

002493.SZ
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 17.85

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.9)	(5.4)	(3.8)	111.4
相对深证成指	(2.3)	(12.4)	(13.6)	80.0

发行股数(百万)	6,750
流通股(%)	86
总市值(人民币 百万)	120,494
3个月日均交易额(人民币 百万)	831
净负债比率(%) (2021E)	162
主要股东(%)	
浙江荣盛控股集团有限公司	61

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 6 月 10 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
化工: 化学纤维
证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

联系人: 曹擎

(8621)20328621

qing.cao_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120120046

荣盛石化

聚酯行业领军者, 民营炼化风向标

支撑评级的要点

- 荣盛石化为石化-化纤行业领军企业之一, 控股的浙石化炼化一体化项目炼油能力共 4000 万吨/年, 一期 2000 万吨/年装置已经于 2019 年底全面投产, 二期 2000 万吨/年装置将于 2021 年陆续投产。公司全资子公司中金石化芳烃生产能力 210 万吨/年, 控股和参股的 PTA 产能目前共 1300 万吨/年, 规模居全球首位, 且 2021 年仍有 660 万吨/年新产能投放。另外, 产业链下游聚酯长丝、瓶片及薄膜公司产能合计 450 万吨/年, 扩建项目在积极推进中。
- 浙石化装置、政策及地理优势显著: 中国成品油市场需求见顶, 供求过剩已见端倪, 而烯烃及芳烃下游化工品市场仍存在较大的缺口。浙石化项目设计多化少油, 其产品结构符合石化市场中长期发展格局和国家战略需求。其次, 浙石化的低硫燃料油出口退税以及成品油出口配额和加油站资源, 对于民营炼化成品油的终端销售途径至关重要。另外, 浙石化项目地处舟山, 拥有绝佳港口资源且毗邻化工品下游华东消费中心, 地理位置优势亦十分显著。
- 传统主营业务景气回升: 公司传统优势产品芳烃和长丝行业经历了 2020 年周期底部后, 供应增速放缓而需求旺盛。随着产业链现金流价差再分配, 未来芳烃及涤纶长丝盈利有望回暖。中金石化参股逸盛新材料将于 2021 年投产两套 330 万吨/年 PTA 新装置, 逸盛新投产产能存在规模及技术优势, 有望继续抢占市场份额, 淘汰落后产能, 提高行业集中度。

估值

- 基于浙石化二期投产以及芳烃、聚酯板块回暖的预期, 预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.11 元, 1.46 元, 1.59 元, 对应的 PE 分别为 16.0, 12.3, 11.2, 首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 原油价格出现大幅波动; 浙石化二期投产不及预期; 疫情出现再次反复导致宏观经济形势变化等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	82,500	107,265	191,908	235,703	244,744
变动(%)	(10)	30	79	23	4
净利润(人民币 百万)	2,207	7,309	11,269	14,730	16,084
全面摊薄每股收益(人民币)	0.218	0.722	1.113	1.455	1.588
变动(%)	(14.7)	231.2	54.2	30.7	9.2
全面摊薄市盈率(倍)	81.9	15.66	16.0	12.3	11.2
价格/每股现金流量(倍)	(88.1)	10.3	5.5	4.2	3.4
每股现金流量(人民币)	(0.20)	1.73	3.24	4.21	5.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.9	10.2	7.3	5.4	4.4
每股股息(人民币)	0.075	0.016	0.111	0.145	0.159
股息率(%)	0.4	0.1	0.6	0.8	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

公司概况：聚酯行业领军者，民营炼化风向标	5
发展历史.....	5
主营业务.....	5
财务分析.....	7
股权结构.....	8
行业特点.....	9
民营大炼化初显优势	11
民营炼化技术发展，效率优先.....	11
国内成品油市场压力渐增，出口打开新空间.....	14
浙石化成品油出口政策优势明显.....	17
中国乙烯缺口仍然较大，浙石化二期新增高附加值产品.....	19
聚酯产业周期轮动，PX 及长丝盈利好转	24
PX 周期触底反弹.....	24
PTA 扩产高峰即将到来，仍有落后产能可淘汰.....	27
聚酯现金流有望回暖.....	29
公司成本优势及多种聚酯产品布局.....	31
盈利预测与投资评级	34
核心假设：.....	34
盈利预测：.....	34
风险提示：.....	35

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 荣盛发展历程.....	5
图表 2. 荣盛石化主营业务及产品流程图（成品油产品及化工产品为外卖产品） ..	6
图表 3. 荣盛石化产品产能.....	6
图表 4. 公司营业收入及同比增速.....	7
图表 5. 公司归母净利润及同比增速.....	7
图表 6. 公司各项业务毛利率.....	7
图表 7. ROE（摊薄）变化.....	7
图表 8. 分业务营业收入构成.....	8
图表 9. 分项业务毛利构成.....	8
图表 10. 荣盛石化股权结构图.....	9
图表 11. 原油-石脑油-PX-PTA 价格走势.....	9
图表 12. 聚酯产业链产品价格与国际原油价格相关性（以 2021 年 5 月为基准）	10
图表 13. 2021 年行业集中度 CR5 比较.....	10
图表 14. 三大民营炼化产品产能（根据项目环评公告整理，与实际建设情况可能有出入） ..	12
图表 15. 上海石化毛利率.....	12
图表 16. 上海石化营收结构拆分（2019 年） ..	12
图表 17. 荣盛石化营收结构拆分（2020 年） ..	12
图表 18. 上海石化产品结构（以 2020 年产量计算） ..	13
图表 19. 浙石化一期产品结构（以一期产能计算） ..	13
图表 20. 2019 年人均原油消费量（单位：GJ/人） ..	13
图表 21. 2015-2030 年全球成品油需求情况.....	14
图表 22. 新加坡成品油/迪拜原油裂解价差.....	14
图表 23. 美欧成品油裂解价差.....	14
图表 24. 中国成品油供需平衡表（单位：亿吨） ..	15
图表 25. 中国炼厂一次加工产能变化.....	15
图表 26. 中国成品油产量对比分析.....	15
图表 27. 汽油表观需求量变化.....	16
图表 28. 国内汽油下游需求结构.....	16
图表 29. 柴油表观需求量变化.....	16

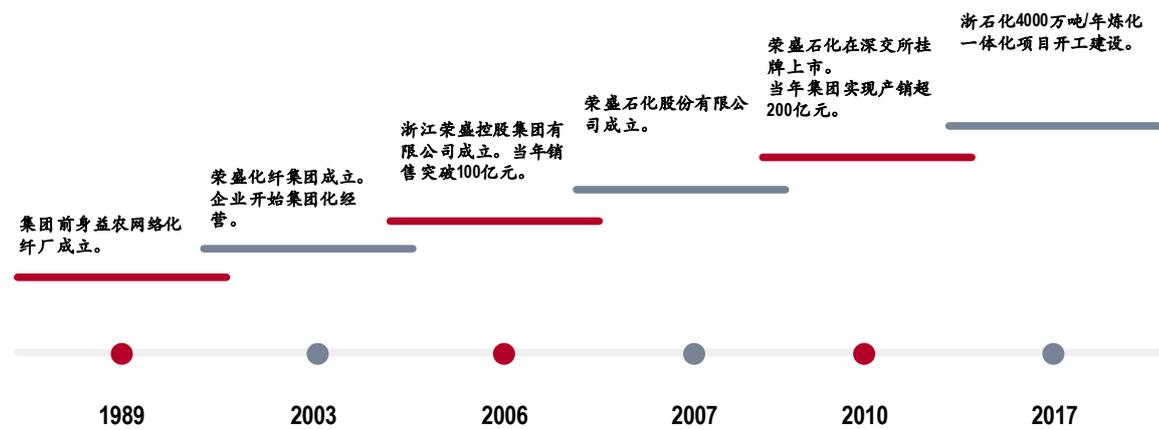
图表 30. 国内柴油下游需求结构.....	16
图表 31. 航煤表观需求量变化.....	17
图表 32. 国内航煤下游需求结构.....	17
图表 33. 2020 年成品油出口配额.....	17
图表 34. 浙石化地理位置.....	19
图表 35. 中国千万吨级以上炼厂产能（单位：万吨）.....	20
图表 36. 2020-2025 年全球主要国家/地区新增乙烯、丙烯和对二甲苯产能情况.....	20
图表 37. 石化产品产能/消费满足率对比.....	21
图表 38. 国内外不同原材料烯烃成本比较.....	22
图表 39. 国内乙烯供需情况及预测.....	22
图表 40. 国内乙烯消费结构.....	23
图表 41. 国内乙烯及下游产品增长情况.....	23
图表 42. 聚酯产业链.....	24
图表 43. PX 及 PTA 产能变化.....	25
图表 44. PX 历史价格及价差变化.....	25
图表 45. 日韩台 PX 装置按照规模划分（万吨/年）.....	26
图表 46. 2019 年-2020 年中国 PX 进口变化.....	26
图表 47. 近 5 年 PX 亚洲合同价.....	26
图表 48. PTA 产量变化.....	27
图表 49. PTA 价差变化.....	28
图表 50. 2020 年 PTA 企业产能.....	28
图表 51. 采用新一代 PTA 技术路线的装置情况.....	29
图表 52. 涤纶长丝加工价差.....	30
图表 53. 加弹机新增台数.....	30
图表 54. 聚酯产能变化.....	31
图表 55. 不同类型的燃料油及石脑油均价（单位：美元/吨）.....	31
图表 56. 全球聚酯瓶片产能.....	32
图表 57. 中国聚酯瓶片产能.....	32
图表 58. 中国聚酯瓶片需求分析.....	32
图表 59. 荣盛石化盈利预测.....	34
图表 60. 可比上市公司估值表.....	35

公司概况：聚酯行业领军者，民营炼化风向标

发展历史

荣盛石化股份有限公司由浙江荣盛控股集团有限公司控股，集团前身益农网络化纤厂成立于 1989 年，多年深耕于化纤行业，并于 1995 年改为荣盛纺织有限公司。荣盛石化系荣盛控股与自然人李水荣、李永庆、李国庆、许月娟、倪信才和赵关龙在荣盛化纤集团有限公司基础上发起设立的股份有限公司。公司股票于 2010 年 11 月 2 日在深圳证券交易所挂牌交易。

图表 1. 荣盛发展历程



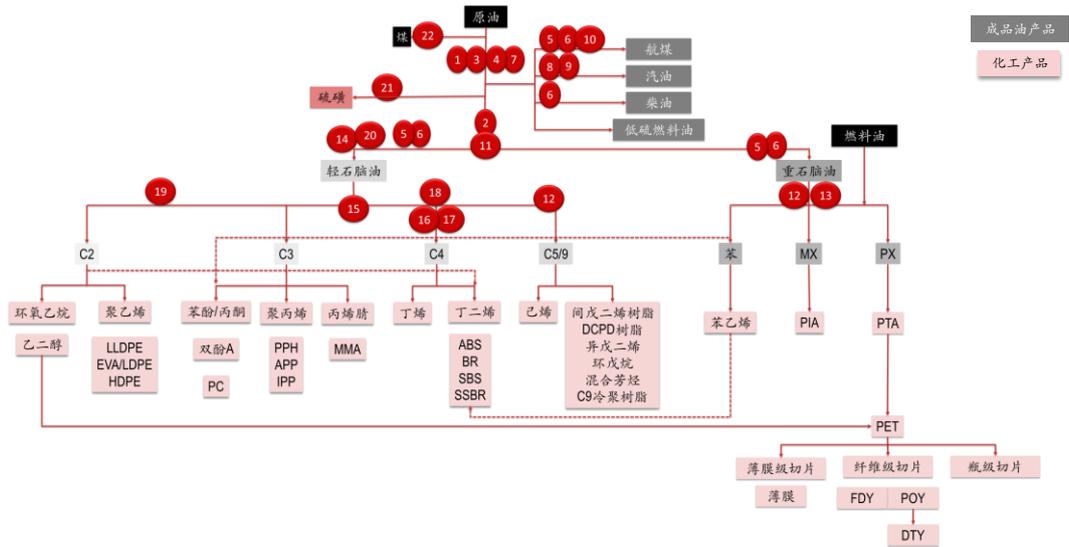
资料来源：荣盛集团官方网站，中银证券

主营业务

荣盛石化主营业务包括各类石化及化纤产品的研发、生产和销售，主要包括烯烃及其下游、芳烃及其下游、汽油、柴油、煤油、精对苯二甲酸（PTA）、聚酯（PET）切片、聚酯（PET）瓶片、涤纶预取向丝（POY）、涤纶全牵引丝（FDY）和涤纶加弹丝（DTY）等三十多类产品，是国内拥有“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”完整一体化产业链的上市公司之一。

公司主要产业布局可以分为三个板块。第一部分是行业中下游的聚酯（PET）制造板块，PET 产品也可分为化纤、瓶片和薄膜三类，主要由母公司、全资子公司荣翔化纤、盛元化纤、聚兴化纤生产涤纶长丝，海南逸盛、逸盛大化生产聚酯切片瓶片，永盛科技生产聚酯薄膜。第二部分是行业中上游 PX-PTA 制造板块，主要由中金石化及逸盛子公司进行生产销售。第三部分是炼化一体化项目，由公司控股子公司浙江石油化工有限公司（以下简称“浙石化”）投资建设，二期装置也已于 2020 年 11 月投入运行。浙石化炼化一体化产品包括成品油产品及化工产品两大类，也为公司打通了从最上游的原油开始直至化纤产品、聚酯瓶片薄膜产品及树脂橡胶产品的流程。

图表 2. 荣盛石化主营业务及产品流程图（成品油产品及化工产品为外卖产品）



1.常减压蒸馏装置；2.轻烃回收装置；3.延迟焦化装置；4.渣油加氢脱硫装置；5.蜡油加氢裂化装置；6.柴油加氢裂化装置；7.重油催化裂化装置；8.催化汽油加氢装置；9.催化轻汽油醚化装置；10.航煤精制装置；11.石脑油预加氢装置；12.连续重整装置；13.芳烃装置；14.气氛装置；15.C3/C4分离装置；16.MTBE装置；17.烷基化装置；18.C5正异构分离装置；19.C1/C2分离装置；20.双脱联合装置；21.硫磺回收联合装置；22.煤焦制气装置。

