购辽宁电网电价的 0.57 元/度，年节约电费 15 亿元；拥有 2*30 万吨原油码头，3*10 万吨码头，0.5 万吨-5 万吨码头 18 个，年节约码头装卸费 5-6 亿元。

2.3、 PTA 项目优势

新技术优势：PTA 核心成本竞争力在于设备和工艺，是典型的后发优势行业，越晚投产装置成本越低。过去十年，PTA 边际加工成本从 1000 元/吨大幅下降至 500 元/吨左右，主要是由于大容量技术带来的规模经济以及工艺技术的提升。恒力石化前三套 PTA660 万吨生产线采用英威达 P7 技术，最新两套 PTA 产品线均引进英威达 P8 技术，单套生产能力为 250 万吨/年，是目前国际上单套设备最大、单耗最低、节能并兼具环保的工艺技术路线。依托恒力石化 PTA 原有的配套公用工程，仅新建 PTA 主装置，能够降低建造成本，并以此降低整体运营费用。

表 2：公司 PTA 项目成本优势

项目	原辅料			公用工程					单耗总计（元/吨）
	对二甲苯	醋酸	醋酸正丙酯	高压蒸汽	脱盐水	用电量	连续废水	码头装卸费	
单价（元/吨）	7500	4500	8150	80	4.6	0.36	5.5	20	
PTA-4 单耗（吨）	0.649	0.029		0.48	0.1	-100	0.8	0	5005.36
PTA-1/2/3 单耗（吨）	0.655	0.036	0.000684	0.67	1.78	-17.8	1.96	0	5146.25
PTA-4 节省值（元/吨）	45	31.5	5.57	15.2	7.73	29.51	6.38	0	140.89
同类公司单耗（吨）	0.655	0.036	0.000684	0.8	1.78	20	1.96	0.655	5268.34
PTA-4 较同行节省值（元/吨）	45	31.5	5.57	105.6	7.73	48.1	6.38	13.1	262.98

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

价格优势：恒力石化 PTA 产品由于稳定高品质输出，价格一般高于同行。同类型产品，恒力做到不断推出行业新产品，价格高出市场价格至少 300 元/吨，盈利远高于普通产品。作为 PTA 的下游，公司聚酯产品“三高”特性保证毛利率：**高规格，**产品主要以 FDY 为主，以 20D 至 100D 为主要规格，7D 以下产品国内只有恒力石化可以生产，通过设备改造、自主研发复合丝等新型纤维，新品率持续增加。**高溢价，**由于产品质量稳定，同类型产品价格一般高于同行 300-1000 元/吨，并且不断推出引领行业发展的新品，盈利水平高于行业平均。**高壁垒，**不同于单一技术、产品创新，公司依托完整创新体系形成护城河。

2.4、 恒力文化的力量

受益于恒力石化高度集中的股权结构，在统筹推进大规模、重资产的炼化项目时，从规划、立项、审批、建设再到投产等环节，恒力石化都具备更强的项目执行力，恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化项目除了在规模上更胜一筹之外，在项目投资建设上所花的时间也更短。此外，股权独资和 100%权益，确保了恒力炼化和乙烯业务的盈利，包括 PX、醋酸、乙二醇等重要聚酯原材料产出，都全部归属于上市公司所有，有力确保了上市公司的盈利能力中枢与上游原料掌控能力。

积极推进员工持股及大股东回购，巩固公司核心利益

2020 年 9 月，公司推出第五期员工持股计划，参加对象认购员工持股计划的总额不超过 8,000 万份，总金额不超过 8,000 万元。其股票来源是公司使用自有资金和自筹资金回购的 A 股股票。截至 2019 年 11 月 05 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份数量 88,461,914 股，占公司目前总股本的 1.26%，回购最低价格 11.23 元/股，成交的最高价格 17.768 元/股，支付的总金额 124,070.94 万元（不含佣金、过户费等交易费用）。本次员工持股计划旨在丰富员工的薪酬体系，建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，实现公司、股东和员工利益的一致性，促进各方共同关注公司的长远发展，从而为股东带来更高效、更持久的回报；进一步完善公司治理结构，确保公司长期、稳定发展；有效调动管理者和员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。

公司控股股东恒力集团在 2019 年 4 月宣布增持公司股票。在公告增持期限内，大股东累计增持公司股份 14,707,122 股，占公司总股本的 0.21%，累计增持金额达 21,002.14 万元（不含手续费、佣金等），达到增持计划下限要求，成功完成本

