

# 恒逸石化 (000703.SZ)

## 炼化-化纤均衡一体化，全球化纤巨头加速崛起

全球化纤行业龙头，炼化-化纤上下游均衡发展。恒逸石化是全球化纤行业龙头企业，公司从针织厂起家，不断向产业链上游聚酯、PTA 和炼厂环节延伸，经过四十余年发展，确立了以石化产业、石化贸易、石化金融、石化物流的“石化+”战略发展思想。在同行中形成独具特色的涤纶、锦纶“双轮”驱动模式和“柱状型”产业结构。随着 2015 年海南逸盛 PTA 项目投产，公司成为国内最大的 PTA 生产企业；2017-2018 年公司先后收购龙腾、明辉等厂家聚酯产能，使得公司聚酯规模跃居行业前列，2019 年 11 月文莱炼油一期项目全面建成投产，至此公司彻底打通“炼油—聚酯”一体化经营的“最后一公里”，完成全产业链布局，实现了上下游均衡一体化发展。

**文莱 PMB 一期 800 万吨炼化投产，二期加速推进，一体化布局增强竞争力。**文莱 PMB 一期 800 万吨炼化项目 2019 年 11 月建成投产，打通炼化-化纤全产业链，一期产品主要包括成品油 560 万吨，PX 150 万吨，苯 50 万吨，文莱 PMB 项目出产的 PX 和苯可以直接为公司的 PTA 和锦纶项目提供原材料，真正实现“产业链一体化”战略布局，可以显著降低产业成本，提高持续盈利能力和抵御风险能力。公司 PMB 二期 1400 万吨/年炼化项目中，规划了 200 万吨/年 PX、烯烃及衍生物及聚酯瓶片等，化工品占比较一期明显提升，产品附加值和盈利能力将进一步提升。

**外延并购加自建扩张迅速扩大涤纶长丝产能，进入行业第一梯队，实现 PTA+涤纶均衡发展。**2017 年以来公司通过外延并购和自建扩产，快速扩大聚酯规模，进入行业第一梯队，产业链配套更加均衡。公司近年来新建聚酯产能主要以差别化、智能化、高附加值为方向进行扩产提质，包括嘉兴逸鹏 50 万吨差别化功能性纤维改造、福建逸锦 35 万吨 FDY 以及恒逸新材料 100 万吨智能化环保功能性纤维等项目。随着国内外终端纺织服装和家纺市场复苏，拉动上游聚酯纤维需求，涤纶长丝行业库存快速下降，POY 长丝价差也修复到 1400 元/吨左右，公司将受益于涤纶长丝行业景气上行。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 38.98、64.06、73.01 亿元，EPS 分别为 1.06、1.74、1.98 元，对应 PE 为 16.8、10.2、9.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**国际油价大幅下跌、新项目建设进度不及预期、宏观经济下行。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	84,948	79,621	85,943	100,898	107,779
增长率 yoy (%)	32.1	-6.3	7.9	17.4	6.8
归母净利润(百万元)	1,962	3,201	3,898	6,406	7,301
增长率 yoy (%)	21.0	63.2	21.8	64.3	14.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.53	0.87	1.06	1.74	1.98
净资产收益率 (%)	10.1	13.8	14.9	20.1	19.0
P/E (倍)	33.3	20.4	16.8	10.2	9.0
P/B (倍)	3.7	2.8	2.5	2.1	1.7

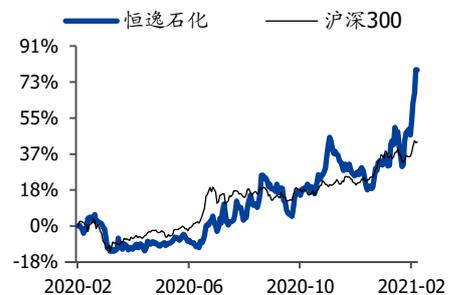
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	化学纤维
最新收盘价	17.75
总市值(百万元)	65,349.21
总股本(百万股)	3,681.65
其中自由流通股(%)	91.76
30 日日均成交量(百万股)	52.03

#### 股价走势



#### 作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 杜鹏

执业证书编号: S0680520090001

邮箱: dupeng@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	16524	26853	38447	55035	72463
现金	9014	7440	18509	31568	51244
应收票据及应收账款	2412	6618	2931	6242	5734
其他应收款	142	406	186	510	233
预付账款	844	639	1271	1834	1482
存货	2758	9153	12955	12286	11173
其他流动资产	1353	2596	2596	2596	2596
<b>非流动资产</b>	43101	58378	65416	68506	71293
长期投资	7814	9260	11518	13854	16247
固定资产	11985	38776	43289	43121	43270
无形资产	1006	1561	1663	1798	2035
其他非流动资产	22295	8781	8946	9734	9741
<b>资产总计</b>	59625	85231	103863	123541	143755
<b>流动负债</b>	23797	38232	54561	70676	86566
短期借款	13723	23324	40000	50000	70000
应付票据及应付账款	7682	11909	8578	14812	10033
其他流动负债	2392	2999	5983	5864	6533
<b>非流动负债</b>	13561	17935	16503	12982	9241
长期借款	12456	16723	15291	11770	8029
其他非流动负债	1105	1212	1212	1212	1212
<b>负债合计</b>	37358	56167	71064	83657	95807
少数股东权益	4465	5810	6785	8387	10212
股本	2628	2842	3694	3694	3694
资本公积	7270	9993	9140	9140	9140
留存收益	7930	10138	13604	19111	25140
归属母公司股东权益	17802	23253	26015	31497	37736
<b>负债和股东权益</b>	59625	85231	103863	123541	143755

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1675	-112	5294	14507	11381
净利润	2243	4021	4873	8008	9127
折旧摊销	1011	1500	2909	3265	3505
财务费用	746	1012	1645	1736	1804
投资损失	-1096	-1505	-946	-1031	-1144
营运资金变动	-1255	-5390	-3189	2510	-1901
其他经营现金流	26	250	2	19	-9
<b>投资活动现金流</b>	-12434	-12489	-9004	-5343	-5137
资本支出	12485	11312	4780	755	394
长期投资	-280	-1554	-2258	-2380	-2393
其他投资现金流	-229	-2730	-6481	-6968	-7136
<b>筹资活动现金流</b>	13570	10480	14778	3895	13432
短期借款	3707	9601	16676	10000	20000
长期借款	12099	4267	-1432	-3521	-3741
普通股增加	980	214	853	0	0
资本公积增加	2682	2723	-853	0	0
其他筹资现金流	-5897	-6325	-465	-2584	-2827
<b>现金净增加额</b>	3018	-2063	11069	13059	19676

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	84948	79621	85943	100898	107779
营业成本	81625	73995	77378	88343	93838
营业税金及附加	105	185	223	252	269
营业费用	318	456	627	686	733
管理费用	501	583	731	807	841
研发费用	279	493	541	605	647
财务费用	746	1012	1645	1736	1804
资产减值损失	125	-20	69	81	86
其他收益	149	475	5	6	6
公允价值变动收益	108	-59	-4	-21	6
投资净收益	1096	1505	946	1031	1144
资产处置收益	4	2	2	2	3
<b>营业利润</b>	2605	4789	5678	9405	10720
营业外收入	19	12	66	29	31
营业外支出	4	30	11	13	14
<b>利润总额</b>	2620	4771	5733	9421	10737
所得税	376	750	860	1413	1611
<b>净利润</b>	2243	4021	4873	8008	9127
少数股东损益	281	819	975	1602	1825
<b>归属母公司净利润</b>	1962	3201	3898	6406	7301
EBITDA	5014	8565	10700	15108	16962
EPS (元/股)	0.53	0.87	1.06	1.74	1.98

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	32.1	-6.3	7.9	17.4	6.8
营业利润 (%)	33.6	83.9	18.6	65.6	14.0
归属母公司净利润 (%)	21.0	63.2	21.8	64.3	14.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	3.9	7.1	10.0	12.4	12.9
净利率 (%)	2.3	4.0	4.5	6.3	6.8
ROE (%)	10.1	13.8	14.9	20.1	19.0
ROIC (%)	7.5	9.0	7.7	10.2	9.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	62.7	65.9	68.4	67.7	66.6
净负债比率 (%)	85.9	121.1	127.1	88.2	66.3
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	1.1	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	34.7	17.6	18.0	22.0	18.0
应付账款周转率	12.4	7.6	7.6	7.6	7.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.87	1.06	1.74	1.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	-0.03	1.44	3.94	3.09
每股净资产 (最新摊薄)	4.84	6.32	7.07	8.56	10.25
<b>估值比率</b>					
P/E	33.3	20.4	16.8	10.2	9.0
P/B	3.7	2.8	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	17.8	12.4	10.6	7.2	6.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 全球化纤龙头，上下游均衡一体化发展 .....	5
1.1 加速布局炼油-PX-PTA-聚酯全产业链 .....	5
1.2 文莱项目投产，炼油、化工品盈利占比大幅提升 .....	8
2. 文莱 PMB 炼化项目，打通全产业链布局 .....	9
2.1 原油采购便利、物流成本低，无进口配额限制 .....	10
2.2 东南亚成品油缺口较大，销售渠道有保障 .....	11
2.3 税收及成本优势明显 .....	12
2.4 文莱炼厂二期项目化工品占比大幅提升 .....	12
3. PTA:逆势扩张，打造一体化成本优势 .....	14
3.1 PTA 行业进入新一轮扩张期，产能集中度进一步提升 .....	14
3.2 逸盛新材料 PTA 扩产，一体化成本优势进一步强化 .....	16
4. 行业需求回暖，外延并购加内生扩张，快速扩大聚酯规模 .....	17
4.1 国内涤纶长丝行业集中度进一步提升 .....	17
4.2 下游纺织服装复苏，拉动上游聚酯需求 .....	19
4.3 外延并购加自建扩产，快速扩大聚酯规模 .....	20
5. 盈利预测及投资建议 .....	21
5.1 盈利预测关键假设 .....	21
5.2 投资建议 .....	22
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 恒逸石化发展历史回顾 .....	5
图表 2: 恒逸石化业务产业链情况 .....	5
图表 3: 恒逸石化主要产品产能情况 .....	6
图表 4: 截止 2020 年 Q3 公司股权结构 .....	7
图表 5: 公司股权激励计划 .....	7
图表 6: 公司员工持股计划表 .....	7
图表 7: 2019 年公司各业务毛利占比 .....	8
图表 8: 2020H 年公司各业务毛利占比 .....	8
图表 9: 2015 年以来公司营业总收入及增速 .....	8
图表 10: 2015 年以来公司归属母净利润及增速 .....	8
图表 11: 2015 年以来公司毛利率及净利率 .....	9
图表 12: 同行业公司资产负债率 (%) .....	9
图表 13: 恒逸文莱 PMB 石化项目主装置 .....	9
图表 14: 恒逸文莱 PMB 石化项目鸟瞰图 .....	9
图表 15: PMB 项目一期 800 万吨炼化项目主要产品 .....	10
图表 16: 文莱 GDP 及增速 .....	10
图表 17: 中国炼油能力公司分布 .....	10
图表 18: 2019 年东盟十国人均 GDP 和原油储量对比 .....	11
图表 19: 文莱 PMB 项目原油来源及消耗量 .....	11
图表 20: 我国成品油表观消费量及增速 .....	12
图表 21: 我国成品油出口量及增速 .....	12
图表 22: 文莱 PMB 项目与国内炼厂成本对比 .....	12

