

恒逸石化 (000703.SZ)

公司研究/深度报告

长丝景气度回升+产能扩张，盈利持续增长

—恒逸石化深度报告

深度研究报告/石油化工行业

2021年06月15日

报告摘要

● 本报告试图探究：恒逸石化未来盈利增长的驱动因素。

我们认为驱动公司未来盈利改善的有两点：**(1) 涤纶长丝景气度回升**：根据多角度判断，涤纶长丝正处于景气度上行阶段，量价齐升可期。**(2) 炼化投产+聚酯扩产**：炼化方面，文莱一期项目可加工原油 800 万吨/年，经测算，当油价为 60/桶时，其权益净利润为 27.7 亿元；聚酯方面，2020 年聚酯纤维产能为 750 万吨，预计 2021-2023 年公司聚酯产能可扩张至 806.6/806.6/916.6 万吨。

● 公司概况：全球领先的“炼化-化纤”龙头企业

全球领先的“炼化-化纤”龙头企业。公司是全球领先的“炼化-化纤”龙头企业之一，具备 800 万吨原油、1300 万吨 PTA 和 750 万吨聚酯的加工能力，已形成“一滴油、两根丝”的战略布局。2016-2020 年，公司营收及归母净利润的年复合增速为 27.8% 和 38.7%。此外，2020 年，公司聚酯和炼化（成品油+化工品）板块的营收占比分别为 28.8% 和 21.7%。

● 行业逻辑：从多角度判断，涤纶长丝景气度回升

从多角度判断，涤纶长丝景气度回升。**(1) 从景气度指数判断**：根据柯桥原料类涤纶、服装面料类涤纶和下游坯布三种涤纶长丝景气度相关指数判断，当前，涤纶长丝景气度高于 50% 的历史平均位，并趋势向上。**(2) 从库存周期看**：涤纶长丝预计于 2021 年下半年进入主动补库存阶段，量价齐升可期。**(3) 从长丝盈利能力判断**：根据 POY、FDY 和 DTY 三个产品的吨净利变化趋势判断，涤纶长丝处于盈利能力提升结算，高景气正当时。**(4) 从相关指标判断**：根据同步指标（布伦特原油价格、PTA 价格及纯涤纱价格），领先指标（柯桥纺织市场景气指数）判断，涤纶长丝价格处于上涨趋势中。

● 公司逻辑：炼化投产+聚酯扩产，公司业绩有望迈上新台阶

文莱炼化一期项目投产，一体化布局完成。**(1) 文莱项目具有五大优势**：政策支持、原油采购优势、税收优惠、成本优势（物流便利+加工成本低）和工艺灵活。**(2) 项目盈利测算**：**方法一**：当油价位于 30/40/50/60 美元/桶，文莱项目的权益净利润分别为 28.7/35.6/27.7/23.7 亿元。**方法二**：当原油价格中枢为 40/50/60/70 美元/桶时，原油单位吨加工毛利分别为 1491/1348/1207/1065 元/吨，公司 560 万吨权益产能可获得净利 54/49/44/39 亿元。

布局高端化、差异化的产品，提升聚酯业务盈利能力。截至 2020 年 6 月初，公司拥有 750 万吨聚酯纤维产能，2021-2023 年扩张至 806.6/806.6/916.6 万吨。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年营业收入为 1077/1182/1250 亿元，归母净利润 53/60/68 亿元，EPS1.4/1.6/1.8 元，对应 PE 8.9/8.0/7.0 倍。参考可比公司恒力石化、荣盛石化、东方盛虹和桐昆股份的 2021 年平均 PE 18.9 倍，维持“推荐”评级。

● 风险提示

涤纶长丝景气度回升速度慢；东南亚成品油需求放缓；聚酯新增产能投产节奏慢；原油价格波动大。

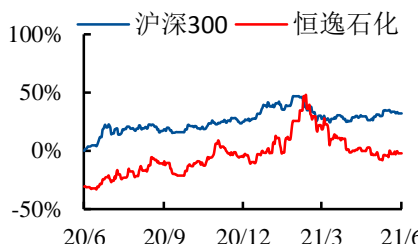
推荐

维持评级

当前价格： 12.90

交易数据 2021-6-11

近 12 个月最高/最低	18.83/8.81
总股本（百万股）	3681.65
流通股本（百万股）	3378.45
流通股比例（%）	92%
总市值（亿元）	474.93
流通市值（亿元）	435.82

该股与沪深 300 走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：偶 yangkan@mszq.com

相关研究

1, 《恒逸石化 (000703) 2020 年三季报点评报告：毛利率提升、文莱项目投产，净利同比增 38%》20201028

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	86,429.6	107,692.9	118,156.9	125,003.8
增长率 (%)	8.6%	24.6%	9.7%	5.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,072	5,320	5,959	6,779
增长率 (%)	-4.0%	73.2%	12.0%	13.8%
每股收益 (元)	1.08	1.44	1.62	1.84
PE (现价)	11.9	8.9	8.0	7.0
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

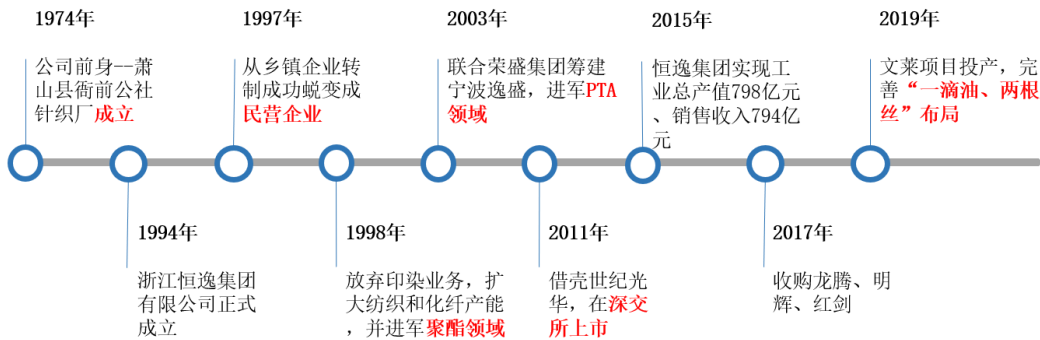
1 公司概况：全球领先的“炼化—化纤”龙头企业	4
1.1 概述：全球领先的“炼化—化纤”龙头企业	4
1.2 2021Q1，公司业绩高增长	4
1.3 公司实际控制人为邱建林，股权激励和员工持股持续推进	6
2 行业逻辑：涤纶长丝景气度回升	8
2.1 从景气度指数角度判断，涤纶长丝处于景气度上行阶段	8
2.2 从库存周期角度看，涤纶长丝未来景气度将继续上行	10
2.3 从涤纶长丝盈利角度判断，涤纶长丝处于高景气阶段	12
2.4 从其他相关指标角度判断长丝景气度	13
3 公司逻辑：炼化投产+聚酯扩产，公司业绩有望迈上新台阶	16
3.1 文莱炼化一期项目投产，一体化布局完成	16
3.1.1 文莱炼化项目一期投产，二期投建开启	16
3.1.2 恒逸石化文莱项目盈利测算	19
3.1.3 一体化产业链布局完成，公司竞争能力和抗风险能力提升	21
3.2 布局高端化、差异化的产品，提升聚酯业务盈利能力	22
4 投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议	25
5 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 公司概况：全球领先的“炼化--化纤”龙头企业

1.1 概述：全球领先的“炼化--化纤”龙头企业

公司是全球领先的“炼化--化纤”龙头企业。1974年，公司前萧山县衙前公社针织厂创办，主营印染和纺织、化纤业务；1994年，公司正式组建集团公司，并于1997年转制成民营企业；1998年和2003年，公司分别进军聚酯和PTA行业，并逐步发展成主营业务；2011年，恒逸石化在深圳证券交易所上市（股票代码：000703）；2019年11月，公司文莱炼化一期项目投产，形成了“一滴油、两根丝”布局。经过30多年的努力，公司已成为全球领先的“炼化--化纤”龙头企业之一。

图1：恒逸石化历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

表1：公司主要产品产能表

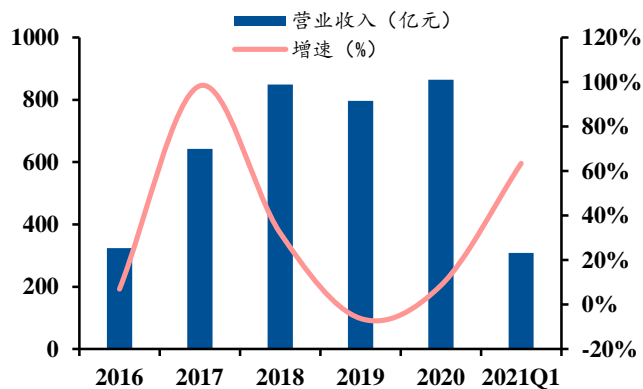
产品	产能 (万吨/年)
化工品	265
成品油	565
PTA	1300
PIA	30
聚酯纤维 (POY、FDY、DTY、短纤和切片产品)	750
聚酯瓶片	200
己内酰胺	40

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 2021Q1，公司业绩高增长

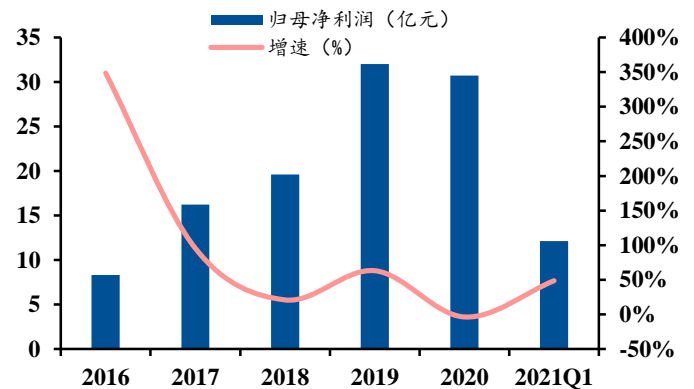
2021Q1，公司业绩高增长。2016年至2020年，公司营业从324.2亿元上升至864.3亿元，CAGR+27.8%；归母净利润从8.5亿元上升30.7亿元，CAGR+38.7%。2020年，公司归母净利略有下降主要系炼油及PTA价差较低影响。2021Q1，公司实现营收308.5亿元，同比+63.4%，归母净利12.1亿元，同比+48.7%，得益于炼油价差及聚酯板块回暖。

图2: 20年公司营收达864.3亿元, 同比+8.6%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

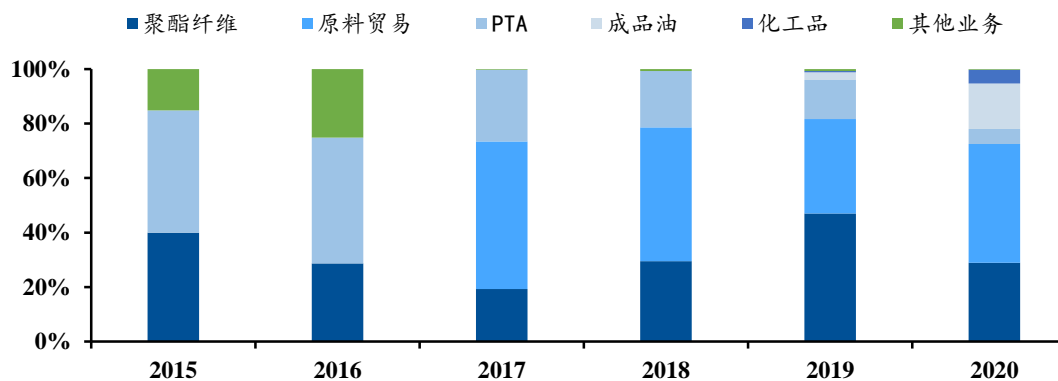
图3: 20年公司归母净利润达30.7亿元, 同比-3.7%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