次增持计划。本次增持完成后，恒力集团及其一致行动人合计持有公司股份 53.74 亿股，占公司总股本的 76.34%。本次增持彰显了大股东对公司发展的信心。

表 3：多期员工持股计划、股份回购和大股东增持

时间	方式	事件
2016	借壳上市	借壳大橡塑上市，实现上市公司身份的转变。
2017	第一期员工持股计划	累计购入本公司股票 760.98 万股，占公司总股本的 0.27%，成交金额为 9219.93 万元，持有人包括董监高、工程师及主管级别以上员工。
2018	发行股份购买资产及募资	发行股份 17.19 亿股，购买恒力投资和恒力炼化 100%股权，购买价格为 115.2 亿元；发行股份 5.08 亿股，募集资金 71.84 亿元，用于恒力炼化 2000 万吨/年炼化一体化项目。
2018	第二期员工持股计划	累计购入本公司股票 1904.89 万股，占公司总股本的 0.38%，成交金额为 3.14 亿元，持有人包括董监高、主管或班组长级别以上员工。
2019	第三期员工持股计划	合计持有公司股份 2223.71 万股，占公司总股本的 0.32%，成交总额为 2.62 亿元（不含交易费），用于奖励参与炼化项目建设的全体员工和上市公司核心技术管理骨干。
2019	第四期员工持股计划	受让公司回购专用证券账户的股份 5019.32 万股，占公司总股本的 0.71%，成交金额为 6.96 亿元（不含交易费）。
2019	股份回购	回购股份 8846.19 万股，占公司总股本的 1.26%，回购总额 12.41 亿元，拟将回购股份的 50%用于员工持股计划，50%用于股权激励计划。
2019	大股东增持	恒力集团累计增持公司股份 1470.71 万股，占公司总股本 0.21%，累计增持金额达 2.10 亿元。
2019	发行公司债券	获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 50 亿元的公司债券，已完成 2019 年（第一期）公司债券发行，发行规模 10 亿元。
2019	利润分配及资本公积金转增股本	完成 2018 年年度权益分派，每股现金红利 0.30 元（含税），每股转增股份 0.4 股，共计现金分红 14.90 亿元，转增 19.86 亿股，公司总股本增至 70.39 亿股。
2020	第五期员工持股计划	累计购入本公司股票 8846.19 万股，占公司总股本的 1.26%，成交金额为 12.4 亿元（不含交易费用）。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.5、 政策优势

国家相关政策积极引导炼化行业发展

2014 年 6 月 4 日，国务院常务会议部署石化产业科学布局和安全环保集约发展。会议指出，必须遵循经济规律，按照安全环保优先、科学合理规划、提高产业效益、保障能源安全的原则，搞好石化产业布局，使产业发展与民生改善相促进。除此以外，国家陆续出台了相关政策，积极引导炼化行业的发展。这些政策涉及促进市场竞争、环境保护、行业技术创新、产业布局等各个方面。国家明确鼓励有实力的民营企业按照准入要求参与石化产业重组改造和基地建设，促进市场竞争，推动形成相互促进、共同发展的新格局。这使得 2018-2025 年的中国炼油格局中，民营企业作为主力登上中国炼油产业链的舞台，对于我国石化行业发展有重大意义。

表 4：国家引导炼化行业发展的相关政策

政策	政策内容	政策意义	发布时间
《关于进口原油使用管理有关问题的通知》	允许符合条件的企业申请使用进口原油	对地方炼油企业逐步放开进口原油使用权，解决炼化的原料问题	2015 年 2 月
《石油炼制工业污染物排放标准》	规定了炼化企业污染物排放限值、检测和监督管理要求	对炼化排放物及产品质量提出规范，对炼化装置提出更高要求	2015 年 4 月
《加快成品油质量升级工作方案》	提出了成品油质量升级的时间表和路线图	推动炼油企业加快升级，优先推进汽柴油质量升级	2015 年 5 月
《石化产业规划布局方案》	国家规划了逐步在沿海形成七大石化产业基地	我国炼化行业会向着竞争、高效、可持续的方向发展，生产能力和质量预计会迅速提升，炼化企业也会从中收益	2015 年 5 月
国家能源技术创新“十三五”规划	确立重劣质原油加工技术和清洁油品生产技术的研究目标	发挥科技创新在能源环保中的带领作用	2016 年 12 月

资料来源：国家发改委网站，光大证券研究所

恒力炼化项目受益国家产业政策，享受税收优惠

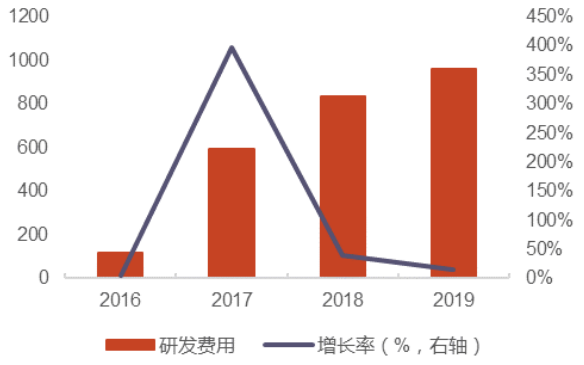
恒力2000万吨/年炼化项目地处石化产业规划布局方案中七大石化基地之一的大连长兴岛石化基地，是民营企业中第一家现代化炼化项目被列入国务院档（国发[2014]28号）重点支持的项目，在税收上享受相关支持。同时，恒力炼化项目也为东北振兴标杆项目，根据恒力集团与大连市人民政府、大连长兴岛临港工业区管委会于2013年12月签订的投资合作协议，恒力炼化项目享受大连市政府十年的税收返还，企业所得税及增值税地方留存部分（即企业所得税的40%+增值税的25%），前四年由财政全额奖励给企业，后六年减半奖励。该政策的执行，有望极大减轻公司税收压力，提高公司对股东的利润贡献。

3、 积极扩展，关注新材料领域成长

2020年11月3日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年目标的建议》全文发布，明确了“十四五”时期经济社会发展的六大主要目标。在科技创新方面，《建议》强调要坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势，加快建设科技强国。在提升产业链供应链现代化水平方面，《建议》指出要分行业做好供应链战略设计和精准施策，推动全产业链优化升级。

恒力石化作为国内民营炼化行业及化纤行业龙头，多年来一直注重涤纶长丝领域的高端研发应用，拥有1000余人的技术研发团队，并聘请德国、日本、韩国、中国台湾等地的化纤资深专家长期为公司专职服务。公司自2016年至2019年研发费用增长698%，年均增长率为99.8%。正因对技术研发的重视和高投入，公司涤纶长丝产品毛利率与同行相比具有明显优势。