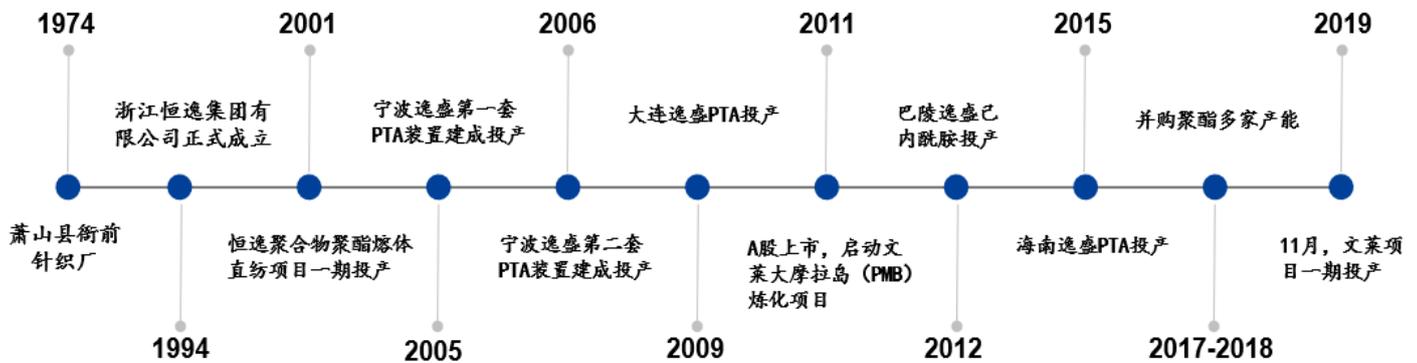
图表 23: 公司文莱炼油项目投资额 .....	13
图表 24: 文莱炼化项目主要生产产品 .....	13
图表 25: 成品油裂解价差 (美元/吨) .....	14
图表 26: PTA 历史价格波动 (元/吨) .....	14
图表 27: PTA 产量增速及消费量增速 (万吨, %) .....	15
图表 28: 我国 PTA 产能及增速 .....	15
图表 29: 未来两年 PTA 新增产能 .....	15
图表 30: PTA 厂家产能市占率 (%) .....	16
图表 31: 我国 PTA 进口依赖度 (%) .....	16
图表 32: 恒逸石化 PTA 产能分布 .....	16
图表 33: PTA 行业开工率 (%) .....	17
图表 34: PTA 库存天数变动 .....	17
图表 35: PTA 价格与价差图 (元/吨) .....	17
图表 36: 我国涤纶长丝产能及增速 .....	18
图表 37: 我国涤纶长丝产能区域分布 .....	18
图表 38: 我国涤纶长丝企业产能占比 .....	18
图表 39: 我国涤纶长丝产量及需求增速 .....	18
图表 40: 涤纶长丝 2021 年新增产能 .....	19
图表 41: 近年来纺织行业主要产品产量 .....	19
图表 42: 近年来化学纤维产量变化 .....	19
图表 43: 涤纶长丝价差图 (元/吨) .....	20
图表 44: 涤纶长丝开工率 (%) .....	20
图表 45: 近年来涤纶长丝库存天数 (天) .....	20
图表 46: 公司 2017 年以来并购聚酯产能情况 .....	21
图表 47: 公司主要新增聚酯产能情况 .....	21
图表 48: 恒逸石化分业务收入分析预测 (亿元) .....	22
图表 49: 可比上市公司估值比较 .....	23

## 1. 全球化纤龙头，上下游均衡一体化发展

### 1.1 加速布局炼油-PX-PTA-聚酯全产业链

恒逸石化股份有限公司总部位于杭州市萧山，其前身为1974年创办的萧山县衙前公社针织厂，按照后向一体化发展路径，历经四十余年发展，公司确立了石化产业、石化贸易、石化金融、石化物流的“石化+”战略思想。随着纺织业务逐渐剥离，公司不断向产业链上游聚酯和PTA环节延伸，2001年和2005年分别投产聚酯熔体直纺和上游PTA项目，2006年至2009年，宁波逸盛和大连逸盛PTA项目相继投产，2011年6月公司在深交所实现资产上市，并于同年启动“一带一路”重点项目——恒逸文莱炼化项目；2012年与中石化合营的巴陵己内酰胺项目投产，在同行中形成独具特色的涤纶、锦纶“双纶”驱动模式和“柱状型”产业结构。2015年海南逸盛PTA项目投产，成为国内最大的PTA生产企业；2017-2018年公司先后收购龙腾、明辉等厂家聚酯产能，使公司聚酯规模跃居行业前列，2019年11月文莱炼油一期项目建成投产，至此公司彻底打通“炼油-聚酯”一体化经营的“最后一公里”，完成全产业链布局，实现了上下游均衡一体化发展。

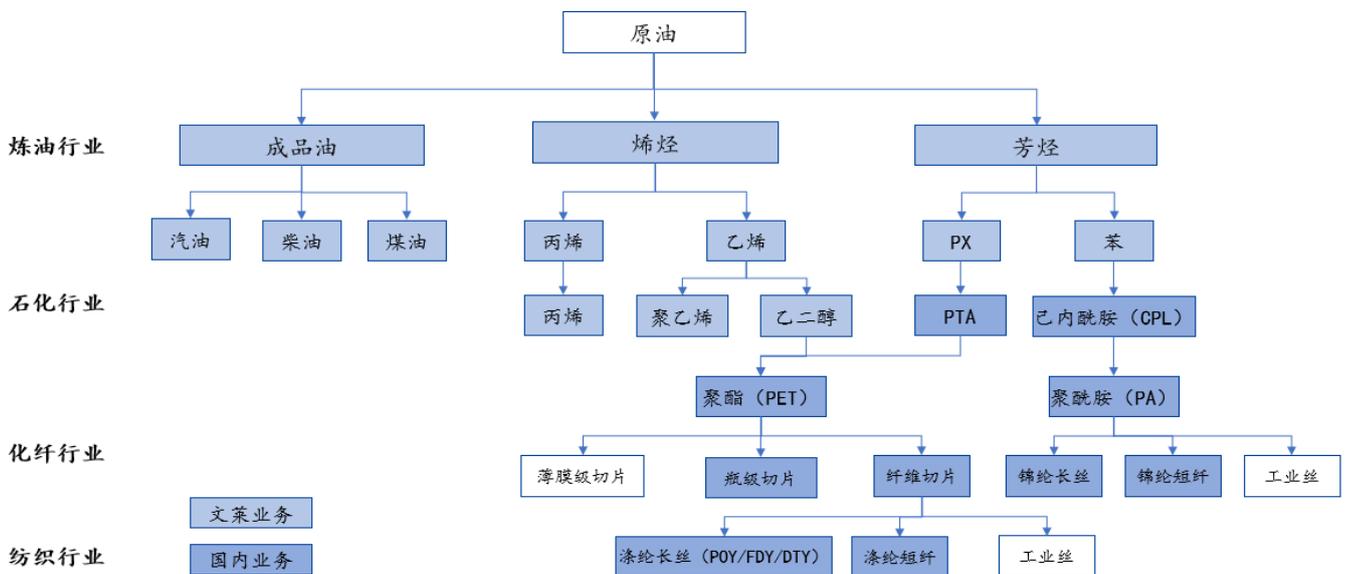
图表1：恒逸石化发展历史回顾



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

目前公司已具备炼油产能800万吨和年生产150万吨PX、50万吨苯、1950万吨PTA（600吨在建）、725万吨PET、60万吨DTY、40万吨CPL、46.5万吨PA6的能力，完成全产业链布局同时，实现了炼油-聚酯上下游均衡发展，涤纶、锦纶“双纶”驱动模式。