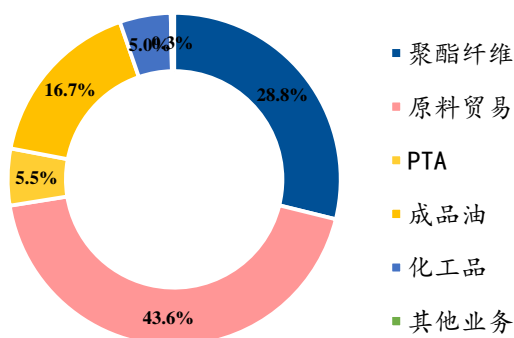
2020年, 聚酯纤维营收占比下降至28.8%, 炼化项目(成品油+化工品)占比提升至21.7%。公司主要产品有成品油、对二甲苯(PX)和苯等化工品、精对苯二甲酸(PTA)、己内酰胺(CPL)和聚酯纤维。2020年, 聚酯纤维收入达249.4亿元, 营收占比为28.8%, 为公司主要收入来源; 成品油和化工品营收分别为144.6亿元和42.9亿元, 营收占比为16.7%和5.0%。我们认为, 随着后续文莱项目2期建设投产, 炼化板块有望成为第一收入来源。

图4: 聚酯纤维为主要收入来源, 炼化项目占比提升(%)



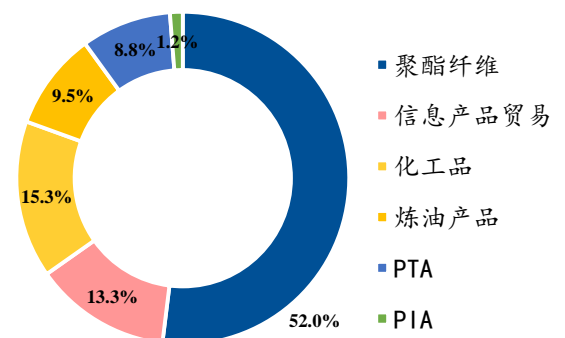
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5: 2020, 聚酯纤维营收占比达28.8%(%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 2020, 聚酯纤维毛利占比达52%(%)

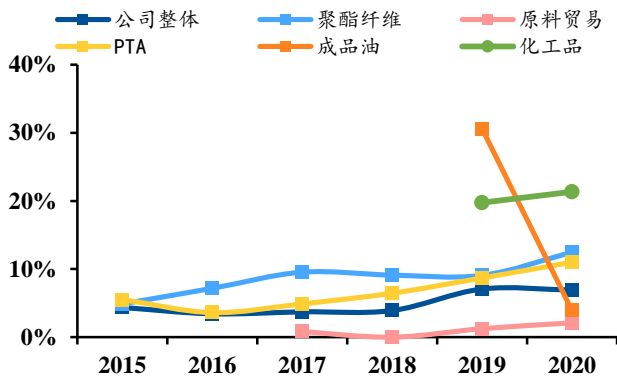


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2020年,受成品油价差缩小导致的毛利率下降影响,公司毛利率略微下降至6.9%。

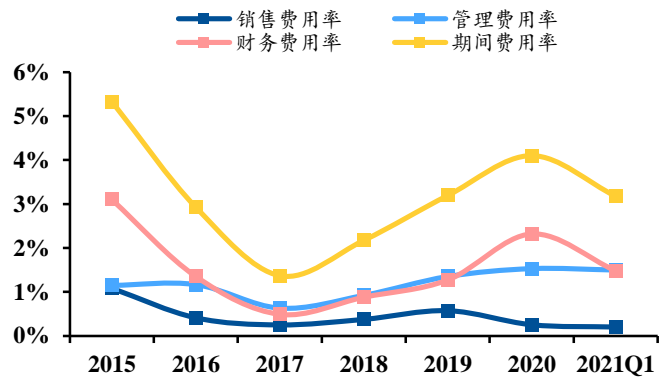
2020年,受成品油价差缩小影响,成品油业务毛利率从2019年的30.6%下降至2020年的3.9%,进而导致公司毛利率从2019年末7.1%下降至2020年的6.9%;展望2021年,预计随着炼油价差的回升和聚酯板块的回暖,公司毛利率有望提升。费率方面,2020年公司期间费用率为4.1%,较2019年末的3.2%上升了0.9个百分点,主要系财务费用率增长影响。

图7: 2020年公司整体毛利率为6.9%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 2020年公司期间费用率为4.1%

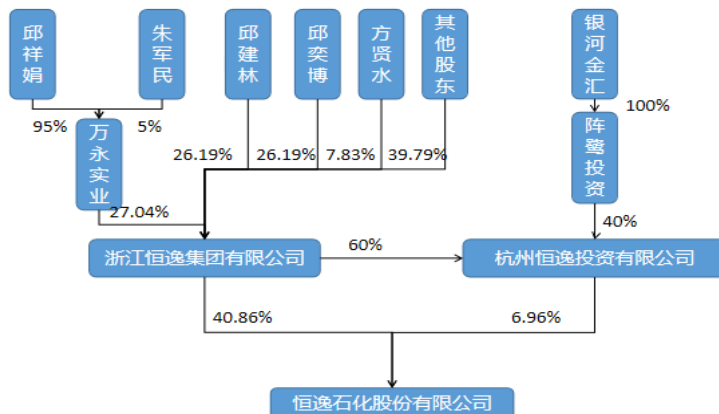


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3 公司实际控制人为邱建林, 股权激励和员工持股持续推进

公司实际控制人为邱建林, 股权结构较为分散。浙江恒逸集团通过直接控股与控股杭州恒逸投资间接持有恒逸石化股份有限公司45%的股权, 为恒逸石化股份有限公司的实际控制集团。2018年2月, 邱建林与杭州万永实业投资有限公司、邱祥娟、邱奕博、邱利荣和邱杏娟签署了《一致行动协议》, 根据该协议, 邱建林为浙江恒逸集团的实际控制人。

图9: 公司实际控制人为邱建林



资料来源: Wind, 民生证券研究院

多次员工持股计划和股权激励绑定优秀人才。截止2020年底, 公司已完成两期股权激励计划和三期员工持股计划, 显示了公司对于优秀人才的重视。两期股权激励计划有利于调动管理层的积极性, 将公司利益与管理层利益紧密结合。三期员工持股计划将绑定公司利

益与员工个人发展，有利于调动员工的工作积极性，提升公司整体效率。

表2: 公司股权激励计划

时间	股票数量 (除权前)	锁定期
第一期: 2016年7月22日	2481.38 万股	2016年9月30日起12个月
第二期: 2017年6月6日	2781.93 万股	2017年7月21日起12个月
第三期: 2018年5月3日	1.13 亿股	2018年11月2日起12个月

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表3: 公司员工持股计划

时间	股票数量	持续期	解锁条件
第一期: 2015年8月25日	1200 万股	5 年	四个解锁期 (以 2012 年-2014 年平均净利润为基数): 2015 年不低于 50%; 2016 年不低于 100%; 2017 年不低于 200%; 2018 年不低于 400%;
第二期: 2017年6月12日	2855 万股	4 年	三个解锁期 (以 2016 年平均净利润为基数): 2017 年不低于 50%; 2018 年不低于 100%; 2019 年不低于 200%;

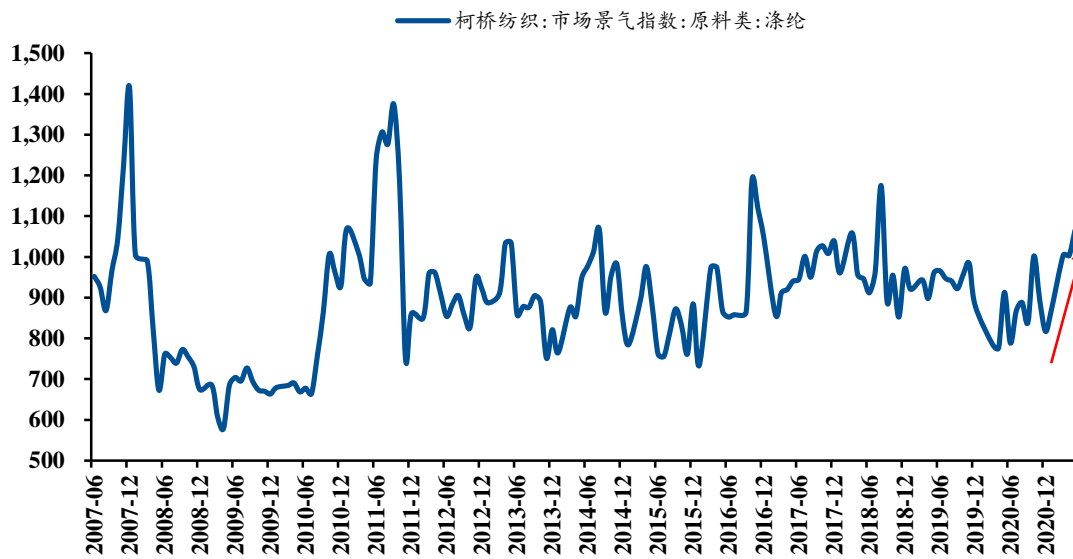
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 行业逻辑：涤纶长丝景气度回升

2.1 从景气度指数角度判断，涤纶长丝处于景气度上行阶段

从原料类涤纶景气指数看，涤纶长丝市场景气度处在 58.1% 的历史百分位，并维持上行趋势。从景气度位置看，2007 年 6 月至今，涤纶柯桥纺织市场景气指数最大值为 1415，最小值为 578，2021 年 5 月为 1065，处于 58.1% 的历史百分位，高于 2007 年 6 月份至今的中枢水平。从景气度变化趋势看，涤纶景气度主要受油价和下游需求的影响，并且随着油价的上升和下游需求的回暖，行业景气度有望持续上行。

