

恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

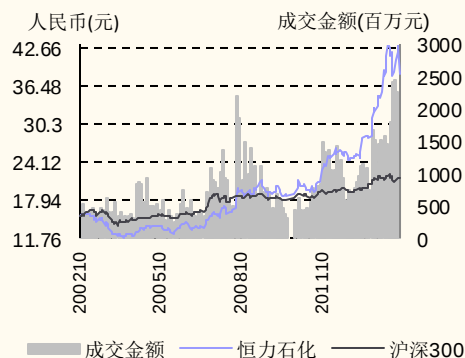
公司深度研究

市场价格 (人民币): 38.51 元

目标价格 (人民币): 71.40 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	70.39
已上市流通 A 股(亿股)	70.39
总市值(亿元)	2,710.76
年内股价最高最低(元)	43.23/11.76
沪深 300 指数	5483
上证指数	3496



相关报告

1. 《验证：百亿利润为底线！-恒力石化年报点评》，2020.4.19

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 联系人
chenlvlu@gjzq.com.cn

如果 250 亿仅是盈利下限？附测算依据！

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	100,782	141,063	177,599	194,070	217,030
营业收入增长率	67.78%	39.97%	25.90%	9.27%	11.83%
归母净利润(百万元)	10,025	12,521	15,089	18,033	25,120
归母净利润增长率	201.73%	24.90%	20.51%	19.51%	39.30%
摊薄每股收益(元)	1.424	1.779	2.144	2.562	3.569
每股经营性现金流净额	2.41	4.66	4.64	4.62	5.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.59%	28.37%	28.37%	28.17%	31.76%
P/E	11.29	15.72	13.05	10.92	7.84
P/B	3.12	4.46	3.70	3.08	2.49

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 根据我们的测算，恒力石化具备到 2023 年获取超 250 亿底部利润，约 396 亿中性利润和约 589 亿乐观利润的能力，同当前市场主流预期存在百亿级别景气底部净利润预期差，我们认为恒力石化当前市值严重低估。我们需要特别提到的是，我们在 2019 年市场一致不看好大炼化底部利润时发布的深度报告《恒力石化：如果百亿利润仅是盈利下限？附测算依据》已得到验证！
- 1、我们测算认为恒力石化在 2021-2023 年的业绩高速增长不以是否迎来顺周期为转移，即使维持 2020 年全行业亏损的历史景气底部状态，恒力石化依然具备到 2023 年实现业绩超 100% 增长的能力。这主要来源于恒力石化全球领先的大体量超低成本炼化下游产能 (PTA, 聚酯新材料等) 以及大体量高附加值的可降解新材料产能持续投产，目前市场对这部分大体量强 alpha 项目投产带来的与景气度无关的利润增长几乎没有预期。
- 2、恒力石化在建全球超大可降解塑料项目，进入高附加值的可降解“蓝海”。恒力石化旗下康辉石化具备自主知识产权的 3.3 万吨 PBAT 于 2020 年底开车成功，恒力石化规划 90 万吨 PBS/PBAT 产能，总产能 93.3 万吨，当前吨净利超 1 万元/吨。据 Statista 预测，到 2027 年全球可降解塑料市场有望达 124 亿美元，CAGR 15.17%。恒力现有 PBAT 装置单吨毛利达 50% 以上，现有规划产能投产后有望给恒力石化带来超 50 亿净利增量。
- 3、全球领先的强 alpha 产能投产推动恒力石化业绩大幅增长确定性强，这部分业绩增长同景气度无关，而行业景气度回升则有望带来更大的盈利弹性。通过对恒力石化现有规划产能及现有产能在不同景气度 (景气底部，景气中性以及景气高点) 进行盈利弹性多情景测算，在现有规划产能全部建成投产，恒力石化景气底部净利有望达 250.5 亿元，景气中性及景气高点利润分别有望达 396.6 和 589.2 亿元。随着全球原油价格恢复理性，新冠对终端消费负面影响降低，在恒力石化拥有显著的行业 alpha 以外，还有望获得行业景气度恢复带来的巨大盈利弹性。

投资建议

- 我们看好恒力石化完善的一体化配套优势以及技术迭代带来显著超额收益，在现有规划产能全部投产的情况下，我们预计公司 2020-2023 年净利润为 125.21/150.89/181.33/251.2 亿元，对应 EPS 为 1.78/2.14/2.56/3.57 元，参考上一轮海外石化企业成长周期及大炼化板块和申万化工近年市盈率倍数，给予恒力石化 2023 年 20 倍 PE，在此基础上，恒力石化市值有望达 5024 亿元，市值具有明显上升空间，目标价 71.4 元，给予公司“买入”评级。

风险

1. 原油单向大规模下跌风险；2. 纺织服装严重需求恶化；3. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险；4. 地缘政治风险；5. 项目建设及审批进度不及预期；6. 美元汇率大幅波动风险；7. 技术迭代造成超额收益减少；8. 其他不可抗力影响。

单击此处输入文字。

投资要件

■ 关键假设

(1) 差异化聚酯长丝、聚酯薄膜、工业丝等聚酯项目，500 万吨 PTA 项目及营口康辉总计 90 万吨可降解 PBS/BAT 项目投产时间符合预期。

(2) 疫情预计影响仅为 2020 年全年，对 2021 年影响可以基本忽略，但是盈利测算依旧按照 2020 年景气底部进行保守测算。

(3) 公司聚酯业务在 2020 年业务受到海外疫情影响，对 PTA-聚酯环节利润产生挤压，2021 年影响基本消除，但是盈利测算依旧按照 2020 年景气底部进行保守测算。

■ 我们区别于市场的观点

市场一致观点是认为民营大炼化龙头获取远超行业的超额收益的核心原因是市场所误以为的税收方面(消费税)原因或者是发改委 40 美金地板价套利等方面的原因，包括认为恒力石化要实现 250 亿底部利润需要同样体量的二期项目投产，**市场并未完全认识到恒力石化当前在建产能投产就足以实现 250 亿景气底部的利润，目前有超过百亿的预期差存在。**民营大炼化龙头企业的超额收益核心原因是远远领先行业的成本优势，恒力石化作为民营大炼化龙头企业之一，其成本优势存在较为明显的稀缺性和壁垒性，因而超额利润持续将大概率长时间存在，与此同时，市场还未完全认识到随着行业周期回暖，顺周期将给恒力石化带来明显的盈利弹性。

我们的观点：

虽然 2020 年油价显著跌破 60 美元/桶，恒力石化的盈利能力逆势爆发，主要基于公司新建项目远低于行业的成本优势，虽然受疫情影响，公司原油-PX-PTA-聚酯长丝产业链由于下游需求较弱，价差收窄，产品链下游以微利为主，但上游炼化-PTA 产业链后发优势明显，推动恒力石化获得行业超额收益。

我们认为，民营大炼化板块在逆周期阶段的业绩尚未完全被市场重视，且目前炼化板块已处于行业景气度持续回暖的顺周期的萌芽阶段，在 2021 年恒力石化仍有大量差异化长丝产能投产，乙烯装置及 2020 年新建 500 万吨 PTA 产能有望在 2021 年全年贡献利润，叠加需求转暖与未来 PTA 先进产能的投产预期，恒力石化可降解项目带来的成长性，持续看好公司未来强 alpha 增长能力以及周期回暖后的盈利弹性。

■ 股价上涨的催化因素

公司股价的上涨催化因素主要包含以下几个可能因素：

1. 全球疫情边际改善及终端需求的回暖；2. 油价逐步上涨且终端需求涨幅大于油价涨幅；3. 500 万吨 PTA 产能、长丝及工业丝、薄膜产能以及 90 万吨 PBAT/PBS 按预期建成投产；4. 恒力石化强 alpha 新增产能投建。

■ 估值和目标价格

从短期而言，我们预计公司 2020-2023 年净利润为 125.21/150.89/181.33/251.2 亿元，对应 EPS 为 1.78/2.14/2.56/3.57 元，对应 PE 为 21.65X/17.96X/15.03X/10.79X，，即使景气度不回暖，在乙烯装置及 500 万吨 PTA 产能在 2021 年全年贡献收益的情况下，恒力石化净利 2021 年有望达 20%左右的增长，随着现有规划项目逐步投产，恒力石化底部收益有望持续维持增长。

从中长期而言，我们看好恒力石化完善的一体化配套优势以及技术迭代带来显著超额收益，参考恒力石化不同情境下的盈利弹性测算，在现有规划产能全部投产的情况下，恒力石化净利水平有望超 250 亿，参考大炼化板块 2016-2019 年平均市盈率、上一轮海外石化企业成长周期市盈率以及近几年申万化工市盈率倍数，给予恒力石化 2023 年景气底部净利 20 倍 PE，恒力石化市值有望达 5032 亿元，目标价 71.4 元，给予公司“买入”评级。

■ 投资风险

1. 原油单向大规模下跌风险；2. 纺织服装严重需求恶化 3. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险 4. 地缘政治风险 5. 项目建设及审批进度不及预期 6. 美元汇率大幅波动风险 7. 技术迭代造成超额收益减少 8. 其他不可抗力影响。

内容目录

投资要件	2
1、景气底部彰显强 Alpha	5
1.1 先进装置工艺以及极限规模带来显著后发优势	5
1.2 恒力 PX 装置的规模与技术优势构筑 PX 成本壁垒	7
1.3 先进 PTA 装置行业超额收益明显	9
1.4 聚酯行业集中度提高，差异化产品有望成为业绩新增长点	10
1.5 政策优势及一体化配套项目优势明显	12
2、大体量高附加值深加工项目打开未来成长空间	13
3、行业回暖有望带来高额盈利弹性	20
4、投资建议及估值	24
4.1、市盈率法	24
4.2、折现现金流法	25
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1：民营大炼化以其超然规模成为行业优质资产（单位：万吨/年）	5
图表 2：国内主要民营一体化炼厂与两桶油平均成品油收率比较	6
图表 3：恒力石化设计产能及 2020 年实际成品油及化工品产量	6
图表 4：渣油加氢的四种形式	6
图表 5：2020 年 ACP 报递盘价格证实日韩产能已确定处于连续亏损状态！（美元/吨）	7
图表 6：中国 PX 仍存在较高海外依存度	8
图表 7：日韩 PX 产能退出时民营大炼化盈利情况	9
图表 8：PTA 价差已达历史最低水平，先进产能成本优势成为盈利核心	9
图表 9：不同设备、工艺水平 PTA 装置成本比较	9
图表 10：不同设备、工艺水平 PTA 装置利润水平（元/吨）	10
图表 11：截至 2020 年 12 月涤纶长丝行业集中度，CR6 达 60%	11
图表 12：POY 毛利与库存走势	11
图表 13：地方限塑令相关政策与文件	13
图表 14：全球生物基塑料产能（万吨）	14
图表 15：全球生物基塑料产能分布（%）	14
图表 16：全球生物基塑料产品产能分布（%）	15
图表 17：2018 年全球可降解塑料市场分布	15
图表 18：2020 年全球生物基塑料消费市场（其中 58% 为可降解塑料）	16
图表 19：《关于进一步加强塑料污染治理的意见》规划	16
图表 20：全球可降解塑料需求（万吨）	17
图表 21：中国快递塑料消耗量（万吨）	17

图表 22: 全球可降解塑料市场及增速 (亿美元)	18
图表 23: 可降解塑料现有、在建及拟建产能.....	19
图表 24: 康辉石化 PBAT 成本及收益测算.....	19
图表 25: 现有主要 PBAT 装置规划完全成本测算 (元/吨)	20
图表 26: 原油-聚酯产业链物理比例收益加总及原油现货价	21
图表 27: 不同景气度下民营大炼化板块净利 (对应 2021 年 2 月 5 日收盘价)	21
图表 28: 全球原油价格恢复理性区间.....	22
图表 29: 聚酯长丝库存天数.....	22
图表 30: 恒力石化不同景气度收益测算 (假设全年满产)	23
图表 31: 可比公司估值比较 (市盈率法)	25
图表 32: 海外石化企业成长期及申万近年历史 PE.....	25
图表 33: 公司现金流量折现法.....	25
图表 34: 折现现金流法核心假设.....	26

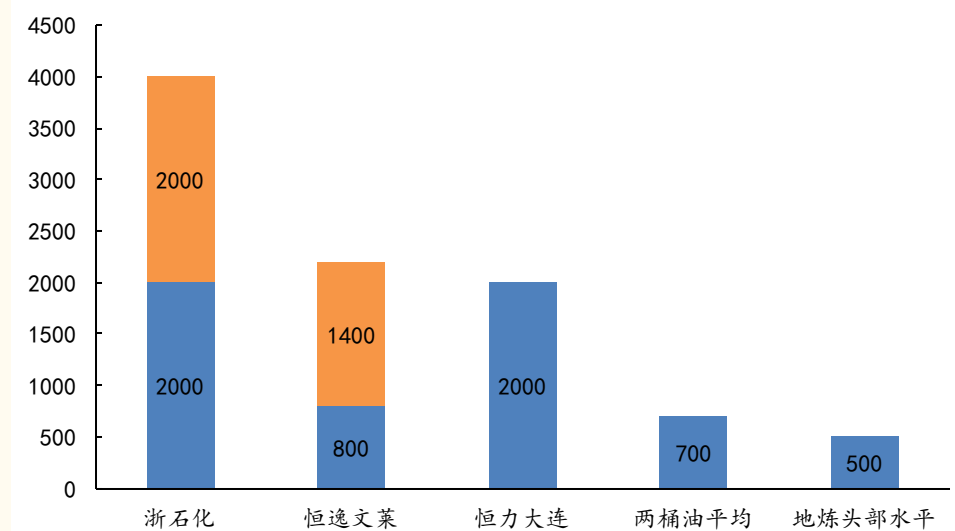
1、景气底部彰显强 Alpha

1.1 先进装置工艺以及极限规模带来显著后发优势

具备代际优势的先进装置与工艺。恒力大连、浙石化、恒逸文莱三大民营炼化一体化项目均于 2019-2020 年投产，而传统石化项目普遍于 2004 年之前投产。受多重因素制约，国内 PX 等化学品产能自 2010 年后更是很少扩产，日韩台等亚洲其他地区炼化项目也普遍上马时间较早，民营大炼化在装置工艺水平上占据代际优势，带来原辅料、燃动力需求的显著降低。以 15-20 年的炼化新旧产能迭代速度估算，民营大炼化的巨大代际成本优势将至少保持到 2035-2040 年。

