



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

东南亚炼化景气向上长周期+聚酯盈利长期中枢抬升， 盈利有望大幅提升

——恒逸石化(000703)公司深度报告

2022 年 05 月 29 日

陈淑娴，CFA 石化首席分析师
S1500519080001
+86 21 61678597
chenshuxian@cindasc.com

证券研究报告

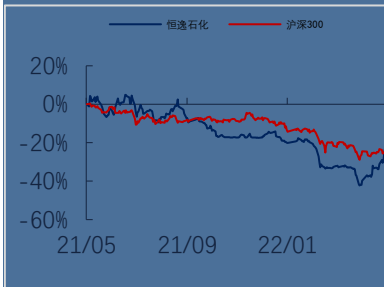
公司研究

公司深度报告

恒逸石化(000703)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	9.77
52 周内股价波动区间(元)	13.26-7.30
最近一月涨跌幅(%)	33.47
总股本(亿股)	36.66
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	358.20

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

东南亚炼化景气向上长周期+聚酯盈利长期中枢抬升，盈利有望大幅提升

2022 年 05 月 29 日

本期内容提要：

◆**二十余年砥砺前行发展，造就炼化-化纤一体化龙头。**公司作为“炼化-化纤”一体化龙头公司，始终紧紧围绕“巩固、突出和提升主营业务竞争力”的战略发展方针，坚持做大做强主业，目前已形成以石化产业链为核心业务，以供应链服务业务为成长业务，以差别化纤维产品、工业智能技术应用为新兴业务的多层次立体产业布局。经过二十余年砥砺前行发展，公司形成了“炼油-PX-PTA-聚酯”和“原油-苯-己内酰胺-聚酰胺”一体化产业链。大炼化方面，2019 年 11 月文莱一期 800 万吨/年常减压正式投产。2020 年 9 月公告文莱二期 1400 万吨/年，新增烯烃-聚烯烃产业链。未来伴随公司二期持续推进建成投产，产业链协同程度将进一步提升，公司有望迎来全新发展机遇。PTA 方面，公司目前拥有参控股 PTA 产能 1900 万吨。在涤纶长丝方面，公司实现 POY 产能 302 万吨、FDY 产能 246 万吨、DTY 产能 66.5 万吨；在短纤方面，公司实现短纤产能 88 万吨；在聚酯切片方面，公司实现切片产能 74 万吨；聚酯瓶片产能达到 270 万吨。

◆**三大优势助力炼化业绩放量。**恒逸文莱炼化项目是我国目前民营企业最大海外投资项目，同时作为“一带一路”重点发展项目，其对公司产业链一体化发展和东南亚地区油品供应都具备战略意义。整体来看，恒逸文莱项目具备三个优势：**1) 先发优势**，在石化行业整体转型升级的趋势下，具有炼化一体化先发优势的企业能够有效节约成本，获取产业链全环节利润。尽管公司项目位于文莱，但项目产品除了成品油在东南亚国家进行销售以外，用于下游生产的芳烃等重要聚酯原料均运输至国内用于公司参控股的聚酯工厂用于生产，实现全产业链的原料自给。**2) 税收优势**：根据文莱政策，公司享有盈利后 8 年内所得税（18.5%）免税优惠，产品在文莱国内销售不考虑增值税和营业税，同时根据中国-东盟自贸区协定，公司 PX、纯苯和部分重油销往国内时关税税率为零，综合税赋比国内少约 40%，优势十分明显。**3) 项目单位投资成本最低。**恒逸石化加工原油为轻油和凝析油，对炼油装置的复杂度要求相对不高，装置投入更小，此外，恒逸文莱项目深加工比例小，成品油比例高，单位投资成本相对较低，同时也更受益于东南亚成品油市场景气上行。

◆**东南亚成品油紧缺将持续，炼化景气度开启上行长周期。**供给端：1) 受 2020 年以来疫情影响，成品油需求下降炼厂盈利低下，但我们认为更重要的是，能源结构转型加速了东南亚和澳洲地区炼厂的关停，2020-2022 年期间已经关闭炼厂规模达 3044 万吨。我们认为欧洲系国际石油巨头在加大新能源领域投资，而在传统油田和炼化领域投资意愿不足，甚至在 2022 年高油价下也计划削减油气产量，并将长期削减产量，与此同时，欧洲系国际石油巨头也在关闭传统炼厂。随着疫情的好转，东南亚各国也正在逐步计划和投放新的炼化产能，但 2022-2025 年内投产计划有限，根据我们的整理，预计 2022-2025 年分别将有 1254、2574、498 和 1600 万吨炼化新产能建成，合计 5926 万吨，但考虑到东南亚地区技术条件有限，炼厂正式投产前预计还需半年左右时间进行调试，实际产量贡献要低于 5926 万吨。我们用 2022-2025 年预计新增产能扣除 2020-2022 年已经淘汰的产能，2022-2025 年净炼化产能增长仅 2882 万吨。而东南亚炼油能力约 3 亿吨，相当于 2022-2025 年内仅累



计净新增 9.6%左右炼化产能，年均产能增速 2.3%，而东南亚国家（越南、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾）2011-2021 年平均 GDP 增速在 5-10%，且东南亚本身就存在成品油缺口约 1.07 亿吨，东南亚人口约 6.41 亿人，东南亚地区成品油需求增长潜力大，叠加东南亚疫情好转+外贸订单转移，东南亚制造业用油和交通用油等需求将快速增长，炼厂规模增速将低于成品油需求增速。我们认为 2022-2025 年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022 年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025 年东南亚将进入长期炼化景气周期。2）欧洲和美国限制进口俄罗斯的成品油，并转向中东进行采购。而西方尤其是欧洲的成品油很大程度上依赖于俄罗斯，同时欧洲也是俄罗斯最主要的成品油出口市场。2021 年，欧盟市场占俄罗斯油品出口市场的 43%，加上欧洲其他地区，西欧地区占据了超过 50%的俄罗斯油品出口市场。美国和英国宣布对俄罗斯石油进口实行禁运后，4 月俄罗斯对英国和美国的石油出口量几乎已降至 0。因此对俄罗斯制裁的实施导致了欧美大量的成品油采购新增订单流入中东，中东减少了向东南亚的出口量，使得东南亚成品油市场供应链紧张。3）2021 年，中国政府出台碳达峰、碳中和政策，查处消费税整顿地炼，下调原油非国营贸易进口配额以及成品油的出口配额，以缓解国内炼油行业高耗能、高碳排、高污染的问题。2021 年下半年开始，国内成品油出口配额大幅下降，导致成品油出口大幅缩水。作为中国成品油的主要出口地区，东南亚国家从中国进口的成品油数量也因此大幅下降，进一步使东南亚成品油市场供给端承压。需求端：1）东南亚地区疫情缓解让投资者对远期全球经济走势更加乐观，带动了东南亚各国制造业 PMI 走强，从而拉动东南亚内需。2）中国疫情的反复导致了中国疫情防控措施收紧，相关外贸出口受到严重影响，使得海外订单回流东南亚。

◆聚酯行业底部反转+政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢将抬升。短期来看，考虑上海疫情缓和，防控措施逐渐松动，下游需求有望迎来大幅反弹，聚酯行业上行拐点即将来临。另外，进入 2022 年至今，受海外汽油裂解价差走强影响，日韩炼厂 PX 装置转产 MX 用于调和油，导致全球 PX 供给收缩，PX 价格一路走高。但考虑未来 PX 产能投建压力仍然较大，PX 环节利润向下游 PTA 及聚酯转移成为产业链结构性大趋势，但是转移幅度和速度还与 PX 产能释放进度、PTA 自身供给增速和下游终端需求增速有关。长期来看，在减存量、控新量的行业政策指导下，叠加双碳目标的逐步落实，聚酯化纤行业总体产能放量受限。结合近两年中央和地方发布的相关政策，可以发现未来化纤（聚酯）产业的发展朝着绿色化、差异化、功能化等方向转型升级，在转型升级、炼化一体化的政策要求下，聚酯行业将加速淘汰落后中小产能。浙江省也提出要“严控新上石化、化工、化纤等高耗能项目”，2022 年浙江省虽暂缓了化纤等行业产能置换政策的实施，但限制行业总产能、严控新上产能的政策基调未发生变化。我们认为，化纤行业投资周期性将削弱。根据历史数据，化纤行业投资完成情况与产能投放情况具备较强的正相关性。2012 年以前，化纤行业投资的周期性较强，当行业的利润率出现明显改善，就会引发新一轮的投资扩产潮，而产能的集中投放又会引发产能过剩，从而导致行业利润率快速下滑，进而抑制企业的投资意愿，直到下一轮周期的来临。化纤行业在 2004 年初、2005 年初、2007 年初和 2011 年初分别经历了四轮扩张周期，特别是 2007 年和 2011 年迎来了大规模新增产能释放。2012 年后，化纤行业产能格局趋于稳定，投资的周期属性逐步减弱。2015 年后，化纤新增产能逐年下降，我们认为，后续随着双碳政策继续强化对行业的扩产约束，化纤行业产能增长有限。目前聚酯行业的大规模扩产已接近尾声，而近几年民营大炼化落地带动聚酯上游 PX 产能快速释放。2019-2021 年，PX、PTA、聚酯累计新增产能分别为 1745 万吨/年、2080 万吨/年和 1348 万吨/年，上游扩产规模和扩产速度都大幅高于聚酯行业。从价差结

构来看，2019年后，PX价差逐步收窄，长丝价差有扩大趋势。据CCFEI统计数据，2022年，聚酯上游PX和PTA预期新增产能分别为1260万吨/年和1360万吨/年，乙二醇新增产能预计为795万吨/年，聚酯预期新增产能为680万吨/年，上游扩产规模远高于下游需求，下游聚酯端的成本红利有望扩大，聚酯化纤行业盈利中枢有望抬升。

◆**与市场不同之处：**我们认为，市场对于恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等国内民营大炼化项目给予了较多关注，而对于恒逸文莱炼化项目的关注度不够，我们认为东南亚成品油价差扩大不是短期现象，**2022-2025年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025年东南亚将进入长期炼化景气周期，市场一定程度上低估了恒逸文莱项目在景气爆发下的业绩增厚能力。**当前东南亚成品油市场迎来超景气周期，成品油裂解价差快速扩大，恒逸文莱凭借区位优势、税收优势、产品结构优势以及单位投资成本低等优势，在高景气周期下具备更大的业绩增长弹性。另外，我们认为聚酯行业底部反转不是短期现象，在减存量、控新量的行业政策指导下，叠加双碳目标的逐步落实，聚酯化纤行业总体产能放量受限，化纤行业投资周期性将削弱，而聚酯上游扩产规模远高于下游需求，下游聚酯端的成本红利有望扩大，聚酯化纤行业盈利中枢有望抬升。此外，经过二十余年砥砺发展，公司已形成了“炼油-PX-PTA-聚酯”和“原油-苯-己内酰胺-聚酰胺”一体化产业链，盈利周期性波动风险降低，凭借一体化优势更能享受行业景气上行红利。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预测2022-2024年公司营收分别为1583、1727和1846亿元，增速为22.7%、9.1%和6.9%，归母净利润分别为51.48、55.73和61.05亿元，增速为51.1%、8.2%和9.5%，EPS（摊薄）分别为1.40、1.52和1.67元/股。对应动态市盈率（以2022年5月27日收盘价计算）分别为6.96、6.43和5.87倍，低于公司历史估值和可比公司估值。我们认为**2022-2025年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025年东南亚将进入长期炼化景气周期，恒逸文莱项目将持续受益。聚酯行业底部反转，政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢将抬升。公司涤纶和锦纶产业链将陆续放量，公司产业链横向扩张的同时也在纵向上进一步延伸，公司业绩有望持续扩张。首次覆盖给予“买入”评级。**

◆**股价催化剂：**聚酯行业景气度底部反转；海外成品油行业景气大幅上升；恒逸文莱二期项目进度加速。

◆**风险因素：**原油价格大幅波动的风险；东南亚市场疫情反弹风险；地缘政治风险；成品油价格大幅下跌风险；国内PTA产能加剧导致利润持续摊薄的风险；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险；恒逸文莱二期项目审批延期风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	86,430	128,980	158,255	172,675	184,584
增长率 YoY %	8.6%	49.2%	22.7%	9.1%	6.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,072	3,408	5,148	5,573	6,105
增长率 YoY%	-3.7%	10.9%	51.1%	8.2%	9.5%
毛利率%	6.9%	5.7%	7.5%	7.5%	7.7%
净资产收益率ROE%	12.8%	13.2%	17.3%	16.3%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.83	0.94	1.40	1.52	1.67
市盈率 P/E(倍)	15.42	11.30	6.96	6.43	5.87
市净率 P/B(倍)	1.95	1.50	1.21	1.05	0.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年5月27日收盘价

目 录

投资聚焦	8
二十余年砥砺前行，造就炼化-化纤一体化龙头	11
一、“炼油-化工-化纤”全链路布局，打造双“纶”驱动模式	11
1.1 炼化板块	13
1.2 PTA&PIA 板块	14
1.3 化纤板块	14
二、文莱炼化投产盈利大幅提升，现金流明显改善	15
民营大炼化龙头，东南亚景气爆发增厚业绩	18
一、景气度上升周期来临，三大优势助力炼化业绩放量	18
1.1 文莱项目具备明显先发优势	19
1.2 炼化项目位于文莱的优劣势	19
1.3 一期项目单位投资成本最低	19
1.4 恒逸文莱炼化项目盈利预测	20
二、东南亚成品油紧缺将持续，炼化景气度开启上行长周期	23
2.1 价差：成品油裂解价差高速扩大，海外市场进入超景气周期	23
2.2 供给端：淘汰炼厂但新增产能有限+中俄出口下降，东南亚市场供给承压	24
2.3 需求端：疫情缓和叠加外贸订单回流，东南亚市场需求动力回升	29
底部反转即将来临，聚酯化纤行业盈利中枢抬升	32
一、PX：民营炼化产能落地，进口替代有序推进	32
二、PTA：产能结构性过剩，龙头成本优势突出	34
三、乙二醇：正处扩产高峰期，利润将向下游转移	36
四、涤纶长丝：“至暗时刻”将过，国内疫情好转带动景气底部反转	38
五、政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢抬升	41
六、涤纶短纤：即将迎来上行拐点，行业格局尚未稳定	44
七、聚酯瓶片：下游需求潜力提升，新增投产压力加大	47
八、己内酰胺：利润空间收窄，产能过剩格局或将出现	49
盈利预测、估值与投资评级	52
一、重要假设	52
二、盈利预测、估值与投资评级	52
风险因素	54

表 目 录

表 1：恒逸文莱 800 万吨 PMB 项目（一期）和 1400 万吨 PMB 项目（二期）产品对比	14
表 2：公司 PTA 和 PIA 产能	14
表 3：2020-2023 年公司化纤板块产能建设情况	15
表 4：炼化一体化项目投资额对比	20
表 5：炼化一体化项目的油品比较	20
表 6：恒逸文莱炼化一体化项目装置及产能	20
表 7：恒逸文莱炼化一体化项目使用的原油品种	21
表 8：东南亚和澳洲地区炼油厂关停情况	24
表 9：东南亚有新增产能计划的企业	25
表 10：截止 2021 年底中国大陆主要 PX 已建产能	33
表 11：2022 年中国大陆 PX 拟投产产能	34
表 12：2022 年中国大陆拟投产 PTA 产能	35
表 13：2022-2023 年中国大陆拟新增乙二醇产能	38
表 14：中国 2022 年拟新增涤纶长丝产能	41
表 15：中央及地方关于化纤（聚酯）行业政策梳理	41
表 16：中国 2022 年拟新增涤纶短纤产能	47
表 17：中国 2022 年-2024 年拟建或未投产聚酯瓶片产能	48
表 18：2022 年我国己内酰胺扩产计划	49
表 19：可比上市公司相对估值	53