图表2：恒逸石化业务产业链情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表3: 恒逸石化主要产品产能情况

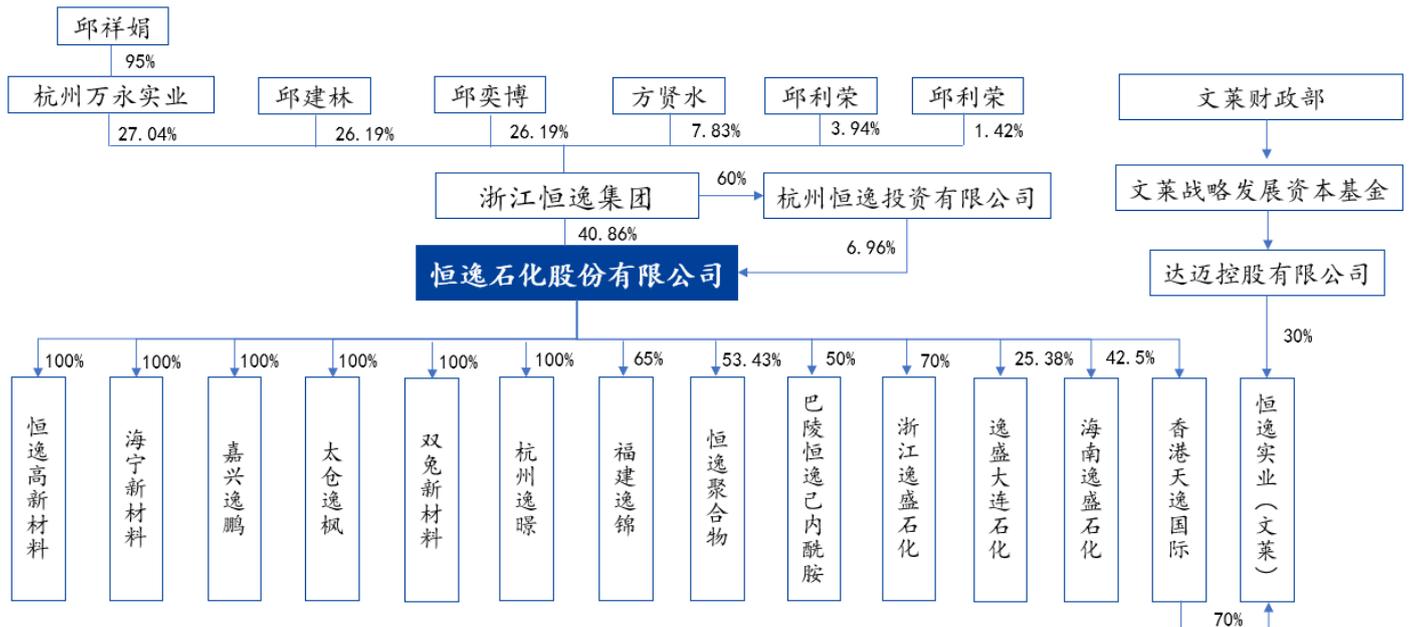
产品	公司	总产能 (万吨/年)	股权占比	权益产能 (万吨/年)	备注
炼油	文莱一期	800	70%	560	
PX	文莱一期	150	70%	105	
油品	文莱一期	565	70%	396	
苯	文莱一期	50	70%	35	
LPG	文莱一期	60	70%	42	
PTA	浙江宁波逸盛	550	70%	385	
	大连逸盛	600	25.38%	152	
	海南逸盛	200	42.5%	85	
	逸盛新材料	600 (在建)	50%	300	预计 2021 年投产
	<b>PTA 合计</b>	<b>1950</b>		<b>922</b>	
涤纶长丝	恒逸高新材料	140	100%	140	POY、FDY
	双兔新材料	105	100%	105	POY、FDY
	杭州逸暎	85	100%	85	POY、FDY、DTY
	海宁新材料	110	100%	110	
	嘉兴逸鹏	75	100%	75	FDY
	恒逸石化有限公司	35	100%	35	DTY
	太仓逸枫	25	100%	25	POY
	恒逸聚合物	60	53.43%	32	POY、FDY
	<b>涤纶长丝合计</b>	<b>635</b>		<b>607</b>	
涤纶短纤	宿迁逸达	40	100%	40	
	恒逸高新材料	20	100%	20	
	福建逸锦	30	65%	20	在建长丝 56.6 万吨
	<b>涤纶短纤合计</b>	<b>90</b>		<b>80</b>	
聚酯瓶片	海南逸盛	200	42.5%	85	
	大连逸盛	70	25.38%	18	
	<b>聚酯瓶片合计</b>	<b>270</b>		<b>103</b>	
己内酰胺	巴陵恒逸己内酰胺	40	50%	20	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司控股股东为恒逸集团, 持有恒逸石化 40.86% 股权, 并通过杭州恒逸投资公司持有恒逸石化 6.96% 股权, 公司实控人为邱建林, 持有恒逸集团 26.19% 的股权, 万永实业、邱奕博、邱利荣和邱杏娟为邱建林的一致行动人, 邱建林及其家族成员一致行动人恒逸集团 84.77% 的股权。

公司全资子公司香港天逸国际持有恒逸文莱 PMB 项目 70% 股权, 另外 30% 由文莱财政部控股; 此外公司直接或间接持有浙商银行 3.52% 的股权, 浙商银行 2016 年 3 月在香港联交所上市, 2019 年 11 月在上交所上市, 是 A 股第 5 家 “A+H” 上市股份行, 浙商银行 2019 年实现营收 463.63 亿元, 归母净利润 129.25 亿元, 参股浙商银行每年可为公司贡献约 4.5 亿元投资收益。

图表 4: 截止 2020 年 Q3 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2015 年以来公司已累计实施两次股权激励计划和三次员工持股计划, 通过股权激励+员工持股, 能够进一步完善公司治理结构, 打造公司长期、有效的激励约束机制, 确保公司长期、稳定发展。另外, 也能充分调动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竞争力。

图表 5: 公司股权激励计划

项目	时间	股数 (万股)	均价 (元/股)	业绩考核目标
第一期	2015 年 8 月	1179	5.35	四个解锁期目标: 以 2012-2014 年平均净利润为基数, 2015 年净利润增长率不低于 50%; 2016 年净利润增长率不低于 100%; 2017 年净利润增长率不低于 200%; 2018 年净利润增长率不低于 400%。
第二期	2017 年 6 月	2855	6.60	三个解锁期目标: 以 2016 年净利润为基数, 2017 年净利润增长率不低于 50%, 净利润 7.8 亿元; 2018 年净利润增长率不低于 100%, 净利润 10.4 亿元; 2019 年净利润增长率不低于 200%, 净利润 15.6 亿元。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司员工持股计划表

项目	时间	成交股数 (万股)	成交均价 (元/股)	总股本占比	锁定期
第一期	2016 年 7 月	2481	11.84	1.90%	2016 年 9 月 30 日起 12 个月
第二期	2017 年 6 月	2781	16.18	1.69%	2017 年 7 月 21 日起 12 个月
第三期	2018 年 4 月	11329	14.34	4.91%	2018 年 11 月 2 日起 12 个月

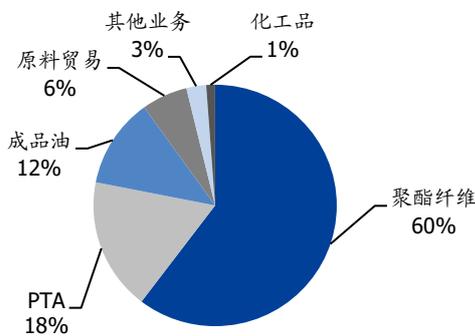
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 文莱项目投产，炼油、化工品盈利占比大幅提升

文莱炼油项目投产前聚酯纤维和 PTA 业务是公司主要利润来源，文莱炼油项目投产后，公司拥有 PX 产能 150 万吨，PX 运送至海南逸盛可解决部分原料自给，同时还需药外购部分 PX 生产 PTA，公司 PTA 产品一部分对外销售，一部分供公司的聚酯工厂生产涤纶长丝及切片，分别向市场销售。目前公司的控股子公司与联营参股公司共拥有 PTA 总产能 1950 万吨（在建 600 万吨），规模全球第一。

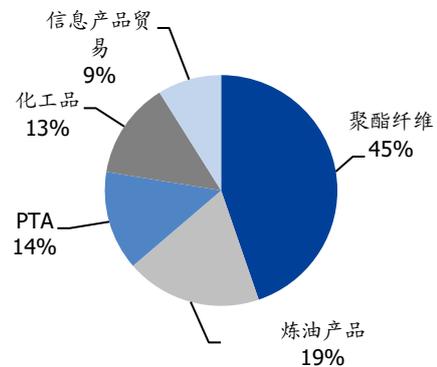
2019 年公司毛利构成中，聚酯纤维占比 60%，是业绩贡献的主要来源，其次是 PTA 业务，占公司总毛利的 18%，聚酯纤维和 PTA 毛利率分别为 9.07% 和 8.69%；2019 年 11 月文莱炼油一期项目投产，公司的营收和利润结构也随之发生较大改变，2020 年上半年，聚酯纤维、炼油产品和 PTA 成为公司营收和毛利占比最大的业务板块，其中毛利占比分别为 45%、19% 和 14%。

图表 7: 2019 年公司各业务毛利占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2020H 年公司各业务毛利占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

文莱炼油项目投产后，公司盈利能力大幅提升。截止 2020 年三季度，公司实现营业总收入 613 亿元，较上年同期减少 1.42%，总资产 978.38 亿元，同比增加 27.62%，归属于上市公司股东净利润 30.57 亿元，同比增加 38.09%，其中炼油产品和化工品增加是主要业绩贡献增量。