资料来源：公司公告，浙石化环评报告，中银证券

图表 3. 荣盛石化产品产能

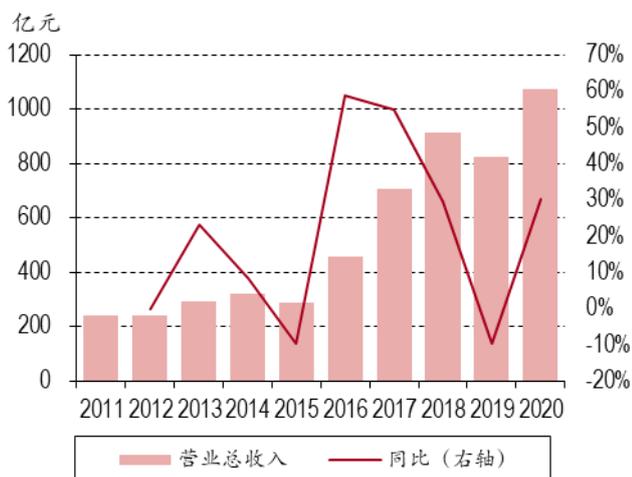
原材料	产品	已投产产能 (万吨/年)	待投产产能 (万吨/年)	
原油/燃料油	汽油	378.85	378.42	
	航煤	284.41	290.46	
	柴油	172.81	155	
	低硫燃料油	-	-	
	硫磺	38.8	46.7	
	苯	167	60	
	苯乙烯	120		
	对二甲苯	560	400	
	环氧乙烷/乙二醇	90	80	
	FDPE	45	50	
原油/燃料油	HDPE	30		
	EVA		30	
	聚丙烯	90	90	
	苯酚	21		
	丙酮	14		
	聚碳酸酯	26	26	
	丙烯腈	26		
	甲基丙烯酸甲酯	9		
	丁二烯	20	23	
	己烯-1		5	
	混二甲苯		30	
	PX	PTA	1350	660
		PIA	30	
POY				
PTA/MEG	DTY			
	FDY	450		
	薄膜			
	聚酯切片			

资料来源：公司公告，浙石化环评报告，中银证券；注：包括联营、控股和参股公司共有产能

财务分析

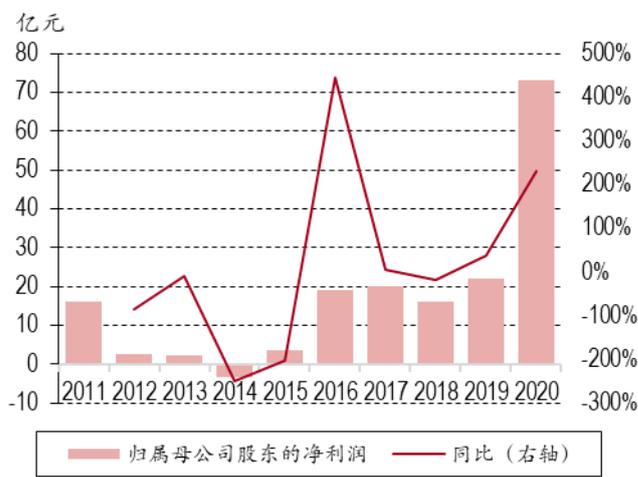
根据公司公告,2020年公司营业收入1072.65亿元,归母净利润73.09亿元,分别同比增长30.0%、231%。2020年归母净利润大幅提升主要是因为公司投资的浙石化项目一期投产带来的收益增加。

图表 4. 公司营业收入及同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 公司归母净利润及同比增速

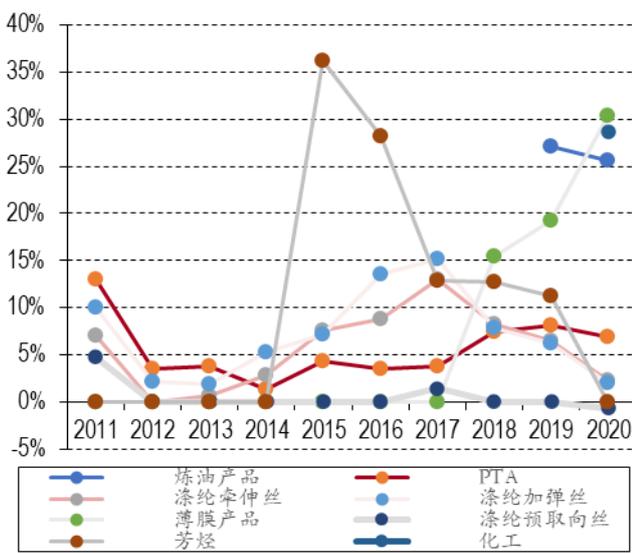


资料来源: 万得, 中银证券

公司产品的毛利率历史波动较大,其中历史最高毛利率来自芳烃产品,但随着其市场供应逐渐增加,基本面宽松,芳烃毛利率从15年峰值的36.17%下降到2019年的11.22%。由于2020年浙石化投产,公司业务重新进行分类。原中金石化的芳烃类产品合并浙石化化工品均归为了化工类。整体上看,公司2020年薄膜产品毛利率最高,达30.42%,其次为化工及炼油产品,即浙石化和中金石化产品,毛利率均在25%以上。

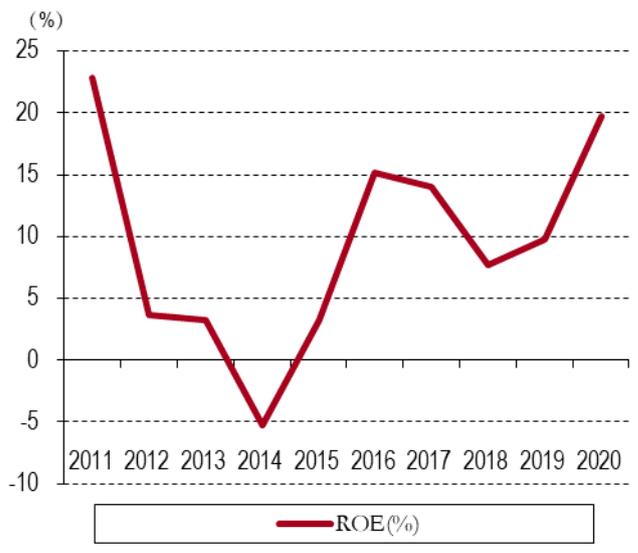
公司ROE从2011年开始下降,14年到达低谷-5.29%,从2015年开始回升,2020年公司ROE为19.8%。

图表 6. 公司各项业务毛利率



资料来源: 万得, 中银证券

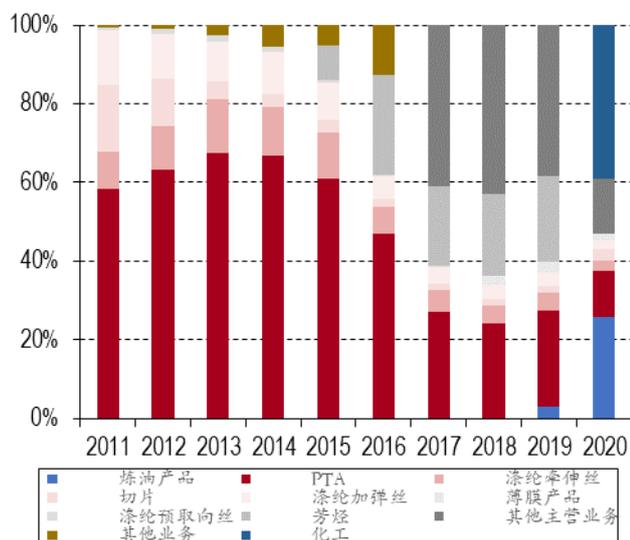
图表 7. ROE (摊薄) 变化



资料来源: 万得, 中银证券

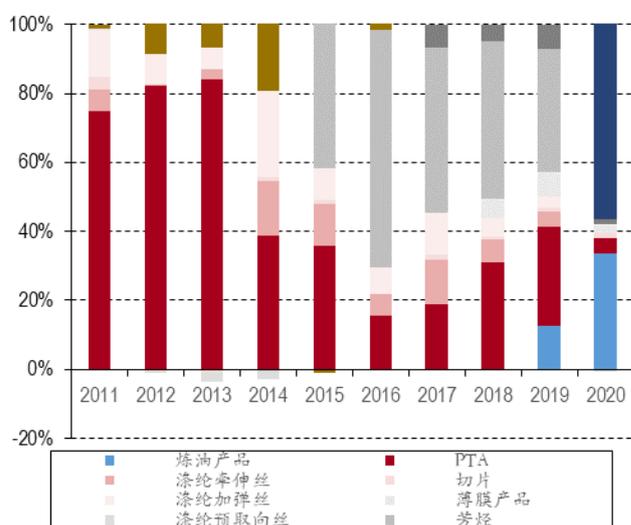
公司在 2011 年到 2016 年的主要收入来源为 PTA 及聚酯产品，而 2015 年以来公司 PTA 年收入占比逐渐下降，16 年后芳烃及其他主营业务的收入占比逐渐增多。而 2019 年底浙石化投产后，可以看出 2020 年公司的收入及毛利产品结构发生了较大的变化。

图表 8. 分业务营业收入构成



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 分项业务毛利构成



资料来源：万得，中银证券

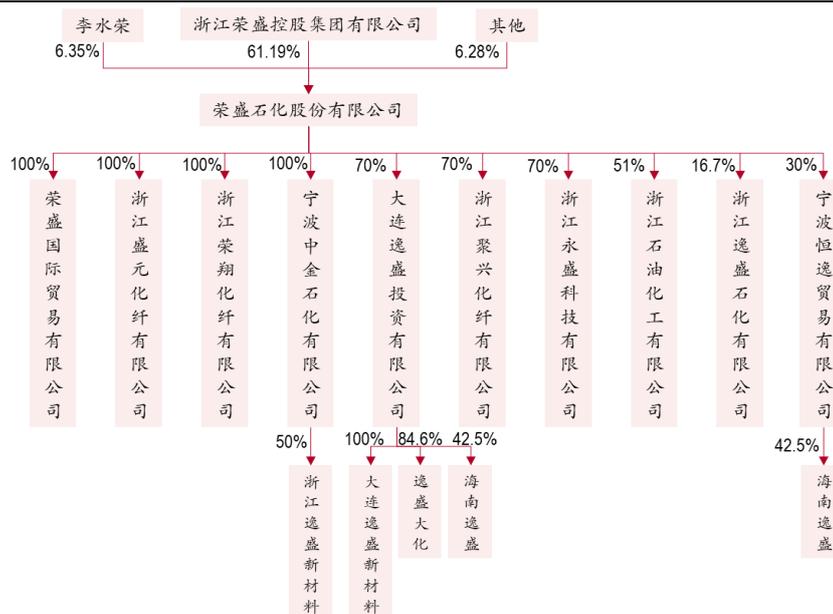
注：2020 年浙石化投产后重新分类，芳烃业务并入了化工业务

股权结构

公司第一大股东为浙江荣盛控股集团有限公司持股 61.19%，实控人为李水荣先生。公司主营业务包括炼化、PTA、聚酯和橡胶树脂（预计 2021 年投产），分属在不同的子公司进行经营。其控股子公司包括浙江盛元化纤有限公司、香港盛晖有限公司、宁波逸盛化学有限公司、大连逸盛投资有限公司、逸盛大化石化有限公司、香港逸盛大化有限公司、大连荣新成贸易有限公司、大连凯创贸易有限公司、宁波中金石化有限公司、荣翔（上海）化工有限公司、荣翔化纤有限公司、舟山市鱼山石化工程有限公司、浙江石化（新加坡）私人有限公司、浙江荣通化纤新材料有限公司、宁波泥螺山新能源有限公司、浙江永盛科技有限公司、浙江聚兴化纤有限公司、浙石化金塘物流有限公司、浙江自贸区荣新贸易有限公司。

公司重要的合营或联营公司包括浙江逸盛石化有限公司、海南逸盛石化有限公司、宁波恒逸贸易有限公司、浙江逸盛新材料有限公司、浙江德荣化工有限公司等。

图表 10. 荣盛石化股权结构图



资料来源：万得，中银证券

行业特点

公司主营业务跨越石油化工行业、化学纤维制造业及化学制品业，同时兼备与大宗商品原油高度相关和与终端消费高度相关的特殊性。成本端受到油价影响较大，而需求端则与民生、消费密不可分。

作为制造业的中游环节，产品价格的组成主要是由原材料成本加上加工利润构成，因此石油化工行业产品价格与原油价格的相关性非常高，尤其是当出现“黑天鹅”事件油价波动幅度较大时。由相关性计算可知，芳烃化工品和乙二醇与布伦特原油的价格相关系数均在 0.8 以上。

图表 11. 原油-石脑油-PX-PTA 价格走势



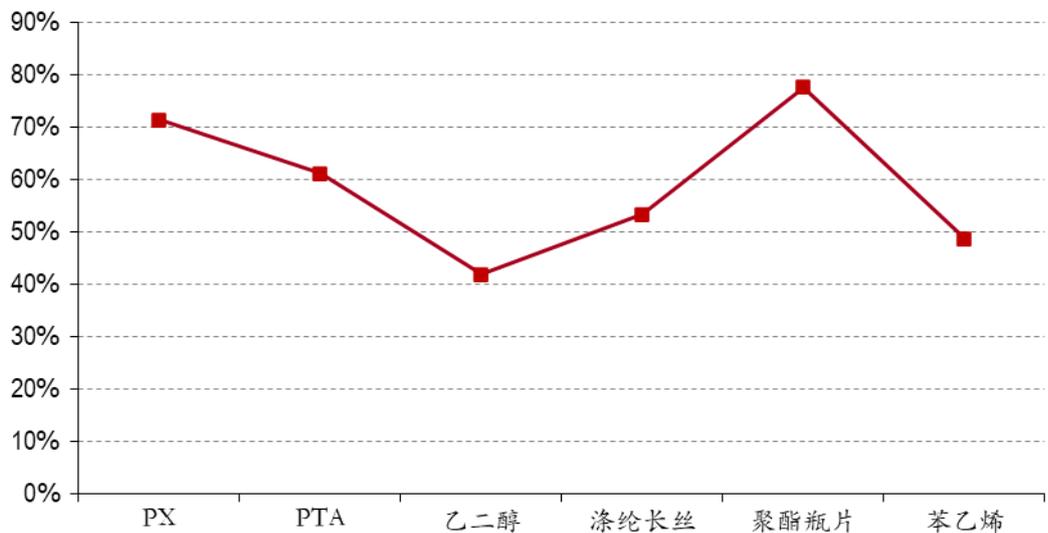
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 聚酯产业链产品价格与国际原油价格相关性 (以 2021 年 5 月为基准)

	布油 (5 年相关性)	布油 (1 年相关性)
石脑油	0.9642	0.9804
PX	0.8331	0.9597
PTA	0.7859	0.8958
乙二醇	0.5449	0.8945
短纤	0.7713	0.8035
POY	0.8081	0.8832
FDY	0.7087	0.8381
DTY	0.8049	0.8740
瓶片	0.8447	0.8842

资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 2021 年行业集中度 CR5 比较



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

公司主营产品另一特征是集中度较高, PX、PTA 及聚酯瓶片的 CR5 集中度都超过 60%。行业垄断竞争格局下, 龙头企业议价能力强, 自主性高。未来随着龙头企业的进一步扩张和较大规模的新增产能投放, 预计各品种的行业集中度仍将进一步提高。

民营大炼化初显优势

民营炼化技术发展，效率优先

全球大炼化发展与技术进步

未来石油需求的重心将由燃料逐渐转向化工，根据中国石油集团经济技术研究院在 2019 年发布的论文《全球原油制化学品项目发展现状及石化产品前景分析》称，一些公司已经开始布局应对这一变化趋势，将炼化一体化项目升级至原油制化学品（COTC）项目。根据中国石化新闻办消息，2021 年 4 月 26 日，中国石化所属石油化工科学研究院自主研发的原油催化裂解技术在扬州石化成功进行工业试验，直接将原油转化为轻质烯烃和芳烃等化学品。该技术主要通过催化裂解进行。原油切割为轻、重馏分后，分别进行催化裂解生产低碳烯烃，采用一套催化裂解装置的双提升管反应器来实施，两个提升管分别进轻、重馏分油，分别给予最适宜的操作参数最大化生产低碳烯烃，该成果也受到了近期市场的广泛关注。