近上限水平的规模优势。当前国内炼化规模效应较差，90%左右的地炼产能不足 500 万吨/年，两桶油炼厂平均规模也不足 700 万吨/年，与民营大炼化单个项目 2000 万吨/年，园区化项目 4000 万吨/年的炼油能力有较大差距。在设备工艺相同的情况下，扩大项目规模可以节约相应土建和安装费用，提高原料、能源利用率。由于单个项目 2000 万吨基本上是当前技术水平下单套炼化一体化设备的规模上限，民营大炼化规模优势大概率将长期保持。

图表 1：民营大炼化以其超然规模成为行业优质资产（单位：万吨/年）

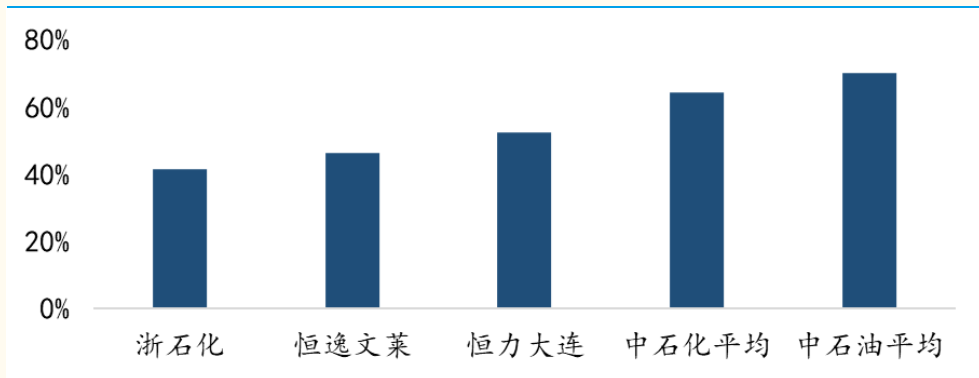


来源：公司公告及项目环评，国金证券研究所

注：橙色部分为二期产能

炼油-化工一体化项目给予民营大炼化企业深度调整产品结构的能力以获取更高利润的空间。相比于两桶油 60-70%的成品油收率，民营炼油-化工一体化项目成品油设计收率处于 40%-50%之间。在项目实际运行过程中，得益于先进的加氢裂化装置和芳烃联合装置，针对不同的市场环境，民营大炼化一体化项目可以灵活的调整产品结构。

图表 2：国内主要民营一体化炼厂与两桶油平均成品油收率比较



来源：公司公告及项目环评，国金证券研究所

注 1：中石化、中石油成品油收率根据 2019 年公司年报测算，民营大炼化收率为项目设计能力

注 2：荣盛石化和桐昆股份分别持有浙石化 51% 和 20% 股权

恒力大连 2000 万吨炼化一体化项目设计成品油产量约为 1000 万吨/年，而实际上恒力石化 2020 前三季度的成品油产量仅有 200 万吨，随原油及成品油消费景气下行，从二季度起成品油产量持续降低，三季度成品油产量仅有 23 万吨，年化后实际成品油收率不到 15%，而前三季度化工品产量达 1653 万吨，较为灵活的产品结构调整能力能使恒力石化参考各类产品市场表现对产成品结构进行调整以获得更高收益。

图表 3：恒力石化设计产能及 2020 年实际成品油及化工品产量

单位：万吨	设计产能	2020Q1	2020Q2	2020Q3	年化产量	2020 年年化成品油收率
成品油	1047.09	105.04	73.08	23.12	268.32	13.42%
化工品	674.77	312.29	766.96	573.90	2204.2	

来源：公司公告及项目环评，国金证券研究所

与此同时，恒力石化的高化工品收益率的核心因素为恒力石化采取了沸腾床全加氢工艺，恒力石化的沸腾床工艺对比目前国内的固定床加氢工艺具有显著的渣油幻化能力的提升，沸腾床工艺能够更大程度上转化渣油产生终馏点 538 度以下的加氢蜡油/重油，使得其可以进一步加工成高附加值轻油，很大程度上的解决了重油无法吃干榨尽的难题。

图表 4：渣油加氢的四种形式

项目	固定床	移动床	沸腾床	悬浮床
原料油	常规渣油	较劣质重油	较劣质的重渣油	劣质重渣油
渣油转化率/%	20~50	<50	50~90	>90
脱硫率/%	>90	60~90	60~90	60~70
脱氮率/%	50~70	50~90	30~50	30~40
脱残炭率/%	70~90	70~85	70~95	80~95
脱金属率/%	50~70	80~95	60~80	70~90
氢耗/ $m^3 \cdot m^{-3}$	~150	200~250	200~300	200~300
技术难易程度	简单易操作	较复杂	复杂	较复杂
技术成熟性	成熟	基本成熟	较成熟	开发中
装置投资	中等	较高	较高	较高

来源：恒力石化项目公告，国金证券研究所

恒力沸腾床加氢的渣油转化率达到 85%~90%。从表观来看，600 万吨的沸腾床渣油加氢装置进料，最终低附加值产品仅有 64 万吨的重质沥青以及少量的干气，其余渣油都已经被转化为轻油，蜡油以及加氢尾油。渣油加氢的产品通过进一步加氢裂化或加氢精制产成高附加值的 III 类润滑油以及轻油。

除此之外，恒力乙烯-乙二醇装置优势明显

(1) 恒力 150 万吨/年乙烯装置国内规模领先。国内之前最大的乙烯规模为 120 万吨/年，典型规模为 80 万吨/年；恒力石化乙烯装置规模优势明显。

(2) 恒力乙烯符合行业的原料轻质化的趋势，主要指标在国内蒸汽裂解装置中对比中石化下属最优乙烯装置领先。恒力乙烯主要原料采用炼油装置产出的碳五碳六，LPG，轻石脑油与干气回收的轻烃，乙烯收率达到 48%，高附收率达到 66.4%（未考虑裂解汽油苯产出）。从指标来看恒力乙烯相对于现存中石化装置有明显优势。对比中国石化 2018 年的乙烯收率最高中原乙烯的乙烯收率 36.67%，以及镇海的高附收率 62.37%，均有明显领先。

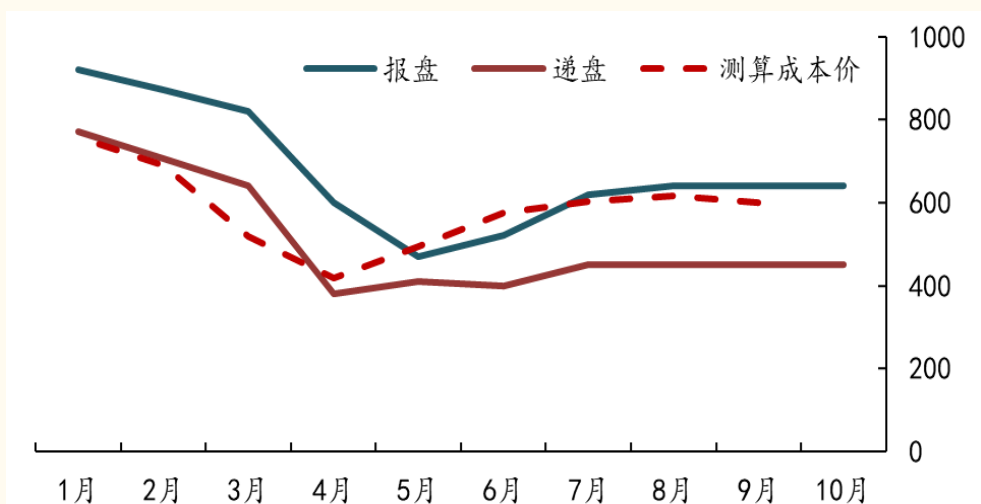
(3) 恒力 2*90 万吨/年乙二醇装置在国内乙烯原料乙二醇装置中规模领先。采用乙烯原料生产乙二醇的三种核心工艺中的 SD 工艺（SD，Shell，UCC 占有工艺 95% 以上）。加之规模优势，以及产业配套，我们判断乙二醇装置在乙烯原料乙二醇装置中具备显著的竞争优势。

1.2 恒力 PX 装置的规模与技术优势构筑 PX 成本壁垒

国内新增产能超 1000 万吨，世界 PX 供需格局已经改变。受技术水平、民众情绪等因素影响，中国 PX 产能增长曾一度停滞，进口依赖度常年维持在 60% 以上，亚洲 PX 主要出口国日本和韩国掌握 PX 定价权，PX 环节利润出现超过聚酯产业链其他环节总和的情况。2019 年以来，随着一大批炼化一体化项目的如期投产，国内 PX 供应呈爆发式增长，新增产能（包括直运国内的文莱炼化项目）超 1000 万吨/年，增幅约 50%。

ACP（亚洲合同价）曾是亚洲 PX 价格的主要基准，其通过日韩卖家公布下月倡导价，主要买家进行还盘的形式进行。如两对以上 ACP 价格达成一致，即宣布 ACP 达成。然而，自 2019 年以来，ACP 价格仅达成 3 次，2020 年以来，1-10 月 ACP 价格更是全部谈崩。这标志日韩产能已事实上失去 PX 定价权。

图表 5：2020 年 ACP 报递盘价格证实日韩产能已确定处于连续亏损状态！（美元/吨）



来源：CCFEI，国金证券研究所

注：PX 测算成本价 = 原油价格 + PX 行业小规模平均单吨产品加工费

通过拆解中国 PX 产量、消费量及进口量数据，我们发现中国目前对海外 PX 仍存在较高的进口依赖，截止 2019 年，中国 PX 的进口依赖度依然为 50% 以上，虽然自 2019 年以来，国内一大批炼化一体化项目的如期投产，国内 PX

供应呈爆发式增长，新增产能（包括直运国内的文莱炼化项目）超 1000 万吨/年，但由于下游 PTA 新建产能陆续投产，PX 需求持续上行，目前就 PX 而言，中国依然对外保持较高依赖度，但炼化一体化的投产推动了 PX 国产化的加速，由于目前国内 PX 依然对海外存在较高的依存度叠加民营炼化龙头企业持续建设 PTA 产能，中期内国内 PX 大概率不存在产能过剩的情况。

图表 6：中国 PX 仍存在较高海外依存度

单位：万吨	国内产量	进口量	表观消费量	进口依赖度 (%)	自给率 (%)
2014	860.00	997.27	1846.92	54.00	46.56
2015	910.00	1164.89	2062.88	56.47	44.11
2016	940.00	1236.14	2170.48	56.95	43.31
2017	1000.00	1443.82	2440.32	59.17	40.98
2018	1010.00	1590.82	2600.81	61.17	38.83
2019	1464.00	1493.79	2957.78	50.50	49.50
2020	1962.84	1386.10	3348.78	41.39	58.61

来源：wind，国金证券研究所

除此之外，在国内 PTA 巨头纷纷向上游扩展业务范围实现炼油-PX-PTA-聚酯一体化生产的大背景下，PX 主要传统买家（中国）外购 PX 的欲望将持续降低，而另一方面，日韩等传统卖家坚持的较高报盘，尤其是 7 月以来的横盘，表明了当前 640 美元/吨的报价已触及其现金成本。

这一报价与原油价差约为 2300-2400 元，反映了日韩产能现金加工成本。在此价格下，短流程项目停车代替产品降价成为其唯一选项，长流程项目也将选择调油获利。若考虑折旧等因素，日韩小规模产能确定性处于亏损状态，已进入逐步出清阶段。

作为买家可以连续递出低价的重要依仗，即便在当前极端环境下，民营大炼化 PX 环节相比于日韩企业在四个环节具备显著成本优势，带来共计 853~932 元/吨的超额利润：

相对于日韩短流程企业，大炼化可以获取从原油到石脑油的加工利润。按照（石脑油-布伦特原油）5 年平均价差与单吨原油到石脑油的加工费做对比，每吨石脑油节省成本 232 元/吨；

日韩长流程企业，会在 PX 价格处于现金成本+（200~250）元的情况下提前退出。当日韩企业调油获利等于 PX 获利时，在 PX 跌价的预期下，日韩长流程企业会逐步退出非自用的 PX 出口产能。按照汽油每吨获利 100 元人民币以及 MX：PX=2~2.5：1 的情况下，日韩 PX 获利 200~250 元每吨时，日韩企业长流程落后产能就会开始逐步停产 PX，增加汽油产出。

大炼化的 PX 装置相比日韩的 PX 装置有明显的规模优势。按照 500 万吨/年炼厂（配套 150 万吨重整和 60 万吨 PX 装置）与浙石化 2*1000 万吨炼厂（配套 2*450 万吨重整和 2*200 万吨 PX 装置）的经济性测算，我们判断，仅考虑规模优势，民营大炼化每吨 PX 加工费用要低于日韩约 400 元/吨。

大炼化生产的 PX 相比日韩产品具有明确的税费及运输成本优势。日韩的 PX 需要支付 2%关税，港口接卸仓储费用以及约 20 美金的运费（含保险费用）。按照 19 年大炼化批量投产以来 PX 中枢价格 5400 元/吨考虑，每吨 PX 节省关税 108 元，加上港口接卸费 50 元以及 136 元运费，合计 294 元。