图表 9: 2015 年以来公司营业总收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2015 年以来公司归属净利润及增速

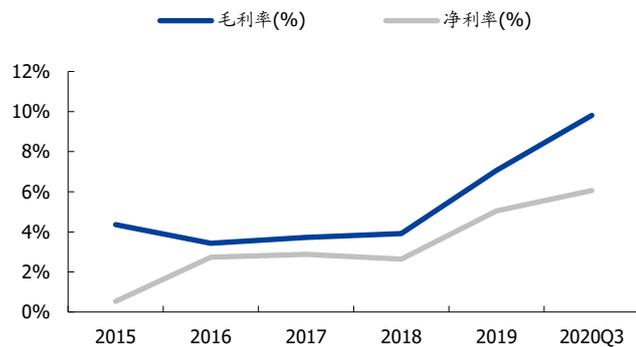


资料来源: wind, 国盛证券研究所

截止 2020Q3，公司销售毛利率 9.81%，净利率 6.06%，主要是文莱项目投产后高毛利的炼油和化工品产量增加所致；公司资产负债率 67.09%，在同行业比较中处在合理较低

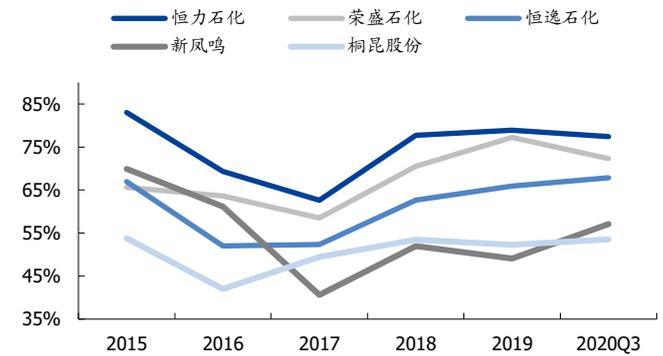
水平。

图表 11: 2015 年以来公司毛利率及净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 同行业公司资产负债率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2. 文莱 PMB 炼化项目，打通全产业链布局

恒逸文莱大摩拉岛一体化石化项目 (PMB 项目), 是由浙江恒逸石化有限公司持股 70%, 文莱财政部旗下主权基金持股 30%, 合资建设的 800 万吨炼化一体化项目。PMB 项目是首批列入“一带一路”的重点建设项目, 同时也是首个全面执行中国标准的海外项目。项目建设地点位于文莱大摩拉岛, 总投资 34.5 亿美元, 是文莱迄今最大的实业投资, 也是中国民营企业海外最大的投资建设项, 项目一期炼油年产能 800 万吨, 包括年生产 150 万吨对二甲苯、50 万吨苯、近 600 万吨汽柴煤油品。项目从 2011 年立项到 2012 年上岛建设再到于 2019 年 11 月建成投产, 历时八年时间, 将荒芜的大摩拉岛建设成现代化炼油基地。

图表 13: 恒逸文莱 PMB 石化项目主装置



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 恒逸文莱 PMB 石化项目鸟瞰图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

项目将依托公司下游产业配套和文莱原油供应与当地油品需求, 以及与潜在目标客户全面接洽, 渠道稳定多样, 有利于原油采购和产品销售。项目投产之后, PX 和苯等化工品销售给公司下游产业; 汽柴煤油品优先满足文莱国家需求, 剩余产品面向东南亚等国家, 实行国际化市场定价销售; 化工轻油销售给日本、韩国等亚洲国家。除了一期项目, 公

司还在二期项目中规划了1400万吨/年的炼化装置，包括165万吨/年乙烯和200万吨/年PX。公司文莱PMB项目出产的PX和苯可以直接为下游公司的PTA和锦纶项目提供原材料，真正实现“产业链一体化”战略布局，显著降低产业成本，提高持续盈利能力和抵御风险能力。

图表 15: PMB 项目一期 800 万吨炼化项目主要产品

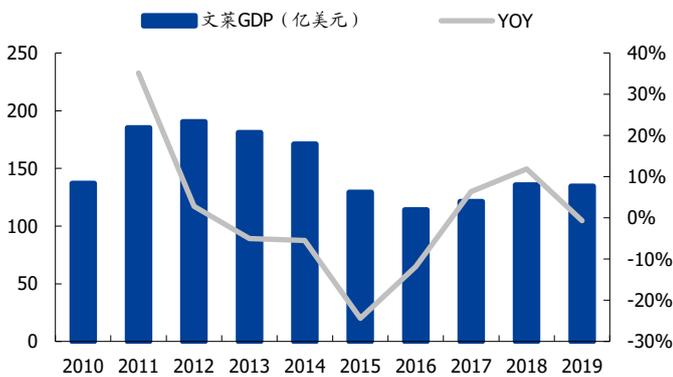
主要产品名称	产能 (万吨)	主要用途
液化气(LPG)	56	石油加工而得, 清洁燃料
对二甲苯 (PX)	150	生产精对苯二甲酸 (PTA) 的原料
苯	50	生产己内酰胺 (CPL) 的原料
柴油	174	柴油发动机燃料
汽油	262	汽车点燃式内机燃料
航空煤油	117	航空涡轮发动机燃料

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.1 原油采购便利、物流成本低, 无进口配额限制

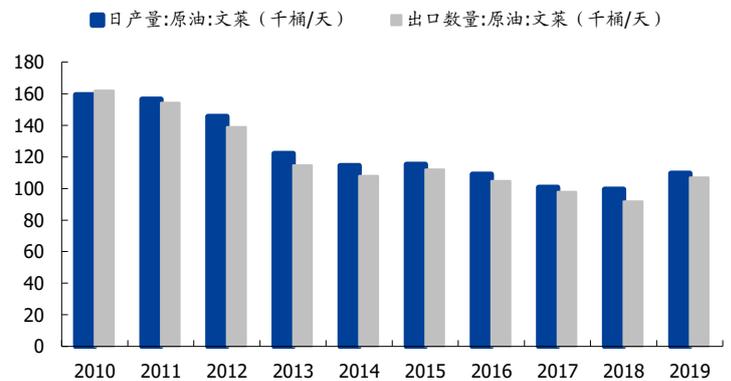
文莱达鲁萨兰国, 简称文莱 (Brunei), 位于亚洲东南部, 加里曼丹岛西北部, 北濒中国南海, 东南西三面与马来西亚的沙捞越州接壤, 总面积为 5765 平方公里, 人口 43.3 万 (2019 年), 是一个君主专制国家。属热带雨林气候, 终年炎热多雨, 年平均气温 28℃。2019 年文莱 GDP 为 134.7 亿美元, 人均 GDP 为 31109 美元, 人均 GDP 排名在东南亚仅次于新加坡。

图表 16: 文莱 GDP 及增速



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表 17: 中国炼油能力公司分布



资料来源: OPEC, 国盛证券研究所

文莱工业基础薄弱, 经济结构单一, 主要以石油和天然气开采与生产为主。根据 EIA 数据, 2019 年文莱原油已探明储量 11 亿吨, 在东南亚地区仅次于越南、马来西亚、印度尼西亚, 位居第四位; 根据 OPEC 数据, 文莱原油日产量 109.64 千桶/日, 原油产量呈逐年下滑趋势, 与文莱 GDP 走势较为吻合, 原油出口量 106.92 千桶/日, 原油出口占比 97.52%。

图表 18: 2019 年东盟十国人均 GDP 和原油储量对比

东盟十国	GDP (亿美元)	人口 (百万)	人均 GDP (千美元)	原油探明储量 (亿吨)
1 印度尼西亚	11201	267.67	4.18	31.5
2 泰国	5436	69.43	7.83	3.2
3 菲律宾	3768	106.65	3.53	1.4
4 新加坡	3721	5.64	65.98	-
5 马来西亚	3647	31.53	11.57	36
6 越南	3295	95.54	3.45	44
7 缅甸	689	53.71	1.28	0.4
8 柬埔寨	271	16.25	1.67	-
9 老挝	182	7.06	2.58	-
10 文莱	135	0.43	31.11	11

资料来源: 世界银行, EIA, 国盛证券研究所

**PMB 项目地理位置优越, 原油运输成本低, 文莱油气资源丰富, 可供应 50% 以上原油。**据环评文件披露, 文莱 PMB 一期 800 万吨装置加工的原料为伊朗凝析油: 文莱轻油: 卡塔尔凝析油: 卡塔尔原油=1: 3: 2: 2 的混合原油, 具体包括 100 万吨伊朗凝析油、300 万吨文莱轻油、200 万吨卡塔尔凝析油和 200 万吨卡塔尔原油, 原油 API 为 42.3, 属于典型的轻油炼厂, 较重油炼厂具备更低的加工成本。文莱原油产量约 556 万吨/年, 其中供应 PMB 项目 300 万吨占文莱原油产量的 54%, 本地直接采购原油节省了运输成本。同时文莱 PMB 炼厂靠近马六甲海峡, 原油采购便利且运输成本低, 原油运输距离较国内炼厂缩短约 2500 公里, 原油运输物流成本约为 8 美元/吨, 较国内炼厂运输成本低约 8.5 美元/吨。此外 PMB 项目更接近原油供应地, 靠近新加坡原油贸易市场, 原油采购没有国内的原油进口配额限制。