早期的炼化一体化注重炼油产率，仅有 5%-10% 的原油转化为基本石化原料。而中等水平的炼化一体化能够将 10%-25% 的原油转化为基本石化原料。《全球原油制化学品项目发展现状及石化产品前景分析》报告中提到，埃克森美孚公司在新加坡裕廊岛装置是全球首套原油直接制烯烃装置，绕过炼油过程，其乙烯生产成本比石脑油路线低 160 美元/吨。沙特阿美新一代一体化技术的进展能够将原油直接送到加氢裂化装置，重质组分也将在深度催化裂化装置进行烯烃最大化生产，最终将能够实现接近 50% 的化学品转化率，其成本能够比石脑油裂解低 200 美元/吨。目前沙特阿美与西比埃和雪佛龙鲁姆斯全球公司合作的升级版加氢裂化技术能够将原油直接生产化工产品的转化率提高至 70-80%。这已经是全球各大石油炼化龙头企业目前争相研发的主要方向。

2020 年中国千万吨级炼厂（包括建设中）共有 30 家，炼化一体化炼厂依然不足。虽然原油加工量大，但行业开工率明显低于世界平均水平。十三五期间通过放开原油使用资质，淘汰了近 1.4 亿吨落后炼油能力。但目前 200 万吨/年及以下淘汰类炼油能力仍有 2700 万吨/年左右，200-500 万吨/年的中小规模炼厂能力仍然高达 26%，未来很可能在十四五期间逐渐淘汰。随着炼化产能逐渐集中，落后产能的清空，民营大炼化公司有望在行业结构优化的过程中持续受益。

民营大炼化与国营炼化各有利弊

虽然目前我国石化行业仍然以国营集团为主导，但是未来国营三大集团的新增炼油炼化产能有限，甚至一些中小炼厂可能逐步退出市场。而炼化一体化装置在未来三年仍将继续建成投产。未来其影响力将逐渐提升。

目前的民营大炼化项目主要是基于大型聚酯企业集团的发展，从下游聚酯产品开始向上游扩展，因此在装置设计上尽量增加了芳烃和烯烃的收率，工艺核心都是除了常减压装置产生的石脑油外，还采用加氢裂化，尽可能将重质组分裂化为石脑油及轻组分以增加化工品收率。

根据中国石油和化学工业联合会数据，2018 年民营企业的乙烯产能所占份额仅 9%，随着民营炼化项目陆续投产，预计到 2025 年该占比可达到 26%；而 PX 的民营企业产能 2018 年占比为 26% 左右，2019 年随着浙石化和恒力石化的投产，民营 PX 占比首次超过了 50%。可以看出，PX 作为聚酯上游原材料，是民营大炼化配套扩产的主要领域。

除此之外，民营大炼化的终端产品也在向高端化和差异化过度。除了集团原有聚酯产品以外，烯烃和芳烃下游也开始规划工程塑料、橡胶制品、其他化纤产品如尼龙等高附加值的终端产品。

图表 14. 三大民营炼化产品产能 (根据项目环评公告整理, 与实际建设情况可能有出入)

单位: 万吨	浙江石化	恒力石化	盛虹石化	小计	2019 年全国产能
炼油能力	4000	2000	1600	7600	86000
成品油	1489	800	496	2785	36000
苯	297.3	94	147.7	539	1490
对二甲苯	800	450	400	1650	2100
乙烯	420	150	140	710	2892

资料来源: 项目环评公告, 中银证券

浙石化和上海石化同属华东长江三角洲地区, 下游终端产品也同样以塑料制品和合成纤维为主。由于 2020 年受到原油价格波动影响, 上海石化库存损失过大, 可比性不强, 因此采用 2019 年年报数据比较。可以看出, 与上海石化相比, 荣盛石化税金及费用率相对较低。费用中, 公司销售费用率与管理费用率都显著低于上海石化, 但是公司研发费用率达 1.83%, 上海石化仅 0.09%。

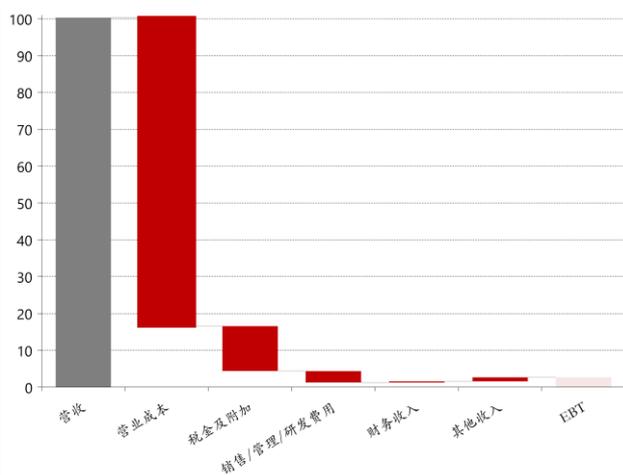
产品结构上, 上海石化作为国营炼厂的先进代表, 其成品油的占比远远高于浙石化。国营炼厂相对于民营炼厂而言, 在成品油的销售上拥有大量的零售渠道, 因此二者产品结构的差异也能够发扬各自的优势。从毛利率可以看出, 虽然上海石化近 10 年毛利率波动较大, 但整体上其油品的毛利率远高于化工品毛利率。而荣盛石化 2020 年的利润表数据中, 化工品的毛利率 28.69%, 略高于油品毛利率 25.62%。公司的化工品分类中包括了浙石化项目的化工产品及中金石化所产芳烃类化工品, 其毛利率远远高于上海石化化工品。由此也可以说明, 民营大炼化目前设计多化少油的产品结构不仅符合市场现状, 也能够扬长避短。而在未来的经营上, 成品油的销售及调整将可能是重中之重。

图表 15. 上海石化毛利率

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
石油产品	16.67	13.30	17.57	16.55	35.35	44.68	37.13	28.65	25.02
石化产品	6.35	6.08	9.73	6.18	10.85	11.07	10.15	8.32	4.83

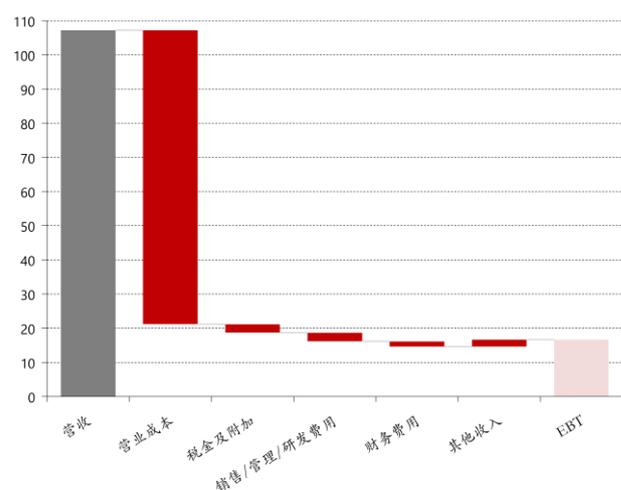
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 16. 上海石化营收结构拆分 (2019 年)



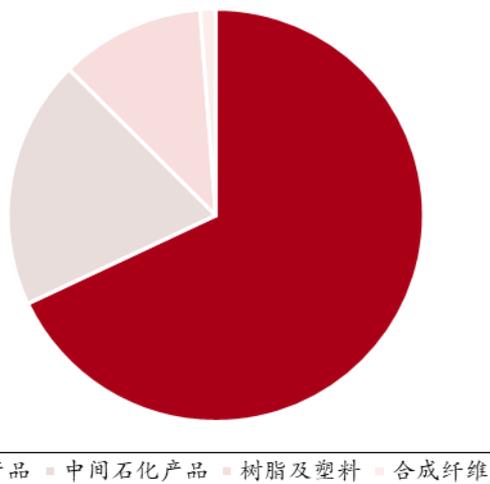
资料来源: 万得, 中银证券, 单位: 亿元

图表 17. 荣盛石化营收结构拆分 (2020 年)



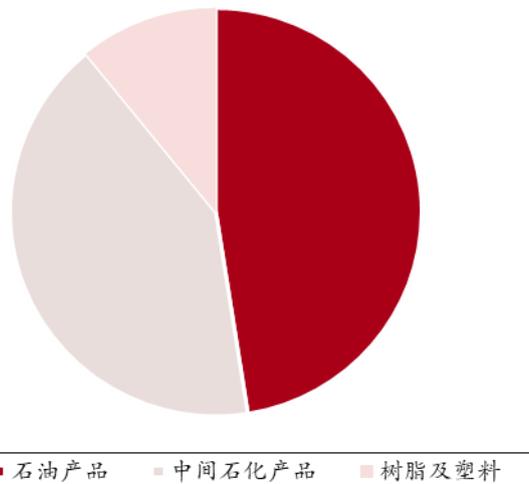
资料来源: 万得, 中银证券, 单位: 亿元

图表 18. 上海石化产品结构（以 2020 年产量计算）



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 浙石化一期产品结构（以一期产能计算）

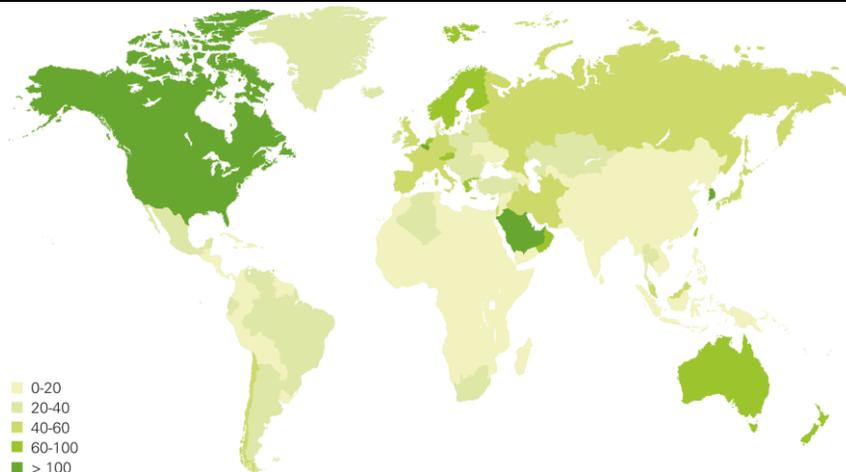


资料来源：万得，中银证券

浙石化二期建成投产后，将成为国内最大规模的炼厂，其炼油产能在全球也可排进前五。而与传统的炼油厂不同的是，多产化工原料是浙石化项目的重要特点，化工原料收率大约是国内常规炼化项目的 2-3 倍。

中国人均原油需求仍有增长空间

图表 20. 2019 年人均原油消费量（单位：GJ/人）



资料来源：BP statistic review of world energy，中银证券

由 BP 最新公布的能源统计报告数据可以看出，中国的人均原油消耗量远远低于欧美国家；美国的人均消耗量是中国的 10 倍以上。目前人均原油消费量较大的国家主要包括欧美、澳大利亚、日韩及沙特。

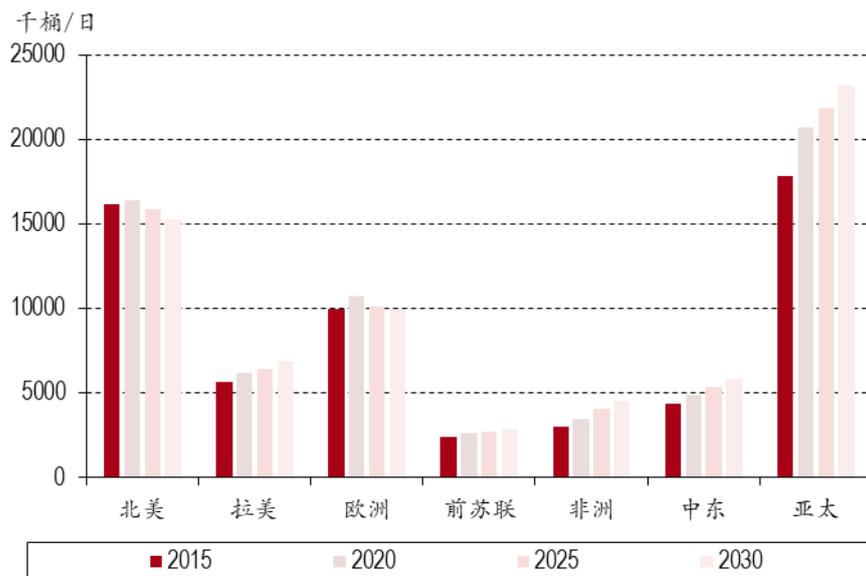
原油下游需求主要分为两大领域，分别是成品油类和化工品类。随着中国经济持续发展，未来原油需求依然仍存极大的增长空间。

国内成品油市场压力渐增，出口打开新空间

世界成品油需求增速可能放缓

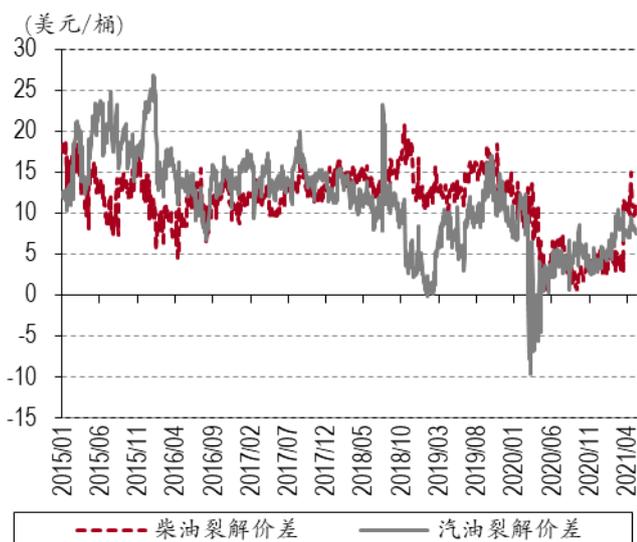
未来十几年，世界成品油需求增速可能放缓。根据中国石油和化学工业联合会统计及预测，全球成品油需求将在 2025 年达到峰值。其中，北美及欧洲地区可能更早开始出现成品油需求的下滑；而亚太地区仍将保持比较显著的增长，不过 2020-2030 年增速将显著低于前十年。