图 目 录

图 1：2022Q1 恒逸石化股权结构	11
图 2：恒逸石化发展历程	12
图 3：恒逸石化产业链布局	13
图 4：2016 年-2021 年营业收入和同比增速（亿元，%）	15
图 5：2016 年-2021 年扣非后归母净利润和同比增速（亿元，%）	15
图 6：2021 年公司营业收入结构（%）	16

图 7: 2016 年-2021 年各业务毛利率 (%)	16
图 8: 2016 年-2021 年毛利率和净利率 (%)	16
图 9: 2016 年-2021 年公司期间费用率和研发费用率 (%)	16
图 10: 2016 年-2021 年公司现金及现金等价物净增加额 (亿元)	17
图 11: 2016 年-2021 年公司经营流量净额 (亿元)	17
图 12: 2016 年-2021 年公司投资现金流量净额 (亿元)	17
图 13: 2016 年-2021 年公司筹资现金流量净额 (亿元)	17
图 14: 2016 年-2021 年公司资产负债率 (%)	17
图 15: 2016 年-2021 年公司现金流量利息保障倍数	17
图 16: 2022Q1 恒逸文莱项目股权结构	18
图 17: 恒逸文莱项目审批建设进度	18
图 18: 2014-2022 年恒逸文莱项目年度预测净利润 (亿元)	21
图 19: 2014-2022 年恒逸文莱项目年度预测和实际净利润 (亿元)	21
图 20: 2014-2022 年恒逸文莱项目周度净利润测算 (亿元)	22
图 21: 2014-2022 年恒逸文莱项目月度净利润测算 (亿元)	22
图 22: 2014-2022 年恒逸文莱项目季度净利润测算 (亿元)	22
图 23: 2014-2022 年恒逸文莱项目半年度净利润测算 (亿元)	22
图 24: 2014-2021 年恒逸文莱项目分季度净利润测算 (亿元)	22
图 25: 2014-2019 年恒逸文莱项目季度平均净利润测算 (亿元)	22
图 26: 2014-2022 年新加坡柴油-原油价差 (元/吨)	23
图 27: 2014-2022 年新加坡柴油-原油价差 (美元/桶)	23
图 28: 2014-2022 年新加坡汽油-原油价差 (元/吨)	23
图 29: 2014-2022 年新加坡汽油-原油价差 (美元/桶)	23
图 30: 2014-2022 年新加坡航煤-原油价差 (元/吨)	24
图 31: 2014-2022 年新加坡航煤-原油价差 (美元/桶)	24
图 32: 东南亚部分国家 GDP 同比增速 (%)	26
图 33: 俄乌冲突前俄罗斯柴油出口量及出口比例 (万吨, %)	26
图 34: 2021 年俄罗斯成品油出口比例 (%)	27
图 35: 2022 年 1-4 月俄罗斯成品油出口 (百万桶/日)	27
图 36: 2021 年中国柴油主要出口国 (%)	28
图 37: 2021 年中国汽油主要出口国 (%)	28
图 38: 2016-2022 年中国原油非国营贸易进口配额 (万吨, %)	28
图 39: 2021-2022 年第一批原油非国营贸易进口配额 (万吨)	28
图 40: 2016-2022 年中国成品油出口配额 (万吨, %)	29
图 41: 2016-2022 年成品油配额完成度 (万吨, %)	29
图 42: 印度尼西亚隔离指数	29
图 43: 越南隔离指数	29
图 44: 菲律宾隔离指数	30
图 45: 泰国隔离指数	30
图 46: 文莱隔离指数	30
图 47: 新加坡隔离指数	30
图 48: 马来西亚隔离指数	30
图 49: 柬埔寨隔离指数	30
图 50: 孟加拉国隔离指数	31
图 51: 缅甸隔离指数	31
图 52: 澳大利亚隔离指数	31
图 53: 新西兰隔离指数	31
图 54: 东南亚各国制造业 PMI	31
图 55: 东南亚出口额 (百万美元)	32
图 56: 东南亚和中国出口总额增速比较 (%)	32
图 57: 中国 PX 产能、进口量和进口依赖度 (万吨, 万吨, %)	33
图 58: 2021 年中国 PX 进口来源国家及地区 (%)	33
图 59: 2021 年全球 PX 产能分布 (%)	33
图 60: 2022Q1 中国十大 PTA 企业的产能和占比 (万吨, %)	35
图 61: 2017 年至今 PX、PTA 价格和 PTA 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	36
图 62: 2019 年至今 PTA 开工率 (%)	36
图 63: 2019 年至今 PTA 流通库存 (万吨)	36
图 64: 2010 年-2021 年 PTA 产能及表观消费量 (万吨)	36
图 65: 2012-2021 年乙二醇国内供需、产能利用率及进口依赖度 (万吨/年, %)	37
图 66: 2021 年乙二醇进口结构 (%)	37
图 67: 2021 年我国乙二醇不同生产工艺产能占比 (%)	37
图 68: 2017-2022 年乙二醇价格和库存情况 (元/吨, 万吨)	37

图 69: 2017.12-2022.05 乙二醇开工率 (%)	37
图 70: 2015-2021 年涤纶长丝开工率 (%)	39
图 71: 2017-2022 年 POY 价格及 POY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	39
图 72: 2017-2022 年 FDY 价格及 FDY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	39
图 73: 2017-2022 年 DTY 价格及 DTY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	39
图 74: 2016-2022 年盛泽地区织机开工率 (%)	39
图 75: 2016-2022 年盛泽地区坯布库存天数 (天)	39
图 76: 中国 GDP 累积同比增速和纺织品消费额同比增速 (%)	40
图 77: 2019-2022.4 中国运输生产指数同比情况 (%)	40
图 78: 2015 年-2021 年涤纶长丝产量、表观消费量和产量同比增速 (万吨, %)	40
图 79: 2021 年涤纶长丝产能及占比 (%)	41
图 80: 2004-2022 年化纤行业固定资产投资完成额累计同比 (%)	43
图 81: 2004-2018 年化纤行业新增产能及同比增速 (万吨/年, %)	43
图 82: 2008-2022 年 POY 产业链加工价差 (元/吨)	43
图 83: 2008-2022 年 FDY 产业链加工价差 (元/吨)	43
图 84: 2008-2022 年 DTY 产业链加工价差 (元/吨)	44
图 85: 2016-2022 年 PX、PTA、乙二醇和聚酯新增产能 (万吨/年)	44
图 86: 2022 年涤纶短纤下游消费结构 (%)	45
图 87: 2016-2021 年我国涤纶短纤表观消费量、产量及同比增速 (万吨, %)	45
图 88: 2020-2022 年涤纶短纤价格及涤纶短纤单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	45
图 89: 2016.6-2022.5 涤纶短纤库存 (天)	45
图 90: 2020.1-2022.5 涤纶短纤开工率 (%)	45
图 91: 2017-2022 年涤纶短纤、棉花价格及价差 (元/吨, 元/吨)	46
图 92: 2021 年涤纶短纤产能结构 (%)	46
图 93: 2020.1-2022.5 聚酯瓶片价格及单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	47
图 94: 2020.1-2022.5 聚酯瓶片开工率 (%)	47
图 95: 2021 年聚酯瓶片下游需求结构 (%)	48
图 96: 2012-2021 年聚酯瓶片产量、消费量及同比增速 (万吨, %)	48
图 97: 2012-2021 年聚酯瓶片产能及同比增速 (万吨, %)	48
图 98: 2021 年聚酯瓶片国内产能结构 (%)	48
图 99: 2021 全球己内酰胺产能分布图 (%)	49
图 100: 2016-2021 中国己内酰胺产能发展情况 (万吨/年, %)	49
图 101: 2016-2021 中国己内酰胺产量增长情况及开工负荷 (万吨/年, %)	50
图 102: 2016-2021 中国己内酰胺进口量及进口依存度 (万吨/年, %)	50
图 103: 2016-2021 中国己内酰胺表观消费量与增长率 (万吨/年, %)	51
图 104: 2016-2021 中国己内酰胺出口量 (万吨/年)	51
图 105: 2015-2022 中国纯苯与己内酰胺价格、价差走势 (元/吨, 元/吨)	51
图 106: 2017-2021 中国己内酰胺产能与消费量增速走势 (%)	51
图 107: 2018.8-2022.5 中国无烟煤与合成氨价格、价差走势 (元/吨, 元/吨)	52
图 108: 2018.8-2022.5 海内外合成氨价格走势 (元/吨)	52
图 109: 恒逸石化历史 PE (倍)	53



投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

三大优势助力炼化业绩放量。恒逸文莱炼化项目是我国目前民营企业最大海外投资项目，同时作为“一带一路”重点发展项目，其对公司产业链一体化发展和东南亚地区油品供应都具备战略意义。整体来看，恒逸文莱项目具备三个优势：1) **先发优势**，在石化行业整体转型升级的趋势下，具有炼化一体化先发优势的企业能够有效节约成本，获取产业链全环节利润。尽管公司项目位于文莱，但项目产品除了成品油在东南亚国家进行销售以外，用于下游生产的芳烃等重要聚酯原料均运输至国内用于公司参控股的聚酯工厂用于生产，实现全产业链的原料自给。2) **税收优势**：根据文莱政策，公司享有盈利后8年内所得税（18.5%）免税优惠，产品在文莱国内销售不考虑增值税和营业税，同时根据中国-东盟自贸区协定，公司PX、纯苯和部分重油销往国内时关税税率为零，综合税赋比国内少约40%，优势十分明显。3) **项目单位投资成本最低**。恒逸石化加工原油为轻油和凝析油，对炼油装置的复杂度要求相对不高，装置投入更小，此外，恒逸文莱项目深加工比例小，成品油比例高，单位投资成本相对较低，同时也更受益于东南亚成品油市场景气上行。

东南亚成品油紧缺将持续，炼化景气度开启上行长周期。供给端：1) **受2020年以来疫情影响，成品油需求下降炼厂盈利低下，但我们认为更重要的是，能源结构转型加速了东南亚和澳洲地区炼厂的关停**，2020-2022年期间已经关闭炼厂规模达3044万吨。我们认为欧洲系国际石油巨头在加大新能源领域投资，而在传统油田和炼化领域投资意愿不足，甚至在2022年高油价下也计划削减油气产量，并将长期削减产量，与此同时，欧洲系国际石油巨头也在关闭传统炼厂。随着疫情的好转，东南亚各国也正在逐步计划和投放新的炼化产能，但**2022-2025年内投产计划有限**，根据我们的整理，预计2022-2025年分别将有1254、2574、498和1600万吨炼化新产能建成，合计5926万吨，但考虑到东南亚地区技术条件有限，炼厂正式投产前预计还需半年左右时间进行调试，实际产量贡献要低于5926万吨。我们用2022-2025年预计新增产能扣除2020-2022年已经淘汰的产能，2022-2025年净炼化产能增长仅2882万吨。而东南亚炼油能力约3亿吨，相当于2022-2025年内仅累计净新增9.6%左右炼化产能，年均产能增速2.3%，而东南亚国家（越南、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾）2011-2021年平均GDP增速在5-10%，且东南亚本身就存在成品油缺口约1.07亿吨，东南亚人口约6.41亿人，东南亚地区成品油需求增长潜力大，叠加东南亚疫情好转+外贸订单转移，东南亚制造业用油和交通用油等需求将快速增长，炼厂规模增速将低于成品油需求增速。我们认为**2022-2025年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025年东南亚将进入长期炼化景气周期**。2) 欧洲和美国限制进口俄罗斯的成品油，并转向中东进行采购。而西方尤其是欧洲的成品油很大程度上依赖于俄罗斯，同时欧洲也是俄罗斯最主要的成品油出口市场。2021年，欧盟市场占俄罗斯油品出口市场的43%，加上欧洲其他地区，西欧地区占据了超过50%的俄罗斯油品出口市场。美国 and 英国宣布对俄罗斯石油进口实行禁运后，4月俄罗斯对英国和美国的石油出口量几乎已降至0。因此**对俄罗斯制裁的实施导致了欧美大量的成品油采购新增订单流入中东，中东减少了向东南亚的出口量，使得东南亚成品油市场供应链紧张**。3) 2021年，中国政府出台碳达峰、碳中和政策，查处消费税整顿地炼，下调原油非国营贸易进口配额以及成品油的出口配额，以缓解国内炼油行业高耗能、高碳排、高污染的问题。2021年下半年开始，国内成品油出口配额大幅下降，导致成品油出口大幅缩水。作为中国成品油的主要出口地区，东南亚国家从中国进口的成品油数量也因此大幅下降，进一步使东南亚成品油市场供给端承压。需求端：1) 东南亚地区疫情缓解让投资者对远期全球经济走势更加乐观，带动了东南亚各国制造业PMI走强，从而拉动东南亚内需。2) 中国疫情的反复导致了中国疫情防控措施收紧，相关外贸出口受到严重影响，使得海外订单回流东南亚。



聚酯行业底部反转+政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢将抬升。短期来看，考虑上海疫情缓和，防控措施逐渐松动，下游需求有望迎来大幅反弹，聚酯行业上行拐点即将到来。另外，进入2022年至今，受海外汽油裂解价差走强影响，日韩炼厂PX装置转产MX用于调和油，导致全球PX供给收缩，PX价格一路走高。但考虑未来PX产能投建压力仍然较大，PX环节利润向下游PTA及聚酯转移成为产业链结构性大趋势，但是转移幅度和速度还与PX产能释放进度、PTA自身供给增速和下游终端需求增速有关。长期来看，在减存量、控新量的行业政策指导下，叠加双碳目标的逐步落实，聚酯化纤行业总体产能放量受限。结合近两年中央和地方发布的相关政策，可以发现未来化纤（聚酯）产业的发展朝着绿色化、差异化、功能化等方向转型升级，在转型升级、炼化一体化的政策要求下，聚酯行业将加速淘汰落后中小产能。浙江省也提出要“严控新上石化、化工、化纤等高耗能项目”，2022年浙江省虽暂缓了化纤等行业产能置换政策的实施，但限制行业总产能、严控新上产能的政策基调未发生变化。我们认为，化纤行业投资周期性将削弱。根据历史数据，化纤行业投资完成情况与产能投放情况具备较强的正相关性。2012年以前，化纤行业投资的周期性较强，当行业的利润率出现明显改善，就会引发新一轮的投资扩产潮，而产能的集中投放又会引发产能过剩，从而导致行业利润率快速下滑，进而抑制企业的投资意愿，直到下一轮周期的来临。化纤行业在2004年初、2005年初、2007年初和2011年初分别经历了四轮扩张周期，特别是2007年和2011年迎来了大规模新增产能释放。2012年后，化纤行业产能格局趋于稳定，投资的周期属性逐步减弱。2015年后，化纤新增产能逐年下降，我们认为，后续随着双碳政策继续强化对行业的扩产约束，化纤行业产能增长有限。目前聚酯行业的大规模扩产已接近尾声，而近几年民营大炼化落地带动聚酯上游PX产能快速释放。2019-2021年，PX、PTA、聚酯累计新增产能分别为1745万吨/年、2080万吨/年和1348万吨/年，上游扩产规模和扩产速度都大幅高于聚酯行业。从价差结构来看，2019年后，PX价差逐步收窄，长丝价差有扩大趋势。据CCFEI统计数据，2022年，聚酯上游PX和PTA预期新增产能分别为1260万吨/年和1360万吨/年，乙二醇新增产能预计为795万吨/年，聚酯预期新增产能为680万吨/年，上游扩产规模远高于下游需求，下游聚酯端的成本红利有望扩大，聚酯化纤行业盈利中枢有望抬升。