图表 19: 文莱 PMB 项目原油来源及消耗量

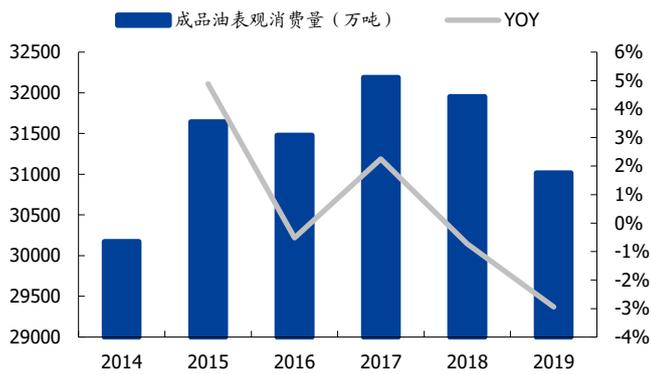
序号	种类	消耗量 (万吨/年)
1	伊朗凝析油	100
2	文莱轻油	300
3	卡塔尔凝析油	200
4	卡塔尔原油	200

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

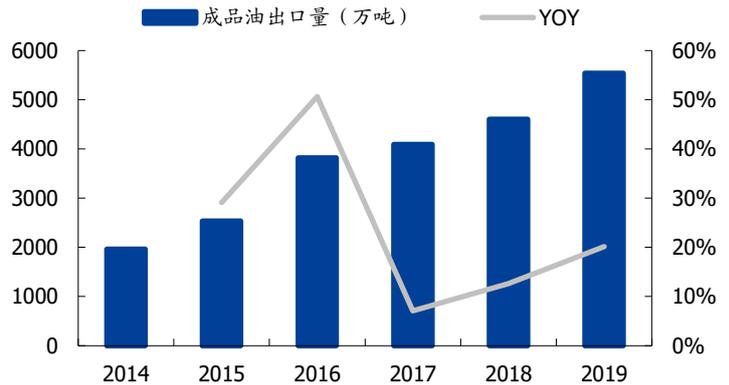
## 2.2 东南亚成品油缺口较大, 销售渠道有保障

我国成品油消费量逐渐下滑, 出口量快速上升。2019 年我国成品油表观消费量 3.1 亿吨, 同比-2.94%, 其中汽油 1.25 亿吨, 同比-1.01%, 柴油 1.46 亿吨, 同比-6.25 亿吨, 煤油 0.39 亿吨, 同比 4.36%。与此同时我们成品油出口量逐年上涨, 2019 年我国出口成品油 5536 万吨, 同比增长 20.16%, 东南亚地区是我们成品油主要出口地之一, 根据海关总署统计数据, 2019 年我国汽油出口新加坡 977 万吨, 占总出口量的 60%。

图表 20: 我国成品油表观消费量及增速



图表 21: 我国成品油出口量及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**东南亚地区成品油缺口较大, 未来需求仍不断增长。**根据 wind 数据显示, 东南亚炼油能力约 3 亿吨, 汽柴煤等成品油产能约 1.8 亿吨附近, 产量约 1.4 亿吨, 缺口约 10700 万吨。东南亚人口约 6.41 亿, 成品油需求增长潜力大。分产品来看, 汽油方面, 东南亚存在缺口约 4900 万吨/年, 主要需要进口的国家最大的是印度尼西亚、马来西亚和越南等地, 主要的区域内出口国是新加坡和泰国。柴油东南亚存在较大缺口, 每年缺口约 4700 多万吨, 主要进口国是越南, 孟加拉、菲律宾、斯里兰卡、缅甸、印尼和马来西亚等地。2020 年 IMO 新标实施, 低硫燃料油的需求增加。新加坡是主要的船运基地, 进口量 4000 多万吨, 部分 MGO (船用柴油) 需要替代船用燃料油, 东南亚柴油进口量将会增加。文莱 PMB 一期项目成品油产品 565 万吨, 作为文莱国家战略储备商, 在满足文莱国内需求基础上, 剩余成品油在东南亚各国销售。

### 2.3 税收及成本优势明显

文莱 PMB 项目在当地免收增值税、消费税、营业税金及附加的优惠政策, 享受 18.5% 的所得税 24 年的免税优惠。文莱 PMB 项目位于东盟自贸区, 进出口免关税, 文莱生产的 PX 等化工品销往恒逸的海南逸盛 PTA 工厂免征 2% 的关税。并且文莱不征收个人所得税、营业税、工资税、生产税及出口税, 总体税负节省明显。此外, 项目完全配套燃煤发电, 自产蒸汽, 公用工程成本优势明显。

图表 22: 文莱 PMB 项目与国内炼厂成本对比

节省项目	文莱 PMB 项目	国内炼厂
税收优惠	免税 24 年	增值税 13%, 所得税 25%
电价 (美元/KWH)	0.05	0.1159
蒸汽价格 (美元/吨)	17.5	29.4
运输成本 (美元/吨)	8	16.5

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.4 文莱炼厂二期项目化工品占比大幅提升

文莱炼化项目一期 800 吨炼化总投资额 36.98 亿美元, 其中建设投资 29.85 亿美元, 一期项目成品油产出 565 万吨, 成品油收率 70.63%, 化工品主要为 PX 150 万吨和苯 50

万吨,一期项目已于2019年11月投产;文莱二期1400吨炼化项目总投资额预计136.54亿美元,项目建设期3年,其中二期项目中成品油产出633万吨,成品油收率45%。项目总投资中,30%为企业自有资金,其余为银行贷款。

图表 23: 公司文莱炼油项目投资额

项目名称	炼油产能(万吨)	投资金额(亿美元)
文莱炼化项目一期	800	36.98
文莱炼化项目二期	1400	136.54
合计	2200	173.52

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

二期项目除了化工品占比较一期大幅提升外,还规划了聚酯瓶片产能100万吨,同时配套上游原料PTA和乙二醇,一体化布局的聚酯可以较国内聚酯厂家有较大的成本优势,此外,东南亚地区拥有6.4亿人口,也是潜在的庞大聚酯消费市场,未来增长潜力大。

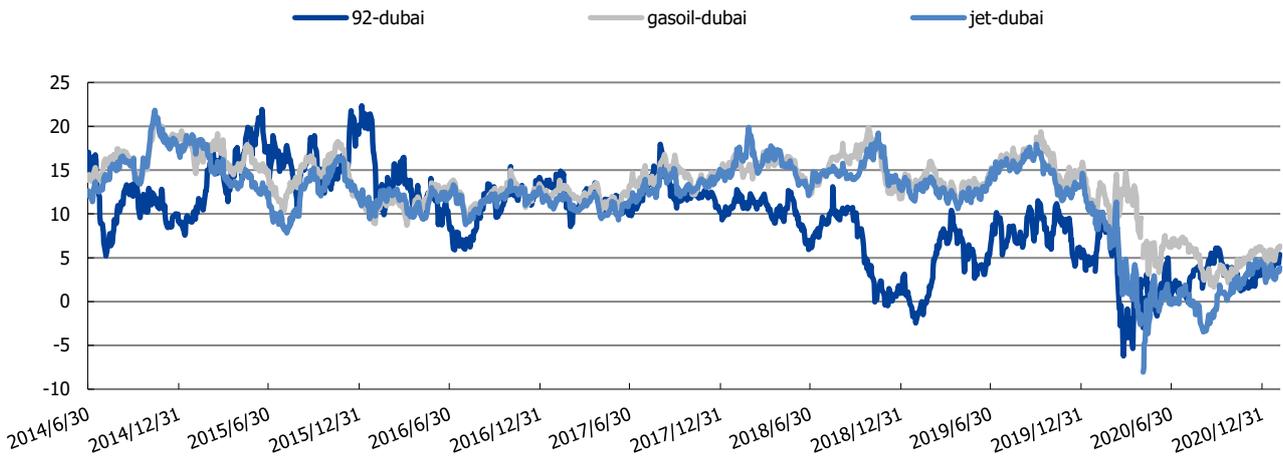
图表 24: 文莱炼化项目主要生产产品

主要产品		一期产能(万吨/年)	二期产能(万吨/年)
<b>炼油区</b>			
1	汽油	262	255
2	柴油	174	194
3	航空煤油	117	184
4	液化石油气	56	19
<b>化工区</b>			
1	PX	150	200
2	PTA		250
3	苯	50	78
4	乙烯		165
5	聚乙烯		105
6	聚丙烯		100
7	乙二醇		120
8	聚酯瓶片		100

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

2020年上半年在疫情影响下,原油价格大幅下跌,成品油与原油裂解价差大幅收窄,随着疫情缓解,全球经济复苏,油价出现修复性上涨,截止2021年2月上旬,汽油、柴油和航煤裂解价差分别达到5.4、6.3和3.9美元/吨,从过去七年历史回溯看,目前裂解价差处于行业中枢水平之下,预计随着全球经济持续复苏,价差将逐渐扩大,成品油盈利能力较2020年将有较大提升。

图表 25: 成品油裂解价差 (美元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3. PTA:逆势扩张, 打造一体化成本优势

#### 3.1 PTA 行业进入新一轮扩张期, 产能集中度进一步提升

PTA 是合成聚酯的核心原料, PTA 的下游应用比较集中, 90%以上的 PTA 用于生产聚酯 (PET), 生产一吨 PET 约需要 0.855 吨 PTA 和 0.335 吨乙二醇 (MEG)。回顾我国 PTA 的发展历程, 行业大致经历了四轮景气周期: 1) 2011 年之前随着聚酯产业向国内转移, 上游 PTA 供应紧张, 进口依赖度高达 50%, 行业盈利较好, 2010 年受棉花价格上涨影响, 聚酯需求增加, 带动 PTA 价格上涨, 致使 2010-2011 年 PTA 的盈利达到近 20 多年来的高点, 刺激我国开始了新一轮的产能扩张, 很多公司纷纷上马 PTA 产能。2) 2011 年是一个重要的转折点, 在随后的 2011-2015 年, 我国迎来了 PTA 投产的高峰, 进口依赖度大幅下降, 行业产能逐渐过剩, 产品价格进入下行周期; 3) 2016-2019 年的行业供给侧改革及环保升级, 使得 PTA 行业落后产能逐渐停产或退出, PTA 价格重回 8000 元/吨以上的高盈利周期; 4) 2019 年以来国际油价下跌, 同时恒力石化、荣盛石化等企业继续扩张产能, 行业重回下行周期。