图表 7：日韩 PX 产能退出时民营大炼化盈利情况

元/吨	日韩短流程退出成本	日韩长流程退出成本
现金成本	559	388
运费	136	136
关税	108	108
港口	50	50
提前退出		200-250
总计	853	882-932

来源：《炼油厂经济评价》，浙石化环评，国金证券研究所

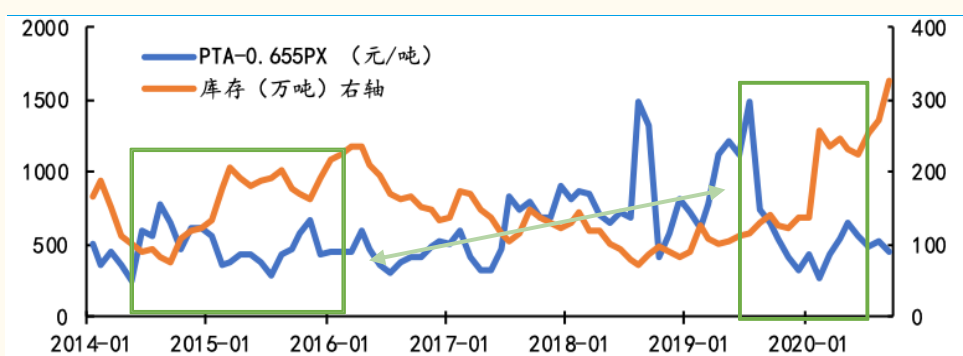
受油价波动影响，外购石脑油-原油价差 2019 年持续缩窄，综合考虑长流程提前退出情况，当前日韩小规模长短流程产能普遍处于同步退出状态。

恒力石化一体化一期项目现有 450 万吨 PX 产能，在相比海外产能存在 882-932 元/吨超额收益的情况下，恒力石化仅 PX 环节在行业处于盈亏平衡水平时仍存在近 40-42 亿元超额利润。

1.3 先进 PTA 装置行业超额收益明显

PTA 行业正进行大规模洗牌，产业集中度将进一步提高。当前，PTA 库存持续积累，行业处于大面积亏损状态。对比上一个累库存、低价差阶段，我们发现这种情况出现的根本原因均是在先进产能批量上线的同时落后产能尚未退出市场导致的 PTA 阶段性、结构性产能过剩。与此同时，大炼化龙头企业先进产能持续投放，在建 PTA 先进产能达 2290 万吨/年，在当前极端环境以及未来可能出现的景气低点，大炼化龙头企业利用先进设备工艺及规模效益带来的成本优势以及产业链一体化的抗风险能力可保持较好盈利能力，建立起坚实的行业壁垒。而其竞争对手落后产能和无上下游配套产能将逐步停车，失去市场份额，产业集中度必将进一步提升，随着落后产能的退出，行业供需关系逐步修正，在实现产能升级的同时，环节利润也有望实现稳步上升。

图表 8：PTA 价差已达历史最低水平，先进产能成本优势成为盈利核心



来源：CCFEI, WIND, 国金证券研究所

PTA 先进设备、工艺成本优势超 700 元/吨。与 PX 环节主要依靠规模化获得成本优势不同的是，PTA 设备工艺的迭代总能带来可观成本优势，刺激企业投放先进产能。我们测算显示，应用最新设备、工艺的 PTA 装置（2018 年水平）完全成本较一般装置（2012 年水平）低 281 元/吨，较落后、老旧装置（2008 年水平）低 758 元/吨，成本优势十分明显。

图表 9：不同设备、工艺水平 PTA 装置成本比较

单位：元/吨	08 年装置	12 年装置	19 年装置
现金加工成本	3,551	3,545	3,510
	652	328	296

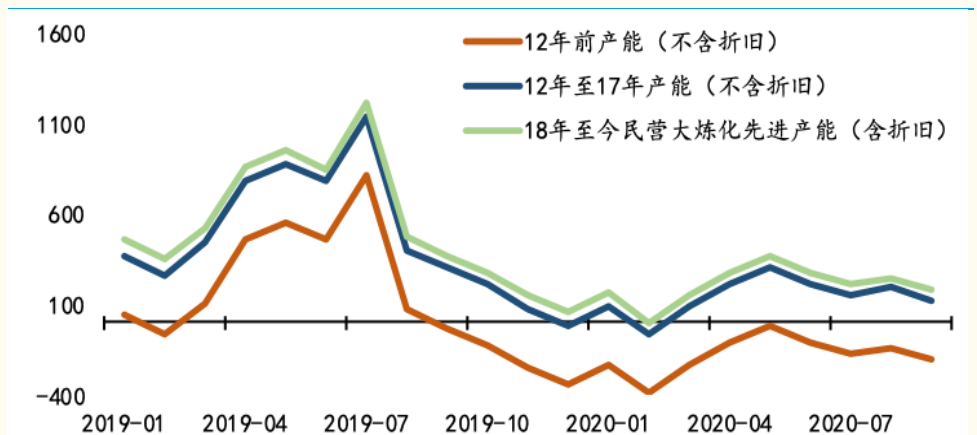
折旧摊销	362	213	84
完全成本	4,564	4,087	3,806

来源：中海石油环评，嘉兴石化一期及二期环评，WIND，国金证券研究所

注：现金加工成本=除 PX 外原料费+燃料动力费

我们认为，本次洗牌将大概率实现 2012 年之前落后产能的大比例淘汰。2019 年中统计显示，国内约有 1490 万吨/年的落后产能，考虑落后产能仅会在产品价格等于现金成本（不含折旧摊销）时选择停车，彼时这部分产能仍能通过生产获利。然而，自 2019 年 9 月份以来，即便不考虑折旧摊销，2012 年之前建成的落后产能也已一直处于亏损状态。就目前统计显示，全国在建的先进 PTA 产能就达 2300 万吨/年以上，按 90%兑现测算，这部分先进产能增量也足以实现对落后产能的替代。

图表 10：不同设备、工艺水平 PTA 装置利润水平（元/吨）



来源：WIND，国金证券研究所

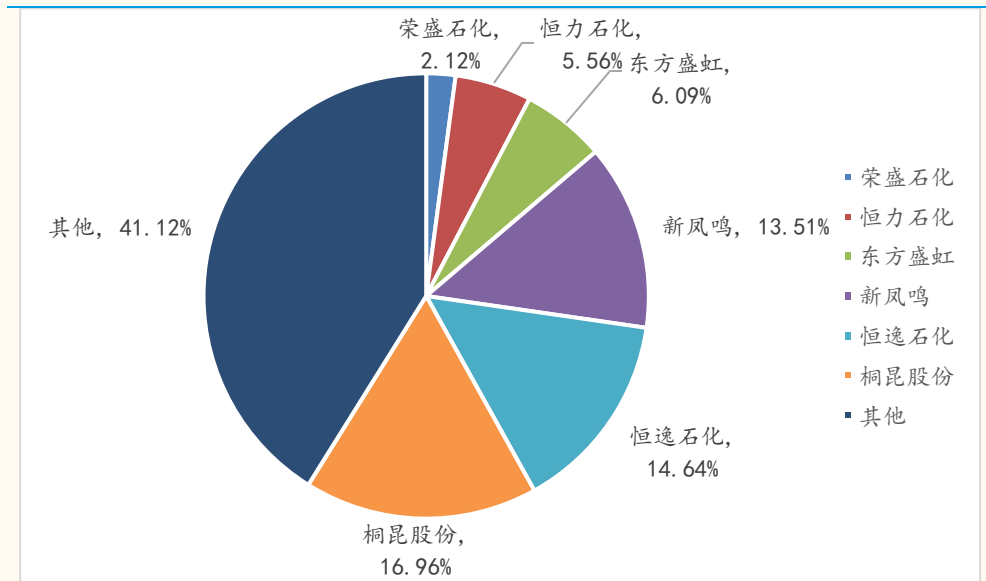
注：盈利水平 = PTA 单价 - 工艺 PX 单耗 * PX 单价 - 现金加工成本（-折旧摊销）

恒力石化现有 660 万吨（3*220 万吨 PTA 生产线）次新装置，500 万吨 2019-2020 年投产新装置（2*250 万吨 PTA-4，PTA-5 生产线），以及 2020 年 10 月公告投资 500 万吨 PTA 产能，在不考虑新建产能投产的情况下，相较于 2012 年以前装置，恒力石化 PTA 环节拥有近 27 亿元超额利润，随着新建 PTA 产能投产，预计恒力石化超额收益有望达 47 亿元。

1.4 聚酯行业集中度提高，差异化产品有望成为业绩新增长点

相比于正在进行深度洗牌的 PX 和 PTA 产业，涤纶长丝产业已基本完成整合升级，头部企业竞争力持续趋强，CR6 产能占我国涤纶长丝总产能的 60%。当前已披露的扩产信息显示，新增产能全部来自头部企业，随着大炼化龙头企业二期项目的扩建，头部企业原料成本优势将继续放大，加之规模化带来的成本优势，聚酯长丝产业已建立起较高的行业壁垒，且将愈发难以撼动。

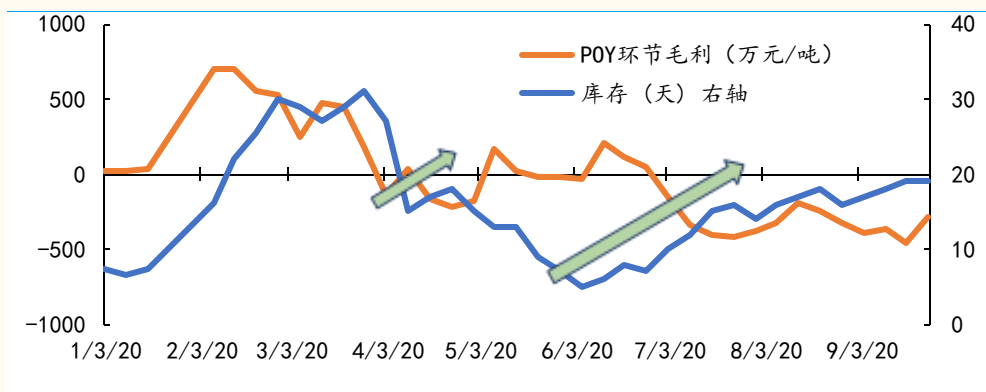
图表 11：截至 2020 年 12 月涤纶长丝行业集中度，CR6 达 60%



来源：卓创资讯，国金证券研究所

高集中度带来高议价权。相比于分散化特征明显的下游纺织企业，长丝企业高集中度特征使其可采取更多有效手段保障自身利益。以 POY 作为指标进行分析，今年 2 月-3 月受春节淡季和疫情双重影响，长丝库存一度升至 31 天，随着国内疫情的迅速控制，库存也回归 15 天左右的中枢水平。第三季度以来，长丝行业毛利持续走负，环比上涨的库存表明企业已经开始有计划的累积库存。另据中纤网称，主流涤纶长丝工厂有开展限产保价举措的消息。限产+库存积累有效保障了企业的利润水平，更避免了价格的进一步下跌。虽然当前长丝景气度较低，但由于其需求刚性，中长期需求回暖持续增长确定性强。随着国内经济形势的彻底好转，国内需求的恢复，处于产业链下游的长丝需求也将率先回暖。

图表 12：POY 毛利与库存走势



来源：CCFEI，国金证券研究所

我们认为大炼化龙头企业不同涤纶长丝成本优势还体现在以下方面：

POY：同样生产 POY 长丝的企业在规模，效率，设备能耗方面可以有约 100-200 元/吨的差别。

FDY：考虑到 FDY 环节用压缩空气比较多，压缩空气机组可以用蒸汽透平驱动，也可以用电动机驱动，所以能耗是主要成本，如果空压不用电或者工厂有自备电厂则可节省成本 150-250 元/吨。

DTY：POY-DTY 环节一体化的企业相比外购 POY 进行加弹流程的企业，由于其动力消耗与包装占比达到了 DTY 加工非原料成本的 40%左右，通过配

套公用工程系统（自备电厂/蒸汽）与自产包装材料（包括纸管，泡沫板，纸箱，木架回用等）可节省成本约为 150-250 元/吨。而加弹新旧设备的效率差异，包括车速，电耗，单机台效率等根据长丝种类可以节省成本 150-1000 元/吨。

恒力石化目前有超 300 万吨聚酯产能，其中约 175 万吨民用长丝产能，目前仍有 145 万吨在建长丝产能，预计在 2021 年及以后分批投产，恒力石化现有聚酯产能超额收益达 21 亿元，在计划产能投产后，超额收益有望达 28.6 亿元。

1.5 政策优势及一体化配套项目优势明显

大炼化非主营业务主要分为两个部分，第一部分为成品油，第二部分为非聚酯产业链大宗化工品。当前炼油、化工产业均处于历史景气度低点。

鉴于全球原油供需逻辑的转变，我们认为未来油价中枢处在 45-55 美元/桶的区间的概率较大，国内炼油产能的过剩进一步压缩了炼油环节的利润空间。然而，即便做出行业将在未来一段时间内都维持景气底部的最保守预期，我们发现民营大炼化企业在炼油化工环节仍具备获得显著超额收益的优势：

自备公用工程与副产回用优势。恒力辽宁项目自备电厂度电成本在 0.3 元以下，较 0.52 元/度的大工业上网电价也有极大优势。此外，在足够规模的支撑下，干气回收、余热回用等系统的引入进一步提升了项目的经济性。按照恒力炼厂可研数据测算，大炼化自备公用及回用设施可为炼化一体化项目带来约 150 元/吨的成本优势。