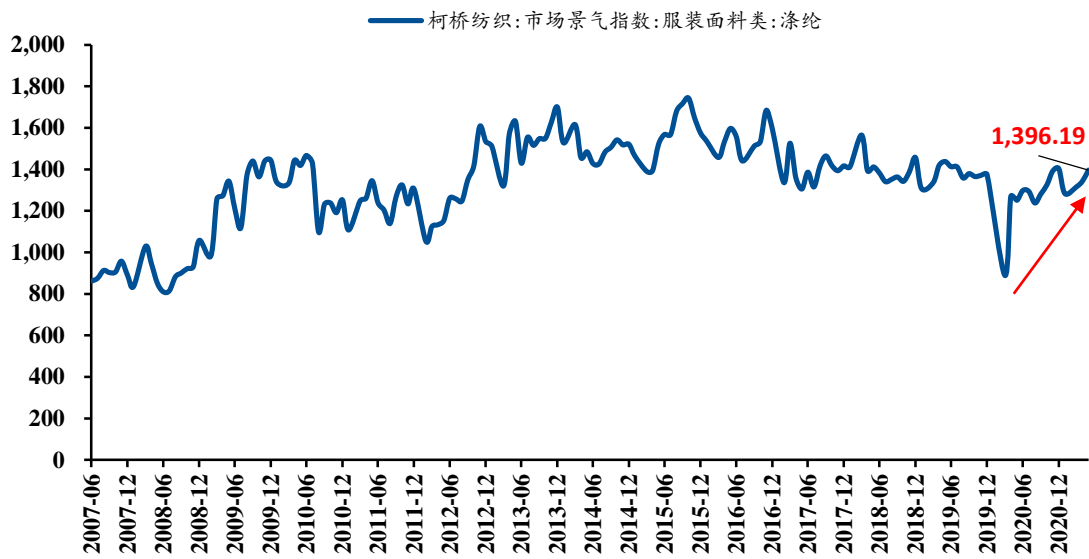
图10: 柯桥纺织市场景气指数：原料类：涤纶



资料来源：Wind，民生证券研究院

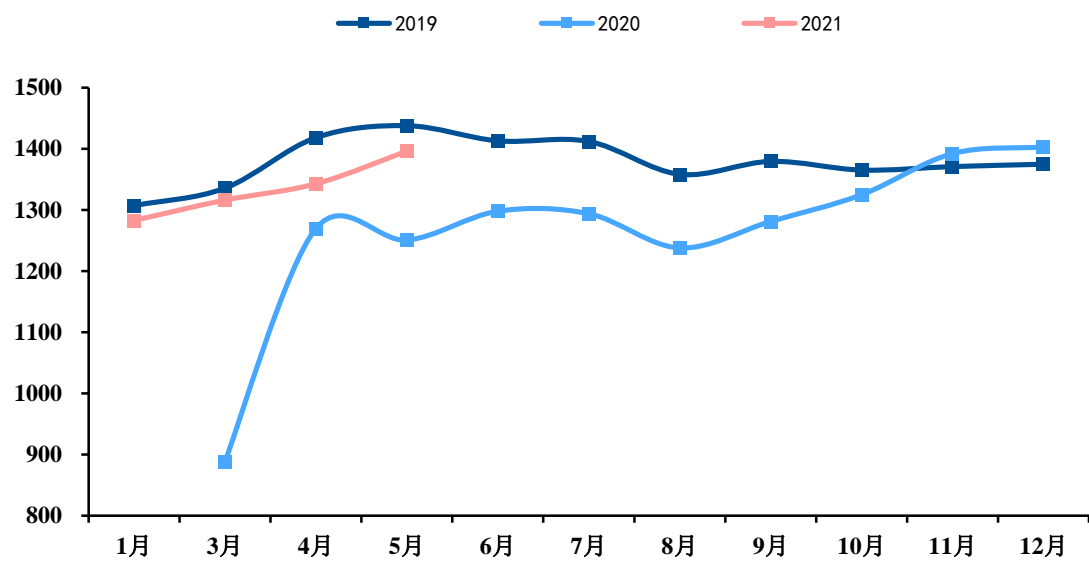
从服装面料类涤纶景气度看，市场景气度处在 62.8% 历史百分位，并呈向上趋势。从景气度位置看，2021 年 5 月，柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数为 1396，处在 62.8% 历史百分位；从变化趋势看，景气度从 2020 年 3 月起处于持续上行的趋势中；从年度对比看，2021 年 5 月的柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气度已恢复至 2019 年的水平。

图11: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图12: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数季节图



资料来源: wind, 民生证券研究院

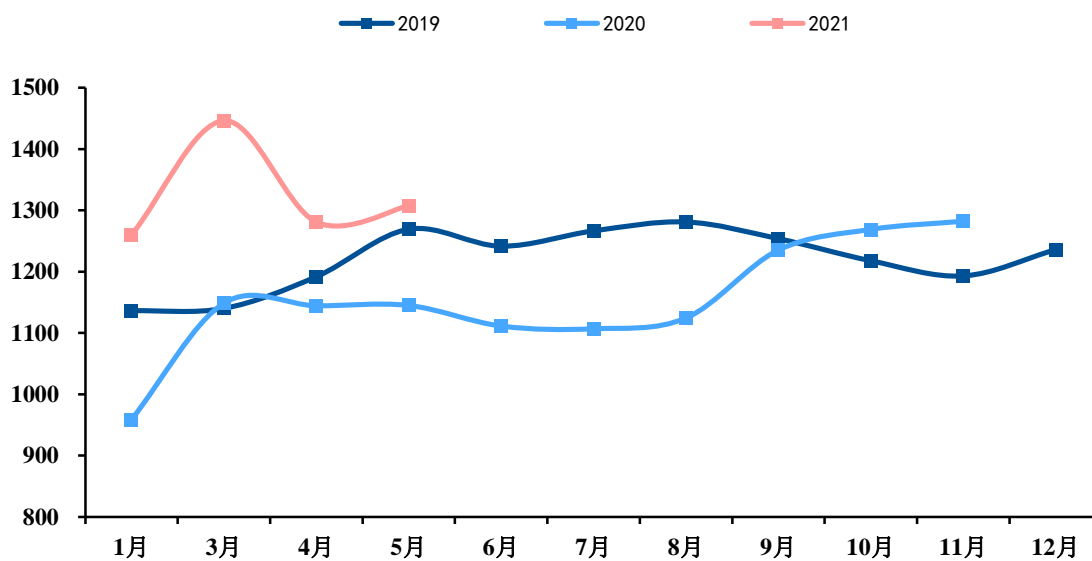
从下游坯布类柯桥市场景气指数看,行业景气度处在39.9%的历史百分位,并持续上行。由于坯布是涤纶长丝的主要下游产品,其景气度情况的变化情况可作为判断涤纶长丝未来景气度的重要参考指标。从景气度位置看,2021年5月,坯布类柯桥市场景气指数为1308,处在39.9%的历史百分位;从景气度变化趋势看,从2020年3月起,行业景气度处于上行的趋势中;对比往年,2021年5月景气度高于2019、2020年。因此,根据下游坯布类景气度看,未来涤纶景气度有望继续上行。

图13: 柯桥纺织坯布类景气指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图14: 柯桥纺织坯布类涤纶市场景气指数季节图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

综上所述,从涤纶长丝及其下游产品(坯布)的景气度判断,当前涤纶长丝的景气度处于上行阶段。我们选取柯桥原料类涤纶、服装面料类涤纶和下游坯布景气度指数作为涤纶长丝景气度的判断指标,根据以上三个指标判断,涤纶长丝景气度处于上行趋势中。

2.2 从库存周期角度看,涤纶长丝未来景气度将继续上行

库存周期同时受供需两方面的影响,需求端占主要位置。涤纶长丝的产能较为“刚性”而需求端“弹性”较大,因此涤纶长丝库存的调整受下游需求影响较大,而价格是企业在进行库存管理时最主要的参考因素。一般而言,企业的库存调整是以涤纶长丝价格变化为依据,因为会滞后于涤纶长丝价格的变化,进而形成了库存周期。参考涤纶长丝价格和库存变化,我们

可以把库存周期分为四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存和主动去库存阶段。

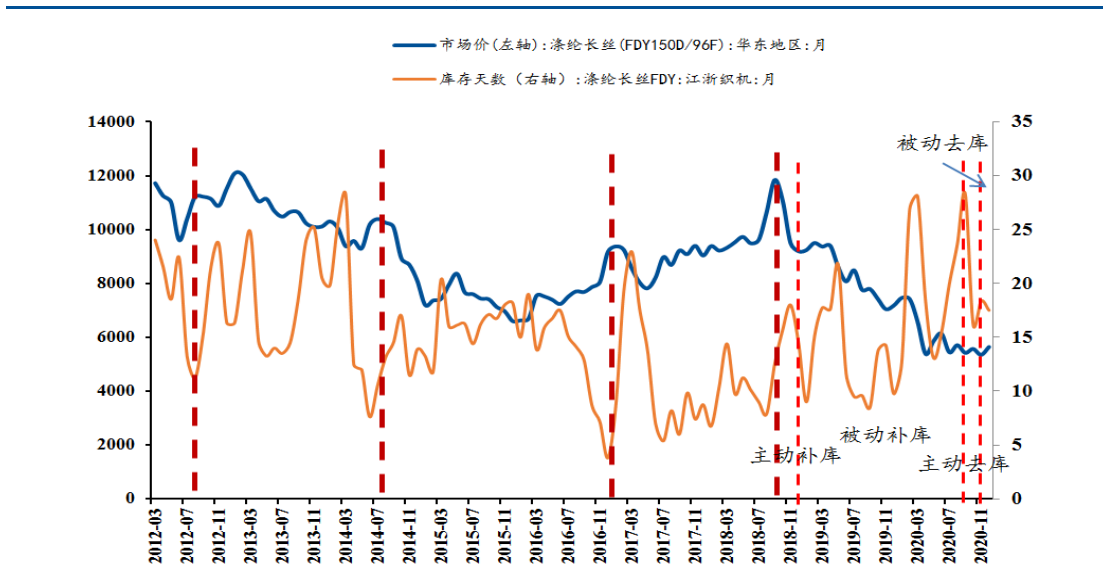
表4: 库存周期阶段划分

库存周期四个阶段	价格变化	库存变化
被动去库存	↑	↓
主动补库存	↑	↑
被动补库存	↓	↑
主动去库存	↓	↓

资料来源：民生证券研究院整理

根据历史数据划分，涤纶长丝库存周期平均时长为 24 个月。我们选取了 FDY 市场价格和 FDY 库存天数作为我们划分库存周期的指标；其中，价格上行代表需求向好，库存天数上行代表库存积压。根据划分，从 2012 年 8 月至今，涤纶长丝行业共经历了 3 个完整的库存周期，目前进入第 4 个周期，平均周期持续时间为 24 个月。

图15: 涤纶长丝库存周期划分 (元/吨, 月)



资料来源：Wind，民生证券研究院

表5: 涤纶长丝库存周期各阶段

时间	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库
2012.08-2014.06	2012.08-2013.02	2013.02-2014.02	2014.02-2014.04	2014.04-2014.06
2014.06-2016.11	2014.06-2015.04	2015.04-2015.12	2015.12-2016.01	2016.01-2016.11
2016.11-2018.08	2016.11-2017.01	2017.01-2017.03	2017.03-2017.05	2017.05-2018.08
2018.08 至今	2018.08-2018.11	2018.11-2020.09	2020.09-2020.11	2020.12 至今

资料来源：民生证券研究院整理

表6: 涤纶长丝库存周期各阶段持续时长

时间	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库	本次库存周期持续时长 (月)
2012.08-2014.06	6	12	2	2	22
2014.06-2016.11	10	8	1	10	29
2016.11-2018.08	2	2	2	15	21
2018.08 至今	3	22	2	2+	29+
平均时长	5.3	11	1.8	9	24