与市场不同之处：

我们认为，市场对于恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等国内民营大炼化项目给予了较多关注，而对于恒逸文莱炼化项目的关注度不够，我们认为东南亚成品油价差扩大不是短期现象，2022-2025年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025年东南亚将进入长期炼化景气周期，市场一定程度上低估了恒逸文莱项目在景气爆发下的业绩增厚能力。当前东南亚成品油市场迎来超景气周期，成品油裂解价差快速扩大，恒逸文莱凭借区位优势、税收优势、产品结构优势以及单位投资成本低等优势，在高景气周期下具备更大的业绩增长弹性。另外，我们认为聚酯行业底部反转不是短期现象，在减存量、控新量的行业政策指导下，叠加双碳目标的逐步落实，聚酯化纤行业总体产能放量受限，化纤行业投资周期性将削弱，而聚酯上游扩产规模远高于下游需求，下游聚酯端的成本红利有望扩大，聚酯化纤行业盈利中枢有望抬升。此外，经过二十余年砥砺前行，公司已形成了“炼油-PX-PTA-聚酯”和“原油-苯-己内酰胺-聚酰胺”一体化产业链，盈利周期性波动风险降低，凭借一体化优势更能享受行业景气上行红利。

盈利预测与投资评级：

我们预测2022-2024年公司营收分别为1583、1727和1846亿元，增速为22.7%、9.1%和6.9%，归母净利润分别为51.48、55.73和61.05亿元，增速为51.1%、8.2%和9.5%，EPS（摊薄）分别为1.40、1.52和1.67元/股。对应动态市盈率（以2022年5月27日收盘价计算）分别为6.96、6.43和5.87倍，低于公司历史估值和可比公司估值。我们认为2022-

2025 年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022 年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025 年东南亚将进入长期炼化景气周期，恒逸文莱项目将持续受益。聚酯行业底部反转，政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢将抬升。公司涤纶和锦纶产业链将陆续放量，公司产业链横向扩张的同时也在纵向上进一步延伸，公司业绩有望持续扩张。首次覆盖给予“买入”评级。

股价催化剂：

聚酯行业景气度底部反转；海外成品油行业景气大幅上升；恒逸文莱二期项目进度加速。

风险因素：

原油价格大幅波动的风险；东南亚市场疫情反弹风险；地缘政治风险；成品油价格大幅下跌风险；国内 PTA 产能加剧导致利润持续摊薄的风险；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险；恒逸文莱二期项目审批延期风险。

二十余年砥砺前行，造就炼化-化纤一体化龙头

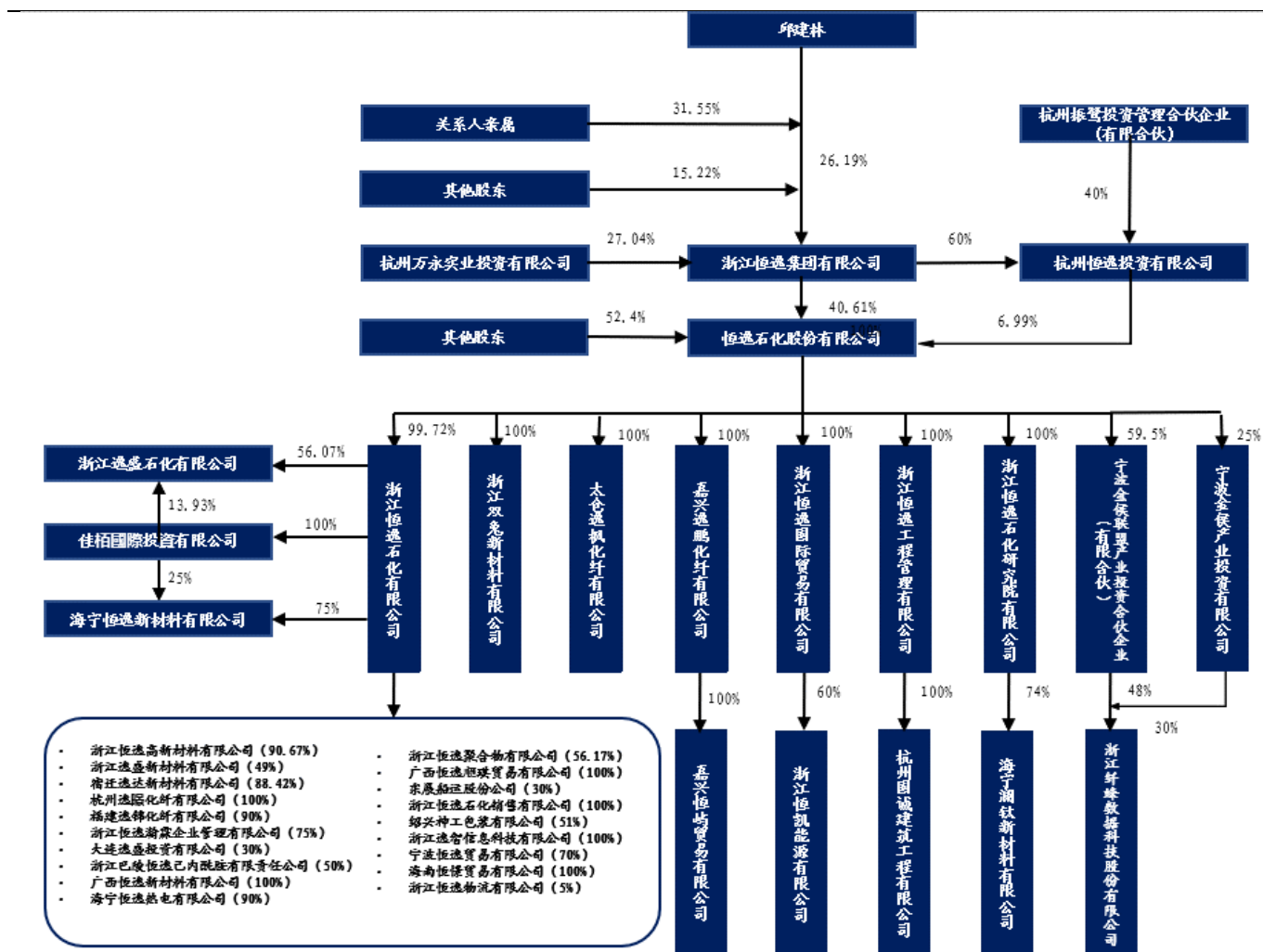
一、“炼油-化工-化纤”全链路布局，打造双“纶”驱动模式

恒逸石化股份有限公司是一家专业从事石油化工与化纤原料生产的现代大型民营企业，总部位于杭州市萧山区。前身为 1974 年创办的萧山县衙前公社针织厂，1994 年正式组建浙江恒逸集团有限公司，集团控股企业恒逸石化于 2011 年 6 月在深交所借壳上市。公司主要产品包括成品油（汽油、柴油和航空煤油）、对二甲苯（PX）、苯、精对苯二甲酸（PTA）、聚酯（PET）切片、涤纶预取向丝（POY）、涤纶全牵伸丝（FDY）、涤纶加弹丝（DTY）、聚酯（PET）瓶片、涤纶短纤和己内酰胺（CPL）等。

恒逸石化董事长为邱奕博，公司控股股东为浙江恒逸集团有限公司（董事长为邱建林）。恒逸集团直接持有恒逸石化 40.61% 的股权，恒逸石化董事长邱奕博、恒逸集团董事长邱建林分别间接持有恒逸石化 10.64% 股权。此外，邱利荣、邱信娟、邱祥娟、邱建林与邱奕博存在亲属关系。公司控股股东恒逸集团、董事长邱建林、亲属关系人及相关控股公司合计直接持有恒逸石化 47.6% 的股权，股权较为集中。

融资方面，2020 年 10 月公司发行了 20 亿元的“恒逸转债”，2021 年公司再次计划公开发行可转债 30 亿，并于 2022 年 3 月获得证监会批文。公司将继续扩大融资规模支持未来项目建设和进一步的发展。

图 1：2022Q1 恒逸石化股权结构

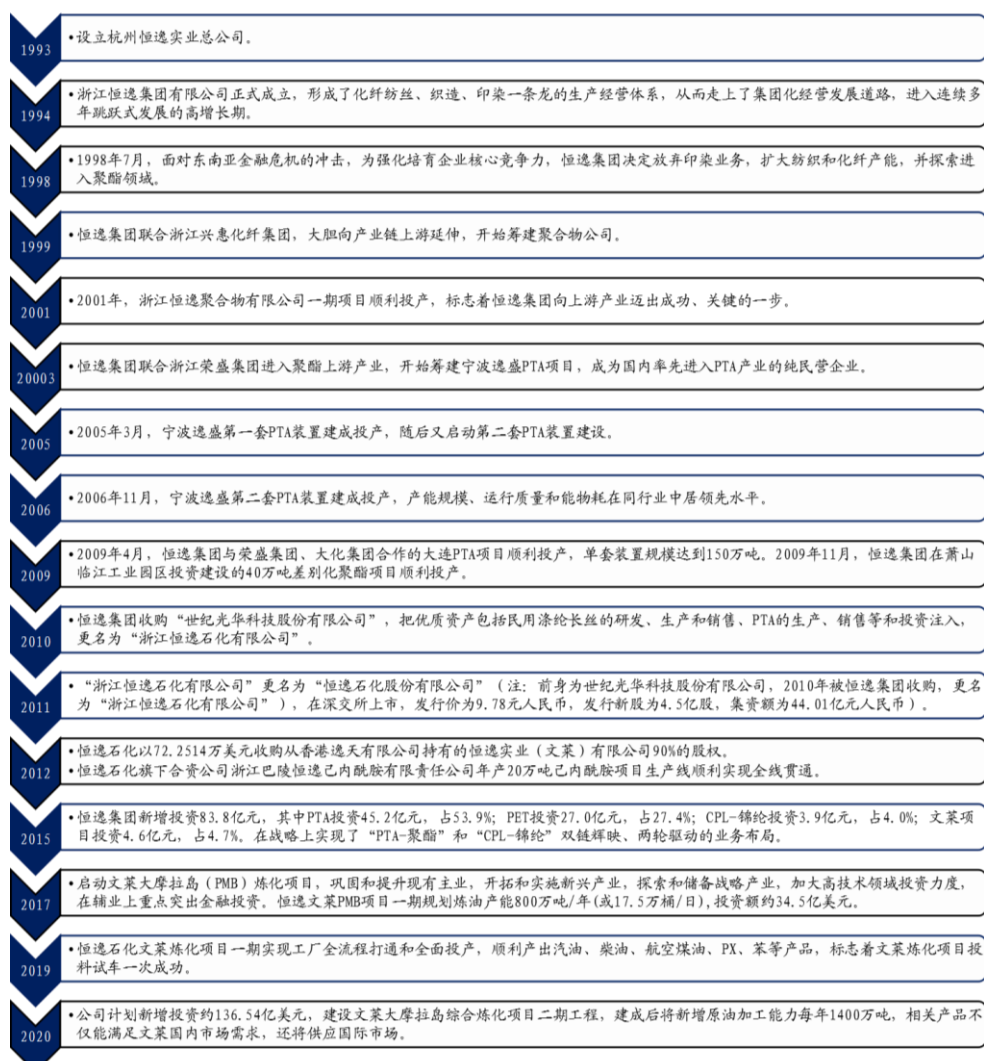


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



公司作为“炼化—化纤”一体化龙头公司，始终紧紧围绕“巩固、突出和提升主营业务竞争力”的战略发展方针，坚持做大做强主业，目前已形成以石化产业链为核心业务，以供应链服务业务为成长业务，以差别化纤维产品、工业智能技术应用为新兴业务的多层次立体产业布局。1994 年恒逸集团有限公司正式成立，形成了化纤纺丝、织造、印染一条龙的生产经营体系，从而走上了集团化经营发展道路，进入连续多年跳跃式发展的高增长期。1998 年恒逸集团决定放弃印染业务，扩大纺织和化纤产能，并探索进入聚酯领域。1999 年，恒逸集团大胆向产业链上游延伸，开始筹建聚合物公司。2001 年，浙江恒逸聚合物有限公司一期项目顺利投产，标志着恒逸集团向上游产业迈出成功、关键的一步。2003 年，恒逸集团联合浙江荣盛集团进入聚酯上游产业，开始筹建宁波逸盛 PTA 项目，成为国内率先进入 PTA 产业的纯民营企业。2012 年恒逸石化旗下合资公司浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司年产 20 万吨己内酰胺项目生产线顺利实现全线贯通。2017 年恒逸石化向石化产业链上游延伸，启动文莱 PMB 石油化工项目，实现又一次的跨越式前进。2019 年 11 月文莱一期 800 万吨/年常减压正式投产。2020 年 9 月公告文莱二期 1400 万吨/年，新增烯烃-聚丙烯产业链。经过二十余年砥砺发展，公司形成了“炼油-PX-PTA-聚酯”和“原油-苯-己内酰胺-聚酰胺”一体化产业链。

图 2：恒逸石化发展历程



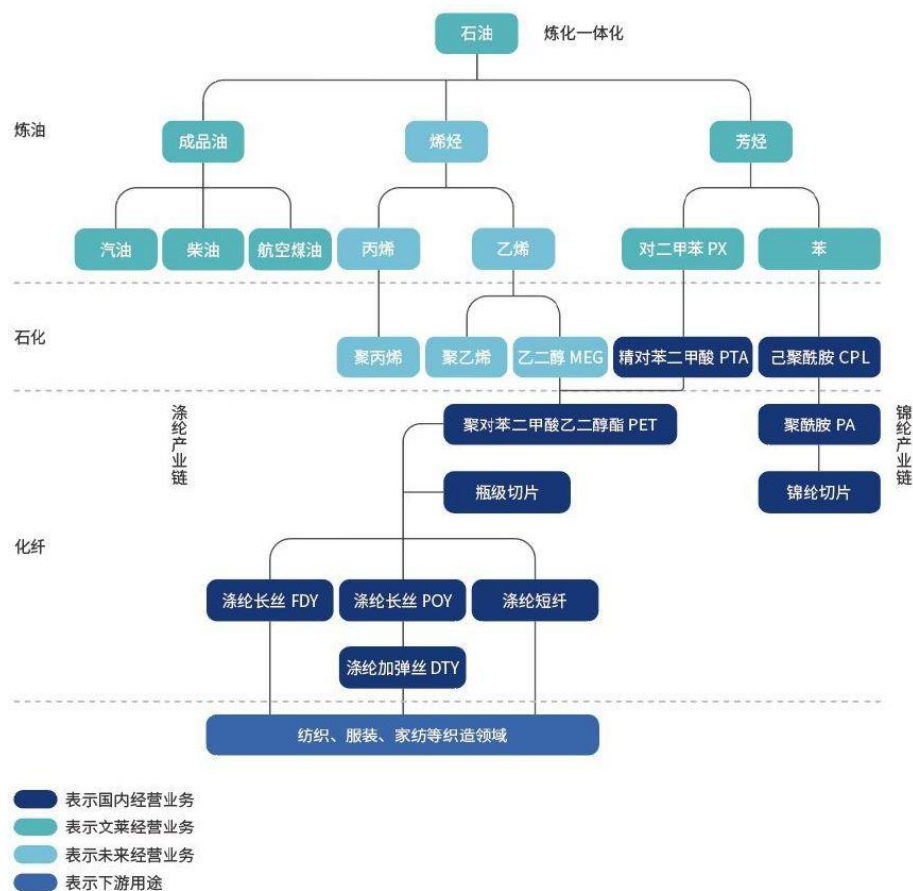
资料来源：信达证券研发中心整理

公司“一滴油，两根丝”产业链布局全面展开，打造炼油至化纤垂直产业链体系。公司主营业务包含炼化、PX-PTA 和聚酯三大板块。作为“PX-涤纶”和“苯-锦纶”的双“纶”驱动