图10：公司历年研发费用（百万元）及增长率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

凭借自身的研发实力和为了响应国家“十四五”规划号召，公司进一步拓展产业链，在提升自身PTA产能的同时，还在可降解塑料和聚脂薄膜等新材料领域开始实施或布局。

3.1、 巩固 PTA 龙头地位，惠州 150 亿项目开工

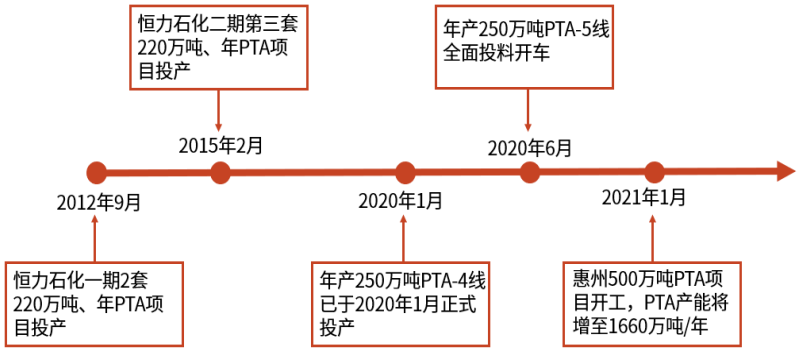
2020 年 PTA 产能达 1160 万吨，居全球权益产能首位

2020 年 1 月恒力石化第四期 250 万吨/年 PTA 项目正式投产，250 万吨/年 PTA 项目第五期于 6 月一次开车成功，初期开工一半生产线，余下 125 万吨于 7 月试产，全面达产后 PTA 总产能达 1160 万吨，为全球产能规模领先、技术工艺先进、成本优势非常明显的 PTA 生产供应商及行业内唯一的千万吨级以上权益产能公司。

惠州 500 万吨 PTA 项目开工，行业龙头地位稳固

根据恒力石化 2020 年 9 月 30 日晚公告，恒力拟于广东省惠州大亚湾石化园区内投资 1,149,491 万元建设“2×250 万吨/年 PTA 项目”，并于 2021 年 1 月开工。该项目主要建设两套 PTA 主装置、5 万吨散货码头、污水处理厂等设施，采用 60 余台进口核心设备及 500 余台国产核心设备，具备节能环保、能耗物耗低、安全稳定运行可靠性高等特点。项目建成后，恒力拥有 PTA 产能将增至 1660 万吨/年，进一步巩固在聚酯化纤产业链上游 PTA 行业的规模优势，夯实上游产能领先技术。据公司公告披露，惠州项目建成后预计年均销售收入 212.5 亿元，利润总额 12.0597 亿元，预期可成为公司重要利润增长点。

图 11：2012-2021 年公司 PTA 投产情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.2、 收购康辉石化，奠定新材料未来

新材料是国民经济先导性产业以及高端制造、国防工业发展的砖石。但我国新材料产业发展滞后，当前远不能满足市场需求，关键材料不能自给。在系列新材料发展方向纲领性文件的指导下，我国正逐步向实现稳定供给、战略材料自我保障的目标迈进。因此，新材料的未来值得瞩目。

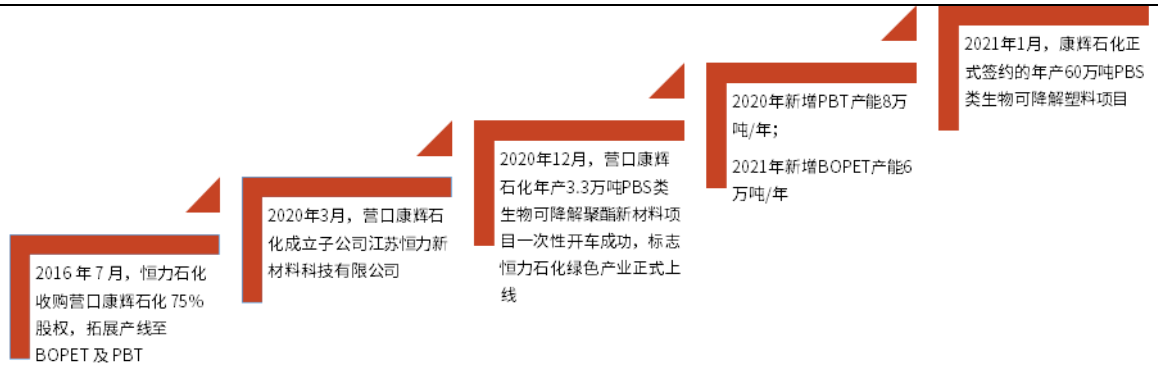
2016 年 6 月，恒力股份全资子公子恒力化纤公司以 63,825 万元现金溢价收购康辉石化 75%的股份，并以现金增资 59,740 万元，正式确定恒力往精细化工、绿色化工和化工新材料的全新发展发向。恒力借助自身大炼化企业优势为新材料研发生产提供资金与原料。与此同时，新材料领域亦为上游炼化产业链提供新的增长空间。既巩固了全产业链优势，又兼顾了炼油与下游高端石化产品生产的平衡发展。

营口康辉石化有限公司成立于 2011 年，主要产品有 BOPET、PET、PBT、THF，是全球单体产能大 PTA 原料生产商，全球大面料生产商，全球大功能性纤维生产基

地，PET 切片生厂商，PBT 工程塑料生产商，PET 高端透明膜生产企业。恒力收购康辉石化后，增资对其 BOPET 生产线进行优化，进而抢占薄膜市场。

自 2020 年来，康辉石化各个项目陆续签约上马、成功投产以及主营产品实现产能扩张。2020 年 3 月，康辉石化创立子公司恒力新材料专精新材料领域。2020 年 12 月，年产 3.3 万吨 PBS 类生物可降聚酯新材料项目开车成功。2020-2021 年年依次新增 PBT 产能 8 万吨/年；BOPET 产能 6 万吨/年。2021 年 1 月签约年产 60 万吨 PBS 类生物可降解塑料项目。当前，康辉石化拥有其自主研发中心——“康辉 PBT/BOPET 工程技术研究中心”。公司基本具备研发多元化、差别化产品的能力，为今后的科研创新工作打下了坚实的基础。归属于恒力后，康辉石化依托德国布鲁克纳拉膜工艺及恒力自有的聚酯合成技术，正逐步打造行业领先的双向拉伸聚酯薄膜（BOPET）、PBT 工程塑料、功能性聚酯及 PBS/PBAT 生物可降解塑料生产基地。