图表 21. 2015-2030 年全球成品油需求情况



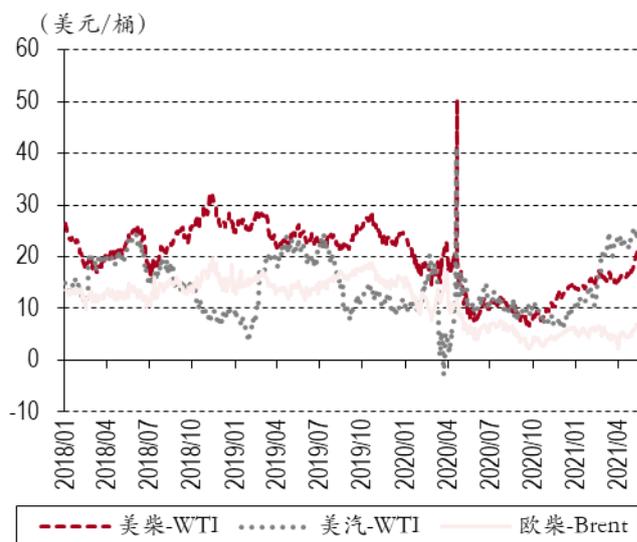
资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

图表 22. 新加坡成品油/迪拜原油裂解价差



资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 23. 美欧成品油裂解价差



资料来源：Bloomberg，中银证券

由于成品油价格重心和趋势主要是由其原材料成本原油价格决定，因此通常成品油的裂解价差（即成品油与原油的加工价差）才可以反映出成品油自身的供求关系。新加坡是亚洲成品油价格的定价中心，从新加坡汽柴油裂解价差来看，汽油需求的恢复节奏较柴油需求恢复更早，但并未出现爆发式增长或者高于疫情前的水平，当前亚洲市场整体成品油需求基本上与疫情前相当，仍处于近5年历史偏弱水平。美国情况与亚洲类似。美国汽油恢复较柴油更早，当前成品油的裂解价差几乎已经回到了疫情前的水平。相比之下欧洲市场的柴油需求最为疲软，虽然4月后开始出现恢复，但依然与疫情前水平有较大差距，这可能与欧洲当前疫情多次反弹有关。未来仍然需要警惕印度疫情以及是否有可能出现更多变异病毒而导致的疫情再次变化。

中国成品油市场需求增长乏力

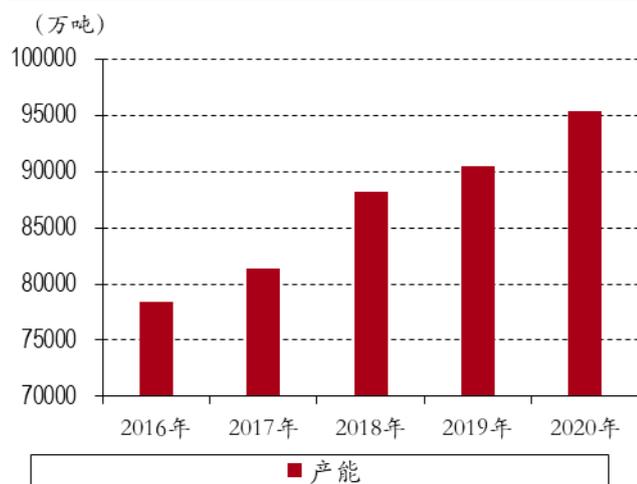
图表 24. 中国成品油供需平衡表（单位：亿吨）

指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E
期初库存	0.12	0.1	0.08	0.07	0.03
产量	3.48	3.58	3.6	3.6	3.34
进口	0.05	0.04	0.05	0.05	0.05
总供应量	3.65	3.72	3.73	3.72	3.42
出口	0.38	0.41	0.46	0.55	0.42
下游消耗量	3.17	3.23	3.2	3.14	2.9
总需求量	3.55	3.64	3.66	3.69	3.32
期末库存	0.1	0.08	0.07	0.03	0.1
合理库存	0.06	0.05	0.02	0.01	0.01
平衡差	0.04	0.03	0.05	0.02	0.09

资料来源：卓创资讯，中银证券

中国炼厂一次加工产能近五年增长迅速，虽然柴油产量自2017年开始下滑，但是汽油和航煤产量仍在逐渐增加。成品油总产量近年来变化不大，而下游总需求量自2017年达到峰值后开始出现小幅下滑，趋势主要受到柴油消费的影响。

图表 25. 中国炼厂一次加工产能变化



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 26. 中国成品油产量对比分析



资料来源：卓创资讯，中银证券

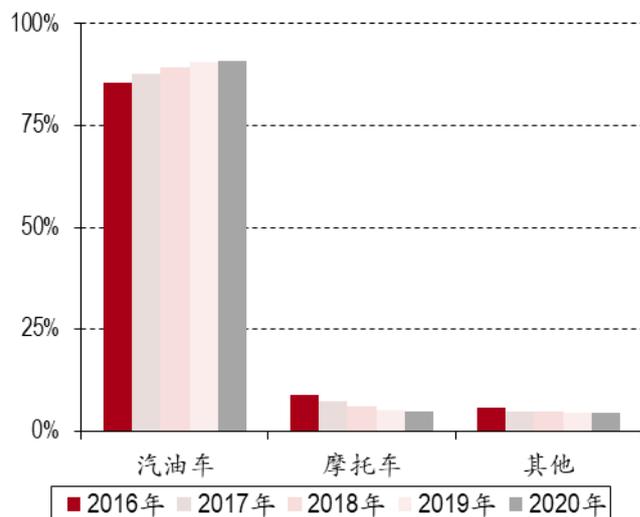
从下游消费结构上看，汽油车对汽油的消费支撑目前依然相对稳固，虽然增速有所放缓，但依然逐渐增长。柴油和煤油的需求结构上，工业用与其他行业用占比逐渐降低，目前交通运输行业是柴油和煤油最重要的下游需求，占比逐年增长。因此，未来中国的成品油市场主要仍然由交通运输行业需求决定。

图表 27. 汽油表观需求量变化



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 国内汽油下游需求结构



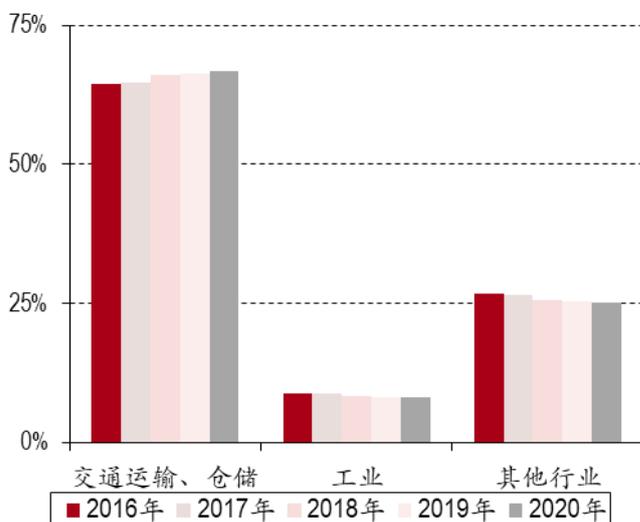
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 柴油表观需求量变化



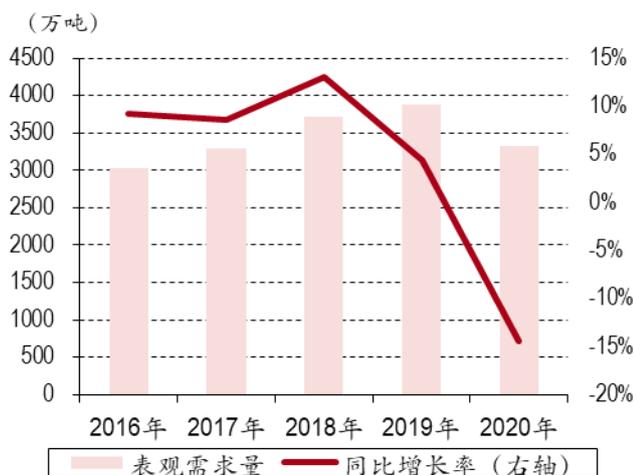
资料来源：万得，中银证券

图表 30. 国内柴油下游需求结构



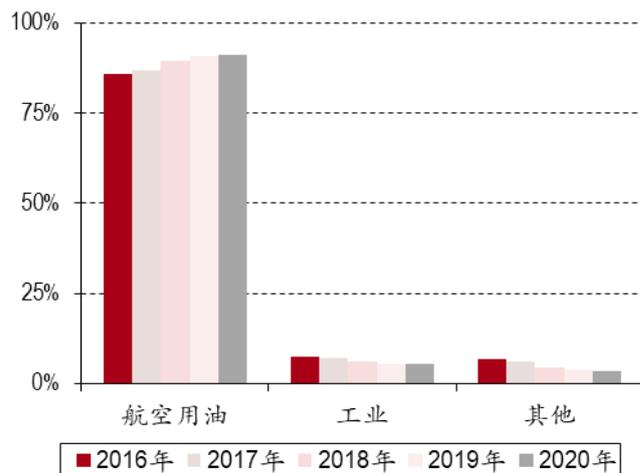
资料来源：万得，中银证券

图表 31. 航煤表观需求量变化



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 32. 国内航煤下游需求结构



资料来源：卓创资讯，中银证券

在国内的成品油需求增速放缓，而整个亚太地区成品油需求仍然有望保持较高增速的情况下，未来成品油市场出口的份额可能会继续增加。

浙石化成品油出口政策优势明显

2015年11月，商务部、国家发改委、海关总署联合下发《关于暂时允许符合条件的炼油企业开展进口原油加工复出口成品油业务有关问题的通知》，符合申请条件的炼油企业可以申请成品油出口配额。2020年成品油出口配额总量为5900万吨，分为一般贸易配额和来料加工配额。

2020年3月26日国务院发布《支持中国（浙江）自由贸易试验区油气全产业链开放发展若干措施的批复》，提出支持浙江自贸试验区适度开展成品油出口业务，允许浙江自贸试验区内现有符合条件的炼化一体化企业开展副产的成品油非国营贸易出口先行先试，酌情按年度安排出口数量。2020年7月7日商务部批复，赋予浙石化成品油非国营贸易出口资格。

图表 33. 2020年成品油出口配额

一般贸易出口	第一批 (万吨)	第二批 (万吨)	第三批 (万吨)
中石油	840	853	195
中石化	1096	1047	-
中海油	249	282	-
中国中化	265	272	-
中航油	6	6	-
浙江石油	-	-	100
中国兵器	-	-	5
合计	2456	2460	300
来料加工出口	第一批 (万吨)	第二批 (万吨)	第三批 (万吨)
中石油	80	80	-
中石化	240	260	-
中海油	10	-	-
中化	14	-	-
合计	344	340	-

资料来源：卓创资讯，中银证券

成品油在国内征收除了增值税以外还有固定额度的消费税，现行制度下汽油消费税为 1.52 元/升，柴油消费税为 1.2 元/升，燃料油消费税为 1218 元/吨。消费税相比其他税费不同之处在于并不是根据产品价格一定比例征收的，而是不论产品价格高低，收取固定的税收费用。因此，当成品油价格上下浮动时，消费税所占比例将有所不同，且在绝大部分成品油价格波动范围内其比例都比较高。

因此，即使不考虑进出口其他政策性限制，仅在价格上，成品油的国内市场实际上和海外市场形成了天然的割裂。国内市场中，税费成为各家炼厂都最为关注的核心问题。当成品油利润压缩而税费过高，除了国营炼厂外，民营炼厂的成品油生产及销售计划很大程度上与税率更为相关，而非市场格局。

目前国内成品油出口退税的配额则相当于给予炼厂冲出国内竞争环境将销售市场扩展至全球的机会。2020 年 7 月，商务部下发批复，赋予浙石化成品油非国营贸易出口资格，浙石化成为继 2016 年取消民营出口资格以后，首家获得成品油出口资质的民营炼厂。2020 年 12 月浙石化首批成品油完成了出口。

浙石化低硫燃料油优势

随着 IMO2020 限硫令的实施，全球航运市场进入低硫时代。中国的保税船燃需求自 2016 年以来逐年增加，在 2020 年以前一直依赖进口。一方面国内船燃市场与保税船燃市场的燃料油品种略有不同，另一方面，与汽柴油相似，高昂的消费税使得保税区内外完全是两个分离的市场。因此，国内的国际航运船加油市场发展相对缓慢。在 2020 年之前，舟山相对新加坡市场存在较高升水，通常超过 20 美元/吨（进口价差），因此虽然舟山及上海港长居全球港口吞吐量前三名，但其船加油市场却与之并不匹配。随着限硫令的实施，全球船加油市场出现颠覆性的变化，不论是生产商、贸易商、调油商及管道、仓储都需要经过调整。因此，为了借此机会抢占新的低硫船用燃料油市场份额，和推广人民币结算的定价方式，1 月 22 日，财政部税务总局海关总署发布《关于对国际航行船舶加注燃料油实行出口退税政策的公告》，明确表明对国际航行船舶在我国沿海（沿江）港口加注的燃料油，实行出口退（免）税政策。出口退税政策的推广，能够打开保税区内外的货物流通通道，国内炼厂积极生产供应低硫燃料油，降低中国进口比例和成本。

2020 年 4 月，商务部下达了 2020 年第一批低硫船用燃料油出口配额。首批配额包括：中石化 429 万吨，中石油 295 万吨，中海油 90 万吨，中化 90 万吨，浙石化 100 万吨。

基于浙石化位于舟山的地理位置以及舟山海投的参股，在 2020 年第一次公布低硫燃料油出口退税的配额时，浙石化作为唯一的民营炼厂获得了资质及配额。2020 年当原油价格低位运行，成品油价格低而消费税压力巨大时，浙石化通过多生产低硫燃料油少生产汽油获得了超额的收益。

目前浙石化依然是仅有的获得成品油及低硫燃料油出口退税资质的民营炼厂，对于国内相对复杂的成品油市场而言，浙石化的优势不言而喻。

浙石化地理优势

浙石化位于舟山岛上，毗邻上海及宁波，上海港及舟山港是全球货物吞吐量最高的两个港口。舟山港作为全年无冰冻深水良港，能够停泊 30 万吨 VLCC 油轮，其保税区主要功能定位为大宗商品（煤炭、矿石、油品和液体化工品等）的中转、储运，对于炼化一体化炼厂的发展给予了极大的帮助。

因此，舟山保税区不仅作为成品油、原油的储运基地，也是船用燃料油的重要加注港口，是目前中国致力于抢夺原油燃料油定价权、人民币计价、船用油加注等政策方向的核心地区。舟山港的发展不仅承载着中国大宗贸易的需求，也是中国“走出去，引进来”的政策需求。

在此背景下，浙石化不论在进口原料还是出口成品上，都拥有得天独厚的地理优势。

不仅如此，聚酯产业链的核心圈聚集在华东地区，浙石化与荣盛其他子公司——中金石化、浙江逸盛以及下游聚酯企业的物流成本大幅压缩。华东地区也同样是其他化工品及成品油的重要消费市场。

图表 34. 浙石化地理位置



资料来源：浙石化官网，中银证券

中国乙烯缺口仍然较大，浙石化二期新增高附加值产品

“十四五”期间石油化工行业的发展要点主要集中于整合炼油产能、优化烯烃产能和提高PX进口替代能力上。未来五年全球乙烯、丙烯及PX的新增产能主要集中在中国，乙烯新增中中国占全球接近一半，而丙烯和PX的新增产能中中国的占比分别达到了66%和63%。