恒力石化对炼油的干气中的高附加值成分进行了充分的回收，其中的乙烷丙烷作为乙烯装置的原料，可以获得较高双烯收率。目前中石化装置只有少量装置对催化裂化/焦化干气进行回收，通常采用：北化院的浅冷油吸收工艺，鲁姆斯/德西尼布的深冷油吸收技术或变压吸附工艺。

干气回收的核心原因在于催化干气与焦化干气中存在烯烃，直接回收价值较高；而对于其他干气，则直接作为燃料气，并不对其中乙丙烷进行回收。

而恒力使用法国德西尼布（Technip）的技术，采用深冷油吸收工艺，将所有的炼厂干气中的乙烷/丙烷进行回收，作为乙烯装置的原料，一方面迎合了目前的乙烯装置原料轻质化的主流趋势；另一方面，充分利用了炼厂干气中的高附加值的乙烯，丙烯，乙烷与丙烷。

恒力石化的炼厂干气回收装置规模达到 108 万吨/年，创造了国内的最大炼厂干气回收装置的新纪录，共回收乙烷约 50 万吨/年，丙烷 24 万吨，能够生产乙烯/丙烯产品约 60 万吨/年。之前国内最大的炼厂回收装置是中海油惠州二期乙烯装置 23 万吨/年干气回收装置。干气回收装置的意义在于使用干气中的廉价乙丙烷，在烯烃装置中生产高附加值的烯烃产品。

根据恒力 2000 万吨炼厂可研数据测算：

110 万吨干气回收装置，炼厂干气每年回收乙烷 49.2 万吨，LPG21.5 万吨，碳五 9.9 万吨，均作为乙烯装置的裂解炉原料。炼厂干气按照 55 美元/吨中石化体系每吨价格在 1300 元左右，增加干气回收装置每吨产品加工费 200 元，乙烷成本不会超过 1700 元。而美国进口乙烷按照每吨运费 90 美元+蒙特贝尔维乙烷价格在 26.5 美分/MMBTU, 换算国内到岸价每吨价格在 2400 元。单吨乙烷成本节省在 800 元左右，LPG/碳五的价格相对干气溢价每吨也在 2000 元以上。合计节约约 10.5 亿元。

按炼厂年耗电 43 亿度计算，按自备电厂电价 0.28 元/度与辽宁大工业用电电价 0.52 元/度价差计算，每年合计节约电费约 10.5 亿元。

按制氢 24 万吨计算，煤制氢相较于天然气制氢每吨节省 3000 元，每年合计节约约 7.2 亿元。

一体化成本优势。大炼化企业上下游高度集成的特质使得上游产品可以直接供给下游使用，减少了运输、储存成本。自备码头更是为产品外销提供了重要支撑，据测算，可节省成本约 20 元/吨。

产业结构优势。相比于传统主力炼厂和地方炼厂，大炼化配备了更多的化工产能，使得项目整体具备较高的灵活性，当油价上涨时可以更多生产利润率较为稳定的成品油产品，而当油价下跌时，则可通过加氢裂化等工艺生产更多的化学品获利，以此在不同油价区间对产品组成进行优化，抵抗单类产品价格波动风险，实现成品油-化工产品的相互支撑，保障项目整体利润。

政策倾斜优势。相比于传统地炼，大炼化以其规模优势成为地方乃至国家层面政策倾斜的对象。恒力石化项目作为振兴东北重点项目获得增值税 4 免 6 减半优惠。

2、大体量高附加值深加工项目打开未来成长空间

恒力石化以具备自主知识产权的 93.3 万吨大体量可降解塑料 PBS/PBAT 项目为突破口，在大炼化一期项目带来丰厚利润的同时，深耕研发，进一步拓展高附加值化工深加工产业链，为未来高成长奠定基础，迈出从做大到做强的关键步伐。2019 年可降解包装袋消费量约为 50 万吨，占全球可降解塑料消费量的 59%，是全球可降解塑料最主要的消费市场，但对于全球塑料包装市场而言，一年塑料消费量达近亿吨，即可降解塑料仅有 0.5% 左右的渗透率，在此情况下，伴随全球对白色污染的管理日益收紧，可降解塑料具有极大的渗透增长空间。当前可降解塑料供求呈现严重供不应求现象，以恒力石化 PBS/PBAT 项目为例，按照当前的成本与价格测算，其单吨净利超 1 万元/吨。

伴随全球白色污染的日益严重，全球多个国家推出限塑及禁塑令，据统计，已有 60 多个国家颁布了针对一次性塑料袋使用的禁令和征税措施。欧盟 2015 年颁布的《包装及包装废弃物指令第六次修正法案》要求成员国采取措施确保到 2019 年 12 月 31 日人均年消费量不超过 90 个轻质塑料袋，到 2025 年 12 月 31 日人均不超过 40 个轻质塑料袋，又进一步在 2019 年颁布的《降低某些塑料制品对环境的影响》指令中提出，塑料餐具、塑料棉签、吸管等 10 种一次性塑料制品将于 2021 年被禁止使用。非洲是全球禁塑力度最大的地区之一，截至 2019 年 6 月，非洲 55 个国家中已经有 34 个国家颁布相关法令，禁止一次性塑料包装袋的使用或对其征税。而日本在 2019 年 5 月发布了《塑料资源循环战略》，提出塑料减量化，增加塑料的回收循环再利用以及增加可再生材料及生物基塑料的使用，并制定了相应的时间表，要求到 2030 年实现塑料再生利用增加 1 倍(约 200 万吨)的目标。(资料来源：发改委)

与此同时，中国也提出了“禁塑令”，2020 年 1 月以及 7 月国家发改委及相关部门提出《关于进一步加强塑料污染治理的意见》和《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》，进一步推动不可降解塑料制品的退出，可降解塑料需求逐步扩大。

图表 13：地方限塑令相关政策与文件

地区	时间	政策	主要内容
海南	2020年2月10日	《海南经济特区禁止一次性不可降解塑料制品规定》	新版“限塑令”之后，国内首部针对一次性不可降解塑料制品的地方法规
海南	2020年8月27日	《海南省全面禁止生产销售使用一次性不可降解塑料制品实施方案》	提出7个方面21项重点工作任务：禁止部分塑料制品的生产、销售和使用；推动替代品产业发展；规范塑料废弃物回收利用和处置；严格执法监督
上海	2020年9月10日	《上海市关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》	到2020年底，上海市范围的商场、超市、药店、书店等场所以及各类展会活动，禁止使用一次性塑料购物袋；餐饮打包外卖服务禁止使用不可降解塑料购物袋
浙江	2020年9月11日	《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》	以不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆酒店一次性塑料用品、快递塑料包装为重点，将分步骤、分领域禁止、限制使用相关塑料制品。
北京	2020年12月18日	《北京市塑料污染治理行动计划（2020—2025年）》	要求到2020年底，北京建成区的商场、超市、药店、书店等零售业门店(含门店或电商提供的零售配送服务)禁止使用不可降解塑料袋，集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋。全市快递网点“瘦身胶带”封装比例达到90%、循环中转袋使用率达到95%以上。

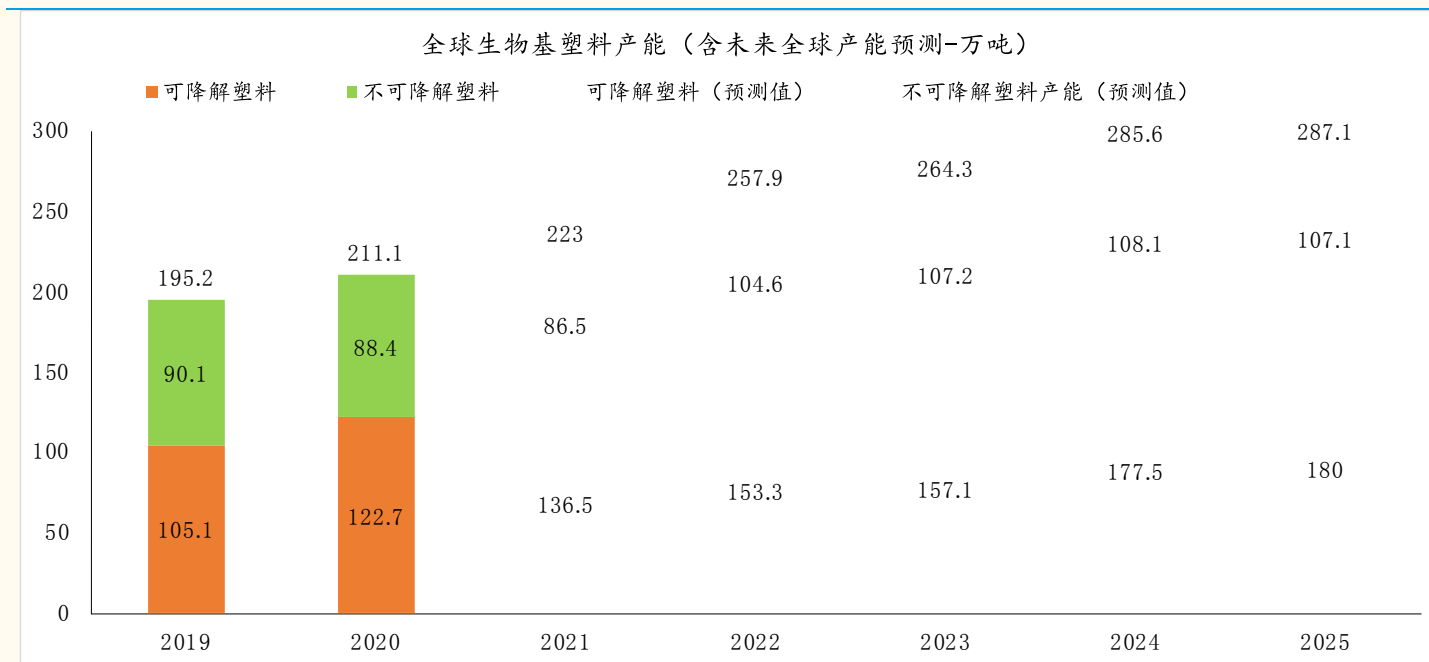
来源：国务院，国金证券研究所

可降解塑料是指在自然界如土壤、沙土等条件或特定条件下由自然界存在的微生物作用引起降解,并最终完全降解变成二氧化碳、甲烷、水及其它所含元素无机物或物质的塑料。可降解塑料按照原料来源可分为生物基可降解塑料及石油基可降解塑料两大类。生物基可降解塑料主要为天然材料加工得到的塑料,代表性产品主要有 PLA,PHA 等。石油基可降解塑料是指以化学合成方法将单

体聚合而得的塑料,如 PBAT, PBS 等, 其中 PLA 等天然材料合成的产品原材料通常为玉米, 通常 2.39 吨玉米可以生产 1 吨 PLA, 全球玉米产能整体较为有限, 在一定程度上制约了 PLA 的产能发展, 因此通常而言, PBAT 等石油基可降解塑料存在较为明显的超大规模化生产可能性。

目前全球可降解塑料产量及使用量都相对较少, 截止 2020 年全球可降解塑料产能大约为 122.7 万吨, 随着全球限塑令以及对不可降解塑料的使用逐步收紧, 生物基可降解塑料产能有望持续增长。

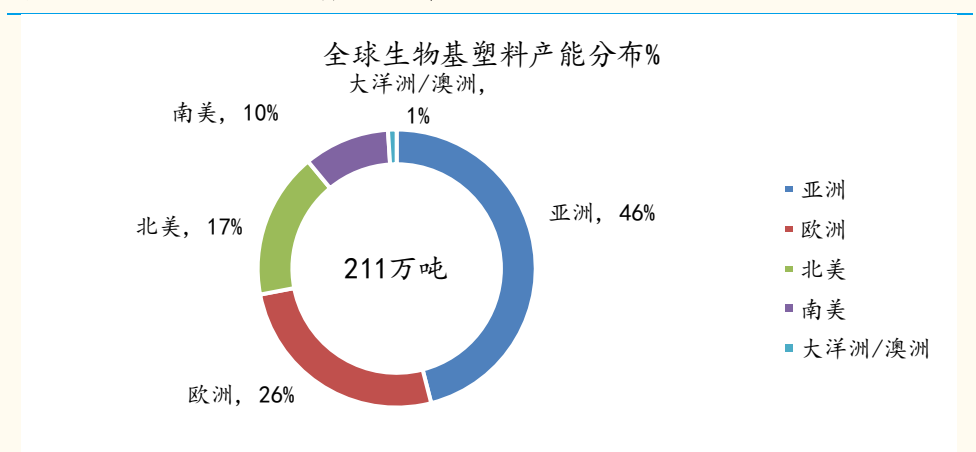
图表 14: 全球生物基塑料产能 (万吨)