图 12：营口康辉石化发展历程



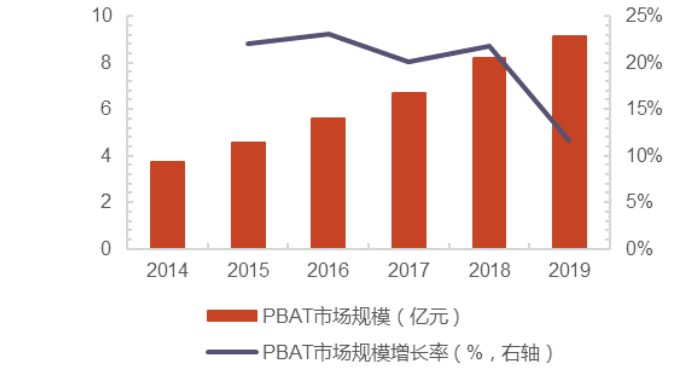
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

为响应国家“既要金山银山，也要绿水青山”的号召，恒力石化致力于发展绿色产业。2020 年 12 月 25 日，恒力石化股份有限公司全资子公司康辉石化年产 3.3 万吨 PBS 类生物可降解聚酯新材料项目开车成功顺利投产，标志恒力石化绿色产业正式上。2021 年 1 月 19 日，康辉石化年产 60 万吨 PBAT/PBS 生物可降解塑料项目正式签约，国内产能扩张达到新高潮。至此，恒力石化将拥有国内规模最大、产能最高的可降解材料项目，并向国内可降解塑料龙头迈进。

随着全面禁塑令逼近，可降解塑料市场空间巨大。2020 年以来，国家发改委、生态环境部、商务部先后发布了《进一步加强塑料污染治理的意见》、《商务领域一次性塑料制品使用、回收报告办法（试行）》等文件。标志着国家环保政策的持续收紧以及坚定绿色健康发展的决心。加之新产能的持续投放，国内可降解塑料的渗透率的提高指日可待。

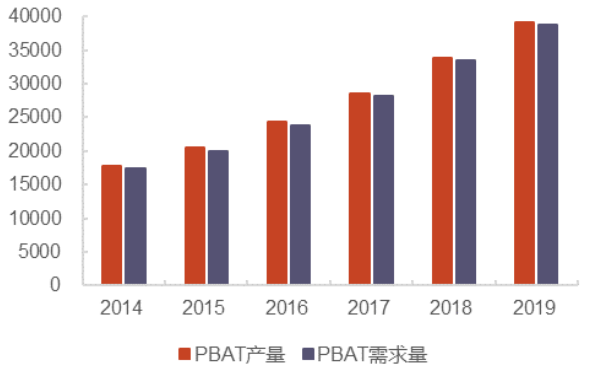
当前市场上可降解材料价格较高，且当下使用的 PLA 的产能受限，可降解材料供需缺口较大。PBS 以其优良的耐热性和工艺生产的简洁性，完全可作为供给不足的 PLA 的替代品抢占市场。PBAT 的是产规模逐渐增长，产销规模逐年稳定增加，产销基本匹配，不存在过剩的困扰。

图 13：2012-2019 年国内 PBAT 市场规模



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

图 14：2012-2019 年国内 PABT 产销统计（吨）



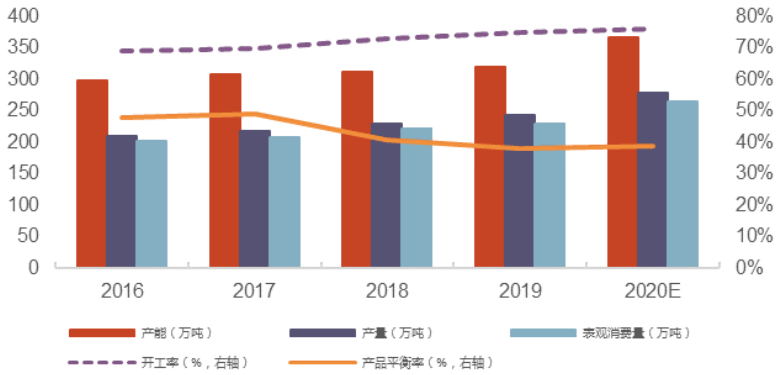
资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

3.3、 张“恒力系”之臂掖，扬“新材料”之雄威

当前看来，新材料产业逐渐呈现横向扩展、纵向延伸的态势，上下游产业联系越发紧密，产业链逐渐完善。恒力股份作为炼化企业自然不会放弃其进军新材料的优势与机会。一方面，企业实现炼化一体化后，拥有规模优势可降低成本、丰盈利润，从而积累更多资本以投向技术密集程度高、研发投入高、产品附加值高的新材料产业。另一方面，新材料领域的应用突破——汽车飞机轻量化发展、新能源领域的燃料电池材料等需求端为作为上游的大炼化企业提供了新的增长点。

恒力石化一步步扩张改善了 BOPET 双向拉伸聚酯薄膜生产线、PBT 工程塑料生产线；发展了江苏恒科新材料有限公司的 140 万吨/年多功能高品质纺织新材料项目、江苏恒力化纤股份有限公司年产 20 万吨高性能车用工业丝技改项目。在新材料领域，恒力石化大力进行研发投入，积极布局。