产业链龙头，公司通过在海外建设炼厂、国内拓宽下游的发展模式，实现“原油-芳烃-PTA-涤纶”和“原油-苯-CPL-锦纶”的均衡化产业链布局。

自 2010 年重大资产重组完成后，公司主营业务变更为 PTA 和聚酯纤维产品生产与销售。PTA 是重要的聚酯生产原料，聚酯产业下游包含涤纶长丝、聚酯切片、涤纶短纤、聚酯瓶片等主要产品，下游涵盖各类国计民生的刚性需求。2012 年公司与中石化合资建设的浙江巴陵己内酰胺项目投产，逐步从原有的聚酯产业链向锦纶产业链开拓。2013 年公司获得国家发改委批复，同意公司在文莱建设 800 万吨文莱 PMB 石油化工项目，公司产业链开始逐步向上游炼化一体化发展。2019 年公司文莱 PMB 项目一期全面投产，依托文莱优良的区位优势 and 宽松的投资环境，成品油产品可向东南亚地区输送，部分化工品可作为下游化纤产品的原材料自用，进一步实现了产业链资源的一体化整合。

图 3：恒逸石化产业链布局



注：锦纶切片目前为控股股东恒逸集团经营产品

资料来源：公司 2021 年报，信达证券研发中心

1.1 炼化板块

文莱项目一期产能持续发力，二期产能将提升产业链协同能力。文莱 PMB 项目一期具备 800 万吨的原油加工能力，产能主要围绕成品油和芳烃产品。成品油方面，文莱 PMB 项目一期具备 92#汽油产能 232 万吨、97#汽油 30 万吨、航空煤油 117 万吨、柴油 174 万吨和液化石油气 56 万吨；化工品方面，主要包含 PX 产能 150 万吨、苯产能 48 万吨等。其中，成品油主要利用文莱的区位优势销往东南亚区域，化工品中 PX 可作为下游 PTA 生产的原材料自用，其他化工品主要销往东南亚。

目前文莱二期 1400 万吨 PMB 石化项目正审批中，相较于文莱项目一期产能，除生产成品油、芳烃外还将拓展布局烯烃产品。根据公司 2020 年发布的《关于子公司投资建设文莱炼

化二期项目的公告》公告，二期产能主要包含：在成品油方面，包含汽油产能 255 万吨、柴油 194 万吨、航空煤油 184 万吨；在芳烃方面，包含 PX 产能 200 万吨、苯 78 万吨；在烯烃及衍生物方面，包含乙烯产能 165 万吨、聚乙烯 105 万吨、聚丙烯 100 万吨、乙二醇 120 万吨；其它产品包含 PTA 250 万吨、聚酯瓶片产能 100 万吨和液化石油气 19 万吨。未来伴随公司二期持续推进建成投产，产业链协同程度将进一步提升，公司有望迎来全新发展机遇。

表 1: 恒逸文莱 800 万吨 PMB 项目（一期）和 1400 万吨 PMB 项目（二期）产品对比

产品	恒逸石化一期 800 万吨/年 PMB 石化项目	产品	恒逸石化二期 1400 万吨/年 PMB 石化项目
92#汽油	232	汽油	255
97#汽油	30	航煤	184
航煤	117	柴油	194
柴油	174	聚酯瓶片 PET	100
苯	48	苯	78
PX	150	PX	200
商品液化气	56	液化石油气	19
硫磺	8	乙二醇	120
尾油	1	乙烯	165
重芳烃	4	聚乙烯	105
焦炭	2	聚丙烯	100
化工轻油	5	PTA	250

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 PTA&PIA 板块

新增产能持续放量，未来业绩增长可期。PTA 是公司下游聚酯生产的原材料，PIA 可用于生产多种聚酯产品。2021 年逸盛新材料 1#线 300 万吨 PTA 投产，2022 年 1 月逸盛新材料 2#线 300 万吨投产，公司 PTA 产能再上新台阶，新增 PTA 产能为公司未来聚酯的扩产计划提供了良好的原料保障。公司目前拥有参控股 PTA 产能 1900 万吨，其中包含浙江逸盛 500 万吨产能、大连逸盛 600 万吨、海南逸盛 200 万吨和逸盛新材料 600 万吨产能。在 PIA 方面，2020 年浙江逸盛投产了 30 万吨 PIA 产能，约占全国 PIA 产能的 55%，行业龙头地位充分凸显。

表 2: 公司 PTA 和 PIA 产能

产品	公司	总产能（万吨/年）	持股比例
PTA	浙江逸盛	500	70%
	大连逸盛	600	30%
	海南逸盛	200	50%
	逸盛新材料 1#	300	49%
	逸盛新材料 2#	300	49%
PIA	浙江逸盛	30	70%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 化纤板块

涤纶产业链持续巩固，加速布局锦纶产品实现“两条腿走路”。聚酯是当前公司化纤板块中的核心业务，近年来公司聚酯产能投放加速推进，目前聚酯纤维产品总产能达到 776.5 万吨，聚酯瓶片产能达到 270 万吨。在涤纶长丝方面，公司实现 POY 产能 302 万吨、FDY 产能 246 万吨、DTY 产能 66.5 万吨；在短纤方面，公司实现短纤产能 88 万吨；在聚酯切片方面，公司实现切片产能 74 万吨。公司未来尚有海宁新材料 50 万吨长丝产能建设中，预计今年投产；宿迁逸达 110 万吨短纤产品建设中，预计今年至明年陆续投产。项目投产后，公司聚酯产业链业绩增量有望更上一层楼。在产品性能方面，公司通过研发攻坚打造差异化聚

酯产品，再生细旦、阻燃纤维、抗菌防病毒纤维产品等差异化性能布局将持续增强产品竞争力。锦纶产品具备优良的耐磨性能，在服装和工业领域应用广泛。目前公司具备 40 万吨己内酰胺生产能力，当前在建广西恒逸新材料 120 万吨己内酰胺-聚酰胺一体化配套项目。该项目建成后，公司将增加 120 万吨聚酰胺产能，实现锦纶产业链持续向下游延伸，与公司聚酯产业链共同开拓化纤板块“两条腿走路”的崭新局面。

表 3：2020-2023 年公司化纤板块产能建设情况

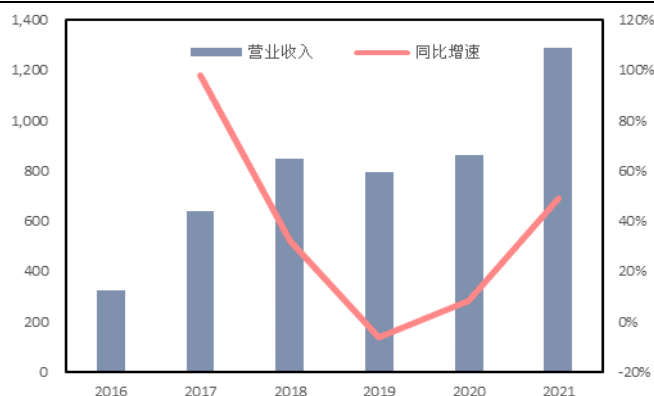
工厂	投产产能	投产时间
海宁新材料	G 线 25 万吨 POY	2020 年 2 月
	F 线 12.5 万吨 POY、	2020 年 10 月
	C 线 25 万吨 FDY	
	E 线 12.5 万吨 POY	2020 年 11 月
嘉兴逸鹏	25 万吨 FDY	2019 年 4 月
	50 万吨 FDY	2020 年 6 月
福建逸锦	25 万吨 FDY、6.6 万吨短纤	2021 年 4 月
海宁新材料	50 万吨长丝	预计 2022 年投产
宿迁逸达	110 万吨短纤	预计 2022 年-2023 年陆续投产
广西恒逸新材料	120 万吨己内酰胺-聚酰胺	预计一期 2024 年投产，二期投产时间待定

资料来源：公司公告，隆众资讯，信达证券研发中心

二、文莱炼化投产盈利大幅提升，现金流明显改善

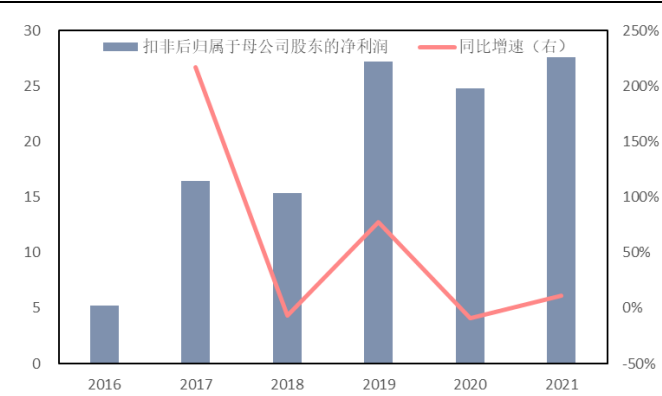
持续发展文莱炼化重点项目，公司业绩持续增长。2016 年-2018 年公司营业收入保持稳定增长，2019 年营业收入有所下滑，主要是因为涤纶长丝业务景气度同比有所回落。2020 年和 2021 年公司分别实现营业收入 864.30 亿元和 1289.80 亿元，同比增速分别为 8.55% 和 49.23%。2020 年公司实现扣非后归母净利润 24.79 亿元，同比减少 9.03%。2021 年，公司扣非后归母净利润 27.59 亿元，同比增 11.27%，创下历史最高盈利水平。

图 4：2016 年-2021 年营业收入和同比增速（亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：2016 年-2021 年扣非后归母净利润和同比增速（亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

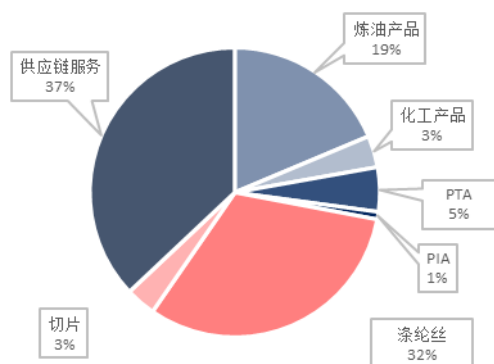
从 2021 年的营收结构来看，炼化相关的化工产品和炼油产品的营收合计占公司总营业收入的 22%，PTA 营业收入占比 5%，涤纶丝产品的营收占公司总营业收入的 32%，供应链服务（包括油品、化工品和煤炭等自营贸易）业务营收占比 37%。

从各业务毛利率来看，除 2017 年景气高点以外，公司 PTA 的毛利水平通常在 3%-10% 水平。2021 年，除化工产品以外，其他产品的毛利率均发生不同程度的下降。其中 PTA 同比下降最多，从 11.00% 下降到 4.61%。

2019 年常减压装置先行投产，炼油产品毛利率水平达到 30.61%，2020 年受到疫情影响，

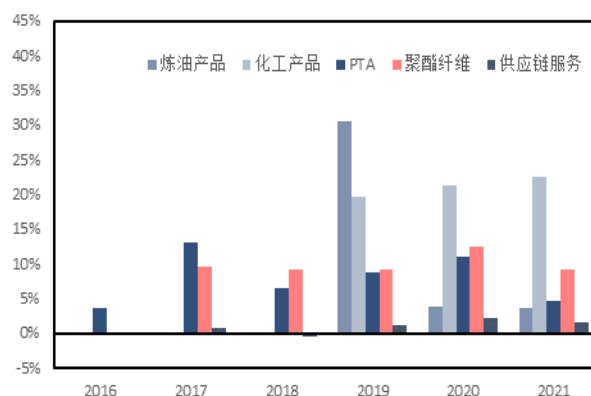
炼油产品毛利率大幅下跌至 3.92%。受益于 2021 年上半年化工行业景气度向上，化工产品毛利率达到 22.58%，相较于 2020 年末升高 1.24pct。整体来看，化工产品的毛利率水平突破 20%，高于 PTA 以及聚酯纤维业务。公司一直大力推进文莱炼油项目，但是炼油业务毛利率受到疫情和国际油价大幅波动的影响，2020 年毛利率骤跌至 3.91%，2021 年毛利率仍处于较低水平。

图 6：2021 年公司营业收入结构（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：2016 年-2021 年各业务毛利率（%）

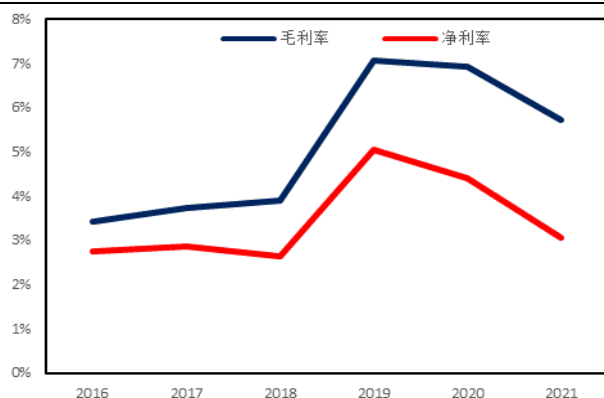


资料来源：万得，信达证券研发中心

2016 年-2019 年，公司整体毛利率水平从 3.43% 提升至 7.07%，但又从 2019 年的 7.07% 下跌至 2021 年的 5.72%。同期间，公司净利率水平从 2.74% 提升至 5.05%，但又从 2019 年的 5.05% 下跌至 2021 年的 3.07%，主要是新冠疫情对公司的盈利能力产生了较大的负面影响。

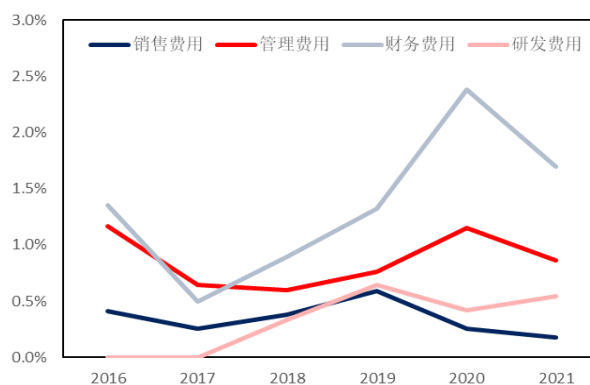
从期间费用方面看，2016-2021 年，销售、管理和研发费用占比没有发生显著变化。财务费用在 2017 年-2020 年有显著的增长，2016 年至 2020 年增长了 1.88pct，主要由于炼化等大规模投资项目贷款增加。

图 8：2016 年-2021 年毛利率和净利率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

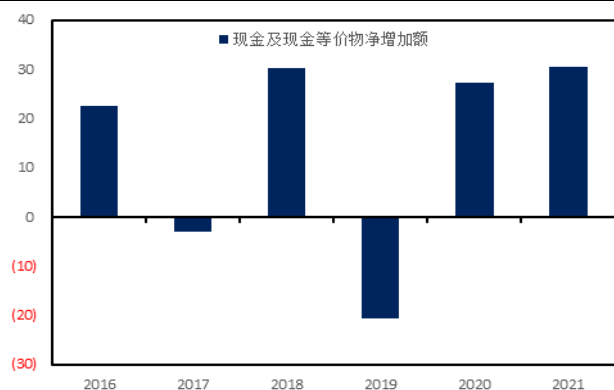
图 9：2016 年-2021 年公司期间费用率和研发费用率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

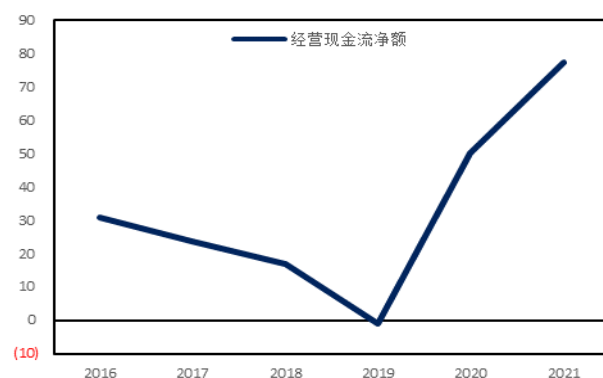
公司 2019 年现金及现金等价物净额大幅下跌，主要由于 2019 年涤纶长丝业务景气度同比有所回落，同时恒逸文莱炼化一期项目集中投资，但在 2020 年以及 2021 年稳步回升并趋于稳定。同时公司的经营、投资和筹资现金流均在 2019 年迎来拐点，随着 2019 年文莱炼化一期项目的投产，经营现金流也随之增加，资本开支下降，融资需求下降，公司现金流质量在改善。