图表 26: PTA 历史价格波动 (元/吨)

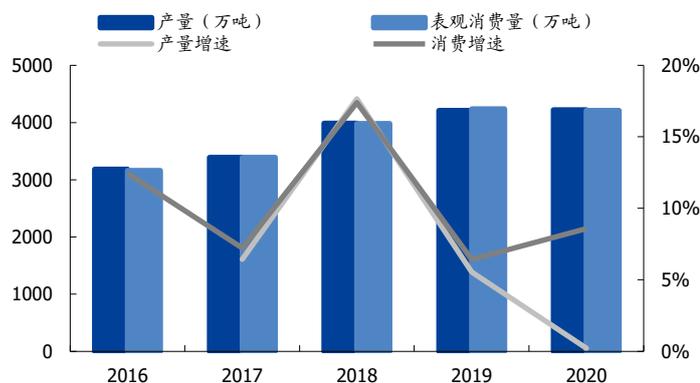


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2011-2020 年我国 PTA 产能从 2040 万吨增长到了 6223 万吨, 同期产量从 1546 万吨增

长至 4220 万吨，我国 PTA 已经达到了自给自足的状态。2020 年我国 PTA 表观消费量 4209 万吨，同比 8.58%，行业基本供需平衡。

图表 27: PTA 产量增速及消费量增速 (万吨, %)



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 28: 我国 PTA 产能及增速



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

未来两年 PTA 行业新增产能多达 3640 万吨，其中 2021 年新增产能 2440 万吨，2022 年新增产能 1500 万吨，并且新增产能多集中在行业恒力石化等头部企业，且多为一体化的扩张。

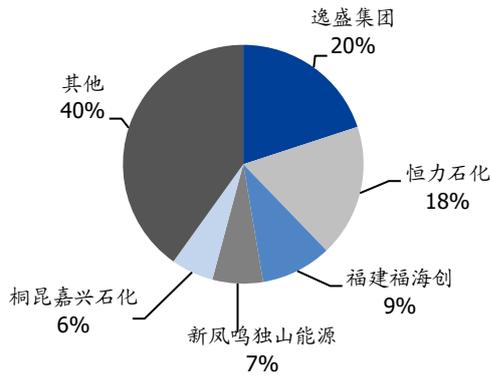
图表 29: 未来两年 PTA 新增产能

投产时间	厂家	产能 (万吨)	省份
2021 年	恒力石化(惠州)	500	广东省
	宁波中金石化	330	浙江
	浙江独山能源	400	浙江
	宁夏宝塔能源化工	120	宁夏
	福建百宏聚纤	250	福建
	浙江逸盛新材料	600	浙江
	江苏虹港石化	240	江苏
<b>合计</b>		<b>2440</b>	
2022 年	石狮市佳龙石化纺织	110	福建
	东营威联化学	250	山东
	新疆蓝山屯河化工	120	新疆
	中国石油化工天津分公司	220	河北
	桐昆集团	500	江苏
	台化兴业(宁波)有限公司	300	浙江
<b>合计</b>		<b>1500</b>	

资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

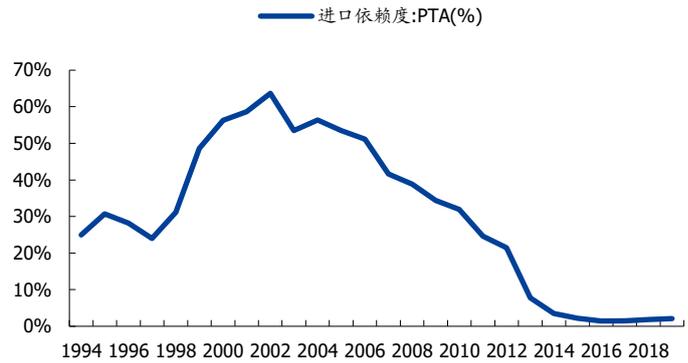
恒逸石化拥有逸盛大连、逸盛宁波和逸盛海南三大 PTA 生产基地，参控股 PTA 产能 1350 万吨，权益产能 622 万吨。从产能来看，逸盛集团 PTA 产能目前国内最大，占全国总产能的 19.9%，恒力石化占全国总产能的 17.9%，前五位企业产能占比约 60%，寡头态势已经凸显，这将会导致对行业的影响力和控制力明显增强，可以自行制定行业规则，有利于利润的进一步集中。公司控股及参股的 PTA 装置均为行业内优势产能，尤其是宁波逸盛的 PTA 加工成本在行业中优势突出，大连和海南的 PTA 装置虽然加工费略高于宁波，但在业内仍属于较低水平。

图表 30: PTA 厂家产能市占率 (%)



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 31: 我国 PTA 进口依赖度 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2 逸盛新材料 PTA 扩产，一体化成本优势进一步强化

公司 2019 年 9 月发布公告参股子公司逸盛新材料将继续扩产 600 万吨 PTA，子公司由恒逸石化持股 50%，宁波中金石化有限公司持股 50%，项目位于宁波石化经济技术开发区内，规划面积约 362.6 亩，项目分两期实施，预计总投资 67.31 亿元，预计将于 2021 年建成投产。

逸盛新材料 PTA 由于在宁波石化经济开发区，可以配套浙江石化、中金石化的 PX 原料，原料成本将大幅下降，同时相对于逸盛大连和逸盛海南，PX 运输成本也将大幅下降；此外逸盛新材料投资金额少，单吨投资额仅为 0.112 万元，折旧费用及管理费用更低，据我们测算加工费用较前期装置有至少 200 元/吨成本优势。即便未来 PTA 行业产能过剩，竞争激烈情况下，公司也有望通过成本优势获取超额收益。

图表 32: 恒逸石化 PTA 产能分布

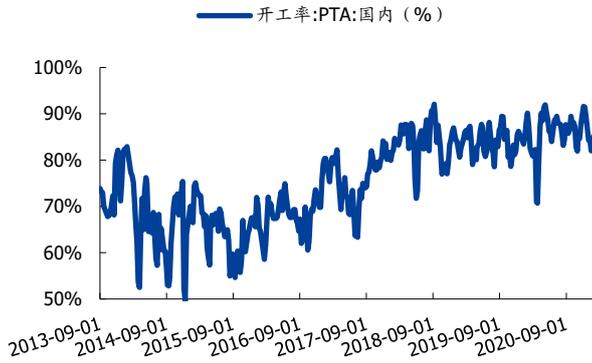
子公司	持股比例	产能 (万吨)	备注
浙江宁波逸盛石化	70%	65	2005 年投产
		65	2006 年投产
		200	2011 年投产
		220	2013 年投产
大连逸盛大化	25.38%	225	2009 年投产
		375	2012 年投产, 2014 年扩产
海南逸盛	42.5%	200	2012 年投产
<b>合计</b>		<b>1350</b>	
<b>权益产能</b>		<b>622</b>	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

库存方面，自 2014 年初以来，国内 PTA 库存天数持续下降，2014~2016 年由 6.5 天大幅下降至 2.7 天。2020 年由于疫情影响行业库存上升到 9 天，随着下游需求逐渐复苏，行业库存快速去化，截至 2021 年 2 月 5 日，国内 PTA 平均库存天数降低至 3.5 天，库存天数持续下降并处于相对低位，这对国内 PTA 市场形成有力支撑，同时下游需求旺盛，

使得 PTA 价格有一定修复，利润有提升空间。

图表 33: PTA 行业开工率 (%)



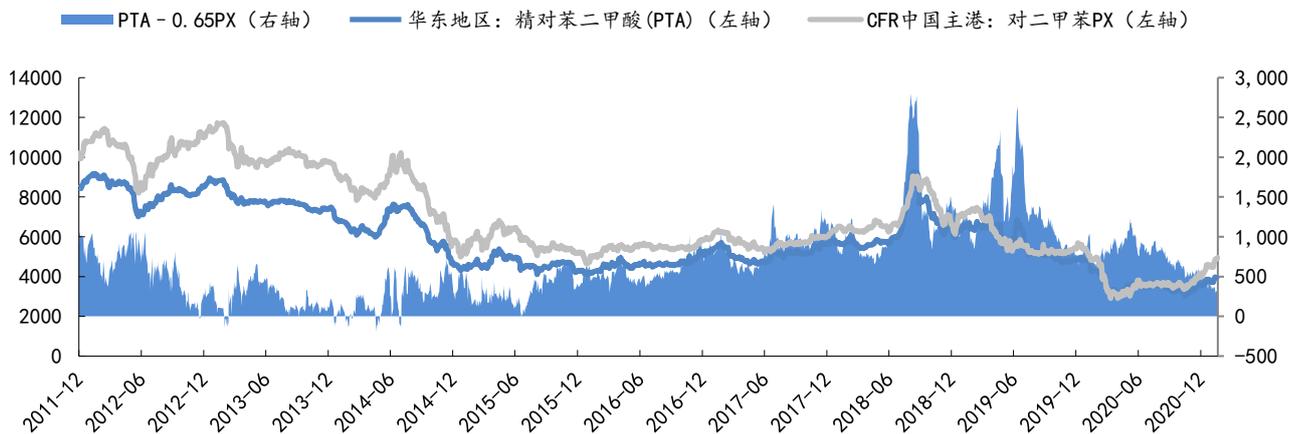
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: PTA 库存天数变动