图 15：BOPET 市场供求状况

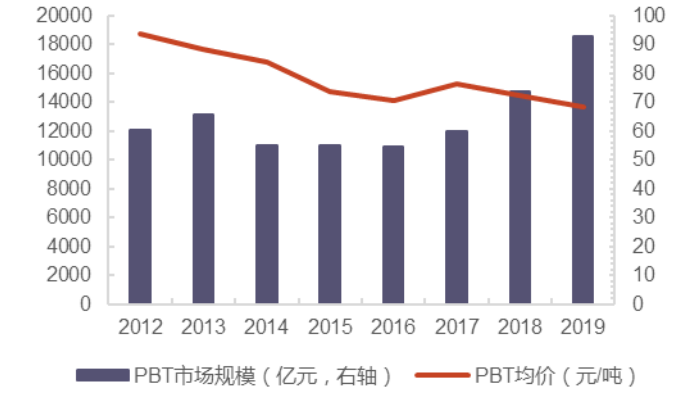


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所整理

当前 BOPET 行业与 PBT 双双回暖，利好子公司康辉石化。2016 年-2020 年，BOPET 市场新增产能较少，市场由供应过剩再度向供需平衡过渡。但 2020 年后，BOPET 市场将迎来扩张周期，供需平衡将被打破，产品平衡率也正逐步降低。据卓创资讯数据显示，BOPET 表观消费量由 2019 年的 229.9 万吨增长到 2020 年的

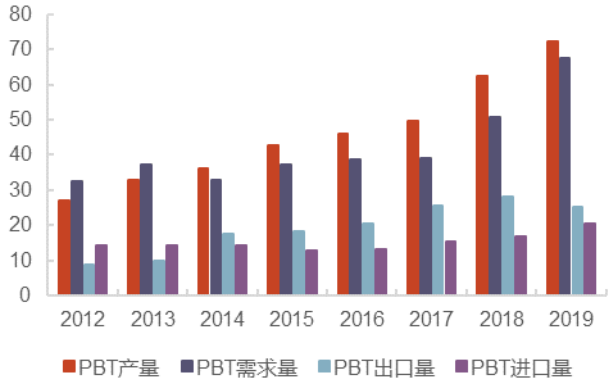
265.4 万吨，随行业景气度的提升，其 2021 年消费量也将继续上升。PBT 市场规模从 2016 年的 54.55 亿元迅猛增至 2019 年 92.62 亿元。2016 至 2019 年，在维持 PBT 进口量在 15 万吨-20 万吨的同时，中国 PBT 总需求从 2016 年的 38.6 万吨增长到 2019 年的 67.4 万吨；总的 PBT 产量由 46.2 万吨提高至 72.2 万吨；PBT 出口量由 20.6 万吨增长至 25.1 万吨。需求旺盛表现显著，行业景气度持续提升。

图 16：2012-2019 年 PBT 价格走势及市场规模



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

图 17：2012-2019 年中国 PBT 市场供需图（万吨）



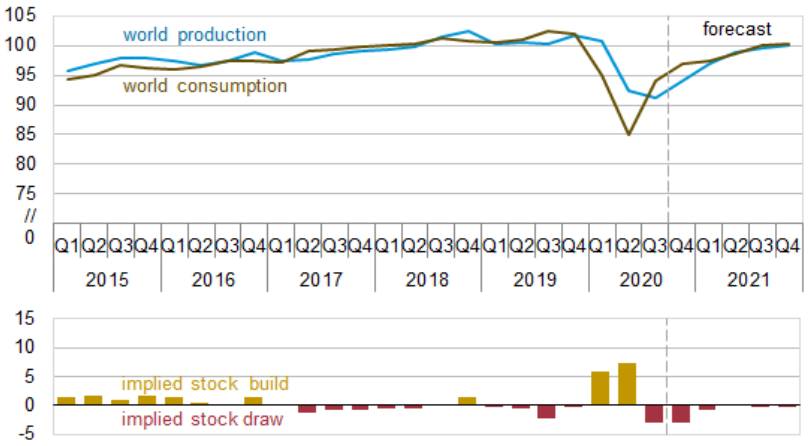
资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

4、 看好全球共振复苏，化纤行业周期反转

4.1、 后疫情时代油价回暖，利好民营炼化企业

后疫情时代油价逐步回归到 50-60 美元/桶正常区间。供给端，OPEC 产油国严格遵守减产协议，减产执行率基本达标。虽然后续 OPEC 大概率会降低减产幅度，但其减产进度仍将大概率匹配需求端的变化；需求端拐点的关键变量是欧美疫情的变化。随着疫苗的进展有序推进，多国已开始进行新冠疫苗的接种，加上美国财政刺激政策的稳步落地，原油需求有望逐步恢复。随着供需端格局的逐渐改善，原油价格有望得到支撑，我们预期后疫情时代油价将逐步回归至 50-60 美元/桶正常区间。