图 10: 2016 年-2021 年公司现金及现金等价物净增加额 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 2016 年-2021 年公司经营流量净额 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 2016 年-2021 年公司投资现金流量净额 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

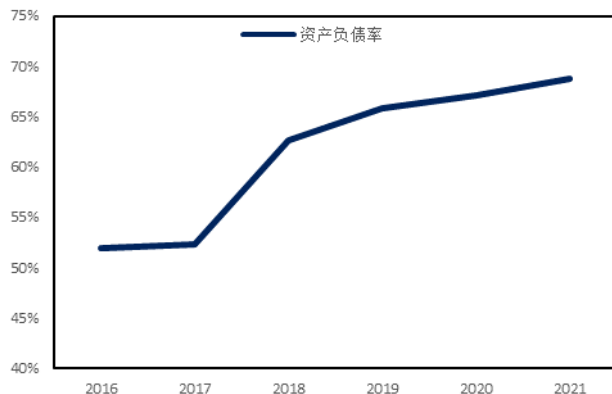
图 13: 2016 年-2021 年公司筹资现金流净额 (亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司的资产负债率自 2016 年至 2021 年逐年稳步增长, 从 52.01% 增长到 68.79%。反观公司的现金流量利息保障倍数, 虽然在 2016 年至 2019 年逐年下降, 但是在 2020-2021 年开始回升, 逐渐回归稳定。我们认为, 恒逸文莱炼一期等项目投资额较大, 融资金额较多, 导致公司的资产负债率逐年升高, 随着文莱项目进一步释放业绩, 公司资产负债率以及现金流的现状将会得到改善。

图 14: 2016 年-2021 年公司资产负债率 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 2016 年-2021 年公司现金流量利息保障倍数



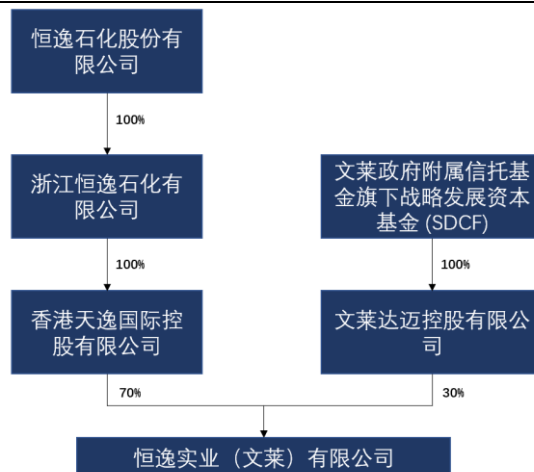
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

民营大炼化龙头，东南亚景气爆发增厚业绩

一、景气度上升周期来临，三大优势助力炼化业绩放量

海外拓产提升原材料整合能力，产业协同带来盈利增长点。伴随国内聚酯、己内酰胺等石化下游产业的快速发展，上游原材料来源瓶颈问题日益突出。公司为缓解 PTA 上游原材料 PX 对外依存度较高的压力，进一步增强上游原材料来源整合能力，公司在文莱投资建设 PMB 大炼化项目。恒逸文莱炼化项目是我国目前民营企业最大海外投资项目，同时作为“一带一路”重点发展项目，其对公司产业链一体化发展和东南亚地区油品供应都具备战略意义。目前公司持有文莱炼化项目 70% 股权，文莱政府旗下基金持有 30% 股权。

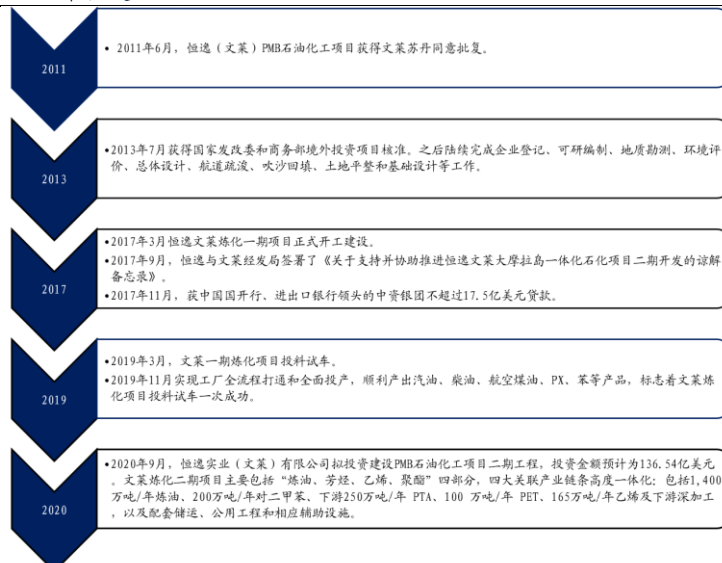
图 16: 2022Q1 恒逸文莱项目股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

文莱一期 PMB 炼化项目计划总投资 34.5 亿美元，由国开行和净出口银行牵头提供 17.5 亿美元银团贷款，该笔贷款期限 12 年，项目已于 2019 年 11 月完全投产。二期 PMB 炼化项目计划投资 136.5 亿美元，项目将新增炼油能力 1400 万吨/年，目前已经上报发改委审批，前期准备工作陆续进行，建成后公司将在文莱形成 2200 万吨/年炼油能力，并且配套下游化工品产能，为公司打造“原油-PX-PTA-PET-涤纶长丝-化纤织造”的全产业链布局。二期投产后，公司 350 万吨/年 PX 可基本实现 PTA 配套的原料自给，公司将完成从基础资源到纺织业原料的覆盖。

图 17: 恒逸文莱项目审批建设进度



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.1 文莱项目具备明显先发优势

2019 年，恒力石化、恒逸石化和浙江石化一期炼化一体化项目先后投产，2020 年 11 月浙江石化二期建成并逐渐投产，累计新增产能达到 6800 万吨/年，实现了民营企业自下游聚酯产能向上游炼化原材料延伸产业链，改善供求关系的重要跨越。国内石化企业在“十三五”期间加大力度新建产能，上游原材料环节的供求关系快速从供不应求转为了供需平衡，甚至在某些环节，如 PTA，出现了供大于求的局面，行业整体逐渐显现产能过剩的趋势。在这种情况下，具有炼化一体化先发优势的企业能够有效节约成本，获取产业链全环节利润。尽管公司项目位于文莱，但项目产品除了成品油在东南亚国家进行销售以外，用于下游生产的芳烃等重要聚酯原料均运输至国内用于公司参控股的聚酯工厂用于生产，实现全产业链的原料自给。

1.2 炼化项目位于文莱的优劣势

公司项目位于文莱国优势和劣势兼有：

优势方面，文莱项目具有税收优势。相较于国内的大炼化项目，文莱炼化项目没有消费税、增值税、城市维护建设税、教育费附加税等，并且符合文莱“先锋企业”税收优惠政策，前 11 年企业不征收企业所得税，符合条件可延长至 24 年。本项目 PX、苯、部分煤油及减压重油计划销往中国，根据中国-东盟自由贸易区协定（文莱是东盟自贸区成员国），关税税率为零，只会产生部分进口环节增值税。根据文莱政策，公司享有盈利后 8 年内所得税（18.5%）免税优惠，产品在文莱国内销售不考虑增值税和营业税，同时根据中国-东盟自贸区协定，公司 PX、纯苯和部分重油销往国内时关税税率为零，综合税赋比国内少约 40%，优势十分明显。

另外，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，产量约 1.4 亿吨，缺口约 1.07 亿吨，而东南亚人口约 6.41 亿人，成品油需求增长潜力大。另外，东南亚距离澳洲比较近，澳洲仍需进口成品油，汽柴煤进口量约 2650 万吨/年。项目临近东南亚成品油贸易枢纽的新加坡，产品期货和现货交易的途径多样化，产品销售市场广大，运输便利，优势明显。

劣势方面，由于公司项目处于海外，不受国内成品油“地板价”保护，在 2020 年大疫情的类似情况下，项目盈利能力受原油价格剧烈波动的影响大。中国国内市场存在 40 美元/桶的“地板价”保护，在国际油价低于 40 美元/桶时，国内成品油零售指导价不再继续下调，保障了炼厂的销售价格，而油价处于低位，国内炼厂享受的价差空间远高于海外没有“地板价”保护的炼厂。在疫情导致原油价格暴跌的大背景下，2020 年位于国内的恒力大连和浙江石化项目盈利可观，同时由于两个项目下游均配置了乙烯深加工项目，无论是疫情时期聚烯烃业务的收益还是油价逐渐回升时化工品利润的回升均贡献了大量业绩。相比之下，公司炼化产品的汽柴煤主要销往东南亚国家，不受国内成品油“地板价”保护，在 2020 年油价大幅剧烈波动的时期，项目盈利能力受影响较大。

1.3 一期项目单位投资成本最低

由于炼化一体化装置复杂，投资门槛高，单个项目建设投资额均在百亿量级，根据公司公告和环评报告，恒逸文莱一期、恒力大连、浙江石化两期、盛虹炼化总投资额分别为 224 亿元、590 亿元、1731 亿元和 677 亿元。从吨原油总投资额来看，恒逸文莱一期项目的单位成本低于恒力大连、浙江石化和盛虹炼化项目。根据对装置和产成品结构分析，我们认为主要是因为两方面原因，一方面是因为浙江石化、盛虹炼化和恒力大连项目均需加工重油，而恒逸石化加工原油为轻油和凝析油，对炼油装置的复杂度要求不及另外三个项目，装置投入更小；另一方面，浙江石化和盛虹炼化项目在下游化工品装置配置方面更加偏重于深加工的

路线，包括烯烃、乙二醇、苯酚、聚碳酸酯等。综合两方面因素，化工路线和复杂装置所需的投入高于恒逸石化。

表 4：炼化一体化项目投资额对比

	恒逸文莱（一期，人民币，按汇率 6.5）	恒力大连（不含乙烯）	浙江石化（两期）	盛虹炼化
总项目规模（万吨）	800	2,000	4,000	1600
总投资额（万元）	2,239,172.00	5,910,862.00	17,308,535	6,766,400.00
报批总投资额（万元）	2,133,998.10	5,620,629.00	17,308,535	6,766,400.00
- 建设投资额（万元）	2,069,034.50	5,215,426.00	15,014,581	5,877,500.00
- 建设期贷款利息（万元）	64,963.60	280,817.00	881,420	296,700.00
- 流动资金（万元）	105,173.90	414,619.00	678,345	592,200.00
- 铺底流动资金（万元）	640,199.43	124,385.70	203,504	59220
项目资本金（万元）	640,199.43	1,686,188.70	5,192,561	2,029,920.00
吨原油总投资额（元/吨）	2798.97	2955.43	4,327.13	4,229.00

资料来源：公司公告，环评报告，信达证券研发中心

表 5：炼化一体化项目的油品比较

项目	油品	数量（万吨/年）
恒逸文莱	文莱轻油（API=38.1，硫含量=0.07%）	300
	伊朗凝析油（API=51.7，硫含量=0.22%）	100
	卡塔尔凝析油（API=56.6，硫含量=0.25%）	200
	卡塔尔原油（API=28.0，硫含量=2.35%）	200
恒力大连	沙特重质（API=27.5，硫含量=3.1%）	1200
	沙特中质（API=30.5，硫含量=2.48%）	600
	卡塔尔马林（API=19.56，硫含量=0.76%）	200
浙江石化	伊朗重质（API=29.6，硫含量=2.2%）	700
	沙特中质（API=30.7，硫含量=2.56%）	500
	伊朗轻质（API=32.4，硫含量=1.5%）	500
	巴西 Frade（API=20.5，硫含量=0.74%）	300
东方盛虹	沙特重质（API=27.5，硫含量=3.07%）	800
	沙特轻质（API=33.4，硫含量=1.98%）	800

资料来源：公司公告，环评报告，信达证券研发中心

1.4 恒逸文莱炼化项目盈利预测

结合项目可行性报告，我们对恒逸文莱一期 800 万吨 PMB 炼化项目进行盈利预测，关键假设如下：

表 6：恒逸文莱炼化一体化项目装置及产能

序号	名称	产能（万吨/年）
1	常减压蒸馏装置	800
2	轻烃回收装置	150
3	芳烃联合装置	150
4	煤油加氢精制装置	100
5	柴油加氢精制装置	150
6	加氢裂化装置	220
7	脱硫脱硫醇装置	21
8	酸性水汽提装置	51
9	硫磺回收及尾气处理装置	4

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

恒逸文莱一期项目采用了偏轻油的路线，并使用了文莱当地的轻质原油。

表 7：恒逸文莱炼化一体化项目使用的原油品种

项目	油品	数量（万吨/年）
恒逸文莱	文莱轻油（API=38.1，硫含量=0.07%）	300
	伊朗凝析油（API=51.7，硫含量=0.22%）	100
	卡塔尔凝析油（API=56.6，硫含量=0.25%）	70
	卡塔尔原油（API=28.0，硫含量=2.35%）	330

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

对恒逸文莱炼化一体化一期项目的盈利预测假设如下：

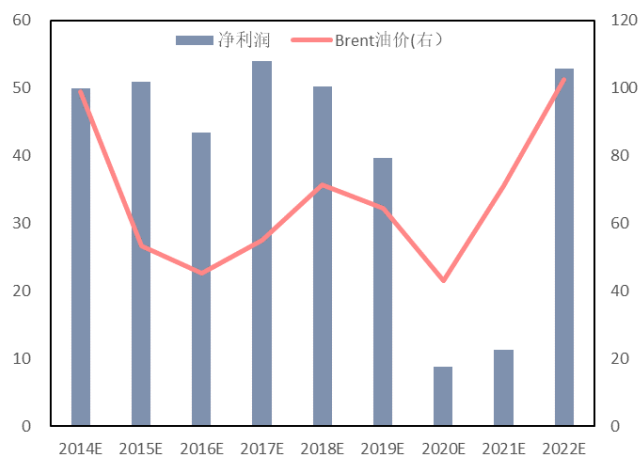
假设 1：项目年炼油能力 800 万吨，装置正常生产，释放 100% 产能；

假设 2：燃料动力主要包括燃煤，耗煤量 155.87 万吨/年；修理费为固定资产原值的 2.9%；项目折旧年限为 14 年，净残值率为 5%；项目定员 800 人。

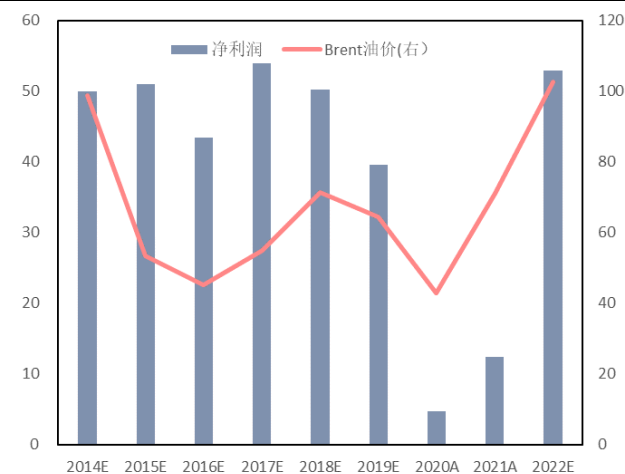
假设 3：三项费用率基本保持稳定。

假设 4：在满足文莱对恒逸带动当地就业等前提下，公司处于文莱国和公司享有最长 24 年的税收优惠，成品油消费税、所得税率和营业税金及附加率为 0%；

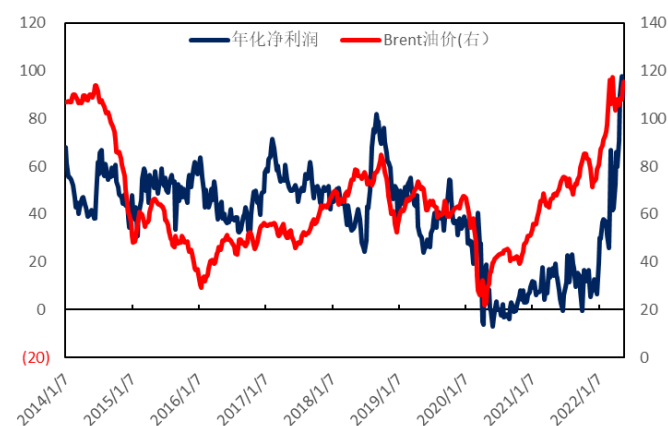
根据我们建立的恒逸文莱一期项目的盈利测算模型，假设恒逸文莱项目在 2014 年投产，利用 2014-2022 年市场价格模拟推算文莱项目盈利预测。假设恒逸文莱项目在 2014 年投产，2014-2019 年文莱项目年度净利润平均在 40 亿元左右。2020-2021 年受疫情影响油价下降且波动较大，盈利触底。根据公司公告，2020-2021 年恒逸文莱净利润分别为 4.77 和 12.47 亿元，与我们模型测算结果基本一致。随着 2022 年以来东南亚市场供需两端持续向好，根据 2022 年 1-5 月市场环境，我们预计炼化项目 2022 年净利润将达到 55 亿左右，相较 2020-2021 年将有明显回升。