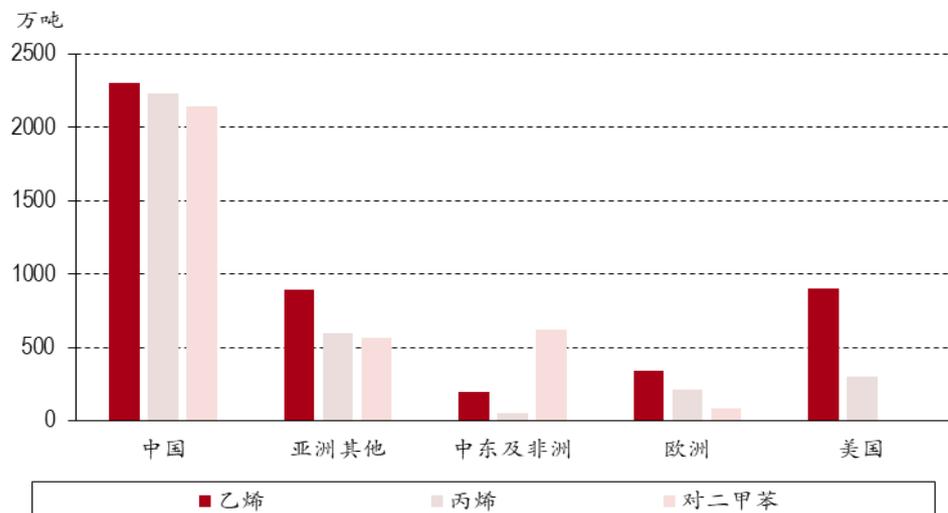
目前国内聚乙烯、PX、乙二醇及苯乙烯依然存在供需缺口，需要通过进口才能满足国内消费。其中聚乙烯的进口依赖度依然较高。而乙二醇虽然产能/消费比不低，但2020年实际上平均进口依存度依然达到53.8%。主要是因为进口乙二醇生产成本偏低，而在低油价水平下国内煤制乙二醇失去竞争优势，2020年开工率处于低位。

图表 35. 中国千万吨级以上炼厂产能 (单位: 万吨)

序号	企业简称	炼油	乙烯	对二甲苯
1	中石化镇海炼化	2300	110	60
2	中海油惠州石化	2200	215	84
3	中石化金陵分公司	2100		60
4	中石油大连石化	2050		
5	恒力炼化	2000	150	450
6	浙江石化	2000	140	400
7	中石化茂名分公司	1800	100	
8	中石化上海石化	1600	70	83.5
9	中石化扬子石化	1600	80	80
10	福建联合石化	1400	110	70
11	中石化齐鲁分公司	1400	80	8.5
12	中石化天津分公司	1380	20	39
13	中石化高桥石化	1300		
14	中石油云南石化	1300		
15	中石化广州石化	1275	21	
16	镇海炼化二期	1500	120	
17	中石化泉州石化	1200		
18	中石化青岛炼化	1200		
19	中石化长岭分公司	1150		
20	中石化燕山分公司	1100	71	
21	中石油抚顺石化	1100	94	
22	中石油兰州石化	1050		
23	中石化石家庄炼化	1000		
24	大连西太	1000		
25	中石化九江石化分公司	1000		
26	中石油广西石化	1000		
27	中石油四川石化	1000		
28	中石油独山子石化	1000		
29	中科炼化一体化项目	1000	80	
30	浙江石化二期	2000	140	400
	合计	43005		

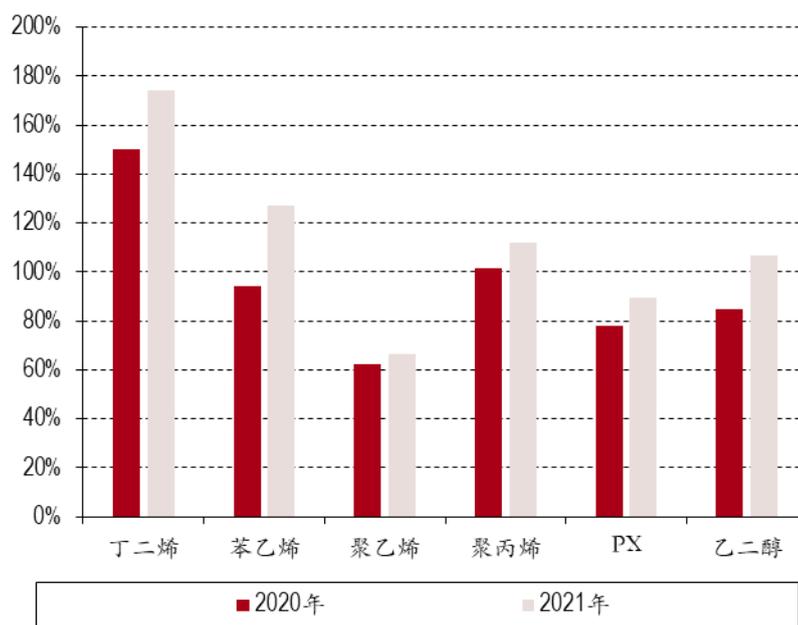
资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中银证券

图表 36. 2020-2025 年全球主要国家/地区新增乙烯、丙烯和对二甲苯产能情况



资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中银证券

图表 37. 石化产品产能/消费满足率对比



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

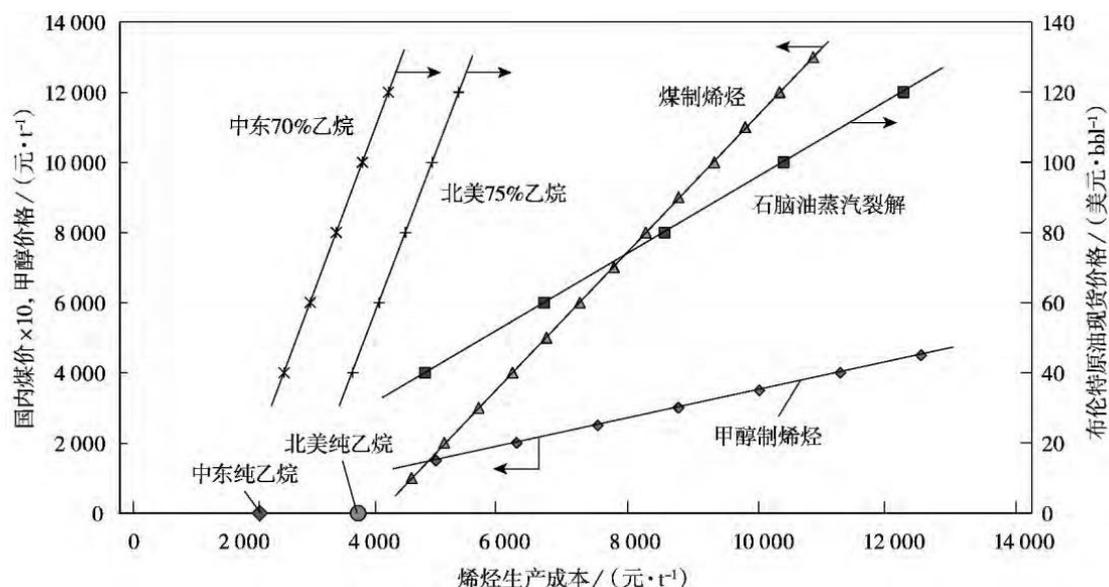
根据中国石油和化学工业联合会分析，2020年世界乙烯产能达到1.95亿吨/年，需求1.67亿吨/年；而2025年预计世界乙烯能力将达到2.36亿吨/年，需求2.03亿吨/年。2020-2025年乙烯生产和需求的增速均为4%左右。中国乙烯行业已经连续多年产量全球第二，当量消费全球第一。

乙烯作为中间产物，目前下游最主要的产品依然是聚乙烯，其次乙二醇、环氧乙烷和苯乙烯均占据一定的需求份额。而其中国内缺口较大的仍然是聚乙烯和乙二醇。

不同生产路线的乙烯成本差距较大，且一些高端化终端产品技术门槛较高，因此未来市场空间依然很大。由于中国“多煤少油少气”的自然环境，在高油价时期发展出煤制烯烃（CTO）及甲醇制烯烃（MTO）生产技术，但主流生产路线依然是蒸汽裂解。2021年新增乙烯产能或将超过1100万吨，蒸汽裂解路线占比达到95%。近几年油价水平下煤制路线竞争力低，因此新增并不多。但值得关注的是近年来蒸汽裂解原料呈现轻质化趋势，2021年将有3套乙烷裂解装置集中投产，包括一套卫星石化的125万吨产能，原料来自美国；和两套中石油60万吨示范项目，将直接使用中石油的伴生气作为原料。

未来国内乙烯市场仍然存在较大的空间，即使大量新产能投放，到2025年预计自给率仍然只能达到70%左右。产品结构可能存在分化，截至2025年，丙烯及对二甲苯的主要新增产能来自中国，但美国及亚洲其他国家依然有相对较多的乙烯产能投产。烯烃市场整体来看仍然存在较大的缺口，未来除了进口替代的需求之外，民营大炼化新产能项目平均生产成本比传统炼厂低20%-40%，因此抢占出口市场也可能是未来的新增空间之一。美国柏克德石化公司根据中东炼厂情况进行估算，对于尼尔森系数复杂的大炼化装置，组成包括炼油、PX、聚乙烯和聚丙烯的投资回收期仅3.9年，而传统炼油厂投资回收期需要5年。

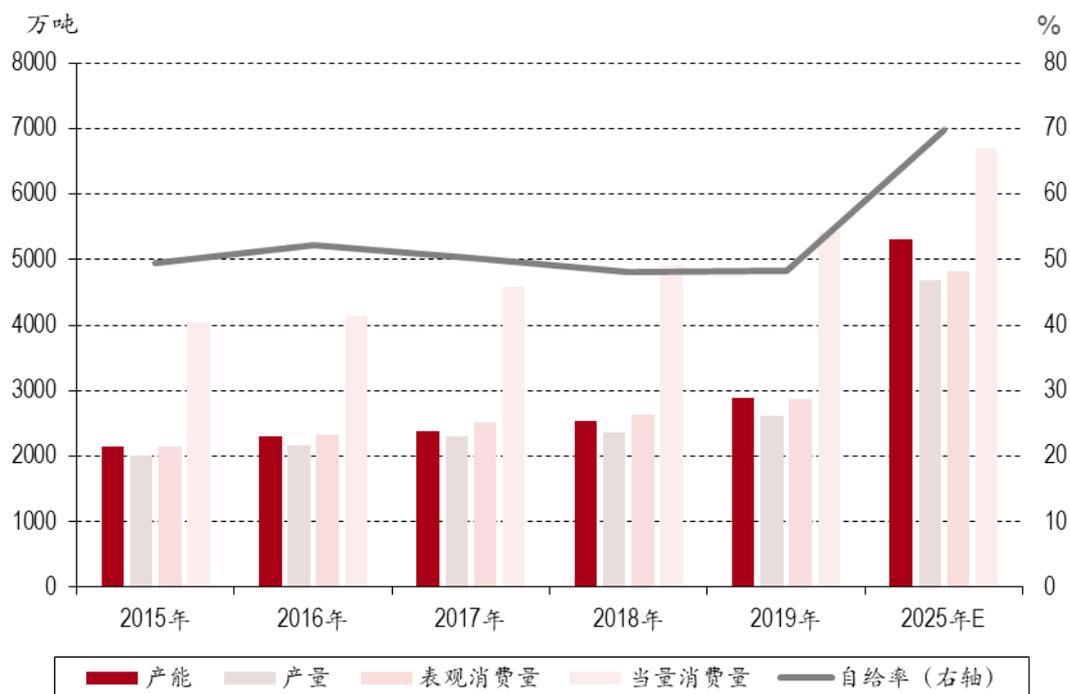
图表 38. 国内外不同原材料烯烃成本比较



资料来源: CNKI 《油价波动背景下我国乙烯行业发展分析》, 中银证券;

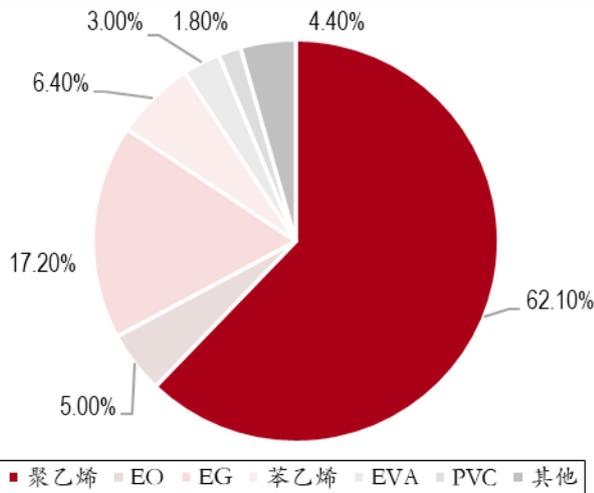
注: 中东乙烷按不变价2美元/mmBtu, 北美乙烷按不变价7.5美元/mmBtu, 原煤热值按23.0MJ/kg计

图表 39. 国内乙烯供需情况及预测



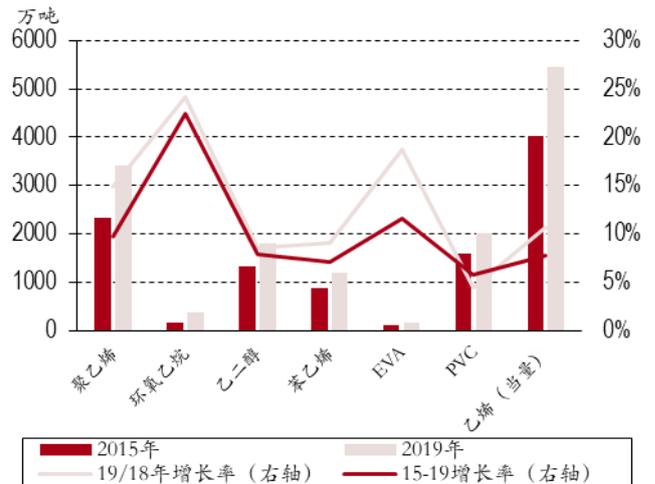
资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中银证券

图表 40. 国内乙烯消费结构



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

图表 41. 国内乙烯及下游产品增长情况



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

浙石化一二期项目共约 800 万吨乙烯原料，包括 280 万吨/年乙烯装置以及下游配套的不同产品；另外一期项目中已经投产 400 万吨/年对二甲苯以及 150 万吨/年纯苯/苯乙烯，其产能规模占据国内领先地位，与公司石化-化纤产业链形成上下游协同关系，增加公司盈利能力。

浙石化二期产品

浙石化二期项目目前仍然在建设和逐步投产过程中，在当前“碳中和”和炼化项目批复收紧的大背景下，浙石化的体量及规模已经远超同行。二期项目建成后，每年将有超过 40 万吨裂解 C5、40 万吨裂解 C9 副产资源，其富含异戊二烯、环戊二烯、间戊二烯等，浙石化通过对德荣化工增资，将建设用于配套的乙烯裂解副产品综合利用项目，转化为一系列高附加值的衍生品。