资料来源：民生证券研究院整理

根据判断，涤纶长丝行业目前处于被动去库阶段，并将于 2021 年下半年进入主动补库存

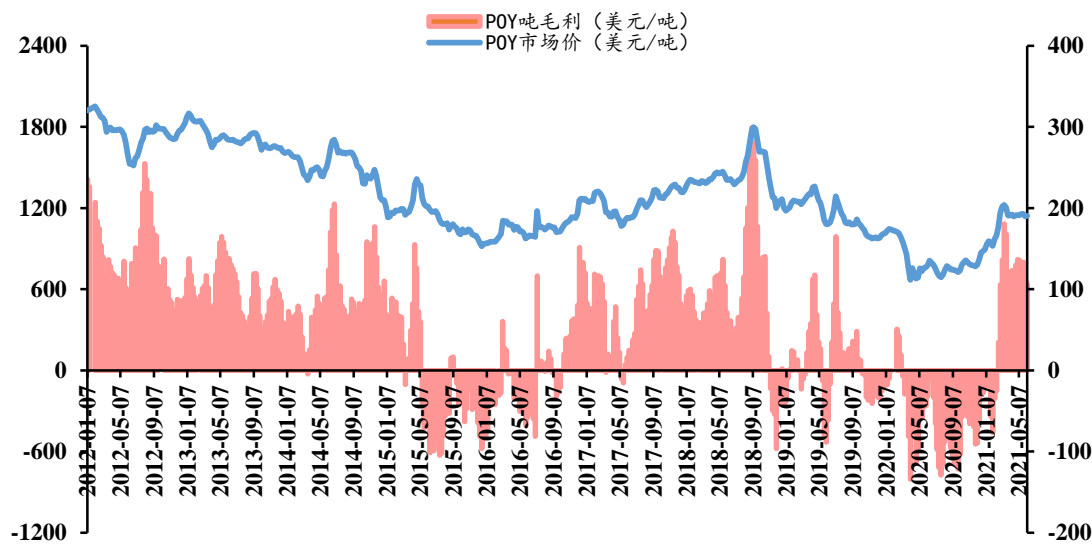
阶段。根据对历史库存周期的划分，我们认为本轮涤纶长丝库存周期主动去库存阶段从 2020 年 9 月到 2020 年 11 月，之后进入被动去库存阶段。根据历史数据统计，历史上一个涤纶长丝库存周期平均持续时长为 24 个月，且历史上库存周期中被动去库存阶段周期平均时长为 9 个月，据此我们可以推测，涤纶长丝行业预计将于 2021 年下半年进入主动补库存阶段。

一般而言，被动去库存和主动补库存阶段均为行业景气度持续上行阶段，行业有望进入持续赚钱的“好日子”。因此，根据涤纶长丝库存周期判断，行业未来景气度有望持续上行。

2.3 从涤纶长丝盈利角度判断，涤纶长丝处于高景气阶段

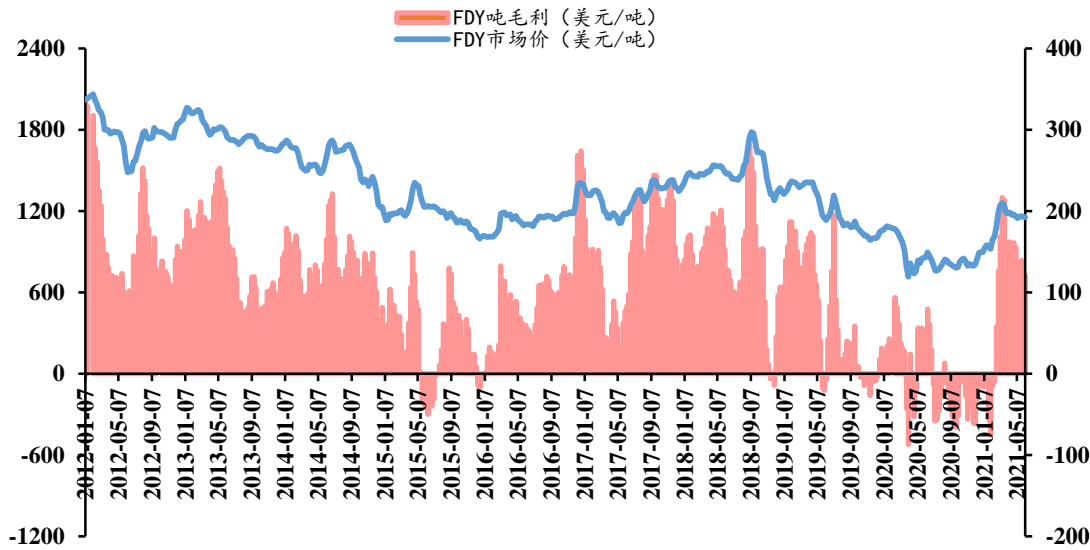
从吨净利角度看，涤纶长丝吨净利已全部转正，行业高景气正当时。本文选取 POY、FDY 和 DTY 三个产品的吨净利来分析行业景气度，通过数据发现，POY 和 FDY 产品吨净利已于 2021 年 2 月份开始转正，并维持在较高位置；DTY 产品吨净利从 2020 年 10 月份起触底反弹，并持续上升。因此，从涤纶长丝三种细分产品的吨净利看，涤纶长丝行业高景气正当时。

图16: POY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)



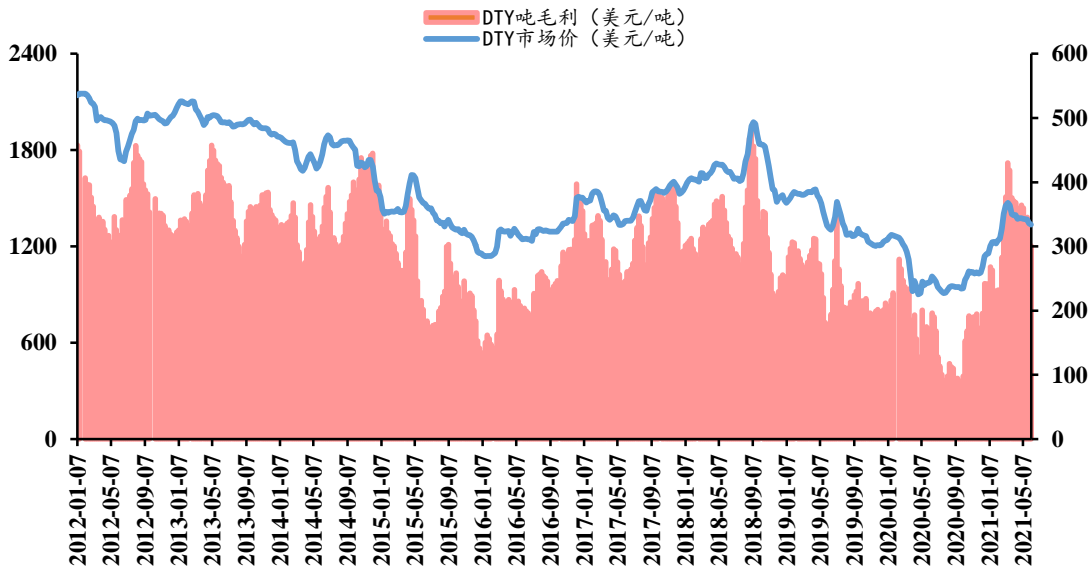
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图17: FDY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: DTY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)

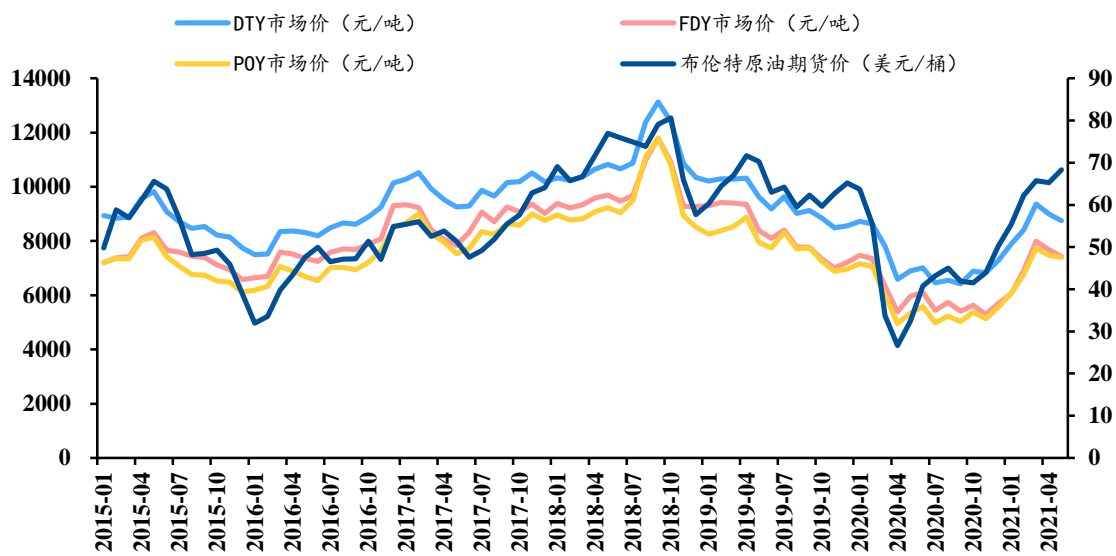


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.4 从其他相关指标角度判断长丝景气度

涤纶长丝市场价与原油价格同步，随着油价上涨，涤纶长丝价格亦上涨，进而带动行业盈利能力提升。根据三种涤纶长丝价格与布伦特原油价格走势可以看出来，涤纶长丝价格走势与布伦特原油价格同步；并且，从2020年11月份起，布伦特原油价格从40美元/桶快速上涨，涤纶长丝价格亦同比上涨。因此，随着原油供需格局的改善，价格有望回归正常水平，进而带动涤纶长丝价格回升，增强行业盈利能力。

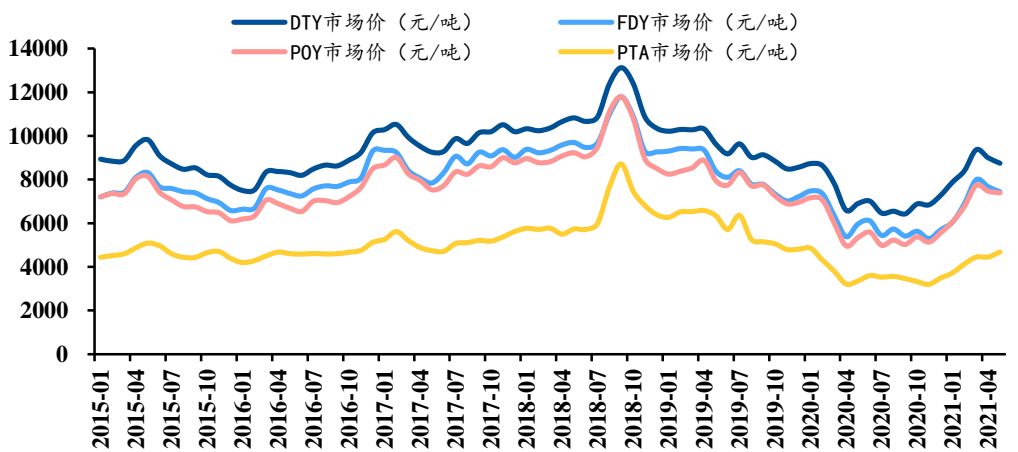
图19: 三种涤纶长丝市场价(左轴)与布伦特原油期货价格(右轴)走势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