图 18：2014-2022 年恒逸文莱项目年度预测净利润（亿元）


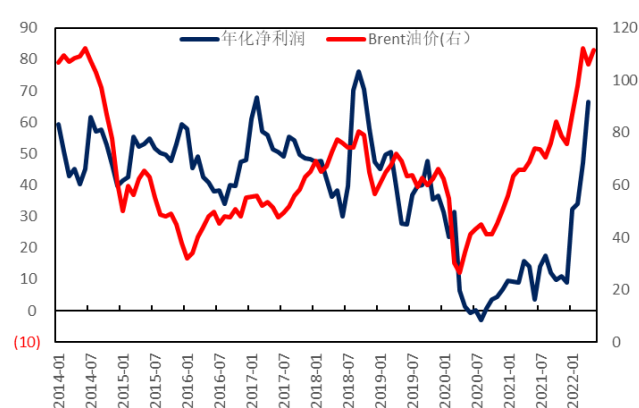
资料来源：信达证券研发中心测算，2014-2022 年均为模拟测算值

图 19：2014-2022 年恒逸文莱项目年度预测和实际净利润（亿元）


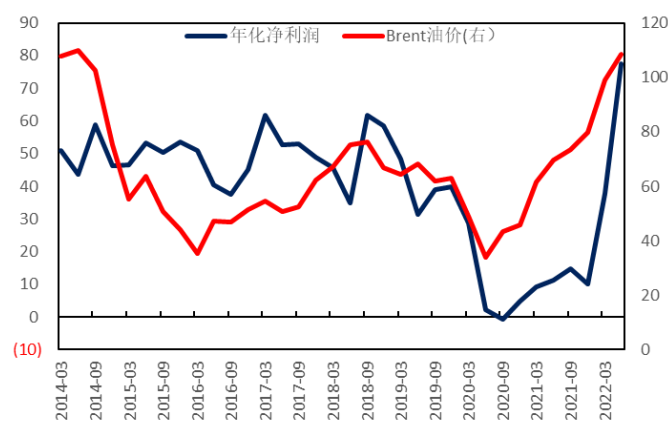
资料来源：信达证券研发中心测算，2014-2019 年是模拟值，2020-2021 年为实际值，2022 年是模拟值。

图 20: 2014-2022 年恒逸文莱项目周度净利润测算 (亿元)


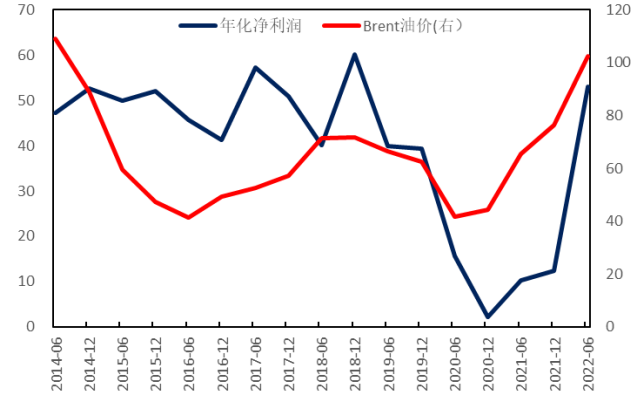
资料来源: 信达证券研发中心测算, 2014-2022 年均为模拟测算值

图 21: 2014-2022 年恒逸文莱项目月度净利润测算 (亿元)


资料来源: 信达证券研发中心测算, 2014-2022 年均为模拟测算值

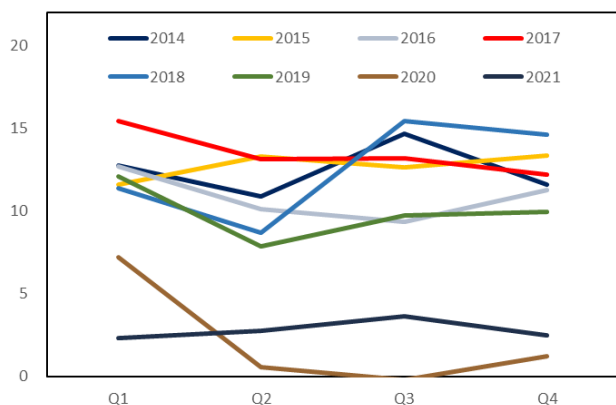
图 22: 2014-2022 年恒逸文莱项目季度净利润测算 (亿元)


资料来源: 信达证券研发中心测算, 2014-2022 年均为模拟测算值

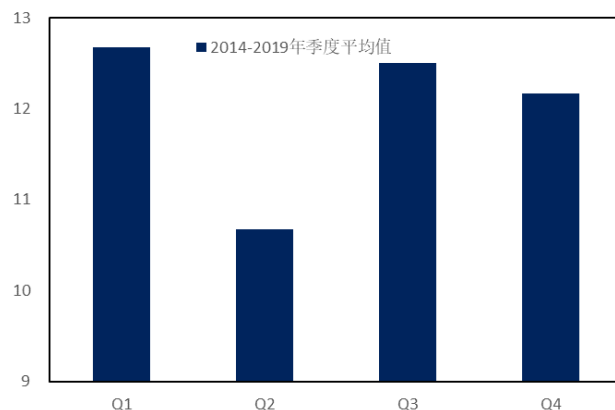
图 23: 2014-2022 年恒逸文莱项目半年度净利润测算 (亿元)


资料来源: 信达证券研发中心测算, 2014-2022 年均为模拟测算值

分季度来看, 恒逸文莱项目盈利的季节波动性较强, 二季度为需求淡季, 一季度、三季度和四季度为需求旺季。整体来看, 下半年盈利好于上半年, 我们预期 2022 年下半年恒逸文莱项目的盈利水平有望超过上半年。

图 24: 2014-2021 年恒逸文莱项目分季度净利润测算 (亿元)


资料来源: 信达证券研发中心测算

图 25: 2014-2019 年恒逸文莱项目季度平均净利润测算 (亿元)


资料来源: 信达证券研发中心测算

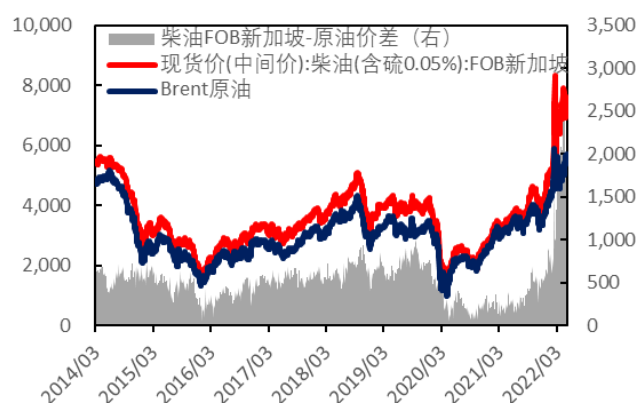
二、东南亚成品油紧缺将持续，炼化景气度开启上行长周期

2.1 价差：成品油裂解价差高速扩大，海外市场进入超景气周期

2022 年开始，受俄乌冲突的影响，成品油价格大幅走高，东南亚各成品油裂解价差高速扩大，成品油市场进入超景气周期。截至 2022 年 5 月 27 日，新加坡柴油价格报每桶 151.25 美元，与 brent 原油价差每桶 33.85 美元；新加坡汽油价格报每桶 142.46 美元，与 brent 原油价差每桶 25.06 美元；新加坡航空煤油价格报每桶 143.40 美元，与 brent 原油价差每桶 26 美元。

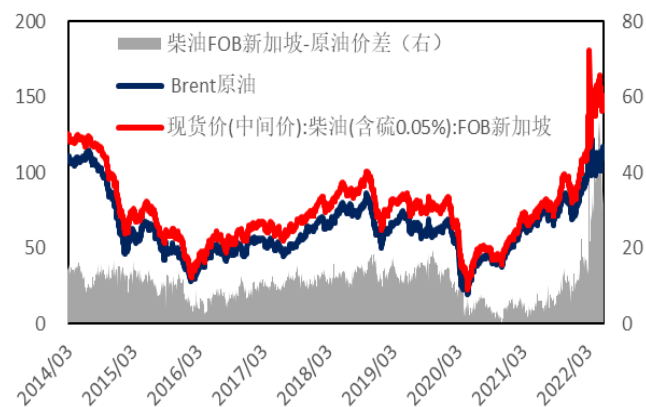
受欧盟制裁，俄罗斯成品油出口受阻。欧美市场转向中东采购成品油，挤占了原本供应亚太市场的成品油资源，加剧了东南亚成品油的供应紧张局面。欧美国家短期内寻求足够替代俄油的难度相当大，因此在供不应求的背景下，东南亚成品油价格大涨，裂解价差持续处于高位，我们认为东南亚成品油市场 2022-2025 年将长期维持高景气趋势。

图 26：2014-2022 年新加坡柴油-原油价差（元/吨）



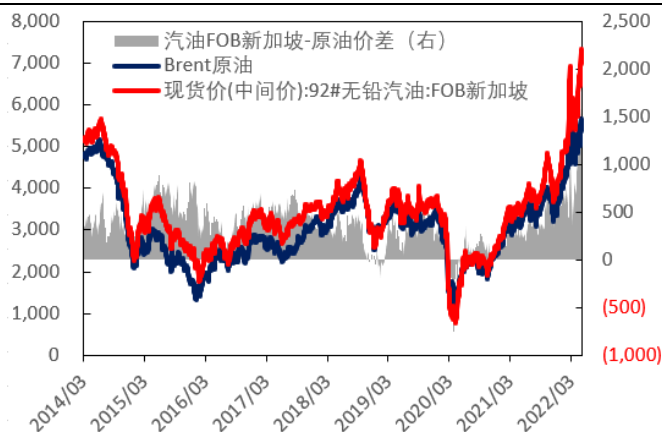
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：2014-2022 年新加坡柴油-原油价差（美元/桶）



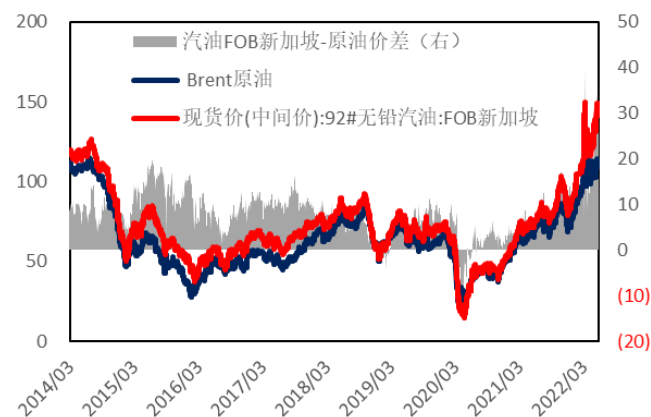
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 28：2014-2022 年新加坡汽油-原油价差（元/吨）

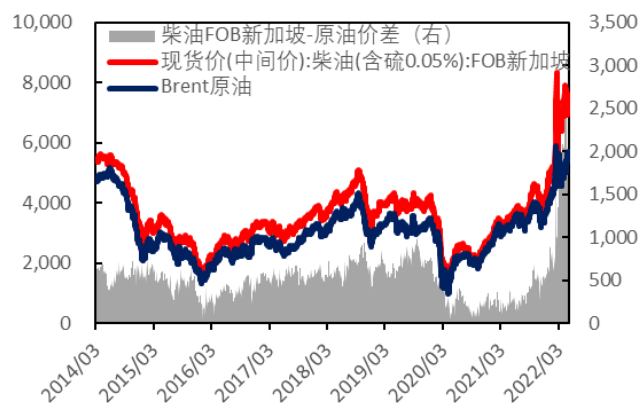


资料来源：万得，信达证券研发中心

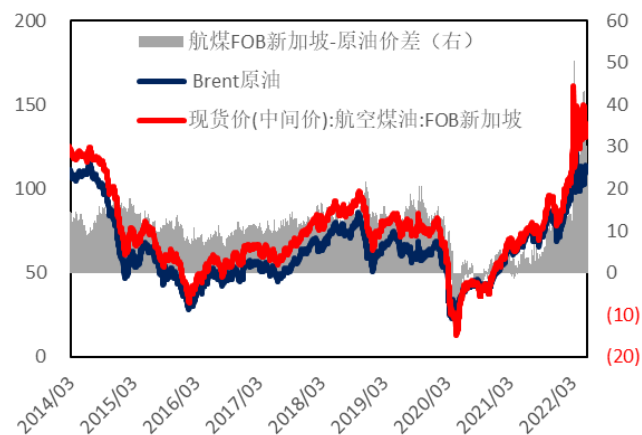
图 29：2014-2022 年新加坡汽油-原油价差（美元/桶）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30: 2014-2022 年新加坡航煤-原油价差 (元/吨)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31: 2014-2022 年新加坡航煤-原油价差 (美元/桶)


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 供给端：淘汰炼厂但新增产能有限+中俄出口下降，东南亚市场供给承压

第一，受 2020 年以来疫情影响，成品油需求下降炼厂盈利低下，但我们认为更重要的是能源结构转型加速了东南亚和澳洲地区炼厂的关停，2020-2022 年期间已经关闭炼厂规模达 3044 万吨。我们认为欧洲系国际石油巨头在加大新能源领域投资，而在传统油田和炼化领域投资意愿不足，甚至在 2022 年高油价下也计划削减油气产量，并将长期削减产量，与此同时，欧洲系国际石油巨头也在关闭传统炼厂。

具体来看，东南亚方面，2020 年底菲律宾壳牌公司关停了 Tabango 炼油厂，并改造为进口码头；新加坡壳牌公司也宣布将在今年 7 月关闭第一集团基础炼油厂 Pulau Bukom 炼油厂，并计划重新调整其核心业务，降低二氧化碳排放量。2021 年 2 月，澳大利亚埃克森美孚公司关停阿尔托纳炼油厂，并计划在 2022 年将整合其与美孚墨尔本燃料进口和储存终端之间的通用基础设施；2021 年 3 月，澳大利亚 BP 公司以考虑到西悉尼地区的燃料可持续供应为由关停了位于珀斯的 Kwinana 炼油厂；新西兰 Z Energy 公司的 Marsden 炼油厂长期利润低下而不再具备经济效益，2022 年 4 月已停止炼油并已改造为汽油进口码头。

表 8: 东南亚和澳洲地区炼油厂关停情况

序号	国家	公司	炼厂	关停时间	产能 (万吨)
1	菲律宾	壳牌	Tabango	2020 年底	548
2020 合计					548
2	澳大利亚	BP	Kwinana	2021 年 3 月	727
2021 合计					727
3	新加坡	壳牌	Pulau Bukom	2022 年 7 月	1245
4	新西兰	Z Energy	Marsden	2022 年 4 月	524
2022 合计					1769
合计					3044