随着美国页岩气技术及全球轻质化趋势发展，裂解 C5 及 C9 的资源预计将会越来越少。其主要产品用途包括涂料、油漆、异戊橡胶、树脂等各行各业，而华东及华南均为主要的消费市场。

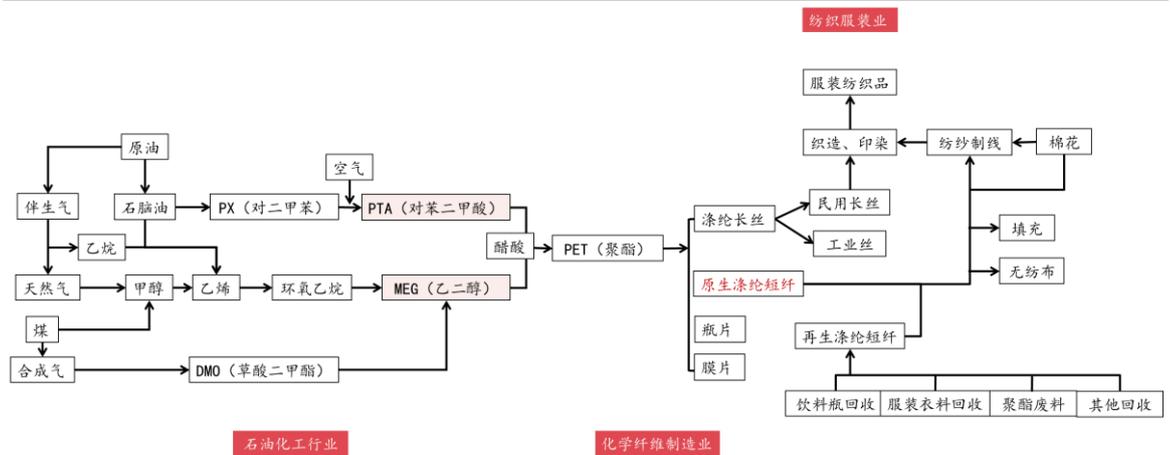
除此之外，丁二烯下游配套产品还包括 ABS、BR、SBS、SSBR 等各种橡胶制品，作为下游终端产品的扩展。产业结构向消费端后移和精细化能够帮助公司更好地调整生产，获得持续的盈利。产品结构越是单一的大宗商品越是容易受到价格周期的波动影响。而浙石化二期均投产完成后，一方面接近终端的高附加值产品价格弹性较低，另一方面更多维更复杂的产品结构也给予公司更大的调整空间。

聚酯产业周期轮动，PX 及长丝盈利好转

公司从产业链中下游涤纶长丝起家，逐渐向上游延伸，目前共有聚酯长丝、瓶片及薄膜产能 450 万吨/年，其中包括控股公司的长丝 145 万吨/年产能、瓶片 60 万吨/年产能及薄膜 45 万吨/年产能和参股公司的瓶片 200 万吨/年产能。PTA 板块公司控股产能共 600 万吨/年，目前参股公司产能共 750 万吨/年，另外参股 50% 的逸盛新材料仍有 660 万吨/年新产能在建，预计今年二三季度将分别投产。

聚酯产业链上芳烃环节一直是公司的优势所在，包括中金石化的 160 万吨/年 PX 以及浙石化一期已投产的 400 万吨/年 PX 和建设中的二期 400 万吨/年 PX 产能。

图表 42. 聚酯产业链



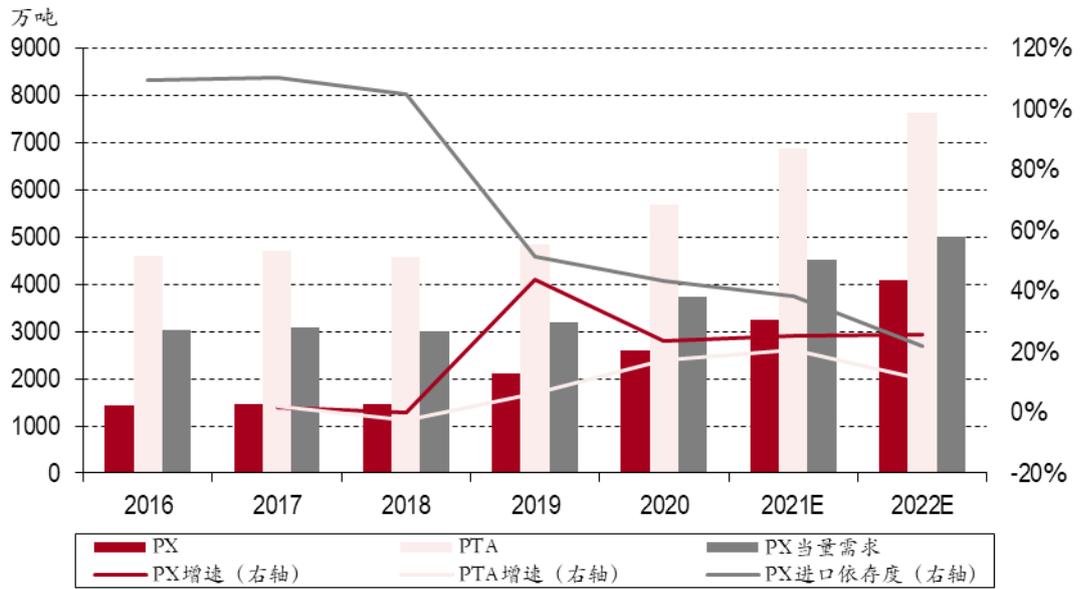
资料来源：郑州商品交易所，中银证券

PX 周期触底反弹

荣盛石化除了大炼化浙石化新增的 PX 产能之外，其控股子公司中金石化也是国内 PX 主流生产企业之一，芳烃产业链始终是公司的优势之一。

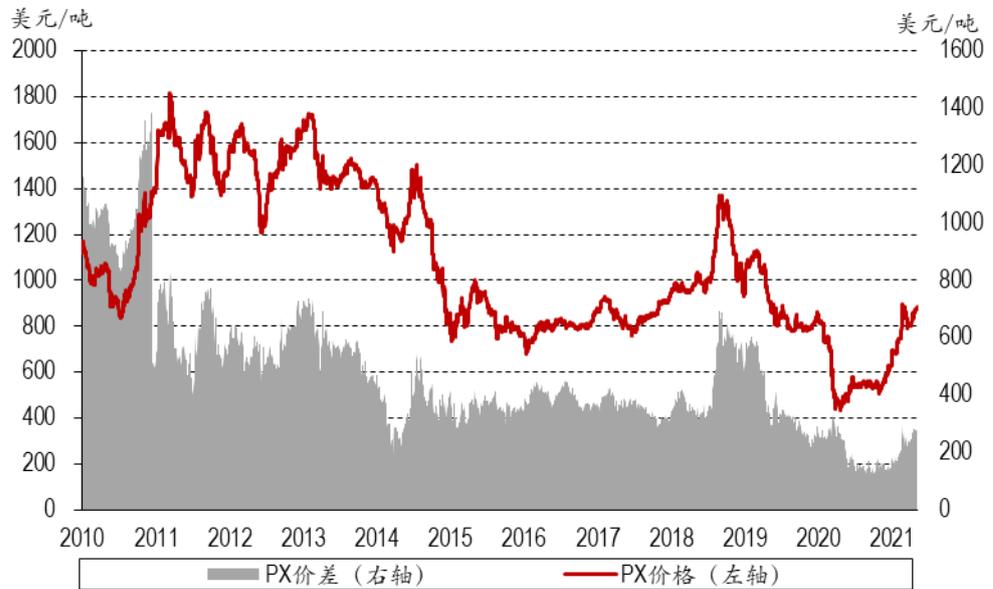
PX 自从 2019 年产能快速扩张后，加工价差便逐渐下滑，进入下行周期。2020 年在疫情影响下，产业链利润大幅压缩，PX 价差创下新低，大部分装置陷入了亏损困局。不过 2020-2021 年 PX 下游 PTA 新增产能增速将上行，而 PX 新增放缓，PX 的供求关系有望改善。

图表 43. PX 及 PTA 产能变化



资料来源: CCF, 中银证券

图表 44. PX 历史价格及价差变化



资料来源: 万得, 中银证券

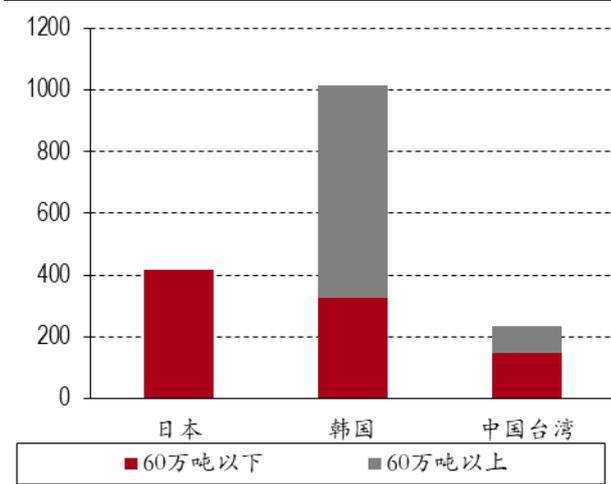
PX 装置开停车成本高昂, 因此即使在 2020 年石脑油-PX 价差 200 美元/吨以下维持较长时间, 像 PTA 或乙二醇等其他大宗商品开工率很快下降以减少供应稳定价格的情况也较为少见。而相对的, 一旦做出关停装置的决定, 有可能该 PX 装置将不得不退出市场, 尤其是现金流不够充裕的民营工厂。因此, PX 的价差对其供应调整的弹性相对较低, 同样和其他的大宗商品相比, 它的产能结构调整周期可能也会加快。

目前国内新增的 PX 单套产能都较大, 具有规模效应, 尤其是大炼化的装置中, 能耗低, 上下游配套, 接近消费中心区域, 其竞争力较海外有显著优势。目前中国进口的 PX 主要来自于日韩, 占目前进口量超过 60%。在 RCEP 达成之前, 国内 PX 除了物流运费 (100-200 元/吨) 还有 2% 关税成本优势。另外, 日韩台装置相对较老, 装置产能偏小, 60 万吨/年以下的装置不具有规模效应, 未来可能将被逐渐挤出市场, 根据石化联合会统计, 这部分产能预计达到 900 万吨左右。

从2020年以来进口量的变化可以看出，日本和韩国的进口量已经出现显著降低，而中东地区在成本优势下其进口量开始出现了增长。文莱的PX来自恒逸石化的炼化项目，未来大概率将维持其进口量。

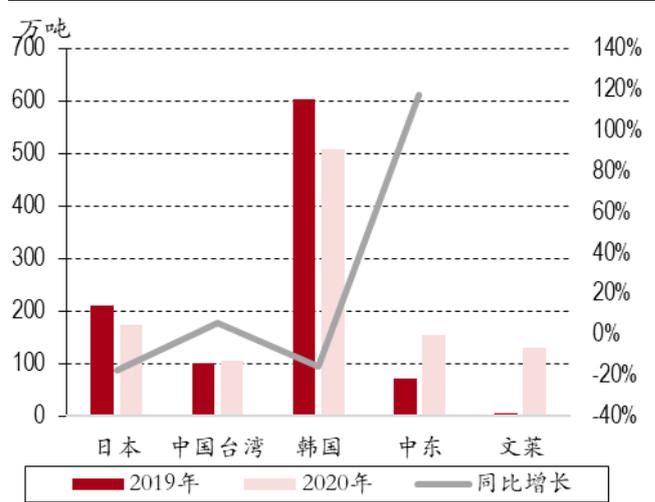
总的来说，PX的当量需求实际上依然持续高于国内的产能，未来进口替代和成本优势将成为行业的发展主线。

图表 45. 日韩台 PX 装置按照规模划分 (万吨/年)



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

图表 46. 2019 年-2020 年中国 PX 进口变化



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

图表 47. 近 5 年 PX 亚洲合同价

日期	亚洲合同价 (美元/吨)	日期	亚洲合同价 (美元/吨)
2016 年 1 月	谈判失败	2017 年 9 月	820
2016 年 2 月	710	2017 年 10 月	谈判失败
2016 年 3 月	725	2017 年 11 月	谈判失败
2016 年 4 月	795	2017 年 12 月	910
2016 年 5 月	谈判失败	2018 年 1 月	915
2016 年 6 月	谈判失败	2018 年 2 月	970
2016 年 7 月	800	2018 年 3 月	975
2016 年 8 月	775	2018 年 4 月-7 月	谈判失败
2016 年 9 月	谈判失败	2018 年 8 月	1060
2016 年 10 月	780	2018 年 9 月	1340
2016 年 11 月	谈判失败	2018 年 10 月-2019 年 1 月	谈判失败
2016 年 12 月	795	2019 年 2 月	1050
2017 年 1 月	850	2019 年 3 月	1080
2017 年 2 月	900	2019 年 4 月-7 月	谈判失败
2017 年 3 月	905	2019 年 8 月	780
2017 年 4 月	835	2019 年 9 月-2021 年 1 月	谈判失败
2017 年 5 月	谈判失败	2021 年 2 月	705
2017 年 6 月	谈判失败	2021 年 3 月	870
2017 年 7 月	775	2021 年 4 月	谈判失败
2017 年 8 月	810		

资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

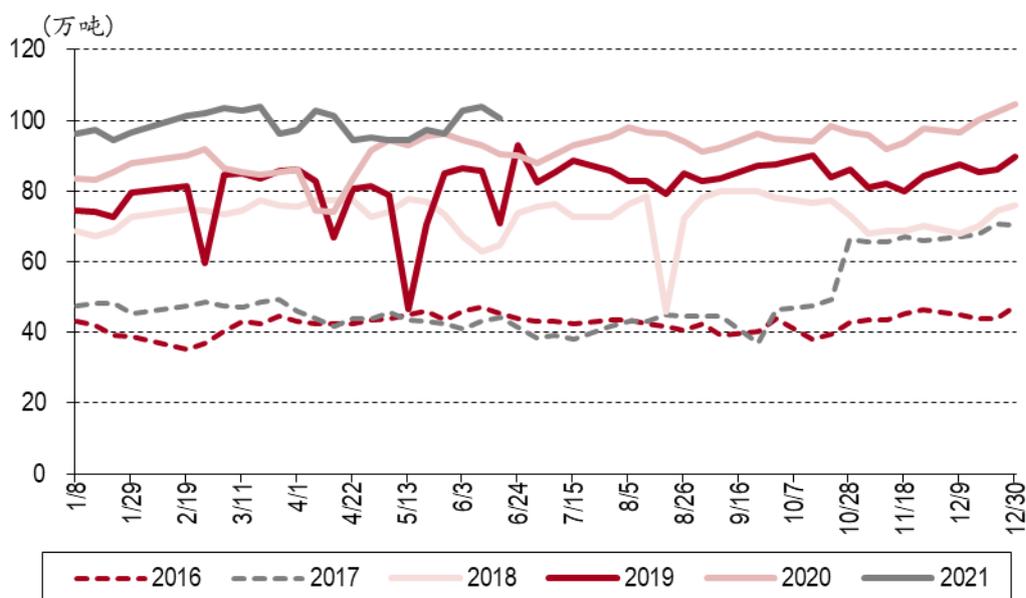
由于PX买卖双方集中度都较高，属寡头竞争格局，因此交易中以长约为主，贸易量较少，且集中在大玩家中，几乎没有中小贸易商参与，从而形成了由固定的买卖方 bid-offer 所达成的PX的亚洲合同价（ACP）。ACP是亚洲的PX基准倡导价格，主要形式是在长约中约定价格公式和升贴水，实际执行价格月度商议，因此在每月月底将会进行下个月ACP价格的协商。当PX及PTA市场供需偏紧买卖双方都对利润满意时，锁定成本获得稳定收益是彼此共识，ACP的达成率通常较高。而从2019年4月至2020年12月，仅2019年8月达成过一次亚洲合同价（ACP），即在PX处于亏损状态下，买卖双方对利润分配出现分歧，ACP谈判破裂，甚至一度名存实亡。