PTA 价格是涤纶长丝价格的同步指标,二者于 2020 年同步开启涨价。根据数据,我们发现 PTA 价格变动趋势与长丝价格变动方向相同,且变化幅度相近,PTA 价格为涤纶长丝价格的同步指标。自 2020 年 12 月份起,随着油价的上涨及需求的复苏,二者均呈现上涨趋势。

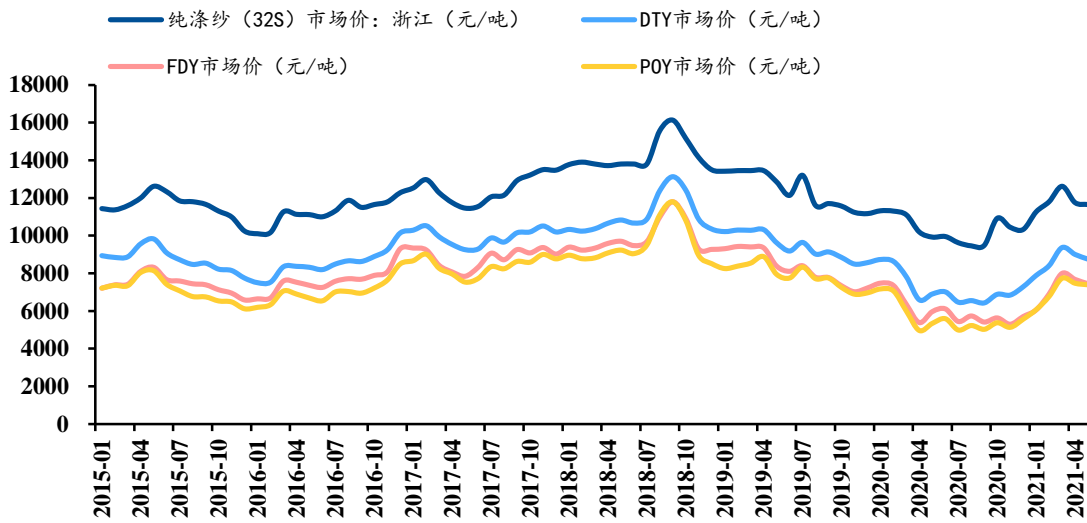
图20: 三种涤纶长丝市场价与 PTA 市场价的走势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

纯涤纱的市场价是涤纶长丝价格的同步指标,二者于 2020 年末同步开启涨价趋势。涤纶长丝的下游需求来自于纺服及工业需求,其中以纺服需求为主;而纺服产业链的下游包括涤纱、坯布和终端纺服产品。作为涤纶长丝的下游产品,涤纱价格的走势对研究涤纶长丝价格的变化具有重要的参考价值。从数据来看,涤纶长丝价格与涤纱价格的变动趋势及幅度较为一致;并且,自 2020 年 12 月起,随着油价的上涨及终端需求的复苏,二者均呈现上涨趋势,涤纶长丝行业高景气正当时。

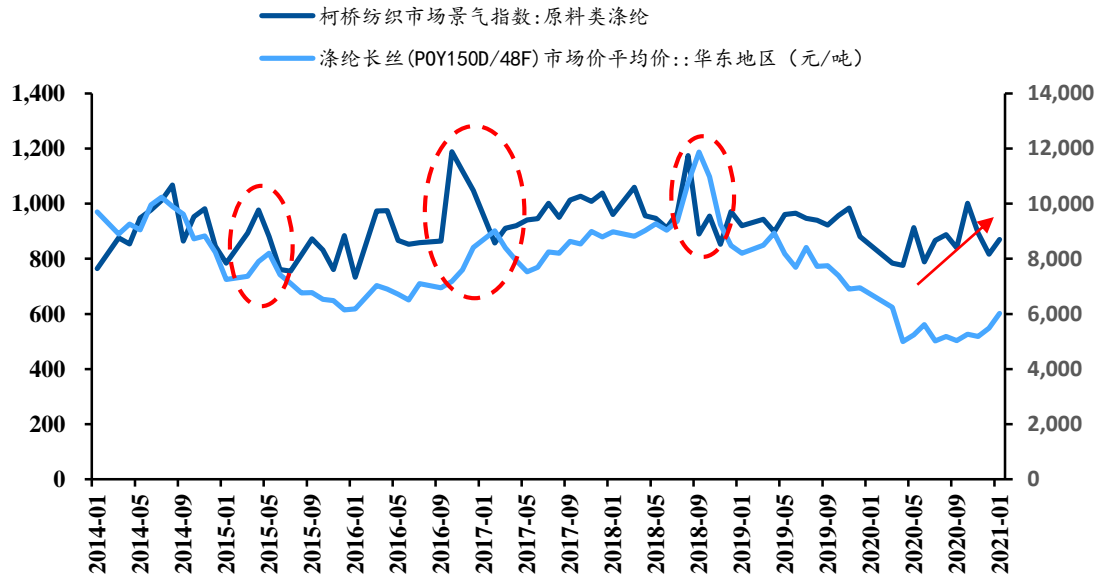
图21: 纯涤纱市场价与三种涤纶长丝市场价的走势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

柯桥纺织市场景气指数领先涤纶长丝价格 2 个月。从图中可以看出, 柯桥纺织市场景气指数(渡轮)与涤纶长丝价格相关性高。我们选取 2014 年 1 月至今数据为依据, 根据特征明显的波峰判断, 原料类涤纶柯桥纺织市场景气指数领先长丝价格的平均时间为 1.8 个月。因此, 根据原料类涤纶柯桥纺织市场景气指数的上升趋势判断, 未来涤纶长丝行业景气度将上行。

图22: 柯桥景气指数(左轴)与长丝价格(右轴, 元/吨)变动图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表7: 柯桥指数(涤纶)提前长丝价格时间

柯桥纺织市场景气指数日期	长丝价格(月; 元/吨)日期	景气指数提前长丝时间(月)
波峰 2015.04	2015.05	1
波峰 2016.10	2017.02	4
波峰 2018.08	2019.09	1
平均		2

资料来源: 民生证券研究院整理

3 公司逻辑：炼化投产+聚酯扩产，公司业绩有望迈上新台阶

3.1 文莱炼化一期项目投产，一体化布局完成

3.1.1 文莱炼化项目一期投产，二期投建开启

2019年，文莱炼化项目一期投产，一体化战略迈入“新阶段”。公司文莱炼化项目于2019年11月3日实现全流程打通和全面投产，产业链打通最后一公里，实现了从“一滴油”到“两根丝”的全产业链一体化运作，炼化一体化战略迈入新阶段。

表8：文莱炼化项目一期工程规划产能

主要产品	产能(万吨/年)
汽油	262
柴油	174
航空煤油	117
PX	150
苯	48
液化石油气	56

资料来源：公司公告，民生证券研究院

文莱炼化二期于2020年开启投建，预计将于2023年建成，建成后可将公司产业链扩展至烯烃板块。2020年9月16日，公司发布公告，启动文莱炼化二期的投资建设公司。据公告披露，二期项目总投资为136.5亿美元，建设期为3年，项目建成后，工厂年均新增营业收入110.45亿美元，新增净利润17.16亿美元。产品结构看，文莱炼化二期项目主要包括“炼油、芳烃、乙烯、聚酯”四部分，四大关联产业链条高度一体化。

表9：文莱炼化项目二期工程规划产能

产品性质	产品类别	名称	英文简称	产能(单位：万吨/年)		
化工产品	芳烃	对二甲苯	PX	200		
		苯	/	78		
		精对苯二甲酸	PTA	250		
	烯烃及衍生物	烯烃及衍生物	乙烯	/	165	
			聚乙烯	PE	105	
			聚丙烯	PP	100	
			乙二醇	MEG	120	
			聚酯	瓶片	/	100
			成品油	汽油	/	255
炼油产品	成品油	柴油	/	194		
		航空煤油	/	184		
		液化石油气	LPG	19		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

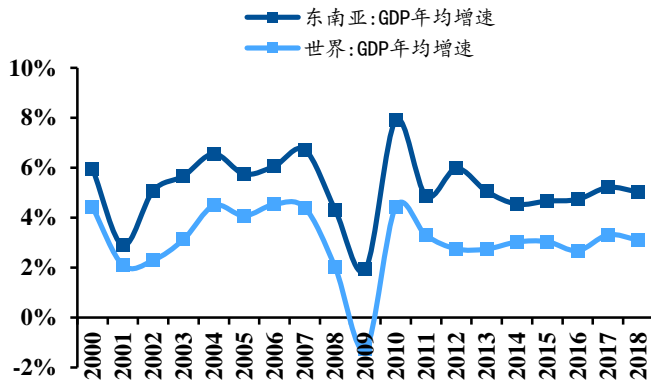
文莱项目成品油主要销售地为东南亚，供需格局偏紧，利好成品油销售。根据公司公告，文莱一期炼化项目投产后，产成品中的PX和苯将运回国内作为PTA和己内酰胺的原材料，而汽油、柴油、航空煤油等成品油将有30%在文莱销售，其他70%在东南亚地区销售。东南亚成品油需求旺盛，但供给存在缺口，文莱项目成品油销路不愁。

- 需求端，东南亚经济发展增速领先全球，成品油需求旺盛。从GDP增速看，21世纪初起，东南亚GDP增速（6%左右）就领先于世界年均增速（3%左右），而经济的

快速发展将导致人均收入的增长以及能源消耗的增加,进而带动成品油等基础能源的大量需求。

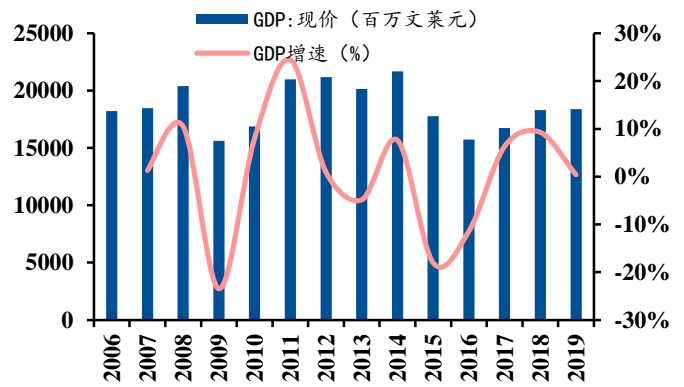
- **供给端, 东南亚成品油供需缺口超 1 亿吨。**短期看, 东南亚成品油缺口约 10700 万吨; 长期看, 东南亚人口约 6.41 亿, 成品油需求增长潜力大; 另外, 东南亚距离澳洲近, 而澳洲汽柴进口量约 2650 万吨/年, 其或将成为东南亚成品油市场的重要需求者。

图23: 东南亚 GDP 增速领先于世界 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图24: 文莱 GDP 增速保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表10: 东南亚成品油缺口