来源: European Bioplastics, 国金证券研究所

就生产而言, 目前全球生物基塑料产能主要集中在亚洲市场, 亚洲占全球产能的 46%, 而欧美分别占生物基塑料产能的 26%和 17%。

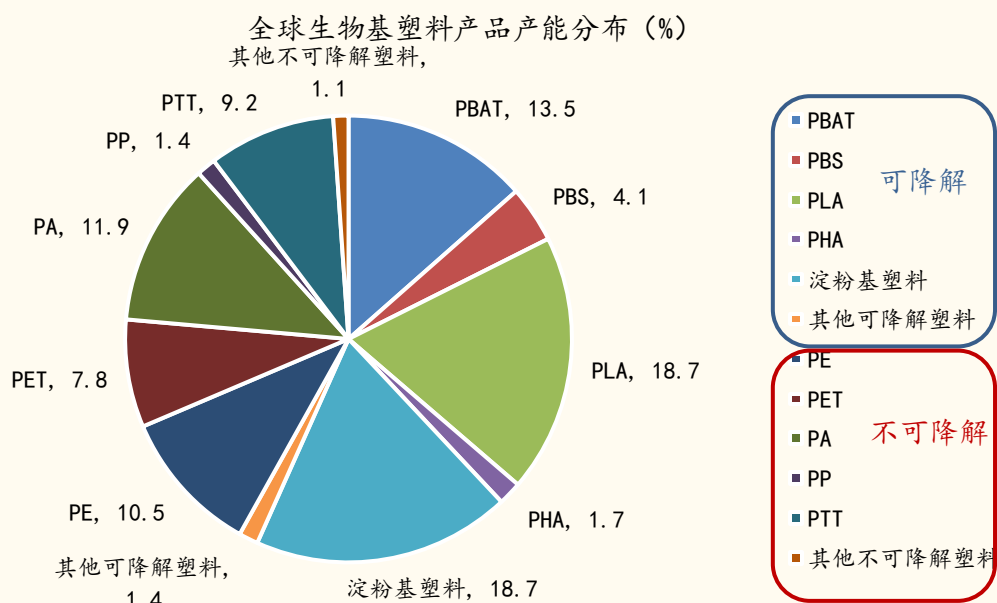
图表 15: 全球生物基塑料产能分布 (%)



来源: European Bioplastics, 国金证券研究所

截止 2020 年, 目前全球市场生物基塑料产能约为 211 万吨, 其中 58.1% 产能为可降解塑料, 其中主要产品为 PBAT, PLA 和淀粉基塑料, 分别占全球产能的 13.5%, 18.7%和 18.7%。

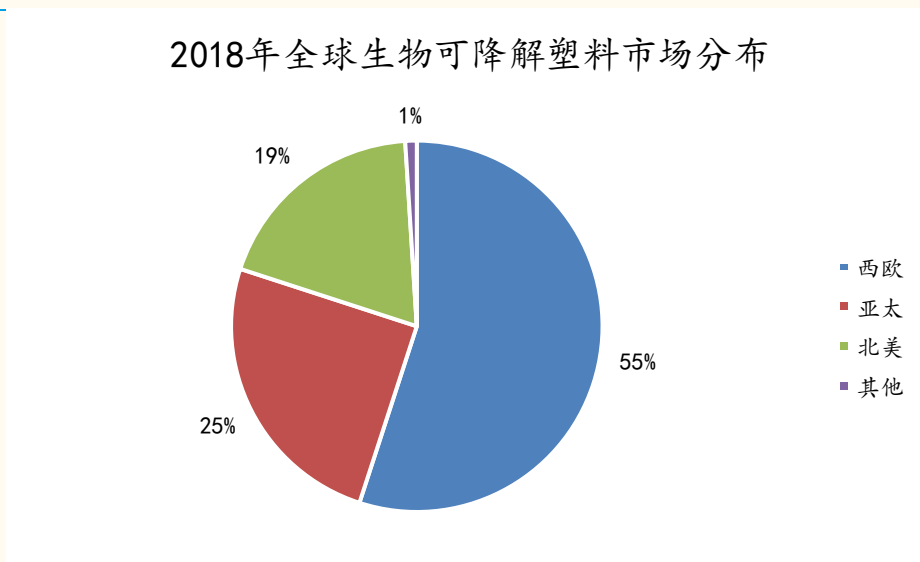
图表 16：全球生物基塑料产品产能分布 (%)



来源：European Bioplastics, 国金证券研究所

就需求的角度而言，欧洲市场是全球最大的生物基塑料的消费市场，占据全球生物可降解塑料市场消费的 55%。伴随全球对白色污染的治理进一步加强，及更多国家推广可降解塑料的使用，全球可降解塑料市场有望持续高速增长。

图表 17：2018 年全球可降解塑料市场分布

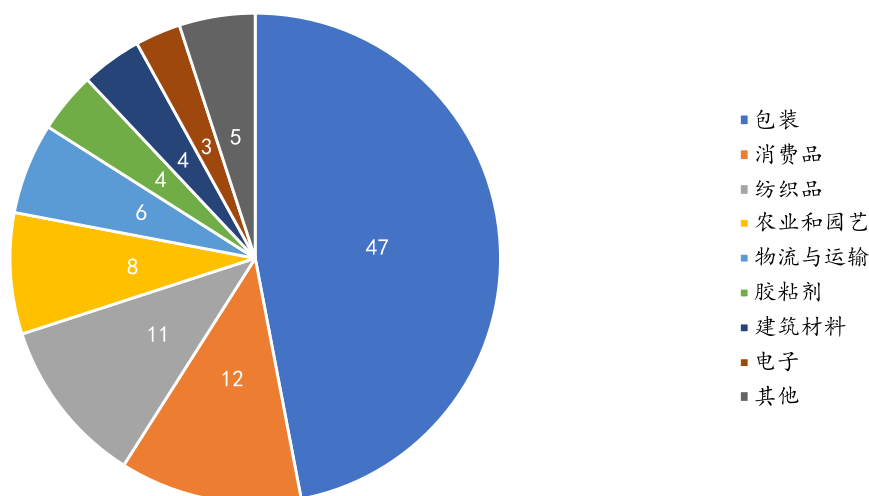


来源：CNKI, 国金证券研究所

可降解塑料拥有多个使用场景，可用于传统的包装领域，例如食品包装，购物袋，保鲜膜以及农用地膜等，与此同时也可用于餐饮用具，用于替代一次性不可降解的刀叉、餐盒以及吸管等以及医疗领域比如口罩、卫生用品以及尿不湿等，从消费场景看，未来需求空间巨大。

图表 18：2020 年全球生物基塑料消费市场（其中58%为可降解塑料）

2020年全球生物基塑料消费市场（其中58%为可降解塑料）



来源：European Bioplastics，国金证券研究所

2019 年可降解包装袋消费量约为 50 万吨，占全球可降解塑料消费量的 59%，是全球可降解塑料最主要的消费市场，但对于全球塑料包装市场而言，一年塑料消费量达近亿吨，即可降解塑料仅有 0.5%左右的渗透率，在此情况下，伴随全球对白色污染的管理日益收紧，可降解塑料具有极大的渗透增长空间。

图表 19：《关于进一步加强塑料污染治理的意见》规划

时间		2020年	2022年	2025年
主要目标		率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用	一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升；在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式	塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，多元共治体系基本形成，替代产品开发应用水平进一步提升，重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低，塑料污染得到有效控制
禁止生产、销售的塑料制品		禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签；禁止生产含塑料微珠的日化产品	禁止销售含塑料微珠的日化产品	
禁止、限制使用的塑料制品	不可降解塑料袋	直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动，禁止使用不可降解塑料袋，集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋	实施范围扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方，在城乡结合部、乡镇和农村地区集市等场所停止使用不可降解塑料袋
	一次性塑料餐具	全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管；地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具	县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具	地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%
	宾馆、酒店一次性塑料用品		全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品，可通过设置自助购买机、提供续充型洗洁剂等方式提供相关服务	实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿
	快递塑料包装		北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，降低不可降解的塑料胶带使用量	全国范围邮政快递网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等

来源：《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，国金证券研究所

除此之外，农膜也是未来可降解塑料的重要消费市场之一，参考巴斯夫 2019 年年报，预计欧洲市场有望消费 100 万吨/年的可降解塑料农膜，全球可降解塑料农膜市场需求有望达 200 万吨。

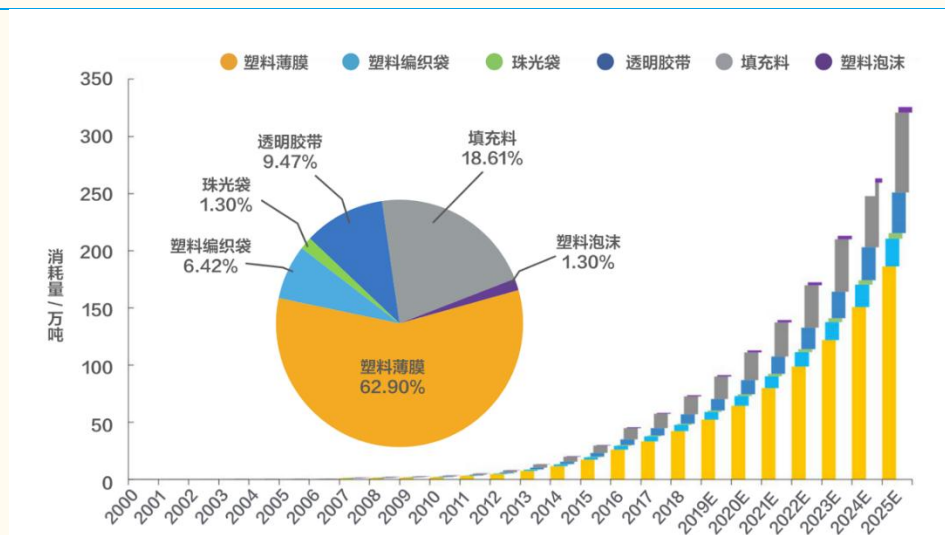
图表 20：全球可降解塑料需求（万吨）

全球可降解塑料消费预测		
	市场需求量（万吨）	预计达成时间
食品包装袋及一次性餐具	26.4	2022年
可降解塑料袋	11	2022年
农膜	200	
快递及外卖需求（中国）	500	2025年

来源：Greenpeace，巴斯夫 2019 年报，国金证券研究所

与此同时，伴随电商市场及外卖市场的兴起，快递以及外卖对塑料包装产品的消费日益增加，但目前中国快递中使用的塑料包装袋及防护填充物绝大多数均进入了生活垃圾中，即使使用可再生塑料，实际回收及循环使用的包装及塑料制品极少，只有泡沫箱的回收率达到约 70-80%，即使像上海这类采用垃圾分类的城市，只有纸箱以及泡沫塑料归为可回收物，其余快递垃圾被视为干垃圾，并不会进入官方回收系统，同时由于价值低不会被拾荒者收集进入非官方回收系统，即无论垃圾分类与否，快递塑料废弃物均无法有效回收再利用。

图表 21：中国快递塑料消耗量（万吨）

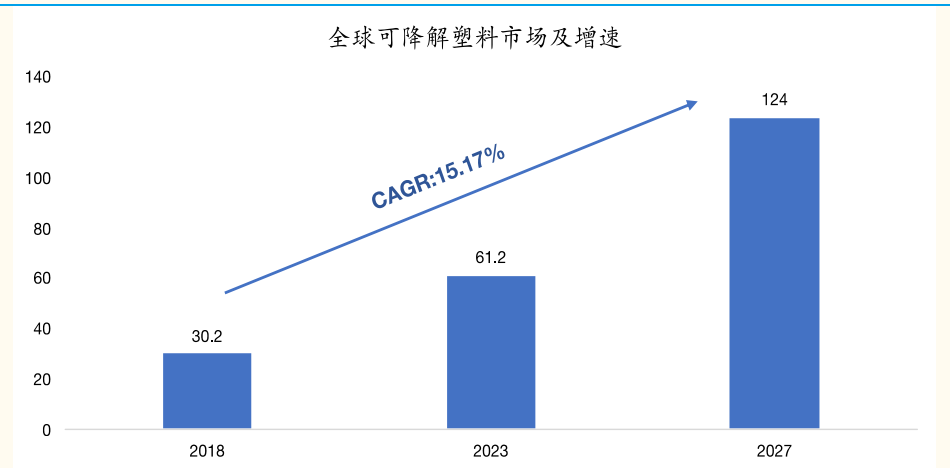


来源：Greenpeace，国金证券研究所

在快递塑料使用量日益增加且无法再生利用的基础上，中国在 2020 年出台《关于进一步加强塑料污染治理的意见》提出在 2025 年全国范围邮政快递网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等不可降解塑料产品，与此同时，到 2025 年，地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%，在此基础上预计到 2025 年仅中国市场，外卖及快递市场有望增加 500 万吨/年的可降解塑料需求。

由于全球各国对不可降解塑料消费有望逐步收紧，全球可降解塑料需求有望持续增长，预计 2023，2027 年全球可降解塑料市场规模有望分别达到 61.2 亿，124 亿美元，全球可降解塑料市场有望持续维持 15.17% 的年复合增长率。

图表 22：全球可降解塑料市场及增速（亿美元）



来源：Statista，国金证券研究所

与此同时，美国领导着北美可降解塑料市场，参考美国塑料公约（The U.S. Plastics Pact），美国提出 2025 年所有的塑料包装可以 100% 重复使用，可回收或可降解，同时塑料包装在 2025 年有 50% 能有效的回收或者降解等目标，在此目标的推动下，北美市场可降解塑料在一次新不可降解塑料市场的渗透率有望逐步提高，因此，北美可降解市场预计在 2019-2027 年维持 14% 的年复合增长率，北美可降解塑料市场有望从 2018 年的 8.07 亿美元上升至 2027 年的 26.22 亿美元。与此同时，美国新一任执政党为民主党，回顾 2008-2020 年民主党不同总统及参选期间口号及宣言，民主党多次宣称将致力于应对气候变化、发展清洁能源经济，而且确保“环境正义”。伴随民主党再次执政美国，有利于降低白色污染，促进减少一次性不可降解塑料的使用量，推动北美可降解塑料渗透率的上升，扩大北美的可降解塑料市场规模。

恒力石化旗下子公司营口康辉石化在 2020 年 12 月底 3.3 万吨 PBAT 投料实验成功，2021 年 1 月中旬签订 60 万吨 PBAT 投资计划并于 2 月初签订了 30 万吨 PBS 项目投资计划，丰富 PTA 下游终端产品布局。参考目前已发布的产能建设计划，恒力石化旗下营口康辉石化与新疆望京龙新材料在拟建产能投产后有望成为国内最大的 PBAT 生产企业，其他项目单体产能大多集中于 15 万吨以下水平，营口石化具有较为明显的规模效应，与此同时，PBAT 目前主要采用直接酯化法直接酯化法合成 PBAT，主要是以己二酸(AA)、对苯二甲酸(PTA)、丁二醇(BDO)为原料，由于恒力具有全球最大的 PTA 权益产能，相比其他产能及装置，依托于恒力石化一体化项目，恒力石化下游的可降解塑料产品存在较为明显的全产业链优势。