然而从2021年2月及3月，PX的ACP价格重新达成，PX加工价差显著回升，产业链上利润重新分配。ACP价格的重新达成也反映出PX及PTA厂商再次回到了想要锁定价格获得稳定收益的共识，PX可能已经度过至暗时刻，将从周期底部开始向上回暖。

PTA扩产高峰即将到来，仍有落后产能可淘汰

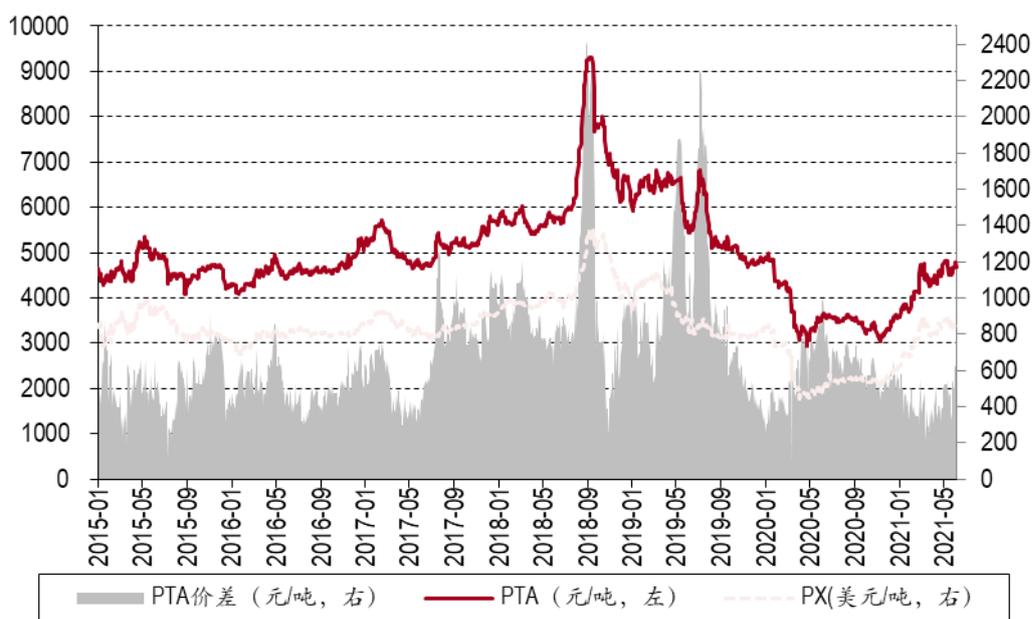
PTA自2017年年底以来，产量逐年增加。2020-2021年更是扩产高峰，PTA在2020年大幅累库，即使期货交割库作为蓄水池作用已经以期货仓单的形式帮助储蓄了最多高达200万吨的库存（2021年一季度），但PTA的社会库存较2020年初依然将近翻了一倍。在供过于求的压力下，PTA加工价差从2020年下半年开始走弱，在2021年一季度达到了历史最低水平。

图表 48. PTA 产量变化



资料来源：万得，中银证券

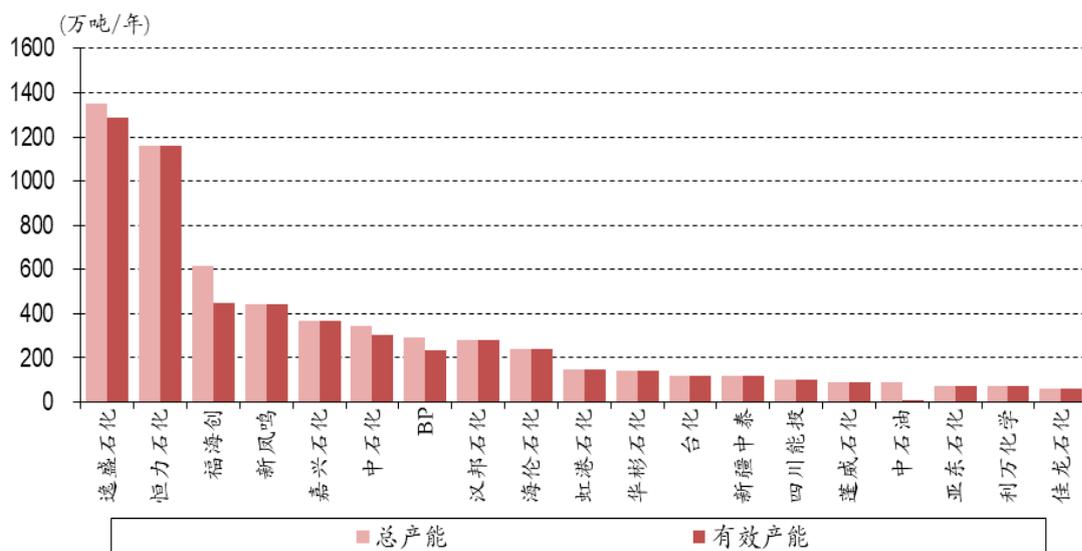
图表 49. PTA 价差变化



资料来源：万得，中银证券

注：价差按照公式：“ $PTA - 0.655PX \times \text{汇率} \times \text{税率}$ ”计算，未考虑醋酸及运费成本

图表 50. 2020 年 PTA 企业产能



资料来源：金联创，中银证券

PTA 本轮投产高峰从 2020 年开始，根据 CCF 统计，2019 年产能增速为 6.23%，而 2020 年产能增速达到了 17.27%，2021 年计划新投产的产能超过一千万吨，其增速超过 20%。不过 2022 年其产能增速将回落至 10.88%。

由于 PTA 新投产产能较多，且新技术规模大、能耗低，成本上相比老旧装置有显著优势，因此未来落后产能的淘汰和退出将是市场主要的关注点。实际上，2021 年一季度在 PTA 加工价差维持在 400 元/吨以下时，不仅部分老旧偏小的装置已经停车，主流工厂的负荷也有所下降。PTA 装置开停车调整负荷相对 PX 比较灵活，且每年的检修也是必要的。

根据部分 PTA 工厂介绍，目前主流技术的现金流成本大约在 450-550 元/吨，比较早期技术的老旧装置成本可能高于 700 元/吨，而最新技术的现金流成本仅 300 元/吨左右。因此随着持续的供过于求和累库，在较低的加工价差水平下，新装置的成本优势将十分明显。未来随着老旧产能及没有上下游配套的产能逐渐被淘汰，PTA 市场的供需格局或将有良好好转。

图表 51. 采用新一代 PTA 技术路线的装置情况

装置名称	产能/万吨	技术路线	区域位置	目前进展
桐昆集团嘉兴石化二期	220	英威达 P8	华东	已投产
新凤鸣独山石化一期	220	BP 最新技术	华东	已投产
恒力石化四号线	250	英威达 P8	东北	已投产
恒力石化五号线	250	英威达 P8	东北	已投产
新凤鸣独山石化二期	220	BP 最新技术	华东	已投产
百宏石化	250	英威达 P8	华南	已投产
盛虹集团虹港石化	250	未公开	华东	已投产
浙江逸盛新材料一期	300	逸盛自有技术	华东	建设中
恒力石化惠州基地	500	英威达 P8+	华南	建设中
浙江逸盛新材料二期	300	逸盛自有技术	华东	建设中
东营威联化学	250	BP 最新技术	华北	建设中
海南逸盛 PTA 二期	250	逸盛自有技术	华南	规划中
桐昆集团如东基地	500	英威达 P8+	华东	规划中
新凤鸣独山能源三期	250	英威达 P8+	华东	规划中
仪征化纤	250	英威达 P8+	华东	规划中
合计	4260			

资料来源：各项目环评报告，中银证券

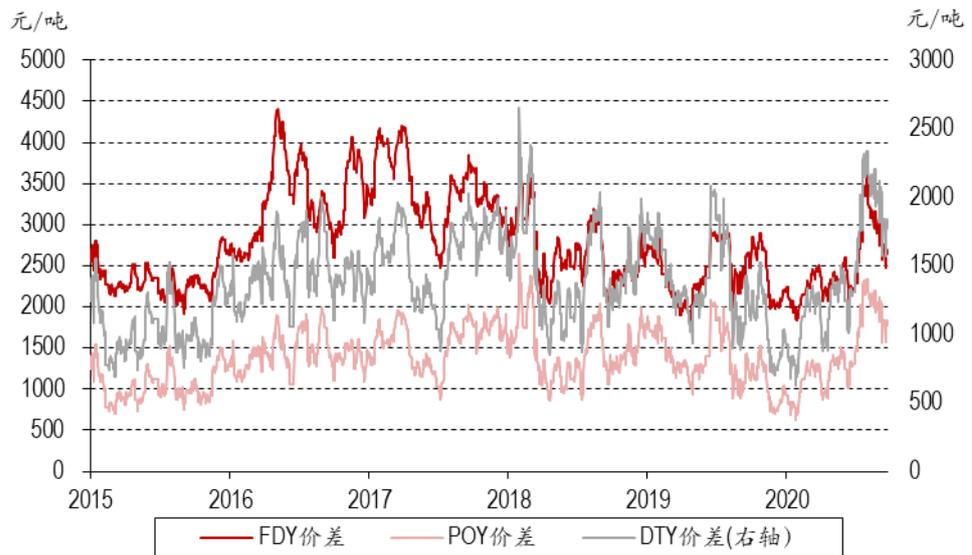
聚酯现金流有望回暖

聚酯市场产品主要可以分为长丝、短纤、瓶片和薄膜四大类。长丝占比最大，超过一半；其次是瓶片和短纤。截止到 2020 年底，国内聚酯产能 6462.5 万吨，较 2019 年的增速上涨了两个百分点，且已经基本上接近了 2018 年的产能增速水平。

从分布地上来看，江苏和浙江是目前国内聚酯的主要生产地，截至 2020 年底，产能合计达 4991 万吨，占比超过国内的 77%。因此华东地区是聚酯产业链上下游的主要集中地。

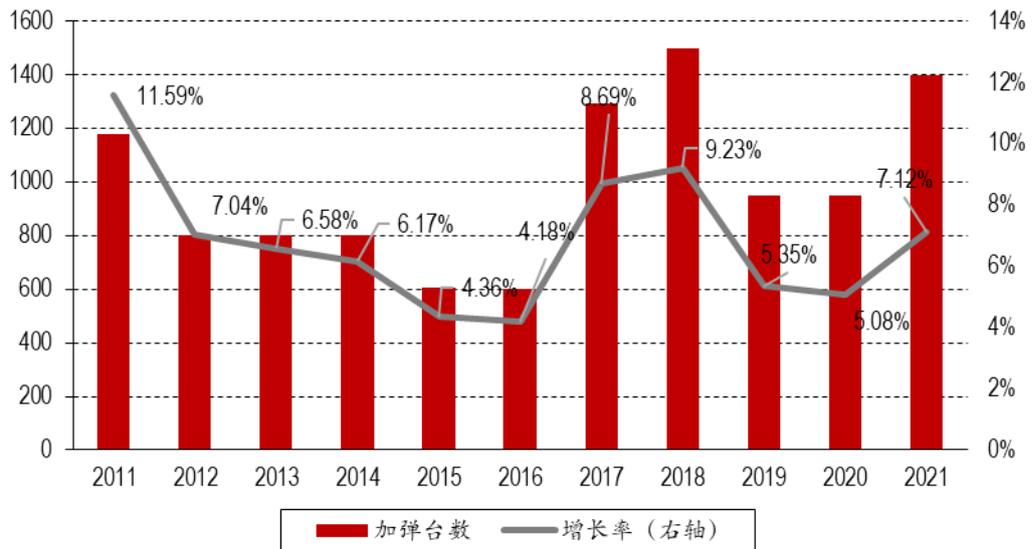
2018 年-2020 年聚酯产能增速都远超过下游加弹经编的产能增速，从 2018 年开始聚酯的现金流利润从顶部下滑，而 2021 年可能有所好转。且随着上游 PTA 及乙二醇的供应增加，2021 年开始出现了一定程度的利润转移，涤纶长丝的加工利润当前基本回到了历史偏高水平。

图表 52. 涤纶长丝加工价差



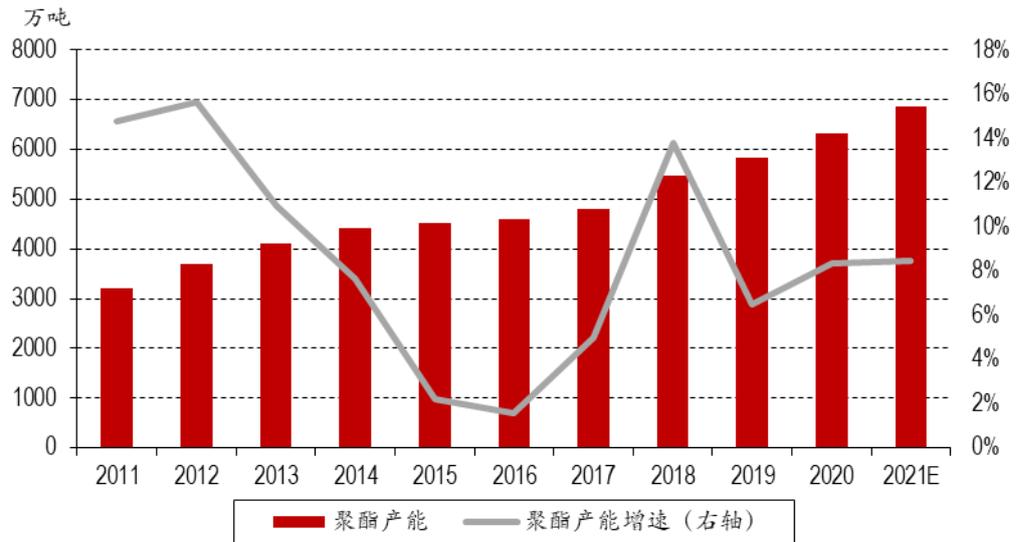
资料来源: 万得, 中银证券

图表 53. 加弹机新增台数



资料来源: CCF, 中银证券

图表 54. 聚酯产能变化



资料来源: CCFEI, 中银证券

公司成本优势及多种聚酯产品布局

除了浙石化之外, 荣盛石化在其传统的聚酯行业也拥有独特的优势。当前国内 PX 行业 CR5 集中度达到 71.37%, 而荣盛子公司中金石化及浙石化合计共 560 万吨/年产能, 为国内产能第一, 占全国 21% 市场份额。不仅如此, 除了大炼化的芳烃之外, 中金石化采用燃料油作为生产原料, 与石脑油相比也存在成本优势。