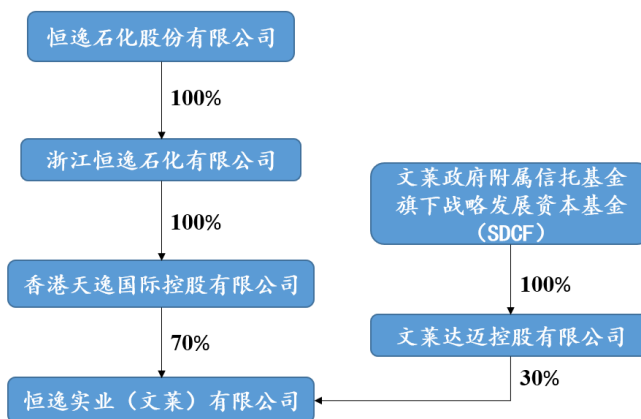
产品	缺口 (万吨)	主要进口国	主要出口国
汽油	4900	印度尼西亚、马来西亚和越南	新加坡和泰国
柴油	4700	越南, 孟加拉、菲律宾、斯里兰卡、缅甸、印尼和马来西亚	新加坡和泰国
航空煤油	1100	越南文莱、斯里兰卡、菲律宾	-

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

相比于传统的国内炼化项目, 恒逸文莱项目具有五大优势:

优势一: 符合我国“一带一路”战略及文莱 2035 宏远, 获两国政策支持。文莱为 21 世纪海上丝绸之路的重要国家, 恒逸文莱项目已列入国家“一带一路”重点建设项目清单。其中, 恒逸文莱项目中, 恒逸石化占股 70%, 文莱政府基金间接持股 30%。

图25: 恒逸石化占股 70%, 而文莱政府基金间接持股 30%。



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

优势二：原油采购优势：文莱原油资源丰富+靠近新加坡期货市场。（1）文莱油气资源丰富，根据《文莱首相署经济计划发展局统计公报》，文莱已经探明原油储量为 14 亿桶，日出产原油 20 万桶，为东南亚地区第四大产油国，仅次于印度尼西亚、越南和马来西亚，文莱项目可就近使用文莱原油资源。（2）靠近新加坡期货市场，公司原料采购和产品销售团队位于新加坡，在应对油价波动方面，可以更灵活地进行套期保值、锁定相关产品价差等操作，能更好抵御市场波动风险。

优势三：税收优惠：（1）**所得税：**文莱不征收个人所得税、营业税、工资税、生产税及出口税；且，项目拥有本地先锋企业证书和出口企业证书，可享受 11 年的免征公司所得税且进口器械和进口原料免税，并且在满足文莱政府规定的条件下，最长优惠期限可达 24 年。（2）**增值税与营业税：**文莱不涉及到增值税，营业税以及教育费及附加。（3）**关税：**不受贸易壁垒限制，属东盟自贸区，产品进出口免关税。

表11: 文莱项目税收优惠

产品	文莱	国内
所得税	18.5%；可享受 11 年的免税优惠，最长优惠期限可达 24 年	25%
增值税与营业税	免税	增值税 17%
关税	免税	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

优势四：成本优势，物流便利+加工成本低。恒逸文莱项目的成本优势主要体现在物流便利与加工成本低两方面。

- **物流便利：（1）原油来源近：**根据规划，恒逸文莱一期项目所需原油 800 万吨，其中文莱轻油 300 万吨、卡塔尔原油 330 万吨、凝析油 170 万吨，300 万吨文莱油品通过单点系泊输送进厂，其他原油通过码头经中转原油库管输进厂。较国内炼油厂，恒逸文莱项目有超三分之一的原油来源来自于文莱国内，且文莱位于中国华东港口与卡塔尔之间，原油运输距离大大减少。（2）**销售地近：**恒逸文莱项目生产的成品油主销地为文莱及东南亚，相比于从国内出口至东南亚，恒逸文莱项目销售运输距离大幅缩减。（3）**自建码头：**文莱炼化项目中建设 30 万吨级单点系泊位及 7 座码头。总而言之，经公司自身测算本项目的运输物流成本约为 8 美元/吨，较国内炼厂约 16.5 美元/吨的运费有较大优势。
- **加工成本低：**文莱炼厂自备发电厂，且煤炭从印尼采购，验收距离近，煤炭价格低，约 300 元每吨；因此，恒逸文莱项目的电价约为 0.095 美元/度，国内常规工业用电价格约为 0.1159 美元/度，恒逸文莱项目的蒸汽价格约为 17.5 美元/度，国内蒸汽价格约为 29.4 美元/吨。

表12: 物流便利，成本低廉

产品	文莱	国内
运费美元/吨	8	16.5
电价美元/KWH	0.095	0.1159
蒸汽价格美元/吨	17.5	29.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

优势五：工艺灵活。文莱炼化项目采用“小油头，大芳烃”的炼化“一体化”模式，即原油加工规模仅为 800 万吨/年，配置 150 万吨/年 PX 单系列全球最大规模的芳烃联合

装置，且项目设有灵活焦化装置，可充分发挥“宜油则油”，“宜芳则芳”的优势，灵活调节产品结构，实现炼油与化工的优势互补。

图26: 文莱炼化项目具有 5 大优势



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1.2 恒逸石化文莱项目盈利测算

(一) 测算方法一

主要假设：

- 1) 美元兑人民币汇率为 6.7 元/美元；
- 2) 根据 2020H1 文莱项目 100%以上的产能利用率，假设文莱项目产能利用率为 100%；
- 3) 2016-2019 年上海石化辅助材料成本与原油成本比为 20%-25%，所以我们假设恒逸文莱项目炼油辅助材料成本占原油成本的比例为 20%；
- 4) 根据可转债报告，文莱项目总建设投资为 31.8 亿元，建设折旧年限为 20 年，净残值率 5%；
- 5) 员工公司每人每年 20 万人民币，一期员工 1600 人（可行性报告）；
- 6) 根据 2018 年-2020H1 报及文莱项目融资致使公司财务费用增长等事实，假设管理费用率(包含研发费用)、销售费用率和财务费用率分别为 1.5%、0.7%和 2%；
- 7) 文莱项目免税，假设所得税为 0%；
- 8) 根据公司公告，恒逸石化在文莱项目中的权益比例为 70%；

基于上述假设，我们将在油价在 40、50、60、70 美元上下 5 美元时候的原油价格和文莱项目的销售收入加总平均，算出毛利率，然后在对其进行三费调整测算油价位于不同区间的文莱项目盈利。从测算结果看，当油价位于 40/50/60/70 美元/桶，文莱项目的权益净利润分别为 28.7/35.6/27.7/23.7 亿元。

表13: 恒逸石化文莱项目盈利测算

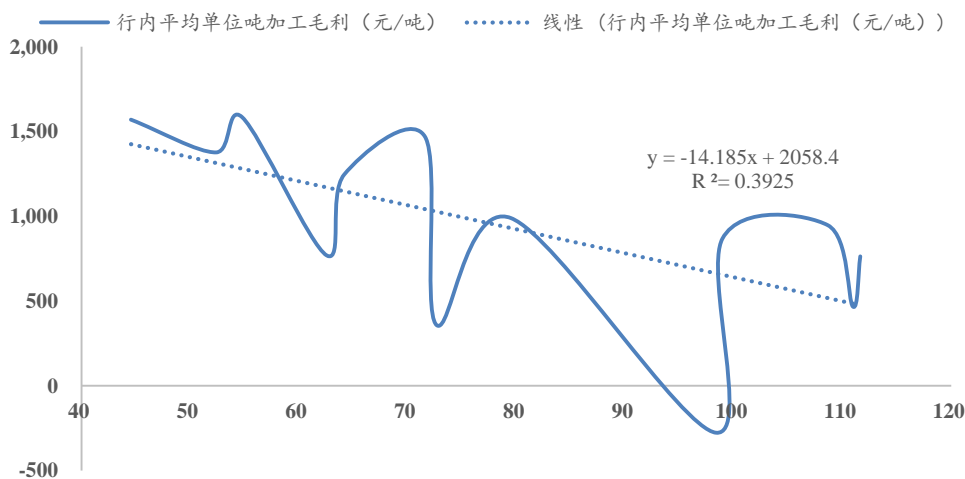
原油价格 (美元/桶)	40	50	60	70
美元兑人民币汇率	6.7	6.7	6.7	6.7
原油价格 (元/桶)	281.1	334.0	406.3	464.6
满产收入 (亿元)	262.3	311.3	352.4	389.1
产能利用率 (%)	100%	100%	100%	100%
实际应收 (亿元)	262.3	311.3	352.4	389.1
销售成本 (亿元)	210.3	247.4	298.0	338.9
原油	164.1	195.1	237.3	271.3
辅助材料及公用	32.8	39.0	47.5	54.3
折旧及其他	10.1	10.1	10.1	10.1
职工工资	3.2	3.2	3.2	3.2
毛利润	52.0	63.9	54.4	50.1
管理费用	3.9	4.7	5.3	5.8
销售费用	1.8	2.2	2.5	2.7
财务费用	5.2	6.2	7.0	7.8
利润总额	40.9	50.9	39.6	33.8
所得税	0	0	0	0
净利润	40.9	50.9	39.6	33.8
权益净利润	28.7	35.6	27.7	23.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 测算方法二

以中国石油、中国石化和上海石化为可比公司评估公司炼化一体化项目盈利。以布伦特原油价格为横坐标, 行内炼化项目单位吨加工毛利为纵坐标, 可以得到炼化项目单位吨加工毛利与原油价格的走势图。从图中我们可以发现, 单吨炼化毛利与原油价格呈反比关系, 单吨炼化毛利随着原油价格的上升而下降; 其中, 当原油价格在 45 美元/桶~70 美元/桶时, 单位吨加工毛利较高。

图27: 炼化项目单位吨加工毛利 (纵轴) 随布伦特原油价格 (横轴, 美元/桶) 走势图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

恒逸文莱的原油加工产能为 800 万吨, 而恒逸石化占股 70%, 则恒逸石化的权益产能为 560 万吨; 测算得到, 当原油价格中枢为 40/50/60/70 美元/桶时, 原油单位吨加工毛利分别为 1491/1348/1207/1065 元/吨, 公司 560 万吨权益产能可获得净利 54/49/44/39 亿元。

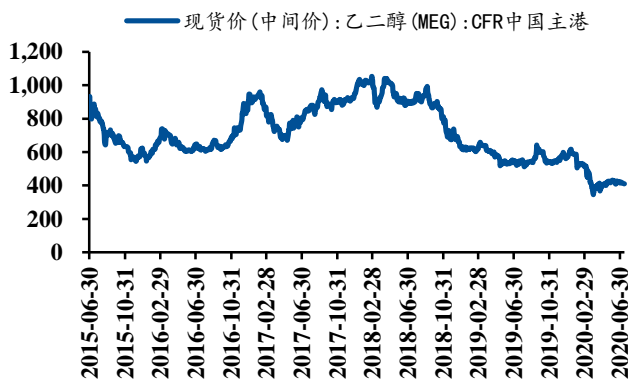
表14: 不同油价中枢下公司炼化一体化项目盈利情况 (亿元)

原油价格 (美元/桶)	原油加工吨毛利 (元/吨)	公司 560 万吨权益产能可获得毛利 (亿元)	公司 560 万吨权益产能可获得净利 (亿元)
30	1632.85	91.44	59.44
40	1491.00	83.50	54.27
50	1349.15	75.55	49.11
60	1207.30	67.61	43.95
70	1065.45	59.67	38.78