图表 23：可降解塑料现有、在建及拟建产能

原料	公司	当前产能 (万吨)	在建项目产能 (万吨)	拟建项目产能 (万吨)
PLA	浙江海正公司	4		
	安徽丰原	5	30	50
	珠海万通			3
PBAT/PBS	新疆蓝山屯河公司	12.8		20PBAT/4PBS
	珠海万通	6	6	
	金晖兆隆	1.2		12
	杭州鑫富公司	1		
	营口康辉石化公司	3		90
	仪征化纤公司	3		
	甘肃莫高	2		
	万华化学		6	
	华峰新材料			30
	上海彤程			6
	山东瑞丰			6
	道恩股份			12
	宇新股份		6	
	瑞丰高材&聚友化工			30
	四川能投化学新材料			12
	山东睿安		6	
	宏源新材			30PBAT/20PBS
	浙江华峰环保材料		3	
	新疆望京龙新材料			130

来源：发改委，各公司新闻及环评，国金证券研究所

参考康辉石化环评对 PBAT 成本及毛利测算假设：
1、PBAT 含税销售价格为 22000 元/吨，增值税税率为 13%，不含税销售价格约为 19500 元/吨；

2、PBAT 原材料均采用不含税中性价格，丁二醇约为 9300 元/吨，己二酸约为 7700 元/吨，PTA 约为 4800 元/吨；

3、PBAT 员工定额 50 人，假定员工工资为 10 万元/人；

4、PBAT 项目投资额为 1.36 亿元，假设折旧 15 年，残值 3%，单吨折旧费用约为 266.5 元/吨。

图表 24：康辉石化 PBAT 成本及收益测算

PBAT 成本及利润测算（元/吨）	
销售价格（不含税）	19500.00
完全成本	9430.41
现金成本	9163.91
核心原材料成本	8595.00
加工费（人工+能耗）	568.91
折旧费用	266.51
单吨利润	10069.59
利润率	51.64%

来源：营口康辉石化环评，国金证券研究所

PBAT 目前技术壁垒相对较高，国内掌握自主研发实现工业化企业相对较少，部分采用巴斯夫工艺或通过中科院理化所授权，目前 PBAT 的价格持续维持 22000-25000 元左右，随可降解塑料需求大幅上升，产品价格整体呈上行趋势，参考康辉营口 3.3 万吨项目，通过成本拆分目前 PBAT 毛利可以达到万元左右，毛利达到 45-55% 水平，中短期内大量产能投入市场，产品利润存在短期承压的可能性，但由于国内对可降解塑料的需求及海外市场对可降解塑料的需求有望逐年增加，PBAT 毛利水平有望维持相对高位。

参考同期 PBAT 规划投产装置环评公开数据，新疆望京龙 10 万吨/年，彤城新材（巴斯夫工艺包）6 万吨/年 PBAT 装置完全成本分别为 9450 元和 10580 元/吨，完全成本略高于康辉石化现有 3.3 万吨/年装置单吨成本，随康辉石化大规模可降解塑料装置建成投产，单吨完全成本有望进一步降低，叠加康辉石化依托恒力 PTA 产能，有望进一步降低产能完全成本。

图表 25：现有主要 PBAT 装置规划完全成本测算（元/吨）

	康辉石化	新疆望京龙	彤城新材
核心原材料成本	8595.00	8376.07	9926.50
加工费（人工+能耗）	568.91	648.45	221.96
现金成本	9163.91	9024.52	10148.46
折旧费用	266.51	423.97	432.38
完全成本	9430.41	9448.48	10580.84

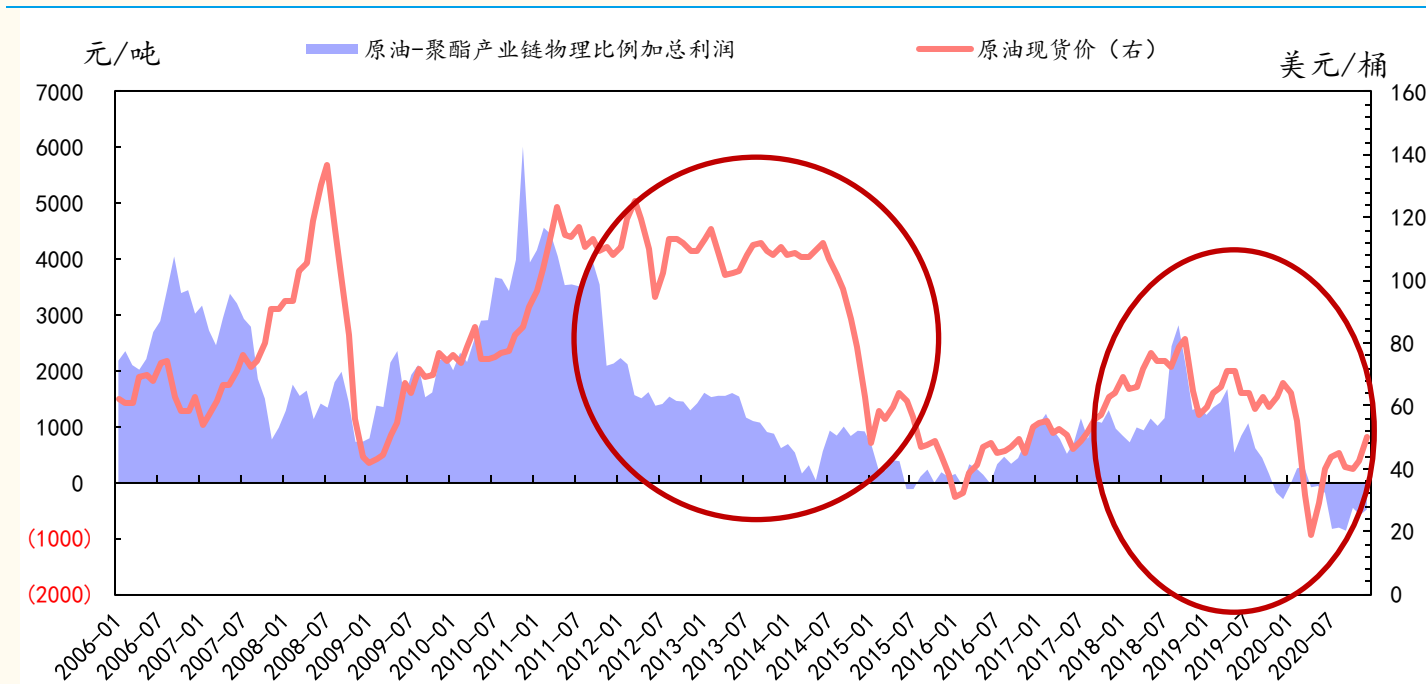
来源：营口康辉石化环评，望京龙环评，彤城新材环评，国金证券研究所

在现有规划 PBAT/PBS 项目投产后，恒力石化将拥有 93.3 万吨可降解塑料产能，在全球逐步收紧日常一次性塑料消费的情况下，可降解塑料市场有望成为下一个“蓝海”，以目前单吨毛利 10070 元/吨的保守测算，恒力石化现有规划项目有望带来 90 亿的毛利增量，康辉石化作为高新技术公司，企业所得税税率为 15%，规划可降解塑料产能项目投产后有望给恒力石化带来近 77 亿的净利增量。

3、行业回暖有望带来高额盈利弹性

大炼化产业链利润高度受到终端需求影响，而非油价，市场此存在巨大误解。2020 年的历史极端景气底部（供应历史性极端过剩，需求历史性极端不足）验证了大炼化龙头的远超行业的盈利能力。回顾 2006 年-2020 年原油-聚酯产业链物理加总利润波动趋势与全球原油现货价格走势，较为明显的是原油-聚酯产业链利润与原油价格波动实际关联度较为有限，而并非市场所认为的油价上涨利好产业链利润。全产业链利润波动趋势与原油走势并无显著相关性是因为原油-聚酯产业链利润的主要影响因素为终端及下游产品与上游原料（原油）的价差，而价差受供需扰动较为明显，这一结论与市场认为原油价格波动对民营大炼化利润关联度较强存在明显差异。

图表 26：原油-聚酯产业链物理比例收益加总及原油现货价



来源：wind，国金证券研究所

近期最为明显的原油价格与全产业链利润背离阶段分别为 2011 年-2014 年与 2020 年 5 月至 2020 年 12 月，在上一轮原油-聚酯产业链利润底部阶段，原油价格基本维持在 100+ 左右区间，但原油-聚酯产业链利润出现显著下行趋势，核心原因为在这一时间区间，国内大量聚酯产能投产，供给大量增加降低聚酯产品价格与聚酯环节价差，从而导致这一区间原油-聚酯产业链利润大幅下滑。

而 2020 年下半年，原油价格以从极端价格逐步回升至 40 美元以上，但原油-聚酯产业链利润反而从盈亏平衡线上下波动转为亏损，且伴随 3 季度原油价格上升，原油-聚酯产业链亏损逐步扩大。出现亏损核心原因为受全球疫情负面影响，终端聚酯消费景气度持续低迷，虽然原油价格上升传导至下游产品销售价格，但由于终端需求不景气，下游产品价格恢复幅度低于原油，产品间价差收窄，反而出现亏损，且由于原油价格持续上升全产业链利润亏损幅度持续扩大。因此我们要特别强调的是，2020 年单吨原油-聚酯产业链全环节利润加总平均值为-525 元，而出现这一极端底部产业链利润的核心因素为下游产品需求不景气导致的环节间价差收窄，而非由于原油价格的波动，这一观点于市场认为的原油价格的波动导致全产业链利润下滑有明显差异。

通过测算，民营大炼化板块在不同景气情况下的净利润存在显著差异，其中乐观情景选取 2018 年 9 月景气高点环节利润加总，约 4183 元/吨；中性情景选取 2006 年至 2019 年环节加总利润的中枢，约 2298 元/吨；极限情景采用 2020 年月度环节利润加总的均值，约为-525 元/吨。目前，仅极端景气底部与中性情景环节利润加总就存在近 2800 元/吨差异，而极端景气底部与景气高点环节利润加总差异超 4700 元。

图表 27：不同景气度下民营大炼化板块净利（对应 2021 年 2 月 5 日收盘价）

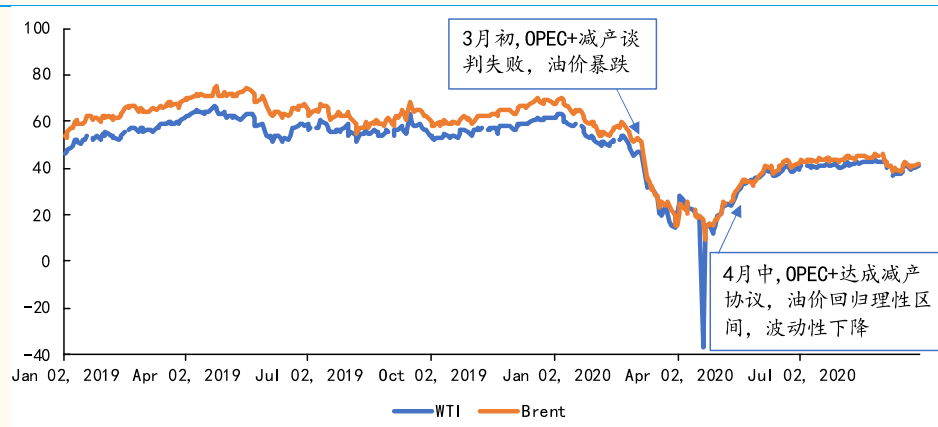
	产业链全环节平均盈利加总	民营大炼化板块净利润	PE
单位：	元/吨	亿元	
乐观情景	4183	1223	5.2
中性情景	2298	817	7.8
极限情景	-525	389	16.3

来源：CCFEI，wind，国金证券研究所

与此同时，我们要强调的是，在 2020 年行业极端底部的情况下，恒力石化前三季度归母净利润达 98.96 亿元，同比增长 45.16%，恒力石化极端底部情况下获取行业超额收益能力持续被验证，如果新冠疫苗全球大规模推广，新冠对聚酯终端消费的负面影响持续减弱，恒力石化有望在获得行业超额利润 alpha 的同时获得显著的盈利弹性，且由于 2020 年极端景气底部全产业链环节加总平均利润为-525 元/吨，未来原油-聚酯行业有望获得极大的盈利弹性。

我们在此需要特别说明的是，油价的巨幅波动更多是影响的是企业当期的库存价值变动而非产业链终端需求，油价上涨带来当期库存升值，油价下跌带来当期库存跌价。油价波动本身不影响各个产品的环节利润。2020 年全球原油价格在 3 月 OPEC+会议未达成减产协议后持续下挫，叠加全球新冠疫情对于全球能源消费需求的严重负面影响，全球原油出现极端底部价格，与此同时，由于原油价格联动与全球终端消费需求下滑，化工品价格下挫，行业景气度处于历史极端底部，但 2021 年，在 OPEC+有望持续维持较高的减产水平促进全球能源供需平衡及全球新冠疫苗有望大规模推广的情况下，原油价格有望维持理性区间，出现如 2020 年类似的巨幅库存价值变动的风险降低，叠加全球终端消费有望回升，炼化及聚酯行业景气度或逐步回暖，在民营大炼化行业在景气底部具有强阿尔法的将大概率获得行业 Beta，进一步推高行业相关企业业绩。