图表 55. 不同类型的燃料油及石脑油均价 (单位: 美元/吨)

时间	高硫 180FOB 阿拉伯湾	俄罗斯 M100 华东到岸	石脑油 CFR 日本
2018	390.73	438.17	615.28
2019	345.71	392.76	523.68
2020	234.33	263.65	380.55
2021	350.62	357.71	559.10

资料来源: 万得, 中银证券

逸盛新材料的 PTA 新产能投产后, 与中金石化产生协同效应, 在运输成本和公用工程上都有所节省, 在当前行业大扩产而利润压缩的大背景下, 公司有望依然立于不败之地, 挤出其他落后产能巩固龙头地位。

PTA 行业是众所周知的寡头竞争格局, CR5 集中度为 61.13%, 荣盛持股 50% 的逸盛 PTA 产能目前仍然占据行业市场份额第一, 随着逸盛新材料两期两套 330 万吨/年装置投产, 将更加巩固其 PTA 行业第一的位置。

聚酯下游布局——瓶片/薄膜

虽然聚酯行业市场份额占比最大的是涤纶长丝, 但近年来瓶片市场的增长也不容小觑。瓶片的生产商及下游需求方都是寡头市场格局, 瓶片的 CR5 集中度达到 77.56%, 逸盛同样是市场份额占比第一。瓶片市场以长约为主, 需求稳定增长, 下游对接饮料、包装行业, 偏消费品, 对大宗商品的价格弹性并不敏感, 因此对于原材料自制无需外采的企业而言, 瓶片行业的盈利相对比较稳定。随着不断扩产, 公司近年来站稳了行业领先的地位。

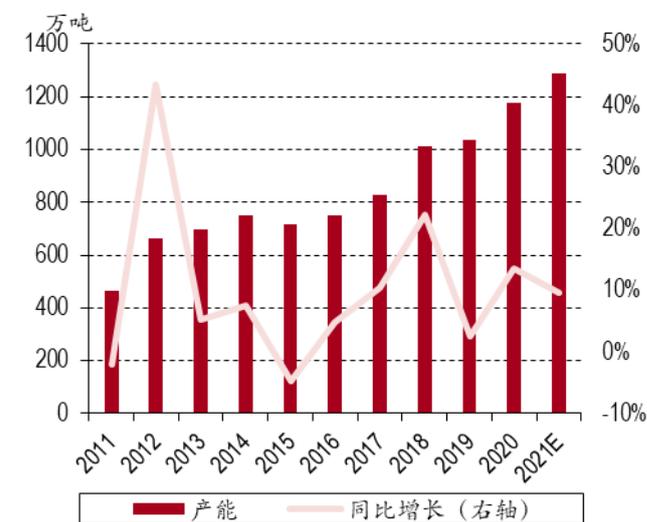
目前瓶片下游需求增长最快的是片材及其他行业，2020年软饮料的需求占比达到70%，而2021年一季度已经降低至60%左右。片材应用的领域包括生鲜冷链食品包装盒、现场制作饮品杯子杯盖、日化产品包装、医药包装、电子产品包装等新兴领域，PET瓶的优势包括其安全性、透明度高、成本低以及100%可回收利用。

图表 56. 全球聚酯瓶片产能



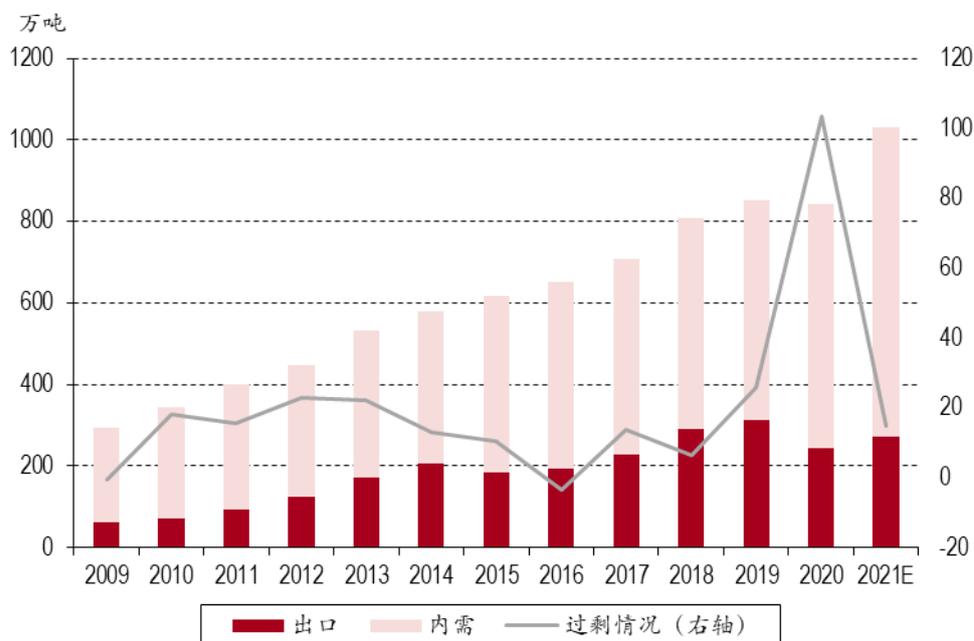
资料来源: CCF, 中银证券

图表 57. 中国聚酯瓶片产能



资料来源: CCF, 中银证券

图表 58. 中国聚酯瓶片需求分析



资料来源: CCI, 中银证券

除了瓶片之外，2020 年底永盛科技新的薄膜 25 万吨产能已经投放，此项目共 2 条生产线，是国内宽度最大、设备最先进的 BOPET 厚膜生产线，也使得公司薄膜产品的厚度范围覆盖至 5~350um，可以满足客户一站式采购需求，也标志着永盛科技正式迈向高端差异化产品，目前的产品方向有液晶显示用光学级 PET 膜、窗膜、太阳能背板膜、离保膜等。高端光学膜当前盈利丰厚。公司薄膜产品在 2018-2019 年毛利率分别为 15.49%及 19.26%，2020 年则达到 30.42%。目前产业链上下都大幅扩产的周期中，预计薄膜的毛利率维持在高水平。

盈利预测与投资评级

核心假设：

1. 浙石化炼化项目将于 2021 年陆续投产，预计年底装置投产一半以上产能。
2. 2021 年布伦特原油价格维持 66-70 美元/桶高位运行，2022 年布伦特原油价格回落至 58-62 美元/桶。
3. 2021 年化工品价格整体大幅上涨，同样 2022 年化工品价格回落。
4. 浙石化成品油销售顺利，出口退税资质及配额保持。

图表 59. 荣盛石化盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
化工						
营业收入			41,811	76,263	112,076	117,680
毛利率(%)			28.69	26.35	25.93	26.07
炼油产品						
营业收入		2,621	27,674	50,367	58,761	61,699
毛利率(%)		27.09	25.62	23.00	18.23	18.23
PTA						
营业收入	22,144	20,019	12,741	20,500	20,000	20,500
毛利率(%)	7.47	8.11	6.95	2.44	2.50	4.88
切片						
营业收入	1,315	1,299	3,161	3,500	3,500	3,500
毛利率(%)	3.80	4.08	8.35	8.57	8.57	8.57
涤纶牵伸丝						
营业收入	4,184	3,818	2,760	3,471	3,500	3,500
毛利率(%)	8.34	6.55	2.32	10.57	11.43	11.43
涤纶加弹丝						
营业收入	3,547	3,019	2,386	2,745	2,800	2,800
毛利率(%)	7.89	6.23	2.10	10.26	12.14	12.14
薄膜产品						
营业收入	1,911	2,072	1,657	4,000	4,000	4,000
毛利率(%)	15.49	19.26	30.42	25.00	25.00	25.00
涤纶预取向丝						
营业收入	72	66	154	63	65	65
毛利率(%)	(4.17)	(7.58)	(0.65)	1.95	4.62	4.62
芳烃						
营业收入	19,077	17,877				
毛利率(%)	12.80	11.23				
其他主营业务						
营业收入	39,176	31,710	14,921	31,000	31,000	31,000
毛利率(%)	0.67	1.28	1.95	3.23	3.23	3.23

资料来源：公司年报，中银证券预测

盈利预测：

基于浙石化二期投产以及芳烃、聚酯板块回暖的预期，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.11 元，1.46 元，1.59 元，对应的 PE 分别为 16.0，12.3，11.2，首次覆盖给予**买入**评级。

图表 60. 可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产(元/股)
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
601233.SH	桐昆股份	23.70	542.14	1.52	2.36	2.83	15.59	10.04	8.37	10.14
002648.SZ	卫星石化	35.47	610.10	1.52	2.34	2.99	23.34	15.16	11.87	8.73
000301.SZ	东方盛虹	17.52	847.07	0.07	0.39	1.46	250.29	44.92	12.00	3.76
600346.SH	恒力石化	27.23	1916.75	1.92	2.27	2.58	14.18	12.00	10.55	5.47
000703.SZ	恒逸石化	13.14	483.77	1.08	1.51	1.68	12.17	8.70	7.82	8.50
行业平均							63.11	18.16	10.12	7.32

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 6 月 10 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示：

原油价格出现大幅波动；

浙石化二期投产不及预期；

疫情出现再次反复导致宏观经济形势变化等。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	82,500	107,265	191,908	235,703	244,744
销售成本	(77,382)	(88,588)	(161,57)	(198,27)	(204,88)
经营费用	(321)	2,752	4,600	7,632	10,445
息税折旧前利润	4,797	21,429	34,930	45,059	50,302
折旧及摊销	(1,789)	(5,337)	(7,766)	(10,743)	(13,431)
经营利润(息税前利润)	3,007	16,092	27,164	34,316	36,870
净利息收入/(费用)	(791)	(1,392)	(2,961)	(2,370)	(1,848)
其他收益/(损失)	1,154	2,141	1,382	1,462	1,462
税前利润	3,144	16,683	25,450	33,265	36,324
所得税	(187)	(3,311)	(4,581)	(5,988)	(6,538)
少数股东权益	750	6,063	9,600	12,547	13,701
净利润	2,207	7,309	11,269	14,730	16,084
核心净利润	2,207	7,309	11,269	14,730	16,084
每股收益(人民币)	0.218	0.722	1.113	1.455	1.588
核心每股收益(人民币)	0.218	0.722	1.113	1.455	1.588
每股股息(人民币)	0.075	0.016	0.111	0.145	0.159
收入增长(%)	(10)	30	79	23	4
息税前利润增长(%)	(2)	435	69	26	7
息税折旧前利润增长(%)	2	347	63	29	12
每股收益增长(%)	(15)	231	54	31	9
核心每股收益增长(%)	(15)	231	54	31	9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	12,878	10,638	9,595	11,785	12,237
应收帐款	2,049	1,350	3,448	2,445	3,674
库存	26,585	23,546	28,714	24,725	30,488
其他流动资产	3,443	3,555	3,849	4,702	4,133
流动资产总计	55,596	52,050	57,176	56,255	62,253
固定资产	114,452	174,195	221,583	236,016	252,783
无形资产	4,024	5,807	6,654	7,478	8,280
其他长期资产	8,511	9,460	10,867	12,147	13,427
长期资产总计	126,987	189,463	239,105	255,642	274,491
总资产	182,587	241,515	296,282	311,897	336,744
应付帐款	40,346	40,372	46,728	48,395	62,033
短期债务	30,042	45,691	74,571	78,557	82,174
其他流动负债	10,784	17,351	15,147	13,569	15,303
流动负债总计	81,172	103,415	136,446	140,521	159,510
长期借款	59,403	65,470	72,167	57,902	35,583
其他长期负债	444	2,770	2,800	2,800	2,800
股本	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126
储备	16,229	30,284	37,051	50,307	64,783
股东权益	26,354	40,409	47,176	60,433	74,909
少数股东权益	19,013	32,894	37,693	50,241	63,942
总负债及权益	182,587	241,515	296,282	311,897	336,744
每股帐面价值(人民币)	2.60	3.99	4.66	5.97	7.40
每股有形资产(人民币)	2.21	3.42	4.00	5.23	6.58
每股净负债/(现金)(人民币)	7.46	9.63	13.24	12.01	10.12

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	3,144	16,683	25,450	33,265	36,324
折旧与摊销	1,789	5,337	7,766	10,743	13,431
净利息费用	943	1,549	3,096	2,513	2,009
运营资本变动	10,469	(550)	6,676	(788)	15,590
税金	(187)	(3,311)	(4,581)	(5,988)	(6,538)
其他经营现金流	(18,210)	(2,202)	(5,628)	2,869	(6,883)
经营活动产生的现金流	(2,052)	17,507	32,779	42,614	53,932
购买固定资产净值	35,323	61,527	56,000	26,000	31,000
投资减少/增加	(396)	576	(80)	(80)	(80)
其他投资现金流	(70,093)	(118,387)	(112,06)	(52,080)	(62,080)
投资活动产生的现金流	(35,167)	(56,284)	(56,143)	(26,160)	(31,160)
净增权益	(755)	(159)	(1,127)	(1,473)	(1,608)
净增债务	36,462	23,906	31,261	(10,278)	(18,703)
支付股息	755	159	1,127	1,473	1,608
其他融资现金流	(879)	11,672	(8,939)	(3,986)	(3,617)
融资活动产生的现金流	35,583	35,577	22,322	(14,264)	(22,320)
现金变动	(1,636)	(3,200)	(1,042)	2,190	452
期初现金	14,853	12,878	10,638	9,595	11,785
公司自由现金流	(37,218)	(38,777)	(23,364)	16,454	22,772
权益自由现金流	186	(13,322)	10,992	8,689	6,078

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.8	20.0	18.2	19.1	20.6
息税前利润率(%)	3.6	15.0	14.2	14.6	15.1
税前利润率(%)	3.8	15.6	13.3	14.1	14.8
净利率(%)	2.7	6.8	5.9	6.2	6.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率(倍)	3.7	4.9	6.4	7.4	8.8
净权益负债率(%)	168.8	137.1	161.6	112.7	76.0
速动比率(倍)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	81.9	15.7	16.0	12.3	11.2
核心业务市盈率(倍)	81.9	15.7	16.0	12.3	11.2
市净率(倍)	6.9	4.5	3.8	3.0	2.4
价格/现金流(倍)	(88.1)	10.3	5.5	4.2	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.9	10.2	7.3	5.4	4.4
周转率					
存货周转天数	78.0	103.3	59.0	49.2	49.2
应收帐款周转天数	9.3	5.8	4.6	4.6	4.6
应付帐款周转天数	139.1	137.3	82.8	73.7	82.3
回报率					
股息支付率(%)	34.2	2.2	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	9.3	21.9	25.7	27.4	23.8
资产收益率(%)	1.9	6.1	8.3	9.3	9.3
已运用资本收益率(%)	0.5	1.1	1.4	1.5	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371