图 18：全球液体燃料供需平衡（2015-2021 年）单位：百万桶/天

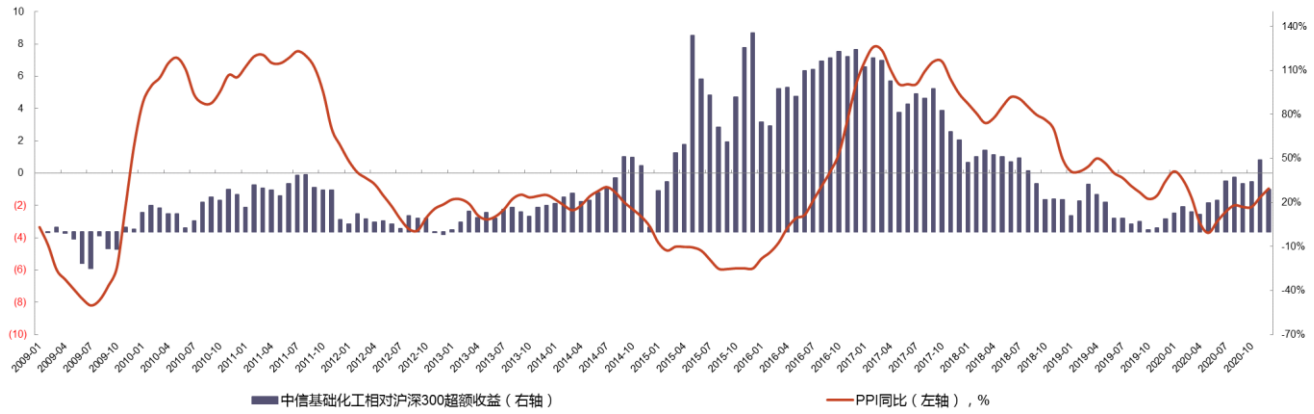


资料来源：EIA

化工行业超额收益率和 PPI 同比增速具备较强的相关度

根据 PPI 分部门分拆的影响权重来看，PPI 波动受油价波动影响较大，其中石油占比 4.3%，化工占比 11%。我们回顾了从 2009 年至今的 PPI 波动和中信基础化工指数的走势，发现化工行业相对沪深 300 的超额收益与 PPI 波动有较强的内在联系。从近十年的情况来看，PPI 同比增速筑底企稳之后化工行业相对沪深 300 往往能取得不错的超额收益。

图 19：化工行业超额收益率和 PPI 同比增速具备较强的相关度



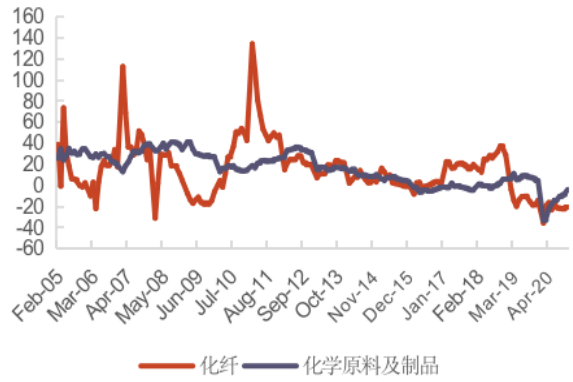
资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020.12

PPI 环比继续改善，民营炼化企业将显著受益。自 2020 年 Q2 以来，国内 PPI 环比持续改善，展望 2021 年，原油供需格局持续好转，后疫情时代石油价格有望维稳在 50-60 美元/桶，看好 PPI 后续走势，我们预期化工行业有望迎来第二波配置机会，民营炼化企业将显著受益。

4.2、 化纤品供需紧平衡，行业周期景气反转

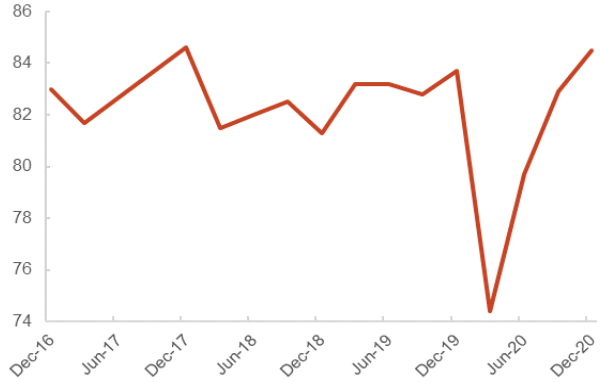
供给端：对于化工类周期产品而言，投资周期的结束意味着景气周期的启动。2019 年，化纤行业整体处于供给扩张和需求下滑的双重压力下，行业景气度下行。当前随着化纤行业的新增产能投放速度放缓，产成品整体库存处于低位，2020 年 11 月同比降低 3.8%。产量增长放慢，产能利用率逐步推升，供给端已在筑底阶段。

图 20：固定资产投资完成额累计同比（%）



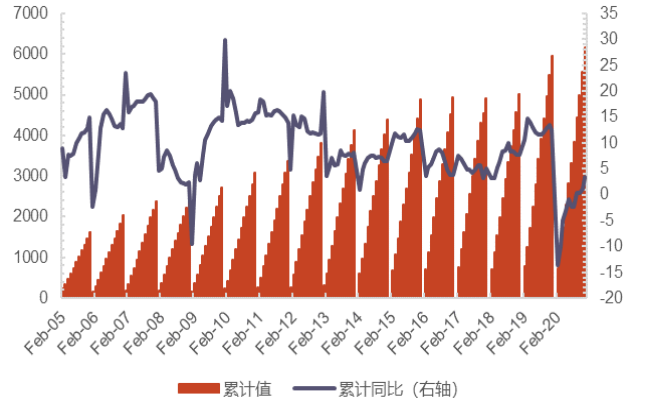
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 21：化纤产能利用率当季值（%）



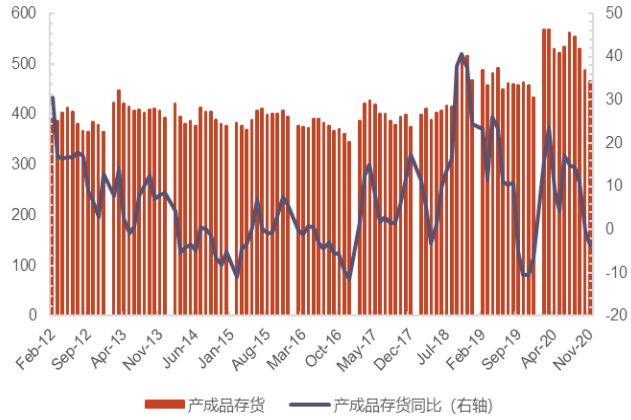
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 22：化纤产量累计值（万吨）和累计同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