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: PTA 价格与价差图 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4. 行业需求回暖，外延并购加内生扩张，快速扩大聚酯规模

### 4.1 国内涤纶长丝行业集中度进一步提升

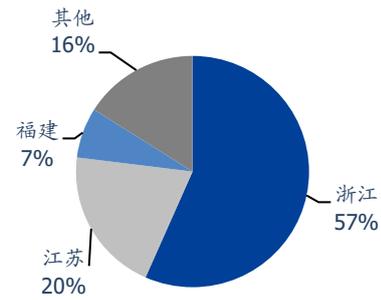
我国成为涤纶长丝第一大生产国，2019 年我国涤纶长丝产量为 3208 万吨，占合成纤维产量的 54%，占世界涤纶长丝产量的 70% 以上。从地域来看，我国涤纶长丝企业群主要集中在浙江、江苏、福建等地区，三个省的涤纶长丝产能占我国总产能的 84%，其中浙江省占比达到 56.6%，是名副其实的化纤大省。

图表 36: 我国涤纶长丝产能及增速



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

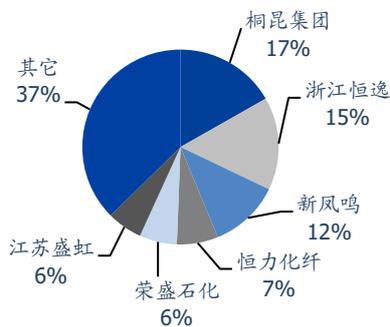
图表 37: 我国涤纶长丝产能区域分布



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

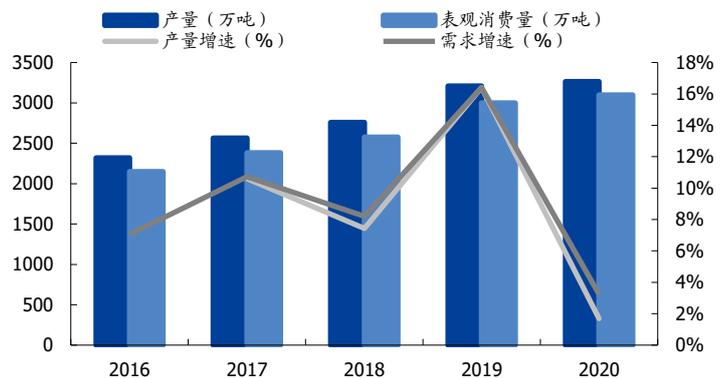
2014年以来涤纶长丝的价格大幅下滑, 大量中小规模企业在价格战中折戟沉沙, 部分厂家已退出市场, 累计淘汰涤纶长丝产能达到 207 万吨, 供给过剩情况有所缓解。2019 年我国涤纶长丝产能达到 3994 万吨, 增幅 6.45%, 2020 年产能 4218 万吨, 增幅 5.62%, 行业产能扩张有所放缓。根据百川资讯统计数据, 2021 年行业预计新投放的产能 232 万吨, 同比增加 5.5%。随着固定资产投资的增速下降, 涤纶长丝的增产趋于理性, 产能高速增长的时代已经结束。

图表 38: 我国涤纶长丝企业产能占比



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 39: 我国涤纶长丝产量及需求增速



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

2020 年我国涤纶长丝表观消费量 3105 万吨, 同比增长 3.53%, 产量同比增速仅为 1.69%, 需求增速高于供给增速, 供需关系进一步改善, 主要是由于国内终端纺织服装和家纺市场以及国外纺织订单回流带来的行业的景气度持续上行, 拉动涤纶长丝需求提升。

图表 40: 涤纶长丝 2021 年新增产能

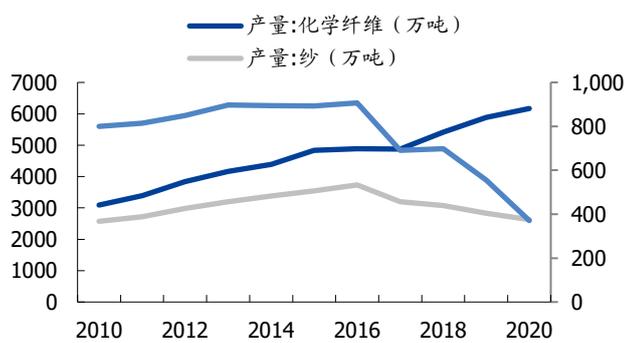
企业	产能 (万吨)
福建逸锦	25
新疆中泰+正凯	25
天龙化纤	20
盛元化纤	50
恒鸣化纤	80
宿迁国望高纤	25
2021 年新增/淘汰 产能	
华宝纺织	12
新凤鸣独山能源	60
新凤鸣化纤中跃化纤三期	30
恒逸海宁新材料	25
吴江新民化纤	-40
江苏鹰翔化纤	-40
太仓振辉化纤	-40
总计	232

资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

#### 4.2 下游纺织服装复苏, 拉动上游聚酯需求

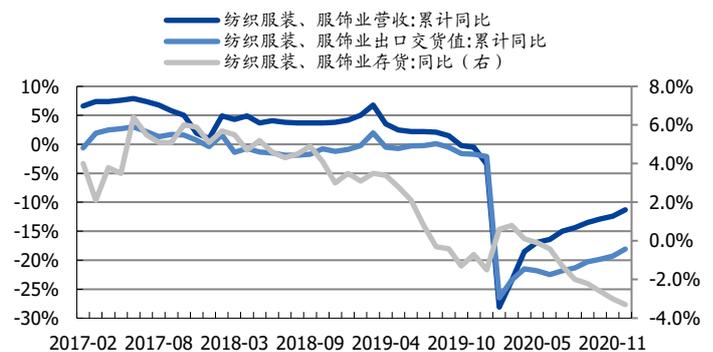
由于受土地资源所限, 粮棉争地、城乡争地矛盾日渐突出, 棉花等天然纤维难以满足纺织工业发展需要, 纤维消费量的增长主要依靠化纤的增长来支撑, 化纤是纺织工业增长的主要原料保障, 根据国家统计局的数据, 2020 年我国布和纱产量 371 亿米和 2630 万吨, 同比分别下滑 33.2%和 7.0%, 化学纤维产量 6168 万吨, 同比增长 4.8%。

图表 41: 近年来纺织行业主要产品产量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

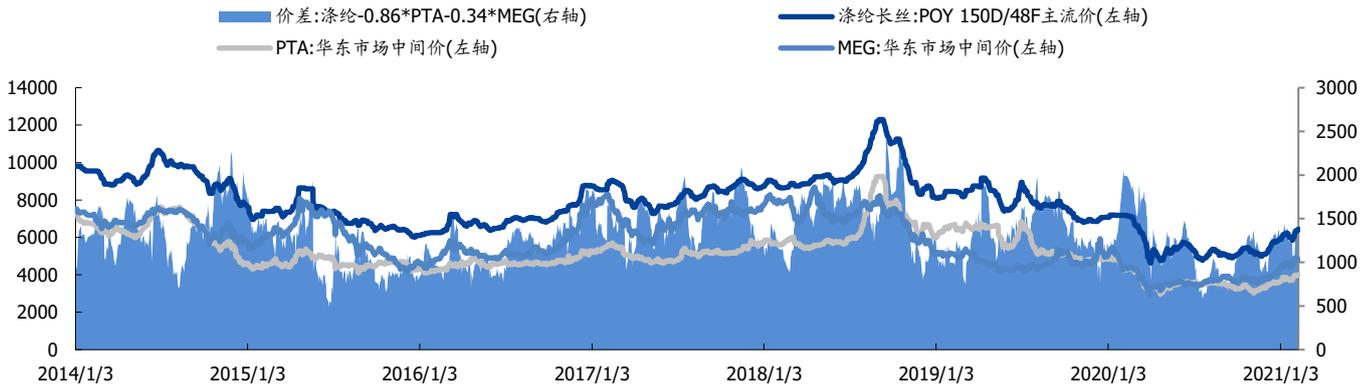
图表 42: 近年来化学纤维产量变化



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

下游纺织服装、服饰业回暖, 库存增速放缓。受到疫情影响, 2020 年一季度下游纺织服装行业需求大幅下滑, 随着国内疫情缓解, 下游需求逐步复苏, 2020 年 12 月, 国内纺织服装业营收累计同比-11.3%, 自 3 月份以来环比持续改善, 缓慢复苏迹象明显; 12 月存货同比-3.3%, 也是自 5 月份以来持续下降; 12 月出口交货值累计同比-18.1%, 自 7 月以来环比继续改善。

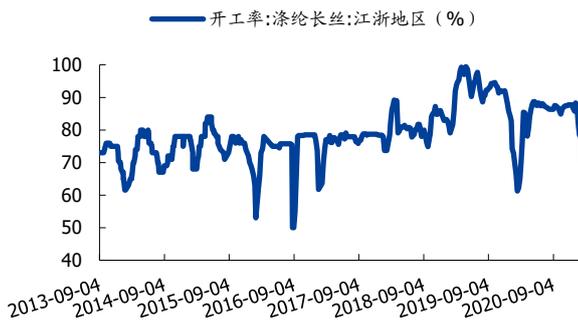
图表 43: 涤纶长丝价差图 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