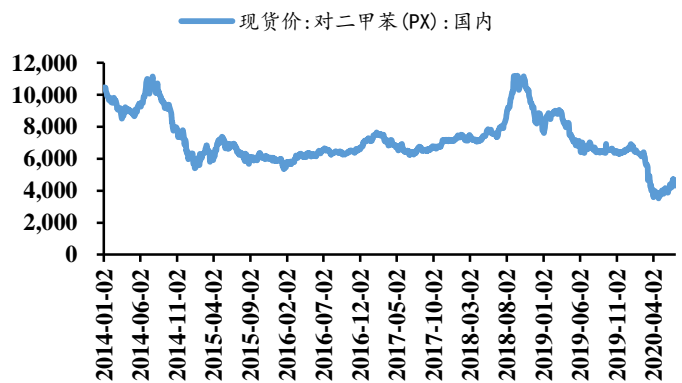
资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.1.3 一体化产业链布局完成, 公司竞争能力和抗风险能力提升

公司产业链一体化具有必要性和紧迫性。截止到 2020 年底, 公司控股 PTA 产能 550 万吨/年, 投建拟新增 PTA 产能 600 万吨/年; 己内酰胺产能 40 万吨/年; 聚酯纤维产能 650 万吨/年, 投建拟新增聚酯纤维产能 181 万吨/年。若新建产能全部顺利, 公司对主要原料 PX/苯/MEG 年需求量分别达 753.3/40/227.1 万吨。公司经营效益和生产安全极易受到原料价格和供应质量的影响, 给企业可持续发展带来不稳定。因此, 为了满足公司产业链一体化的需求, 产业链一体化兼具必要性和紧迫性。

图28: 近几年 MEG 价格出现较大波动 (元/吨)


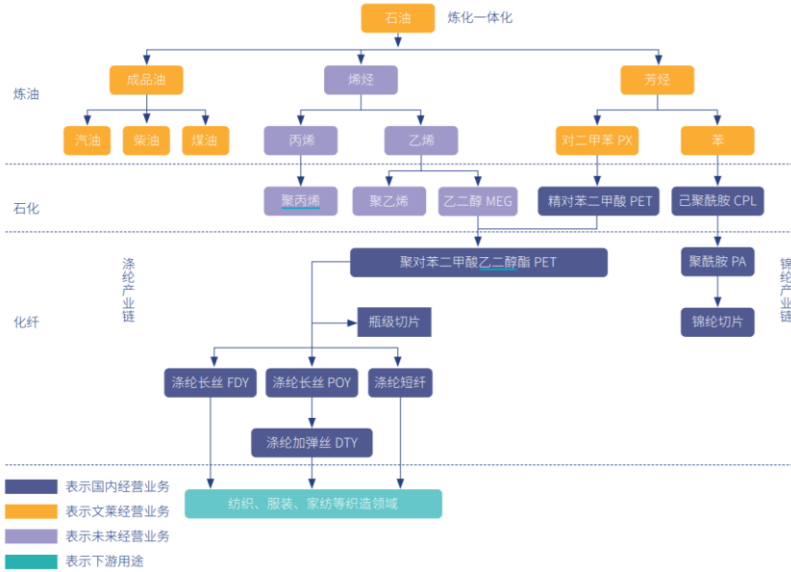
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图29: PX 价格波动较大 (元/吨)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

文莱炼化项目的建设投产将实现各产品原材料均的自给。文莱炼化一期项目投产后, 公司具备芳烃产业链主要产品和原料的生产能力, 解决了 PX 和苯部分来源; 随着后续二期工程的建设投产, 公司炼化一体化产业链将继续想烯烃产业链延伸, 并且解决部分 MEG 的来源问题。从整个炼化一体化布局来看, 恒逸石化将具备炼化产业链上主要原料、产品的生产能力, 炼化一体化产业链已初具规模, 后续有望继续平衡产业链布局。

图30: 恒逸石化一体化产业链



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

一体化产业链打造完成, 公司竞争能力和抗风险能力进一步提升。一体化产业链的打造主要有两点好处: (1) 一体化产业链具有集约化和规模化优势, 石化行业具有规模效应, 随着产能的扩张和产量的提升, 公司单位成本将较低, 进而提升在石化行业中的竞争能力; (2) 逐步摆脱原材料依赖关系, 提升公司抗风险能力。

3.2 布局高端化、差异化的产品, 提升聚酯业务盈利能力

2020 年至今, 公司新增 100 万吨聚酯纤维产能, 总产能达 750 万吨, 增幅为 15%。截至 2021 年 6 月初, 公司聚酯纤维产能为 750 万吨, 较 2019 年新增 100 万吨, 增幅大 15%, 主要系海宁新材料的 100 万吨产能陆续于 2020 年和 2021Q1 投产。此外, 公司聚酯瓶片产能为 200 万吨, 较 2019 年新增 50 万吨, 增幅达 33%, 系海南逸盛的 50 万吨产能于 2020Q3 投产。

表15: 公司聚酯业务产能情况

产品	现有产能 (截至 2021 年 6 月初)	2020-2020Q1 新增产能 (万吨)	增幅 (%)
聚酯纤维	750	100	15%
聚酯瓶片	200	50	33%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

截至 2020Q1, 公司聚酯纤维在建产能为 56.6 万吨, 预计将于 2021 年投产。根据年报披露, 公司目前在建聚酯产能为福建逸锦年产 56.6 万吨新型功能性纤维项目, 并且部分装置已于 2021 年 4 月 9 日投产, 预计全部装置将于 2021 年全部投产, 届时公司聚酯纤维产能将超 800 万吨。

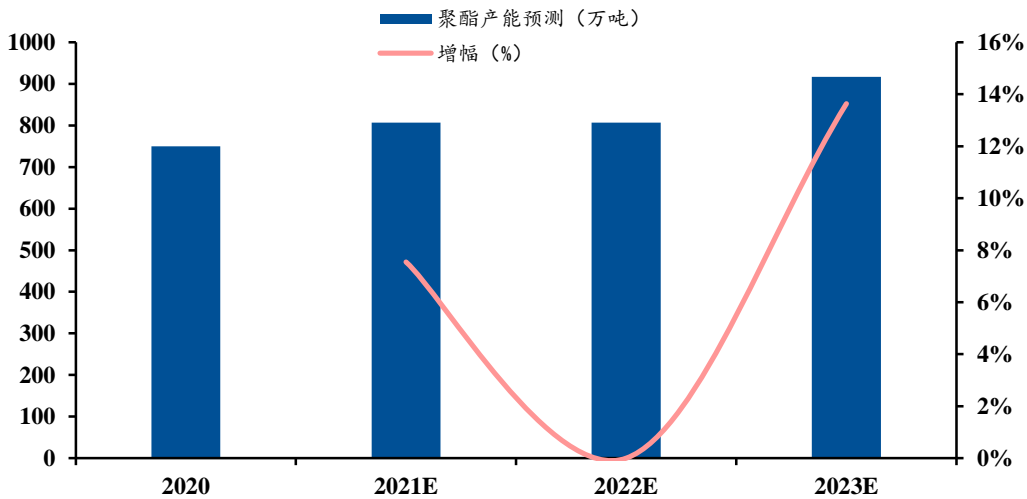
表16: 公司在建聚酯产能情况

项目名称	投资额 (万元)	产能 (万吨)	进度
福建逸锦年产 56.6 万吨新型功能性纤维项目	335000	56.6	部分装置已于 2021 年 4 月 9 日投产

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

投建年产 110 万吨聚酯纤维项目，继续加码高端化、差异化的聚酯纤维。2021 年 6 月 1 日，公司发布公告，投资建设年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目，总投资为 38.5 亿元。同时，该项目产品为高性能差别化纤维，较普通纤维具有更强的市场竞争力，有利于公司优化产品结构，提高盈利能力。此外，根据海宁新材料 100 万吨聚酯纤维 2018 年 5 月发布公告开始投建、2020 年 2 月开始逐步投产的节奏看，我们认为，新建的 110 万吨聚酯项目预计将于 2023 年投产。

图31: 恒逸石化聚酯纤维产能预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 投资建议

4.1 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

(一) 聚酯纤维：

- **平均售价：**2020年，恒逸石化聚酯纤维平均售价同比-38.5%，主要系疫情和低油价的影响，而对应的全国涤纶长丝平均售价同比-27.6%。2021年至今，全国涤纶长丝平均售价同比19.8%，并根据我们前文的判断，涤纶长丝价格仍将继续上行，因此，我们假设2021-2023年的公司聚酯纤维平均售价同比35%/10%/5%，进而聚酯纤维平均售价为5558.4/6114.3/6420.0元/吨。
- **销售数量：**根据公司聚酯产能扩张的速度，我们计算得到2020-2021年公司加权平均聚酯纤维产能为675/778万吨，2021年同比+15%左右，并且结合公司未来产能的投放速度及对于下游需求的判断，我们假设2021-2023年，公司聚酯纤维销售数量同比15%/10%/5%，对应2021-2023年公司销售数量为696.4/766.1/804.4万吨。(3)
- **毛利率：**公司2019-2020年聚酯纤维毛利率分别为9.1%/12.5%，平均毛利率为11%左右，因此，我们假设，2021-2023年公司聚酯纤维毛利率为11%/11%/11%。

(二) 原料/信息产品贸易：

- **营收增速：**2017-2020年，公司原料/信息产品贸易收入分别为34781.3/41791.3/27531.2/37705.9百万元，4年平均值为35443.6百万元；因此，我们假设2021-2023年公司原料/信息产品贸易营收均为35443.6百万元，对应营收增速为6%/0%/0%。
- **毛利率：**2018-2020年，公司原料/信息产品贸易毛利率分别为0.84%/1.24%/2.10%，3年平均值为1.4%；因此，我们假设2021-2023年公司原料/信息产品贸易毛利率分别为1.4%/1.4%/1.4%。

(三) PTA：

- **平均售价：**2020年，公司PTA平均售价同比-56.9%，而对应的PTA期货结算价同比-32.6%。2021年至今，PTA期货结算价同比18.7%，并根据我们判断，PTA价格仍将继续上行，因此，我们假设2021-2023年的公司PTA平均售价同比40%/10%/5%，进而PTA平均售价为1375.8/1513.4/1589.1元/吨。
- **销售数量：**根据公司未来PTA产能的投放速度及对于下游需求的判断，我们假设2021-2023年，公司PTA销售数量同比5%/4%/3%，对应2021-2023年公司销售数量为508.5/528.9/544.7万吨。
- **毛利率：**公司2020年PTA毛利率分别为11.0%，因此，我们假设，2021-2023年公司PTA毛利率为11%/11%/11%。

(四) 炼油产品/成品油&化工品：

- **营收增速：**根据我们第3章中对于文莱项目盈利预测的结果、公司2020年文莱项目业绩情况以及当前全球原油期货价格，我们假设2021-2023年公司炼油产品/成品油&化工品营收增速为40.0%/5.0%/5.0%。
- **毛利率：**2019-2020年，公司炼油产品/成品油&化工品毛利率分别为29.2%/7.9%，

2 年平均值为 18.6%，并结合目前原油期货价格，我们假设 2021-2023 年公司原炼油产品/成品油&化工品毛利率分别为 16.0%/16.0%/16.0%。

(五) 其他:

- **营收增速:** 2020 年，公司其他收入为 284.5 百万元，主要为 PIA 产品；因此，根据公司 PIA 产品的产能情况及市场售价，我们假设 2021-2023 年公司其他业务营收增速分别为 5%/5%/5%。
- **毛利率:** 2020 年，公司其他业务毛利率分别为 26.0%，因此，我们假设 2021-2023 年公司其他业务毛利率分别为 26.0%/26.0%/26.0%。

表17: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%)

业务	汇总表	2020A	2021E	2022E	2023E
聚酯纤维	平均售价 (元/吨)	4117.4	5558.4	6114.3	6420.0
	销售数量 (万吨)	605.6	696.4	766.1	804.4
	收入	24934.8	38711.3	46840.6	51641.8
	增速	-33.4%	55.3%	21.0%	10.3%
	毛利率	12.5%	11.0%	11.0%	11.0%
原料/信息产品贸易	收入	37705.9	35443.6	35443.6	35443.6
	增速	37.0%	-6.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	2.1%	1.4%	1.4%	1.4%
PTA	平均售价 (元/吨)	982.7	1,375.8	1,513.4	1,589.1
	销售数量 (万吨)	484.3	508.5	528.9	544.7
	收入	4759.6	6996.7	8004.2	8656.5
	增速	-58.5%	47.0%	14.4%	8.2%
	毛利率	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
成品油及化工品	收入	18744.8	26242.7	27554.8	28932.6
	增速	636.9%	40.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	7.9%	16.0%	16.0%	16.0%
其他	收入	284.5	298.8	313.7	329.4
	增速	-54.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
合计	收入	86429.6	107692.9	118156.9	125003.8
	增速	8.6%	24.6%	9.7%	5.8%
	毛利率	6.9%	9.1%	9.3%	9.5%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.2 投资建议

我们预计公司 2021 年至 2023 年实现营业收入 1076.9 亿元、1181.6 亿元和 1250.0 亿元，归属于母公司的净利润分别为 53.2 亿元、59.6 亿元和 67.8 亿元，EPS 分别为 1.44 元、1.62 元、1.84 元，对应的 PE 分别为 8.9 倍、8.0 倍和 7.0 倍。我们选取了与公司业务结构相似（炼化一体化）的恒力石化、荣盛石化、东方盛虹和桐昆股份作为可比公司，以可比公司 2021 年 PE 均值 18.9 倍为参考，给予“推荐”评级。

表18: 恒逸石化 PE 低于行业均值

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
		TTM	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E		
	均值	0.94	1.66	2.31	28.53	18.90	9.38	3.61	1.72
	行业中值	0.92	1.98	2.36	30.06	10.78	9.10	4.02	1.28
000703	恒逸石化	1.13	1.44	1.62	11.42	8.96	7.96	1.92	0.48
600346	恒力石化	1.44	2.32	2.51	17.85	11.08	10.24	3.54	1.03
002493	荣盛石化	0.35	1.68	2.21	50.26	10.47	7.96	4.50	1.47
000301	东方盛虹	0.40	0.39	1.46	42.28	43.66	11.55	4.51	3.27
601233	桐昆股份	1.57	2.27	3.04	3.75	10.39	7.76	1.89	1.10

资料来源: Wind, 民生证券研究院

5 风险提示

涤纶长丝景气度回升速度慢；东南亚成品油需求放缓；聚酯新增产能投产节奏慢；原油价格波动大。

涤纶长丝景气度回升速度慢：根据公司 2020 年的毛利结构看，以涤纶长丝为主的聚酯纤维占比 52%，为公司最主要的盈利来源。因此，如果涤纶长丝行业的景气度回升速度较慢，则会对公司聚酯纤维板块的盈利产能影响，进而影响公司的整体盈利水平。

东南亚成品油需求放缓：根据公司公告，文莱一期项目的产成品-成品油的主要销售地为东南亚地区，因此，如果东南亚的成品油需求增速放缓，则公司文莱项目的盈利能力将受损，进而影响公司的整体盈利水平。

聚酯新增产能投产节奏慢：根据公司公告，2021-2023 年，公司聚酯纤维的产能分别为 806.6/806.6/916.6 万吨，支撑着公司聚酯纤维板块在行业景气度提升的趋势下业绩的增厚。因此，若公司聚酯纤维的新增产能投放节奏缓慢，则会影响到未来几年公司聚酯纤维板块的盈利水平，进而对公司的业绩产生影响。

原油价格波动大：公司所属行业为石油石化行业，主要产品炼油&化工、聚酯纤维和 PTA 等均为原油的下游产品，产品价格及行业景气度均受到国际原油价格的影响。因此，如国际原油价格波动大，则公司盈利水平的波动性也会增大，进而对公司产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	86,430	107,693	118,157	125,004
营业成本	80,450	97,892	107,137	113,160
营业税金及附加	120	150	165	174
销售费用	218	272	298	315
管理费用	970	1,209	1,326	1,403
研发费用	352	439	481	509
EBIT	4,319	7,731	8,749	9,442
财务费用	2,004	1,563	1,656	1,058
资产减值损失	(18)	0	0	0
投资收益	1,692	1,692	1,692	1,692
营业利润	4,526	8,192	9,177	10,439
营业外收支	(7)	0	0	0
利润总额	4,520	8,192	9,177	10,439
所得税	705	1,278	1,431	1,628
净利润	3,815	6,914	7,745	8,811
归属于母公司净利润	3,072	5,320	5,959	6,779
EBITDA	6,735	10,737	11,372	12,140

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	10079	3489	20429	13449
应收账款及票据	4094	5704	7226	6729
预付款项	883	978	1057	1163
存货	9651	13392	11803	14792
其他流动资产	2303	2303	2303	2303
流动资产合计	28982	27150	45305	39937
长期股权投资	10062	11754	13446	15137
固定资产	41580	41580	41580	41580
无形资产	1781	2216	2552	2827
非流动资产合计	63278	63331	60089	60175
资产合计	92260	90481	105394	100112
短期借款	26483	14762	21943	10858
应付账款及票据	6928	11133	12884	12074
其他流动负债	152	152	152	152
流动负债合计	41004	34060	43194	31338
长期借款	16610	16610	16610	16610
其他长期负债	3834	3834	3834	3834
非流动负债合计	20964	20964	20964	20964
负债合计	61968	55024	64158	52303
股本	3682	3682	3682	3682
少数股东权益	6286	7880	9667	11699
股东权益合计	30292	35457	41236	47810
负债和股东权益合计	92260	90481	105394	100112

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	8.6%	24.6%	9.7%	5.8%
EBIT 增长率	10.5%	79.0%	13.2%	7.9%
净利润增长率	-4.0%	73.2%	12.0%	13.8%
盈利能力				
毛利率	6.9%	9.1%	9.3%	9.5%
净利率	3.6%	4.9%	5.0%	5.4%
总资产收益率 ROA	3.3%	5.9%	5.7%	6.8%
净资产收益率 ROE	12.8%	19.3%	18.9%	18.8%
偿债能力				
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.8	0.8
现金比率	0.3	0.1	0.5	0.4
资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	20.3	14.1	17.0	17.1
存货周转天数	42.1	42.1	42.1	42.1
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.4	1.6	1.8
每股净资产	6.5	7.5	8.6	9.8
每股经营现金流	1.4	2.7	3.0	2.5
每股股利	0.3	0.5	0.5	0.6
估值分析				
PE	11.9	8.9	8.0	7.0
PB	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.5	7.5	6.2	5.5
股息收益率	2.3%	3.7%	4.1%	4.7%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,815	6,914	7,745	8,811
折旧和摊销	2,447	3,006	2,623	2,698
营运资金变动	(1,600)	(108)	738	(2,383)
经营活动现金流	5,040	9,986	11,176	9,105
资本开支	8,170	1,361	(2,310)	1,092
投资	(842)	0	0	0
投资活动现金流	(7,952)	(1,361)	2,310	(1,092)
股权募资	3,035	0	0	0
债务募资	6,394	127	0	0
筹资活动现金流	5,907	(15,215)	3,454	(14,994)
现金净流量	2,995	(6,590)	16,941	(6,980)

插图目录

图 1: 恒逸石化历史沿革	4
图 2: 20 年公司营收达 864.3 亿元, 同比+8.6%	5
图 3: 20 年公司归母净利润达 30.7 亿元, 同比-3.7%	5
图 4: 聚酯纤维为主要收入来源, 炼化项目占比提升 (%)	5
图 5: 2020, 聚酯纤维营收占比达 28.8% (%)	5
图 6: 2020, 聚酯纤维毛利占比达 52% (%)	5
图 7: 2020 年公司整体毛利率为 6.9%	6
图 8: 2020 年公司期间费用率为 4.1%	6
图 9: 公司实际控制人为邱建林	6
图 10: 柯桥纺织市场景气指数: 原料类: 涤纶	8
图 11: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数	9
图 12: 柯桥纺织服装面料类涤纶市场景气指数季节图	9
图 13: 柯桥纺织坯布类景气指数	10
图 14: 柯桥纺织坯布类涤纶市场景气指数季节图	10
图 15: 涤纶长丝库存周期划分 (元/吨, 月)	11
图 16: POY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)	12
图 17: FDY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)	13
图 18: DTY 市场价及吨毛利 (左轴, 市场价; 右轴, 吨毛利)	13
图 19: 三种涤纶长丝市场价 (左轴) 与布伦特原油期货价格 (右轴) 走势图	14
图 20: 三种涤纶长丝市场价与 PTA 市场价的走势图	14
图 21: 纯涤纱市场价与三种涤纶长丝市场价的走势图	15
图 22: 柯桥景气指数 (左轴) 与长丝价格 (右轴, 元/吨) 变动图	15
图 23: 东南亚 GDP 增速领先于世界 (%)	17
图 24: 文莱 GDP 增速保持稳定	17
图 25: 恒逸石化占股 70%, 而文莱政府基金间接持股 30%。	17
图 26: 文莱炼化项目具有 5 大优势	19
图 27: 炼化项目单位吨加工毛利 (纵轴) 随布伦特原油价格 (横轴, 美元/桶) 走势图	20
图 28: 近几年 MEG 价格出现较大波动 (元/吨)	21
图 29: PX 价格波动较大 (元/吨)	21
图 30: 恒逸石化一体化产业链	22
图 31: 恒逸石化聚酯纤维产能预测	23

表格目录

表 1: 公司主要产品产能表	4
表 2: 公司股权激励计划	7
表 3: 公司员工持股计划	7
表 4: 库存周期阶段划分	11
表 5: 涤纶长丝库存周期各阶段	11
表 6: 涤纶长丝库存周期各阶段持续时长	11
表 7: 柯桥指数 (涤纶) 提前长丝价格时间	15
表 8: 文莱炼化项目一期工程规划产能	16
表 9: 文莱炼化项目二期工程规划产能	16
表 10: 东南亚成品油缺口	17
表 11: 文莱项目税收优惠	18
表 12: 物流便利, 成本低廉	18
表 13: 恒逸石化文莱项目盈利测算	20
表 14: 不同油价中枢下公司炼化一体化项目盈利情况 (亿元)	21
表 15: 公司聚酯业务产能情况	22
表 16: 公司在建聚酯产能情况	22
表 17: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%)	25

表 18: 恒逸石化 PE 低于行业均值.....26

分析师简介

杨侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。