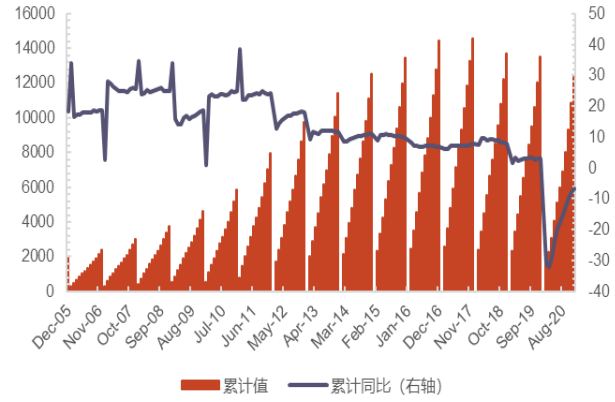
图 23：化纤产成品存货（亿元）与同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

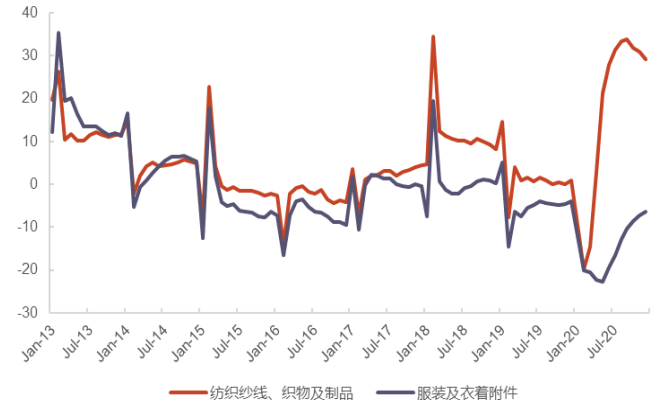
需求端：得益于海外防疫需求爆发，下游纺织业出口金额大幅提升，累计同比增长率已接近历史高点。后续随着新冠疫苗研发普及，国内外消费需求复苏，下游服装业进入补库周期，零售和出口情况将有所改善，实现小幅增长。

图 24：服装鞋帽、针纺织类零售额累计值（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 25：纺织服装制品出口额累计同比（%）

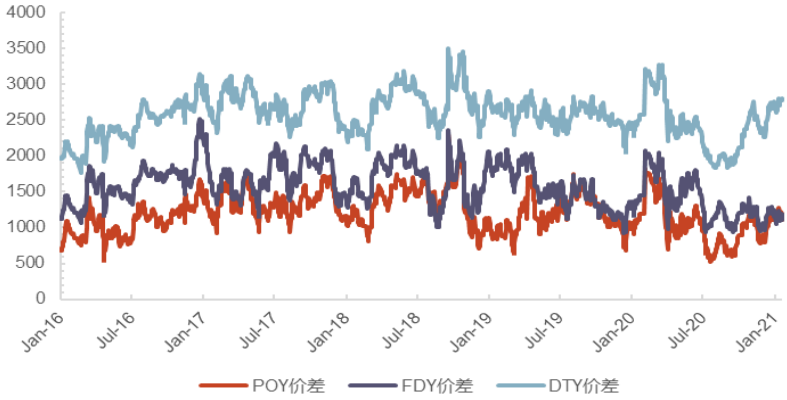


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

成本端：油价支撑化纤产品价格不断上涨，在下游买涨心理下将维持产销高位。2020 年 11 月初至今，布伦特原油期货价格已由 39.3 美元/桶上涨至 54.9 美元/桶，涨幅为 39.7%。受此影响，化纤原料端价格也在不断上涨，如涤纶长丝主要原材料 PTA 全国主流市场 7 日均价已达 3800 元/吨，乙二醇市场 7 日均价已涨至 4585 元/吨（2021.1.16-2021.1.22）。2020 年年底，化纤行业 PPI 环比增长 1.5%，工业增加值累计同比增长 2.2%，涤纶长丝、氨纶等主要产品价差呈扩大趋势。

总体来看，供给端、需求端、成本端多方因素将共同刺激化纤行业景气度上行。

图 26：涤纶长丝价差（元/吨）（截至 2021.1.21）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5、 投资建议

公司拥有很强的技术优势和规模优势，在未来的炼化大扩能浪潮竞争中能搏得一席之地，且公司还在积极布局新材料领域，进行产业链横向延伸，长期持续向好。此外，由于 2020 年四季度开始疫情缓解需求回暖，油价大幅反弹，炼化产业链景气回升，公司业绩有望恢复正常。进入 2021 年后，随着疫苗问世，新冠疫情有望

逐步得到控住，我们认为未来油价有望回复到 50-60 美元/桶的正常区间，加之公司乙烯项目在 2020 年四季度投产，60 万吨可降解材料项目在 2021 年一季度投产，未来有望贡献增量业绩。因此，我们上调了对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 131、171、212 亿元，折算 EPS1.86、2.43、3.02 元/股，当前股价对应 PE 为 23、18、14 倍，维持“买入”评级。