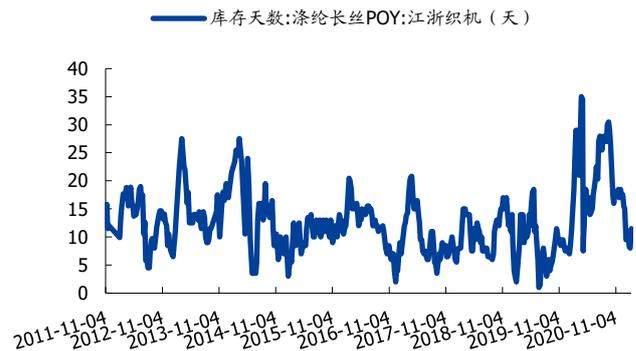
在下游需求拉动下, 上游涤纶长丝开工率一直维持 85% 以上的开工负荷, 行业库存从 2020 年 10 月份以来快速下降, 截止 2021 年 2 月上旬, 涤纶长丝 (POY) 库存已经下降至 11.5 天, 长丝价差也修复到 1400 元/吨左右。

图表 44: 涤纶长丝开工率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 45: 近年来涤纶长丝库存天数 (天)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

### 4.3 外延并购加自建扩产, 快速扩大聚酯规模

公司通过外延并购和自建扩产, 快速扩大聚酯规模, 产业链配套更加均衡。2017 年以来先后收购红剑集团、龙腾科技、明辉化纤、双兔新材料、正麒高纤、翔盛高新材料等企业, 收购聚酯资产后, 迅速实现复产并做产能升级改造, 目前公司聚酯产能 (不含瓶片) 约 725 万吨。

图表 46: 公司 2017 年以来并购聚酯产能情况

时间	并购事项
2017 年 3 月	恒逸集团 6.23 亿收购红剑集团, 成立杭州逸暉, 新增 75 万吨长丝,
2017 年 6 月	恒逸集团 7.22 亿收购龙腾科技, 成立嘉兴逸鹏, 新增 20 万吨 FDY
2017 年 7 月	恒逸集团 7.71 亿收购明辉化纤, 成立太仓逸枫, 新增 25 万吨 POY
2018 年	恒逸石化发行股份购买恒逸集团所持嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材料 (100 万吨/年) 100% 股权。并募集 29.5 亿元配套资金用于嘉兴逸鹏和太仓逸枫分别扩建 50 万吨 FDY 和 25 万吨 POY 产能。
2018 年	子公司福建逸锦收购正麒高纤 20 万吨短纤项目相关资产
2019 年 4 月	宿迁逸达以 3.5 亿江苏翔盛高新材料股份有限公司旗下资产, 新增聚酯产能 40 万吨

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司近两年新建聚酯产能以差别化、智能化、高附加值为方向进行扩产提质, 扩产项目包括嘉兴逸鹏 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目、福建逸锦 35 万吨 FDY 制造项目以及海宁新材料 100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目。

图表 47: 公司主要新增聚酯产能情况

在建项目	投资额 (亿元)	产品类型	产能 (万吨)	项目进展
海宁新材料	63.6	POY、FDY、切片	100	全面投产
嘉兴逸鹏差别化功能性纤维改造项目	22.7	FDY	50	一阶段 25 万吨 2019 年 4 月投产
福建逸锦项目	15.88	FDY、短纤	35	预计已投产

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测关键假设

**1) PTA 业务:** 公司目前拥有 PTA 权益产能 622 万吨, 参控产能 1350 万吨, 占国内总产能的 20% 左右, 成本一直处于国内较低水平, 恒逸新材料 PTA 项目 600 万吨预计 2021 年建成投产。

**2) 聚酯业务:** 公司涤纶长丝规模优势突出, 受益行业景气上行。公司现拥有涤纶长丝权益产能 607 万吨、聚酯短纤 80 万吨、聚酯瓶片 103 万吨。公司在产品品类、装置稳定性、生产效率和生产成本上均处于行业领先地位, 下游客户的黏性较高, 盈利能力高出行业平均水平。

**3) 文莱 PMB 项目:** 文莱炼化一期项目 2019 年 11 月投产, 2020 年逐步满负荷生产, 成品油权益产能 560 万吨, 化工品 140 万吨, 随着油价复苏, 炼化项目将受益于行业景气上行。

图表 48: 恒逸石化分业务收入分析预测 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>炼油产品</b>				
营业收入	22.08	129.20	188.32	190.80
营业成本	15.32	112.00	156.80	156.80
营业毛利	6.76	17.20	31.52	34.00
毛利率	30.62%	13.32%	16.74%	17.82%
<b>化工品</b>				
营业收入	3.36	26.55	38.41	39.03
营业成本	2.70	5.55	9.01	9.63
营业毛利	0.66	20.90%	23.45%	24.67%
毛利率	19.64%	13.86%	16.02%	17.06%
<b>PTA</b>				
营业收入	114.79	111.73	152.43	187.61
营业成本	104.81	101.00	133.25	164.00
营业毛利	9.98	10.73	19.18	23.61
毛利率	8.69%	9.60%	12.58%	12.58%
<b>聚酯纤维</b>				
营业收入	374.40	390.09	427.96	458.50
营业成本	340.45	350.90	375.10	399.30
营业毛利	33.95	39.19	52.86	59.20
毛利率	9.07%	10.05%	12.35%	12.91%
<b>贸易</b>				
营业收入	275.31	195.60	195.60	195.60
营业成本	271.88	188.88	188.88	188.88
营业毛利	3.43	6.72	6.72	6.72
毛利率	1.25%	3.44%	3.44%	3.44%
<b>其他</b>				
营业收入	6.26	6.26	6.26	6.26
营业成本	4.79	4.79	4.79	4.79
营业毛利	1.47	1.47	1.47	1.47
毛利率	23.48%	23.48%	23.48%	23.48%
<b>合计报表</b>				
营业收入	796.20	859.43	1,008.98	1,077.79
营业成本	735.16	773.78	883.43	938.38
营业毛利	61.04	85.65	125.55	139.41
毛利率	7.67%	9.97%	12.44%	12.93%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 5.2 投资建议

我们选取同为炼化产业链的恒力石化、桐昆股份、荣盛石化、新凤鸣、万华化学作为可

比公司，可比公司 2020-2022 年的平均 PE 分别为 33.83 倍、21.53 倍、17.45 倍；恒逸石化 2020-2022 年 PE 分别为 16.77 倍、10.21 倍、8.96 倍，2020-2021 年 PE 均低于行业平均值，公司目前 PB 为 2.60 倍，低于行业平均值 6.04 倍。文莱 PMB 炼化项目将有助于公司打造“炼化-化纤”一体化产业链，降低生产成本，形成完整闭环产业链条，短期看能显著提升公司盈利水平，带来更高的成长空间，长期来看一体化产业链能有效抵御周期风险，稳定公司各项经营。公司紧抓行业景气大趋势，通过并购和自建来扩大涤纶长丝产能，预计未来两年随着涤纶长丝景气上行将大幅增厚公司业绩。同时公司 PTA 业务逐步配套上游原料 PX，并且逸盛新材料新增 PTA 产能具有更强的成本优势，公司 PTA 业务有望在未来竞争中取得超额收益。结合可比公司平均估值，我们给予公司目标市值 1095 亿元，对应 2022 年 15 倍 PE 估值。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 38.98、64.06、73.01 亿元，EPS 分别为 1.06、1.74、1.98 元，对应 PE 为 16.8、10.2、9.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 49: 可比上市公司估值比较

公司简称	股价		EPS			PE				PB-LF	总市值 亿元
	2021-02-19	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
恒力石化	44.03	1.42	1.90	2.23	2.54	11.29	23.11	19.72	17.34	7.12	3099
桐昆股份	27.55	1.56	1.22	1.95	2.35	9.60	22.56	14.15	11.71	2.48	630
荣盛石化	42.20	0.35	1.13	1.66	2.17	35.32	37.39	25.39	19.42	8.06	2849
新凤鸣	21.96	0.97	0.54	1.19	1.60	12.76	40.85	18.49	13.74	2.72	307
万华化学	137.48	3.23	3.04	4.60	5.49	17.41	45.24	29.89	25.02	9.82	4317
平均		<b>1.51</b>	<b>1.57</b>	<b>2.33</b>	<b>2.83</b>	<b>17.28</b>	<b>33.83</b>	<b>21.53</b>	<b>17.45</b>	<b>6.04</b>	<b>2240</b>
恒逸石化	<b>17.75</b>	<b>0.87</b>	<b>1.06</b>	<b>1.74</b>	<b>1.98</b>	<b>20.42</b>	<b>16.77</b>	<b>10.21</b>	<b>8.96</b>	<b>2.60</b>	<b>653</b>

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (可比公司业绩预测取 wind 一致预期)

## 6. 风险提示

**国际油价大幅下跌:** 公司投资建设的文莱 PMB 800 万吨炼化项目的原材料是原油，如果国际油价发生大幅下跌会造成一定的库存损失，对公司经营和盈利情况造成一定的影响。另外公司现有主业以 PTA 和下游的涤纶化纤为主，属于石化产业链的下游，油价大幅下跌也会造成一定的风险。

**新项目建设进度不及预期:** 公司逸盛新材料 PTA 项目、海宁新材料涤纶长丝项目以及福建逸锦涤纶长丝项目还在建设中，文莱二期 1400 吨炼化项目还在规划中，如果项目进度推进不及预期会造成投产时间推迟从而对公司的经营和盈利情况造成影响。

**宏观经济下行:** 炼化行业的下游需求比较广泛，关系衣住行等行业，行业盈利情况与下游需求增速等因素的影响，如果我国宏观环境发生较大变化会给上市公司的经营业绩带来周期性波动的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com