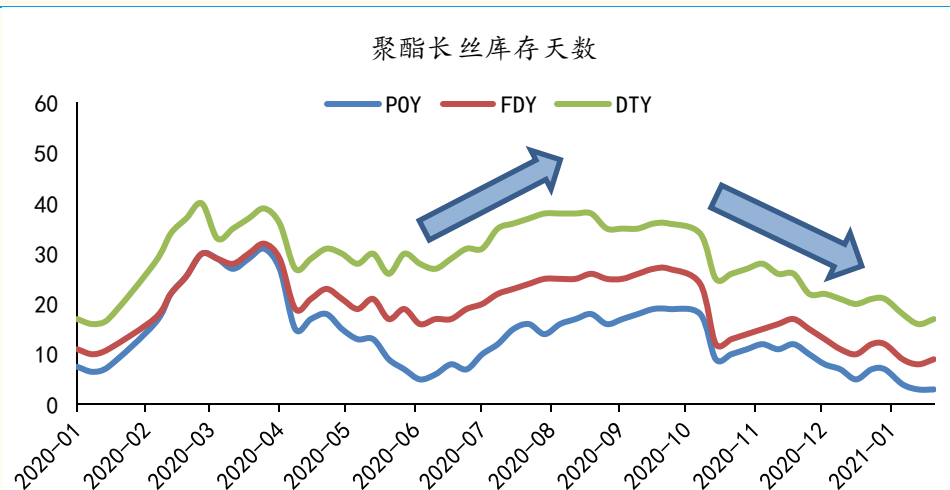
图表 28：全球原油价格恢复理性区间



来源：CCFEI，国金证券研究所

目前参考行业相关数据，聚酯长丝（POY，DTY，FDY）的库存时长由于相比前期景气底部明显回升，目前全国布类交易量持续回暖，在一定程度上说明全球终端消费持续恢复，纺织-聚酯产业链景气度有望持续回升，炼化-聚酯产业链全环节利润景气度有望逐步回升至中枢水平或景气高点。

图表 29：聚酯长丝库存天数



来源：CCFEI，国金证券研究所

参考恒力石化投产及规划产能，恒力石化乙烯装置、PTA-4/5，20 万吨工业长丝，20 万吨差异化长丝以及 3.3 万吨 PBAT 在 2020 年投产，部分产品并未在 2020 年贡献全年收益，仅考虑 2020 年投产项目贡献全年利润，2021 年净利也可以在行业景气度维持底部的情况下维持 20%以上的增长。与此同时，参考恒力石化公告及环评，目前恒力石化规划了 500 万吨 PTA，90 万吨营口康辉 PBS/PBAT，140 万吨差异化聚酯长丝以及 18.6 万吨聚酯薄膜项目，预计规划项目有望在 2021-2023 年逐步投产，在现有规划项目逐步投产，行业持续维持景气底部且不考虑恒力石化潜在税收返还的情况下，恒力石化的净利润水平在未来三年也有望达到 100%的增长，达到 250 亿元左右净利，如果行业景气低逐步回升，仅行业景气中性的情况下，恒力石化净利有望达到 400 亿左右。因而恒力石化活力能力未来有望获得极为显著的成长性及业绩弹性。

我们分别选取景气底部、景气中性、景气高点不同情境下的环节收益对恒力石化进行多情景收益测算：

1、PX-PTA-聚酯采取行业不盈利状态下的超额收益作为景气底部测算，其他产成品采取 2020 年收益测算；

2、PX-PTA-聚酯产业链景气中枢采取 2006-2019 年全环节利润中枢，其他产品景气中枢采用 2015-2019 年平均收益，而景气高点均采用 2018 年 9 月平均收益；

3、恒力化纤、德力化纤、恒科新材料、康辉石化为高新技术企业，所得税为 15%，恒力石化及炼化产品均采用 25%企业所得税税率（不考虑税收返还）。

图表 30：恒力石化不同景气度收益测算（假设全年满产）

单位：亿元	景气底部（现有产能-以2020年为底部）	景气底部（现有计划产能投产）	景气中枢利润（现有产能）	景气中枢（现有计划产能投产）	景气高点利润（现有产能）	景气高点（现有计划产能投产）
恒力石化一期项目	132.37	132.37	200.15	200.15	379.71	379.71
PTA及PTA产业链						
PTA	30.87	52.17	75.52	116.73	108.78	164.62
民用长丝	11.19	18.09	17.55	28.23	25.10	41.08
工业长丝、聚酯薄膜及切片	9.72	10.54	30.76	36.98	33.84	40.29
PBT&PBAT	10.00	103.32	13.16	121.78	4.88	131.50
总收益（税前）	194.14	316.49	337.15	503.88	552.32	757.20
税后净利	148.69	250.56	259.01	396.61	420.62	589.19
企业所得税测算返还额	16.32	16.32	27.57	27.57	48.85	48.85

来源：Wind, CCFEI，国金证券研究所

通过选取景气中枢、景气高点、景气底部对恒力石化进行盈利弹性的测算，在极端景气底部的情况下恒力石化现有产能规划仍有 100 亿以上的净利，随着疫苗大规模的推广以及全球消费的恢复，纺织服装终端消费有望回暖，拉动上游长丝，叠加大炼化行业投产节奏放缓，行业景气度有望底部反转，从逆周期转为顺周期，与此同时，即使行业持续低景气度，依靠现有建设项目恒力石化净利水平在近三年仍有约 100%增长空间，行业景气底部利润有望上升至 250 亿以上。

通过不同环节的拆分，假设行业将持续维持景气底部，首先，在炼化一体化环节，恒力石化拥有 2000 万吨一体化产能及配套 150 万吨乙烯装置，其中恒力石化一体化项目在 2019 年下半年完全建成投产，2020 年全年贡献盈利，但乙烯装置于 2020 年 7 月投产，2020 年全年仅贡献约 5 个月的利润，因此在计算恒力石化一体化一期项目底部利润时，增加约 7 个月乙烯装置底部利润，上调恒力石化一体化项目底部收益至 132.4 亿元。

在 PTA 环节，恒力石化规划了 500 万吨惠州项目，参考前文对不同时期 PTA 项目完全成本的拆分，先进产能相比老旧产能存在近 400 元/吨的超额收益，新建项目有望给恒力石化带来超 20 亿利润增长。

与此同时，恒力石化 3.3 万吨 PBAT 产能在 2020 年 12 月底开车成功，并于 2021 年的 1 月中旬及 2 月初分别签订了 60 万吨和 30 万吨 PBAT/PBS 产能，参考营口康辉石化项目环评，在保守 PBAT 单吨销售价格（含税）22000 元/吨的假设下，单吨 PBAT 收益有望达 10070 元/吨，随着 2021 年起“禁塑令”的实施，可降解塑料需求持续旺盛，目前 PBAT 市场价格已超 26000 元/吨，实际单吨收益有望大幅增加。假设恒力石化单吨可降解塑料维持 1 万元/吨收益，在此情况下新建 90 万吨产能有望增加近 90 亿收益。

与此同时，恒力石化仍有近 140 万吨聚酯长丝及 18.6 万吨薄膜产能有望逐步投产，在维持行业极端景气底部的情况下，新增产能有望给恒力石化增厚 7 亿收益。

因此，仅考虑恒力石化现有规划项目，未来恒力税前利润有望达 316.5 亿元，参考恒力石化公告，目前恒力化纤、德力化纤、恒科新材料、康辉石化为高新技术企业，企业所得税为 15%，恒力石化及化工项目（PTA）企业所得税目前为 25%，在此条件下，恒力石化在极端景气底部净利在现有规划项目全部投产的情况下有望达 250.56 亿元，相比 2020 年预计月 125.5 亿净利有望在未来三年增长 100%左右。

与此同时，恒力石化炼化一体化项目拥有“四免六减半”税收优惠，即炼化一体化项目的增值税及企业所得税的地方留存部分前四年采取全部返还，后六年返还一半，通常采用先增后返的形式进行。在此情景下，即使仅考虑企业所得税，恒力石化景气底部税收返还（地方留存 40%部分全部返还）有望达 16 亿元（不考虑惠州石化 PTA 产能）。

4、投资建议及估值

我们分别采用市盈率法、折现现金流法对公司进行估值。

由于恒力石化一期炼化项目行业底部确定性强，在疫情冲击下恒力石化半年及三季报净利均出现大幅上升，前三季度归母净利润达 98.96 亿元，同比增长 45.16%，恒力石化目前仍有 500 万吨 PTA，140 万吨长丝，90 万吨 PBAT 等多个项目有望在 2021-2023 年建成投产，恒力石化未来具有较为显著的成长性，而这一成长性不受行业景气度波动转移，且不包含恒力潜在二期项目对公司业绩的拉动，维持 2020 年景气底部对恒力石化业绩进行测算，预计公司 2020-2023 年净利润为 125.21/150.89/181.33/251.2 亿元，对应 EPS 为 1.78/2.14/2.56/3.57 元，对应 PE 为 21.65X/17.96X/15.03X/10.79X，参考 2016-2018 年大炼化板块 PE，申万化工以及海外石化企业成长期的历史市盈率倍数，保守给予恒力石化 2023 年净利润 20 倍市盈率估值，公司预期市值有望达 5024 亿元，目标价 71.4 元，给予公司“买入”评级。

4.1、市盈率法

预计公司 2020-2023 年净利润为 125.21/150.89/181.33/251.2 亿元，对应 EPS 为 1.78/2.14/2.56/3.57 元，对应 PE 为 21.65X/17.96X/15.03X/10.79X，我们选取 3 家民营炼化企业对恒力石化进行估值。其中荣盛石化、恒逸石化均为民营炼化-聚酯一体化企业，发展方向及主营业务与恒力石化相似，而桐昆股份为国内聚酯长丝的龙头企业，对于恒力石化聚酯部分估值具有较强的参考价值。

我们认为，随着全球疫情逐步受控，炼化-聚酯产业链整体有望持续回暖，考虑到恒力石化一体化项目的区位及配套优势带来的超额收益，叠加企业可降解塑料和惠州石化项目的布局，恒力石化盈利上升空间确定性强且有望超过行业增速，目前民营炼化行业 PE 约为 20 倍左右，参考 2016-2019 年行业平均估值倍数，行业市盈率中位数约为 17-22 倍，其中恒力石化 2016-2019 年 PE

持续维持 20 倍左右，与此同时，由于民营大炼化板块处于持续成长的过程中，回顾海外石化大型企业在上一轮周期成长过程中的估值倍数，海外石化企业在 1995-2000 年的成长周期过程中，PE 均值处于 18.5-38 倍市盈率区间波动，与此同时，申万化工板块市盈率 2011-2019 年在 13-56 倍市盈率区间波动，在此情况下，保守给予恒力石化 20 倍估值，在现有规划产能全面投产的情况下，恒力石化在景气底部有望获 251.2 亿元税后净利，企业市值有望达 5024 亿元，目标价 71.4，给予公司“买入”评级。

图表 31：可比公司估值比较（市盈率法）

PE	序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)				PE							
					2020E	2021E	2022E	2023E	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
	1	600346	恒力石化	38.51	1.89	2.22	2.50		19.95	20.26	20.15	11.29	20.42	17.33	15.39	
	2	000703	恒逸石化	14.47	1.17	1.44	1.60		29.32	21.92	15.43	12.36	12.41	10.06	9.04	
	3	002493	荣盛石化	37.72	1.09	1.58	2.08		20.42	27.36	39.49	35.32	34.71	23.93	18.16	
	4	601233	桐昆股份	23.97	1.22	1.95	2.35		15.63	16.62	8.39	9.60	19.63	12.31	10.19	
			中位数						20.19	21.09	17.79	11.83	20.02	14.82	12.79	
			平均数						21.33	21.54	20.86	17.14	21.79	15.91	13.20	
		600346	恒力石化	38.51	1.78	2.14	2.56	3.57	19.95	20.26	20.15	11.29	21.65	17.96	15.03	10.79

来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：海外石化企业成长期及申万近年历史 PE

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
埃克森美孚	15.54	16.44	18.83	29.13	34.43	17.60	17.47	20.67	16.04
BP	26.11	26.41	20.93	44.25	38.65	14.56	26.32	22.40	17.08
雪佛龙	36.63	15.97	15.56	40.66	24.96	11.17	12.78	15.79	12.52
平均PE	26.09	19.61	18.44	38.01	32.68	14.44	18.86	19.62	15.21
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
申万化工	19.56	27.66	27.15	32.98	56.59	44.71	27.50	13.24	21.64

来源：Bloomberg，wind，国金证券研究所

4.2. 折现现金流法

我们采用二阶段折现现金流法对公司进行估值，由于恒力石化一体化炼化一期项目基本完成建设，2020 年现金流略有改善，但目前仍需大量资本开支推动规划项目的建设，公司自由现金流水平中期内大概率持续承压，但现有规划建设后，自由现金流表现有望持续好转。

图表 33：公司现金流量折现法

单位：人民币百万元		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
息税折摊前利润 EBIT	a	22,289	23,452	26,988	35,206	35,265	35,265	35,265	35,265	35,265	35,265	35,265
所得税率 T	b	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT*(1-T)	c=a*(1-b)	17,609	18,527	21,321	27,813	27,860	27,860	27,860	27,860	27,860	27,860	27,860
加：折旧与摊销	d	6,899	9,124	8,609	6,562	8,644	8,817	9,042	9,352	9,724	10,143	10,604
营运资本变动	e	6,452	3,812	1,413	1,991	-507	34	305	-270	14	15	14
资本开支	f	-21,284	-13,061	-10,861	-7,534	-10,184	-10,875	-11,193	-11,532	-11,851	-12,380	-12,982
公司自由现金流	g=c+d+e+f	9,675	18,401	20,482	28,832	25,813	25,835	26,013	25,408	25,747	25,638	25,495
现金流现值	h=g/(1+WACC) ⁱ	9,675	17,555	18,644	25,039	21,388	20,423	19,620	18,283	17,676	16,793	15,933
终值	i	672,920										
终值现值	j=i/(1+WACC) ⁿ	484,217										
企业价值	k=h+j	634,844										
净负债	l	92,814										
少数股东权益	m	406										