6、 风险分析

油价和宏观经济波动风险

宏观经济大幅波动将影响全球油价，公司作为国内民营大炼化龙头企业，如油价大幅波动将影响公司炼油及其他化学品成本和产出，对公司业绩造成影响。

疫情反复影响下游化纤需求风险

近期疫情在国内出现零星散发态势，国外疫情出现新变异毒株，疫情形势仍不容小觑。疫情将影响化纤行业下游需求，对公司化纤产品销售造成不利影响。

项目投产不及预期风险

公司近期有 PTA、可降解塑料和聚酯薄膜等多个新增项目开展，项目投产不及预期将导致公司相关产品投放市场进度偏慢，影响相应产品市场扩展和盈利能力。

国家政策执行不到位风险

公司部分产品如可降解塑料等受国家政策执行力度影响较大，如国家政策执行不到位，将明显影响市场产品需求量。

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	60,067	100,782	127,715	142,332	154,327
营业成本	52,413	79,866	101,533	110,592	117,134
折旧和摊销	1,844	3,792	5,009	5,305	5,589
税金及附加	325	2,121	2,688	2,995	3,248
销售费用	543	952	1,206	1,344	1,458
管理费用	620	1,090	1,382	1,540	1,670
财务费用	1,478	3,563	3,451	3,183	2,719
研发费用	834	958	1,214	1,353	1,468
投资收益	108	275	250	275	300
营业利润	4,119	13,223	17,250	22,454	27,860
利润总额	4,140	13,212	17,254	22,459	27,859
所得税	738	3,100	4,048	5,269	6,536
净利润	3,402	10,112	13,206	17,190	21,323
少数股东损益	80	87	80	90	100
归属母公司净利润	3,323	10,025	13,126	17,100	21,223
EPS(按最新股本计)	0.66	1.42	1.86	2.43	3.02

现金流量表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,131	16,937	23,319	26,115	30,220
净利润	3,323	10,025	13,126	17,100	21,223
折旧摊销	1,844	3,792	5,009	5,305	5,589
净营运资金增加	2,569	11,923	3,483	2,211	1,511
其他	(3,604)	(8,803)	1,701	1,500	1,897
投资活动产生现金流	(32,430)	(39,913)	(960)	(3,950)	(4,900)
净资本支出	(35,364)	(41,774)	(1,200)	(4,200)	(5,200)
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	2,934	1,861	240	250	300
融资活动现金流	34,305	25,637	(13,325)	(19,242)	(22,921)
股本变化	2,227	1,986	0	0	0
债务净变化	57,364	37,090	(7,058)	(11,436)	(14,185)
无息负债变化	27,641	3,215	10,358	5,714	5,957
净现金流	5,967	2,758	9,034	2,923	2,399

资产负债表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	125,242	174,378	188,068	194,914	201,993
货币资金	12,323	16,509	25,543	28,466	30,865
交易性金融资产	45	2,632	2,632	2,632	2,632
应收帐款	484	675	855	953	1,033
应收票据	4,764	17	22	24	26
其他应收款（合计）	104	1,200	1,519	1,693	1,836
存货	18,479	19,464	22,331	24,324	26,934
其他流动资产	2,561	11,887	16,735	19,366	21,525
流动资产合计	39,579	53,294	70,794	78,719	86,187
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	24,056	83,075	84,489	85,382	85,748
在建工程	44,220	23,716	18,312	15,834	14,501
无形资产	4,922	5,808	5,890	5,970	6,049
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	10,565	4,985	4,985	4,985	4,985
非流动资产合计	85,663	121,083	117,274	116,195	115,806
总负债	97,334	137,639	140,939	135,217	126,989
短期借款	22,991	47,597	40,383	28,947	14,762
应付账款	16,347	18,778	23,872	26,002	27,540
应付票据	10,599	4,984	8,123	10,506	14,056
预收账款	920	6,024	7,634	8,508	9,225
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	54,216	82,267	85,568	79,845	71,618
长期借款	40,067	51,265	51,265	51,265	51,265
应付债券	0	1,011	1,011	1,011	1,011
其他非流动负债	2,998	2,946	2,946	2,946	2,946
非流动负债合计	43,118	55,371	55,371	55,371	55,371
股东权益	27,908	36,739	47,129	59,697	75,003
股本	5,053	7,039	7,039	7,039	7,039
公积金	21,037	18,963	20,275	21,792	21,792
未分配利润	2,087	10,512	19,510	30,471	45,677
归属母公司权益	27,588	36,333	46,643	59,121	74,327
少数股东权益	321	406	486	576	676

主要指标

盈利能力（%）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	12.74%	20.75%	20.50%	22.30%	24.10%
EBITDA 率	12.25%	20.33%	19.95%	21.55%	23.25%
EBIT 率	9.12%	16.28%	16.02%	17.82%	19.62%
税前净利润率	6.89%	13.11%	13.51%	15.78%	18.05%
归母净利润率	5.53%	9.95%	10.28%	12.01%	13.75%
ROA	2.72%	5.80%	7.02%	8.82%	10.56%
ROE（摊薄）	12.04%	27.59%	28.14%	28.92%	28.55%
经营性 ROIC	4.83%	8.94%	11.18%	13.75%	16.28%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	77.72%	78.93%	74.94%	69.37%	62.87%
流动比率	0.73	0.65	0.83	0.99	1.20
速动比率	0.39	0.41	0.57	0.68	0.83
归母权益/有息债务	0.42	0.35	0.49	0.70	1.06
有形资产/有息债务	1.83	1.61	1.87	2.21	2.76

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.90%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
管理费用率	1.03%	1.08%	1.08%	1.08%	1.08%
财务费用率	2.46%	3.54%	2.70%	2.24%	1.76%
研发费用率	1.39%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
所得税率	17.82%	23.46%	23.46%	23.46%	23.46%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.30	0.40	0.66	0.85	1.21
每股经营现金流	0.82	2.41	3.31	3.71	4.29
每股净资产	5.46	5.16	6.63	8.40	10.56
每股销售收入	11.89	14.32	18.14	20.22	21.92

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	66	30	23	18	14
PB	7.9	8.4	6.5	5.1	4.1
EV/EBITDA	39	20	16	13	10
股息率	0.69%	0.93%	1.52%	1.98%	2.80%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测　注：按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 期写字楼 48 层

北京 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层

深圳 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