资料来源：信达证券研发中心整理

随着疫情的好转，东南亚各国也正在逐步计划和投放新的炼化产能，但 2022-2025 年内投产计划有限，根据我们的整理，预计 2022-2025 年分别将有 1254、2574、498 和 1600 万吨炼化新产能建成，合计 5926 万吨，但考虑到东南亚地区技术条件有限，炼厂正式投产前预计还需半年左右时间进行调试，实际产量贡献要低于 5926 万吨。我们用 2022-2025 年预计新增产能扣除 2020-2022 年已经淘汰的产能，2022-2025 年净炼化产能增长仅 2882 万吨。而东南亚炼油能力约 3 亿吨，相当于 2022-2025 年内仅累计净新增 9.6% 左右炼化产

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

能，年均产能增速 2.3%，而东南亚国家（越南、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾）2011-2021 年平均 GDP 增速在 5-10%，且东南亚本身就存在成品油缺口约 1.07 亿吨，东南亚人口约 6.41 亿人，东南亚地区成品油需求增长潜力大，叠加东南亚疫情好转+外贸订单转移，东南亚制造业用油和交通用油等需求将快速增长，炼厂规模增速将低于成品油需求增速。我们认为 2022-2025 年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022 年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025 年东南亚将进入长期炼化景气周期。

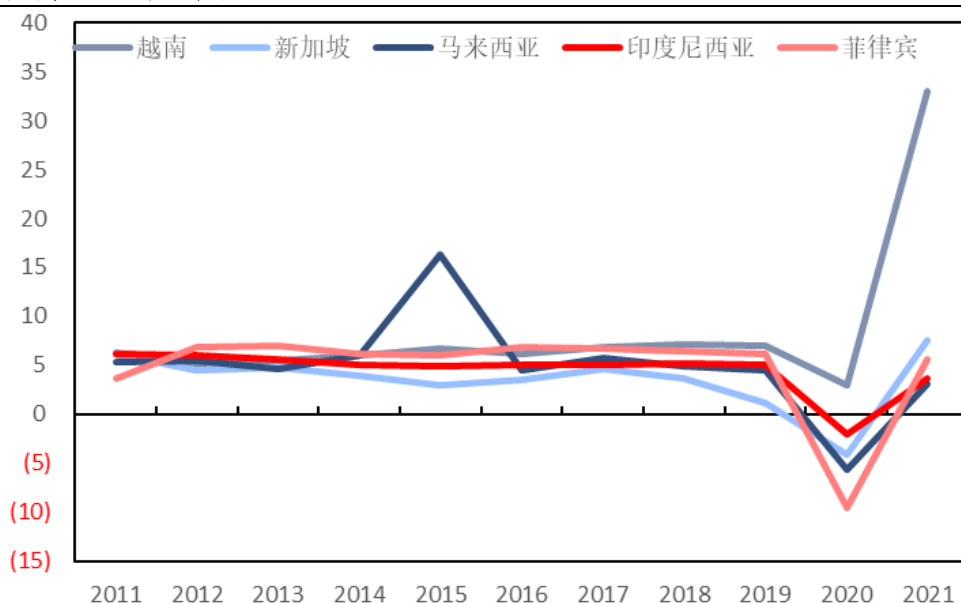
具体来看，泰国 Thaipol 公司正在以清洁燃料项目的名义进行大规模升级和扩建，以改进生产工艺并扩大炼油能力，新增产能预计 622 万吨，预计于 2023 年 8 月建成。菲律宾 Petron 公司计划扩大升级 Limay 和 Bataan 炼油厂，预计新增产能 450 万吨，预计 2023 年建成；新加坡 Exxon Mobil 计划扩建，将使炼油厂的低硫清洁燃料产量增加 4.8 万桶/天，同时将公司的优质汽车和发动机润滑油基础库存增加 2 万桶/天，该计划于 2023 年完成。马来西亚 PEC 公司计划在 2023 年建设综合凝析油分离器和芳烃设施日产能为 15 万桶。印度尼西亚的三家炼油厂，Cilacap、Balongan 和 Balikpapan 未来都有新增产能计划，预计新增产能共有 732 万吨。印度包括印度石油公司和 NRL 等公司在内未来预计有 4 个炼化项目新增产能共 2738 万吨，其中，印度 HPCL 公司的 Vizag 炼油厂的扩能项目因为疫情已推迟了三年至 2022 年投产，印度石油公司位于古吉拉特邦的炼油厂扩张项目同样因为疫情已推迟了一年半，而 NRL 和 Panipat 预计将于 2025 年投产。

表 9：东南亚有新增产能计划的企业

序号	国家	公司	炼厂	预计建成时间	新增产能 (万吨)
1	印度尼西亚	Pertamina	Cilacap	2022 年	110
2	越南	BSR	Dung Quat 炼油厂	2022 年	200
3	印度尼西亚	Pertamina	Balongan	2022 年	124
4	越南	SCG	LSP	2022 年 5 月	150
5	印度	HPCL	Vizag	2022 年 12 月	670
2022 年合计					1254
5	菲律宾	Petron	Limay 和 Bataan	2023 年	498
6	新加坡	Exxon Mobil	Exxon Mobil	2023 年	239
7	马来西亚	PEC	PEC	2023 年	747
8	印度	Nayara Energy	位于 Gujarat	2023 年	45
9	印度	印度石油公司	位于 Gujarat	2023 年 3 月	423
10	泰国	Thai oil	Sriracha	2023 年 8 月	622
2023 年合计					2574
11	印度尼西亚	Balikpapan	Balikpapan	2024 年完成第一阶段	498
2024 年合计					498
12	印度	NRL	NRL	2025 年	600
13	印度	印度石油公司	Panipat	2025 年	1000
2025 年合计					1600
合计					5926

资料来源：信达证券研发中心整理

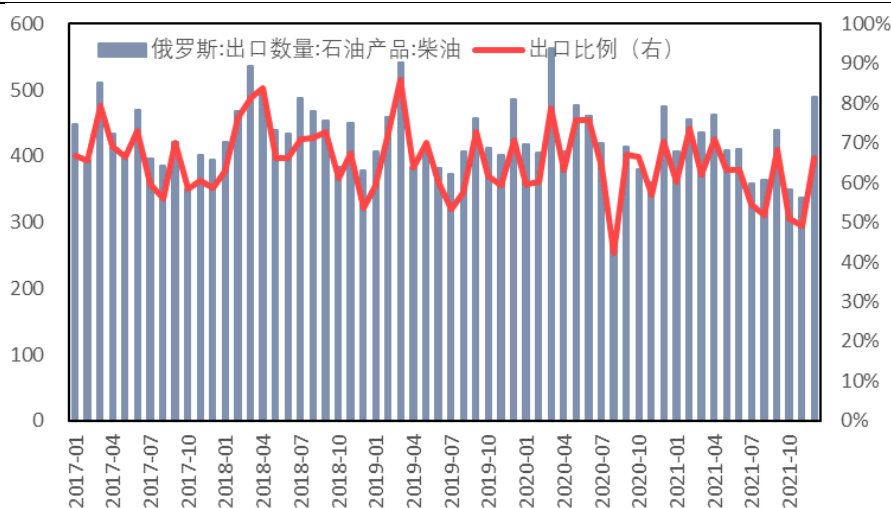
图 32: 东南亚部分国家 GDP 同比增速 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

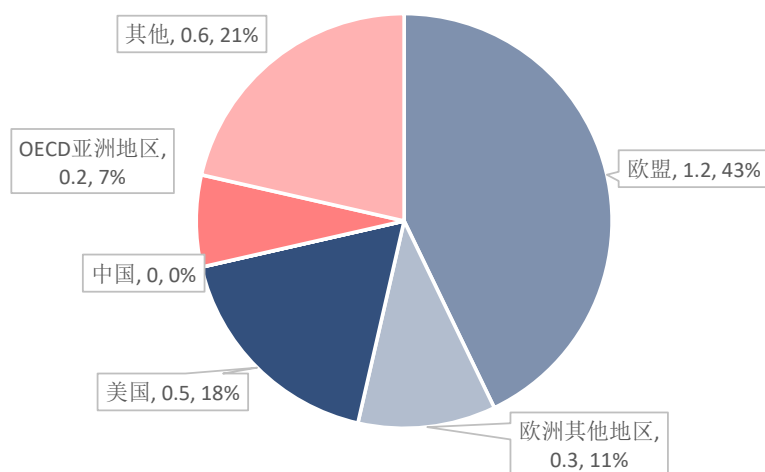
第二, 受俄乌冲突影响, 俄罗斯受到西方制裁。欧洲和美国限制进口俄罗斯的成品油, 并转向中东进行采购。而西方尤其是欧洲的成品油很大程度上依赖于俄罗斯, 同时欧洲也是俄罗斯最主要的成品油出口市场。2021 年, 欧盟市场占俄罗斯油品出口市场的 43%, 加上欧洲其他地区, 西欧地区占据了超过 50% 的俄罗斯油品出口市场。美国和英国宣布对俄罗斯石油进口实行禁运后, 4 月俄罗斯对英国和美国的石油出口量几乎已降至 0。因此对俄罗斯制裁的实施导致了欧美大量的成品油采购新增订单流入中东, 中东减少了向东南亚的出口量, 使得东南亚成品油市场供应链紧张。

图 33: 俄乌冲突前俄罗斯柴油出口量及出口比例 (万吨, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

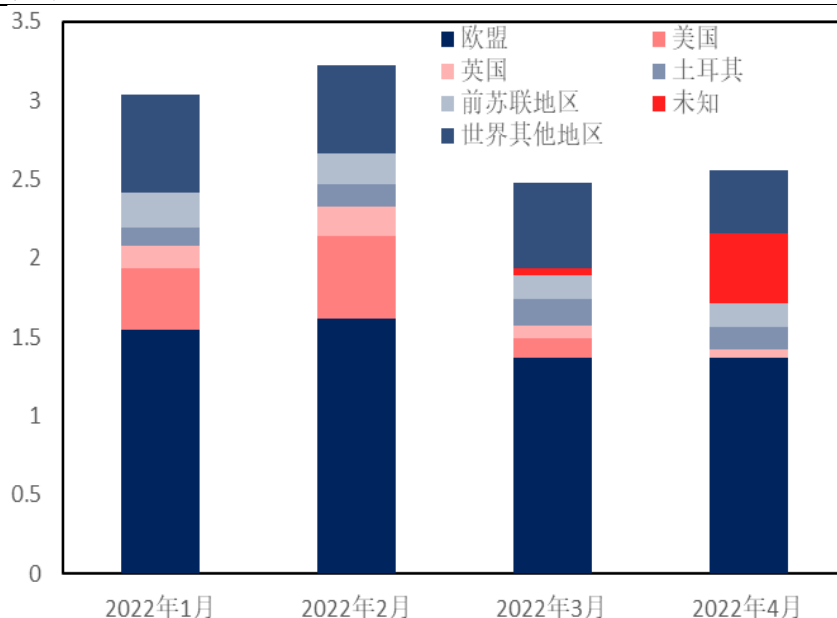
图 34: 2021 年俄罗斯成品油出口比例 (%)



资料来源: IEA, 信达证券研发中心

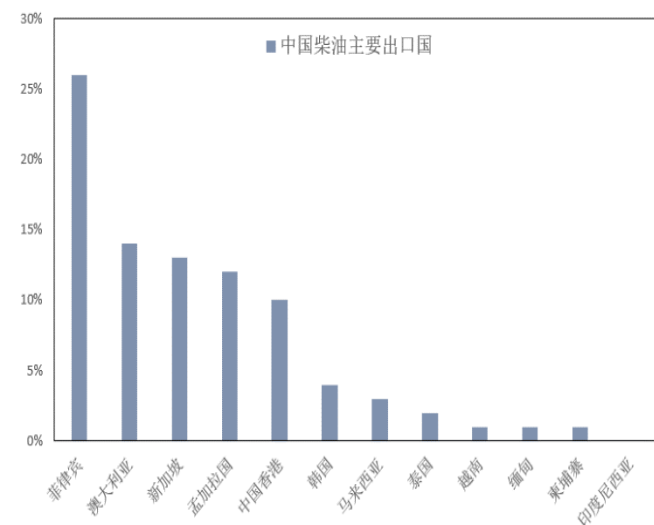
4 月俄罗斯石油产品出口量较 1-2 月平均水平减少 52 万桶/日。俄罗斯对美国、欧盟和英国的出口下降量分别为 46 万桶/日、22 万桶/日和 11 万桶/日, 合计为 79 万桶/日。4 月, 俄罗斯柴油出口量环比下降 6 万桶/日至 81.5 万桶/日, 较 1-2 月平均水平下降 15.5 万桶/日。与 1-2 月平均水平相比, 俄罗斯对欧盟柴油出口量下降了 4.3 万桶/日, 对英美等其他地区柴油出口下降幅度更大。

图 35: 2022 年 1-4 月俄罗斯成品油出口 (百万桶/日)

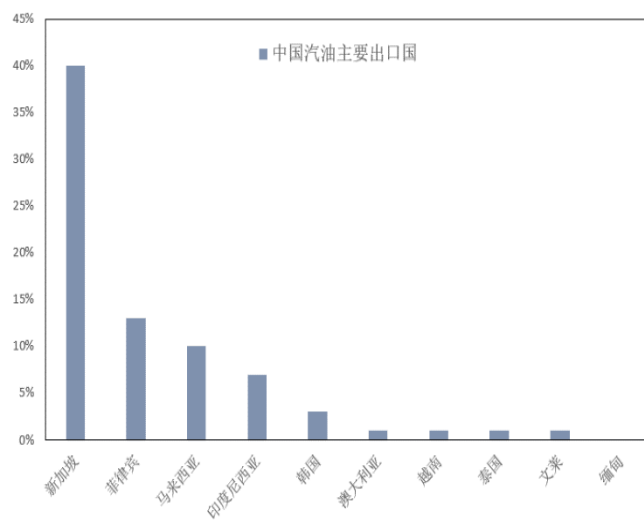


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

第三, 为了降低污染和排放, 中国出台了双碳政策以缩减成品油出口。中国成品油出口大幅下降导致东南亚成品油市场供应端进一步承压。在双碳政策之前, 中国出口的成品油是东南亚地区最重要的供应来源之一。其中, 菲律宾是中国柴油的最大出口国, 占总出口量的 26%。而新加坡是中国汽油的最大出口国, 出口占比高达近 40%。

图 36: 2021 年中国柴油主要出口国 (%)


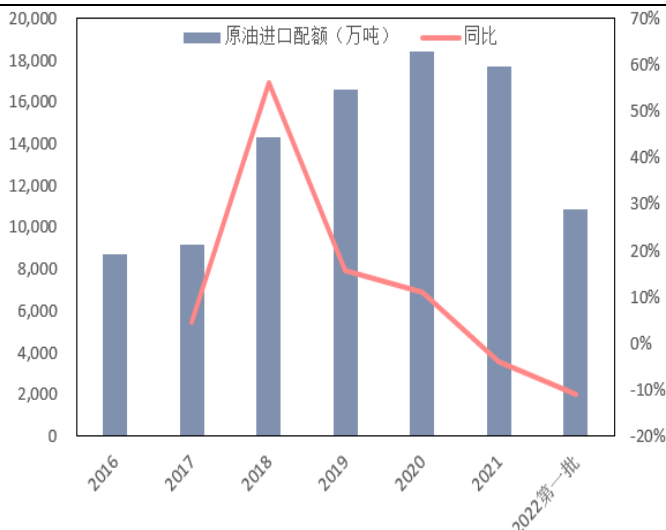
资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

图 37: 2021 年中国汽油主要出口国 (%)