归母股权价值	$n=k-l-m$	541,625
总股数（百万股）	o	7,039
每股价值	$p=n/o$	76.95

来源：Wind，国金证券研究所

折现现金流涉及多个参数假设，其中目前无风险利率采用中债十年利率为基准，市场风险溢价采用过去 5 年沪深 300 的年度收益率均值与无风险利率的差值，约为 2.15%，虽然目前恒力石化债务比重相比前两年略有好转，但目前多个项目规划仍需大量资本开支，整体债务比重将维持较高水平，伴随规划项目陆续投产，长期负债比重有望逐步下滑，假设恒力石化的目标债务比率为总资产的 40%，而公司 beta 以行业过去 5 年与沪深 300 的周度波动计算，行业平均 beta 约为 1.04，在此基础上，恒力石化的 WACC 约为 4.81%。除此之外，由于全球节能减排需求，燃油车在未来或逐步退出市场，在此基础上，成品油的消费需求或存在明显负面影响，压缩炼厂利润，但与此同时恒力石化产品规划存在较为明显深加工趋势，在此基础上，永续增长率保守假设为 1%。

图表 34：折现现金流法核心假设

参数名称	取值
显性期年数	8
终值期增长率	1.00%
Beta	1.04
无风险利率	3.22%
市场风险溢价	2.15%
股权成本	5.46%
债权成本	5.00%
WACC	4.81%

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

1、恒力石化的原料为原油，企业盈利受制于原油价格与美元汇率价格大幅波动。

其中原油风险因素包含

（1）全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成对石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等）（2）全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等）（3）地缘政治事件（包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等）

原油价格单向大规模下跌将计提大量的存货损失且炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，原油价格单向下跌将很大概率影响企业盈利水平。

其中美元汇率风险隐含以下风险

原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算。此种结算模式会受制于以下风险，但可以通过汇率套保进行弥补。

（1）中美关系急剧恶化（2）中美宏观经济发生的重大变化（包括但不限于系统性金融危机，降息降准，其他财政以及货币宏观政策）（3）中美经济数据的大幅波动。

2、成品油风险在于：

成品油价格与供需情况高度相关。供给端风险包含但不限于成品油产能大幅扩张，山东地炼的去产能不及预期等；需求端风险包含但不限于新冠疫情对私家车出行的削弱，新能源汽车对于汽油汽车的替代超预期；国家政策对于燃油汽车的限制，乙醇汽油添加的影响也会一定程度抑制炼油厂的 MTBE 产品需求；

3、技术迭代对超额收益的影响：

民营大炼化企业大多为 2018-2019 年建成投产的炼化装置，均采用最新的生产技术，相比两桶油和日韩的老旧产能存在明显的后发技术优势，而技术优势及规模优势也是民营大炼化企业的主要超额收益来源，通常情况下炼化行业的技术迭代周期约为 15 年，但如果技术迭代周期缩短，或对恒力石化行业超额收益存在负面影响。

4、项目审批不及预期风险：

目前恒力石化规划多个项目仍需发改委、各省市生态环境局等相关政府部门审批，如果项目审批进度不及预期，或对恒力石化成长性存在一定负面影响。

其他不可抗力造成的炼厂停产/减产。

5、化工品风险在于

化工装置开车进度不及预期：

恒力石化一体化的化学品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时，下游消费，包装，汽车，基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响。

竞争加剧的风险：包含但不限于美国或中东的乙烷裂解产能对于国内的化工产品倾销会对国内有较大冲击。

6、聚酯产业链风险

恒力石化作为聚酯一体化产业龙头企业，聚酯下游为坯布—面料—染整—纺织服装。全球纺织服装的需求下滑对聚酯产业链有一定的影响，包含但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等。

关键指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	169.51%	67.78%	39.97%	25.90%	9.27%	11.83%
归母净利润增长率	93.25%	201.73%	24.90%	20.51%	19.51%	39.30%
EBITDA 增长率	120.89%	175.46%	46.89%	11.60%	9.28%	17.34%
EBIT 增长率	135.87%	196.28%	41.12%	5.21%	15.08%	30.45%
估值指标						
PE			21.65	17.96	15.03	—
PB			5.10	4.23	3.43	—
EV/EBITDA			6.11	5.47	5.01	—
EV/EBIT			8.00	7.60	6.61	5.06
EV/NOPLAT			12.10	11.81	9.89	7.10
EV/Sales			1.26	1.00	0.92	0.82
EV/IC			1.20	1.13	1.11	1.08
盈利能力 (%)						
毛利率	12.74%	20.75%	20.05%	17.75%	18.76%	21.17%
EBITDA 率	12.01%	19.72%	20.69%	18.34%	18.34%	19.25%
EBIT 率	8.88%	15.67%	15.80%	13.20%	13.91%	16.22%
税前净利润率	6.89%	13.11%	11.24%	10.75%	11.76%	14.65%
税后净利润率 (归属母公司)	5.53%	9.95%	8.88%	8.50%	9.29%	11.57%
ROA	2.65%	5.75%	6.53%	7.12%	8.20%	10.93%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.04%	27.59%	28.37%	28.37%	28.17%	31.76%
ROIC	4.68%	8.67%	11.84%	11.76%	13.23%	16.81%
偿债能力						
流动比率	0.73	0.65	0.64	0.75	0.85	1.03
速动比率	0.39	0.41	0.40	0.46	0.52	0.64
归属母公司权益/有息债务	0.42	0.35	0.42	0.51	0.66	0.92
有形资产/有息债务	1.83	1.61	1.75	1.94	2.16	2.53
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS	0.66	1.42	1.78	2.14	2.56	3.57
每股经营现金流	0.82	2.41	4.66	4.64	4.62	5.37
每股股利	0.00	0.00	0.71	0.86	1.02	1.43
每股自由现金流 (FCFF)	-5.60	-3.26	1.50	2.81	3.11	4.33
每股净资产	5.46	5.16	6.27	7.56	9.09	11.24
每股销售收入	11.89	14.32	20.04	25.23	27.57	30.83

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	60,067	100,782	141,063	177,599	194,070	217,030
增长率		67.8%	40.0%	25.9%	9.3%	11.8%
主营业务成本	-52,413	-79,866	-112,778	-146,067	-157,669	-171,081
%销售收入	87.3%	79.2%	79.9%	82.2%	81.2%	78.8%
毛利	7,654	20,917	28,285	31,532	36,401	45,949
%销售收入	12.7%	20.8%	20.1%	17.8%	18.8%	21.2%
营业税金及附加	-325	-2,121	-2,116	-2,842	-3,299	-3,907
%销售收入	0.5%	2.1%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%
销售费用	-543	-952	-1,270	-1,954	-2,523	-2,821
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%
管理费用	-620	-1,090	-1,834	-2,309	-2,523	-2,821
%销售收入	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-834	-958	-776	-977	-1,067	-1,194
%销售收入	1.4%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	5,331	15,795	22,289	23,452	26,988	35,206
%销售收入	8.9%	15.7%	15.8%	13.2%	13.9%	16.2%
财务费用	-1,478	-3,563	-4,429	-4,551	-4,362	-3,609
%销售收入	2.5%	3.5%	3.1%	2.6%	2.2%	1.7%
资产减值损失	-59	-19	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	125	-2,210	0	0	0
投资收益	108	275	200	200	200	200
%税前利润	2.6%	2.1%	1.3%	1.0%	0.9%	0.6%
营业利润	4,119	13,223	15,850	19,101	22,826	31,797
营业利润率	6.9%	13.1%	11.2%	10.8%	11.8%	14.7%
营业外收支	21	-11	0	0	0	0
税前利润	4,140	13,212	15,850	19,101	22,826	31,797
利润率	6.9%	13.1%	11.2%	10.8%	11.8%	14.7%
所得税	-738	-3,100	-3,328	-4,011	-4,793	-6,677
所得税率	17.8%	23.5%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	3,402	10,112	12,521	15,089	18,033	25,120
少数股东损益	80	87	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,323	10,025	12,521	15,089	18,033	25,120
净利率	5.5%	9.9%	8.9%	8.5%	9.3%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	3,402	10,112	12,521	15,089	18,033	25,120
少数股东损益	80	87	0	0	0	0
非现金支出	1,942	4,082	6,899	9,124	8,609	6,562
非经营收益	1,133	2,551	6,928	4,639	4,487	4,107
营运资金变动	-2,346	191	6,452	3,812	1,413	1,991
经营活动现金净流	4,131	16,937	32,800	32,663	32,542	37,780
资本开支	-35,364	-41,774	-21,284	-13,061	-10,861	-7,534
投资	0	204	-1,142	0	0	0
其他	2,934	1,657	200	200	200	200
投资活动现金净流	-32,430	-39,913	-22,226	-12,861	-10,661	-7,334
股权募资	7,194	0	225	0	0	0
债权募资	31,512	33,633	1,947	-195	-7,276	-10,723
其他	-4,440	-7,899	-9,670	-10,875	-11,900	-14,355
筹资活动现金净流	34,265	25,734	-7,498	-11,070	-19,177	-25,078
现金净流量	5,967	2,758	3,076	8,732	2,704	5,367

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
货币资金	12,323	16,509	19,585	28,317	31,021	36,388
应收账款	5,352	5,161	5,049	5,824	6,364	7,117
存货	18,479	19,464	21,629	28,013	30,238	32,810
其他流动资产	3,426	12,161	10,140	10,507	10,634	10,782
流动资产	39,579	53,294	56,403	72,660	78,257	87,097
%总资产	31.6%	30.6%	29.4%	34.3%	35.6%	37.9%
长期投资	36	34	234	234	234	234
固定资产	70,064	107,366	125,784	128,901	130,275	130,327
%总资产	55.9%	61.6%	65.6%	60.8%	59.2%	56.7%
无形资产	4,971	8,500	9,452	10,272	11,150	12,071
非流动资产	85,663	121,083	135,470	139,408	141,660	142,633
%总资产	68.4%	69.4%	70.6%	65.7%	64.4%	62.1%
资产总计	125,242	174,378	191,873	212,068	219,917	229,730
短期借款	25,561	50,441	47,930	45,735	36,458	23,735
应付款项	27,497	23,950	31,167	40,368	43,579	47,287
其他流动负债	1,157	7,876	8,412	10,547	11,643	13,399
流动负债	54,216	82,267	87,509	96,651	91,680	84,421
长期贷款	40,067	51,265	55,265	57,265	59,265	61,265
其他长期负债	3,052	4,106	4,551	4,551	4,551	4,551
负债	97,334	137,639	147,325	158,467	155,496	150,237
普通股股东权益	27,588	36,333	44,142	53,196	64,016	79,087
其中：股本	5,053	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
未分配利润	2,087	10,512	18,025	27,078	37,898	52,970
少数股东权益	321	406	406	406	406	406
负债股东权益合计	125,242	174,378	191,873	212,068	219,917	229,730

比率分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.658	1.424	1.779	2.144	2.562	3.569
每股净资产	5.460	5.162	6.271	7.557	9.094	11.235
每股经营现金净流	0.818	2.406	4.660	4.640	4.623	5.367
每股股利	0.000	0.000	0.712	0.857	1.025	1.427
回报率						
净资产收益率	12.04%	27.59%	28.37%	28.37%	28.17%	31.76%
总资产收益率	2.65%	5.75%	6.53%	7.12%	8.20%	10.93%
投入资本收益率	4.68%	8.67%	11.84%	11.76%	13.23%	16.81%
增长率						
主营业务收入增长率	169.51%	67.78%	39.97%	25.90%	9.27%	11.83%
EBIT增长率	135.87%	196.28%	41.12%	5.21%	15.08%	30.45%
净利润增长率	93.25%	201.73%	24.90%	20.51%	19.51%	39.30%
总资产增长率	535.79%	785.88%	53.20%	10.53%	3.70%	4.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	2.1	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	72.4	86.7	70.0	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	59.4	80.3	65.0	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	146.2	300.9	317.9	247.1	226.2	210.6
偿债能力						
净负债/股东权益	190.84%	227.49%	186.85%	138.64%	99.86%	60.68%
EBIT利息保障倍数	3.6	4.4	5.0	5.2	6.2	9.8
资产负债率	77.72%	78.93%	76.78%	74.72%	70.71%	65.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	20	39	83
增持	0	1	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.13	1.07	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-07	买入	10.91	20.49~20.49
2	2019-08-11	买入	12.30	20.49~20.49
3	2019-10-09	买入	14.94	20.49~20.49
4	2019-10-27	买入	16.36	20.49~20.49
5	2020-01-08	买入	16.28	20.49~20.49
6	2020-01-18	买入	17.51	22.76~22.76
7	2020-02-02	买入	17.07	22.76~22.76
8	2020-04-19	买入	13.85	22.76~22.76

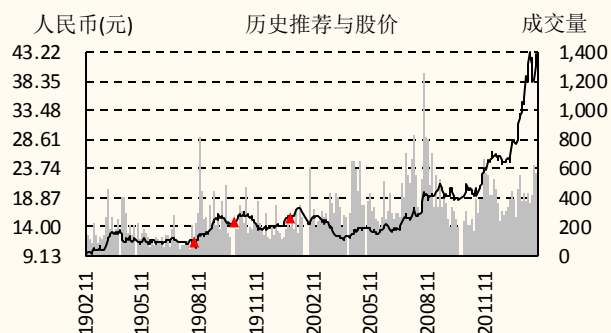
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402