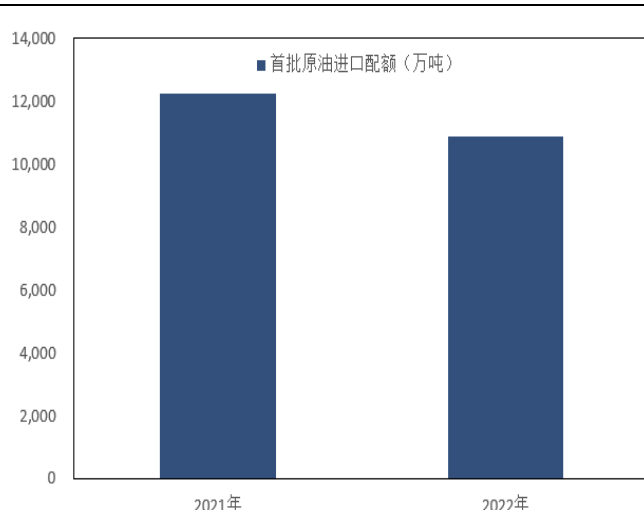
资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

2021 年, 中国政府出台碳达峰、碳中和政策, 查处消费税整顿地炼, 下调原油非国营贸易进口配额以及成品油的出口配额, 以缓解国内炼油行业高耗能、高碳排、高污染的问题。2022 年第一批原油进口配额为 10903 万吨, 同 2021 年第一批原油进口配额下调了 11%。2021 年中国成品油配额从 2020 年的近 5903 万吨大幅下调至 3761 万吨, 同比下降 36%, 实际出口从 4574 万吨缩水至 4031 万吨, 同比下降 12%。目前 2022 年第一批成品油出口配额仅为 1300 万吨, 同比下降了 56%。

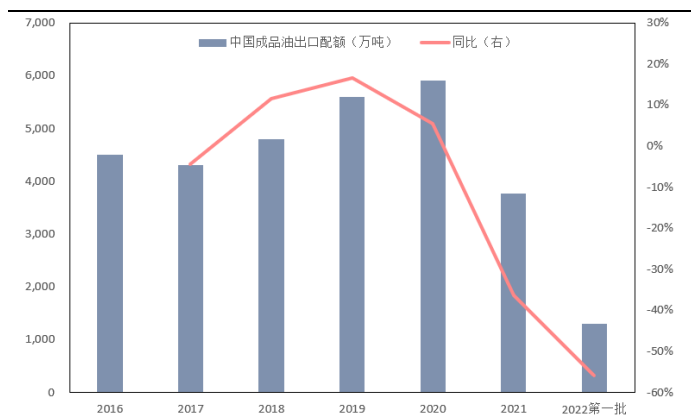
作为中国成品油的主要出口地区, 东南亚国家从中国进口的成品油数量也因此大幅下降, 进一步使东南亚成品油市场供给端承压。

图 38: 2016-2022 年中国原油非国营贸易进口配额 (万吨, %)


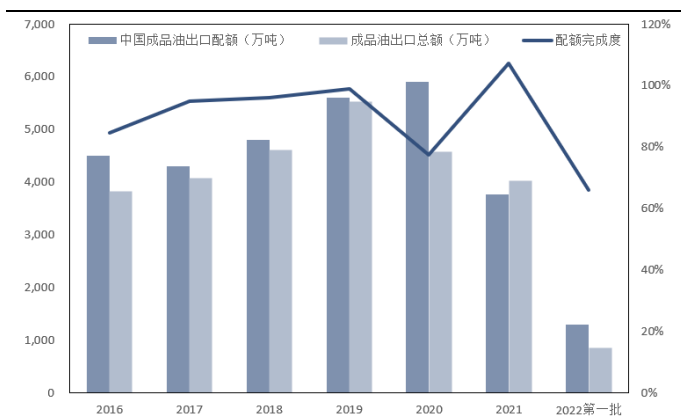
资料来源: 信达证券研发中心整理

图 39: 2021-2022 年第一批原油非国营贸易进口配额 (万吨)


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 40: 2016-2022 年中国成品油出口配额 (万吨, %)


资料来源: 信达证券研发中心整理

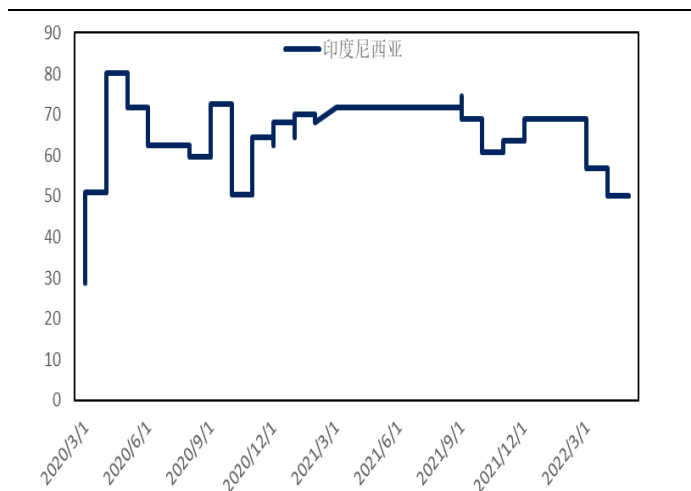
图 41: 2016-2022 年成品油配额完成度 (万吨, %)


资料来源: 信达证券研发中心整理

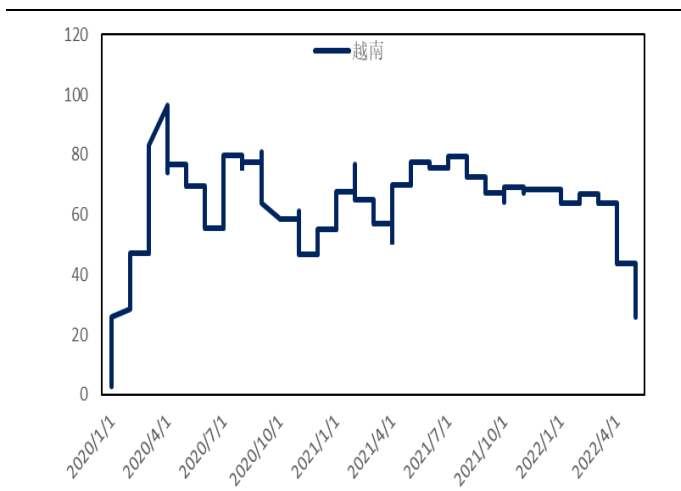
综合来看，2020-2022 年东南亚和澳洲地区关闭多个炼厂，而 2022-2025 年东南亚新增炼化规模有限不及成品油需求增速，俄乌冲突导致俄罗斯油品出口下降，双碳政策下中国油品出口配额下降。在三个因素共同作用下，我们认为 2022-2025 年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022 年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025 年东南亚将进入长期炼化景气周期。

2.3 需求端：疫情缓和叠加外贸订单回流，东南亚市场需求动力回升

由于疫情逐步消退，东南亚各国防控措施逐步放宽至疫情前水平。2022 年年初至今，东南亚各国隔离指数明显下降，标志着这些国家或地区正在逐步开放。同时，疫情的缓解让投资者对远期全球经济走势更加乐观，带动了东南亚各国制造业 PMI 的走强，从而拉动内需。

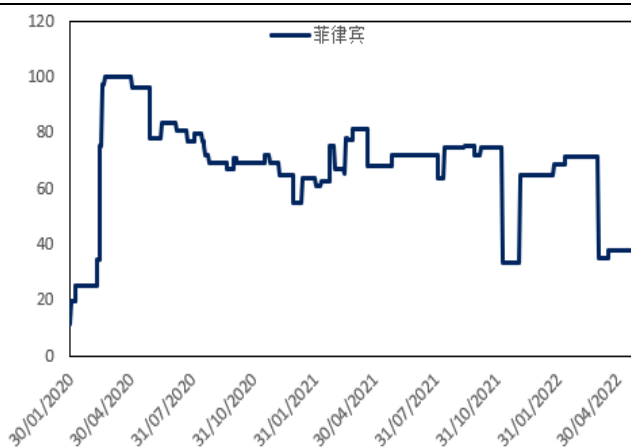
图 42: 印度尼西亚隔离指数


资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 43: 越南隔离指数


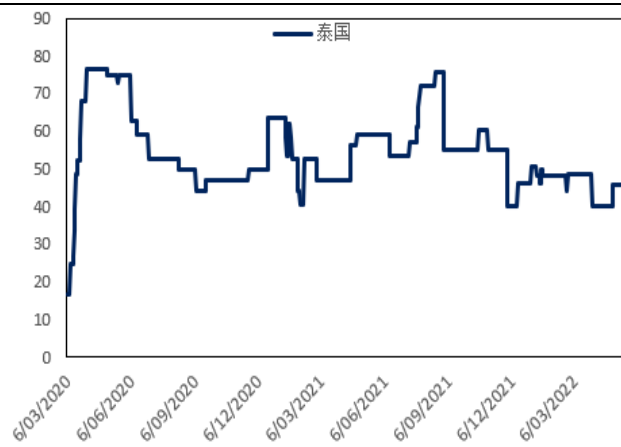
资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 44: 菲律宾隔离指数



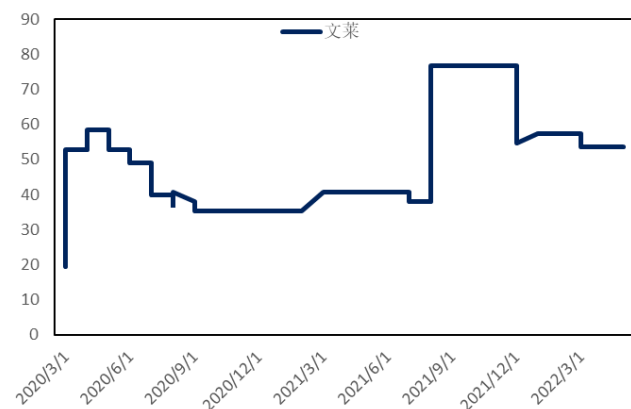
资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 45: 泰国隔离指数



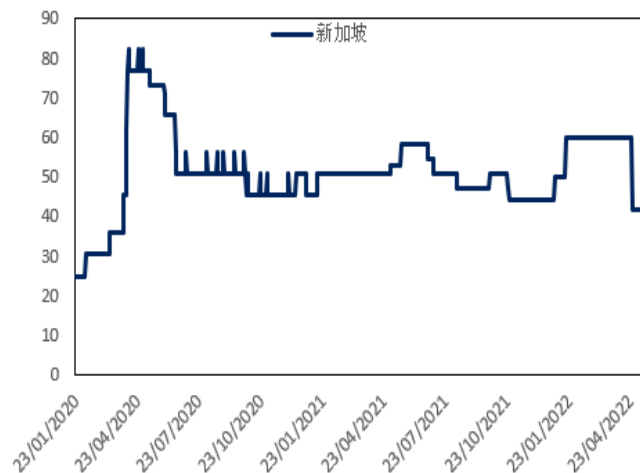
资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 46: 文莱隔离指数



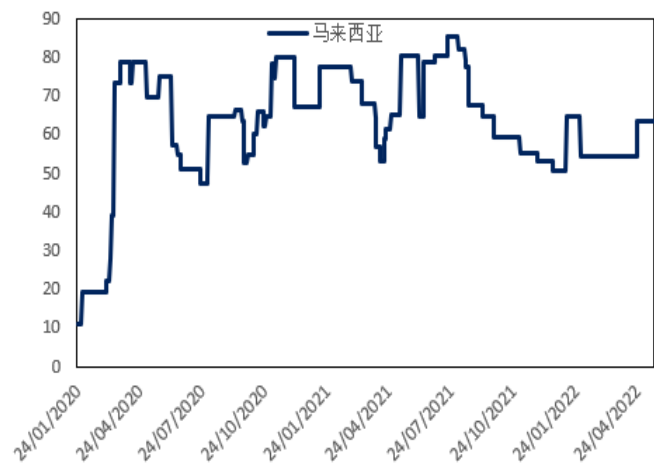
资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 47: 新加坡隔离指数



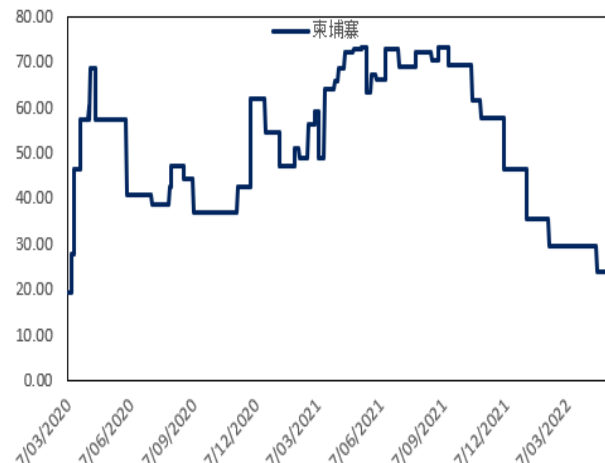
资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 48: 马来西亚隔离指数

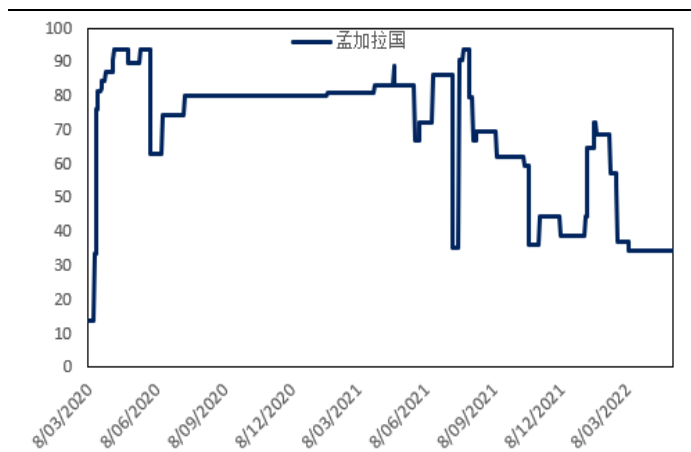


资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

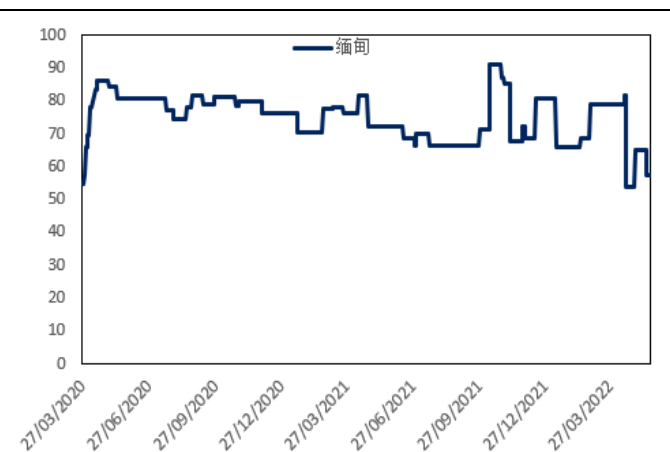
图 49: 柬埔寨隔离指数



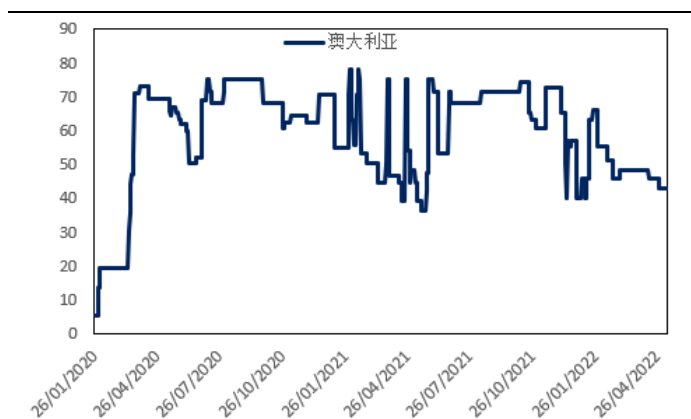
资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 50: 孟加拉国隔离指数


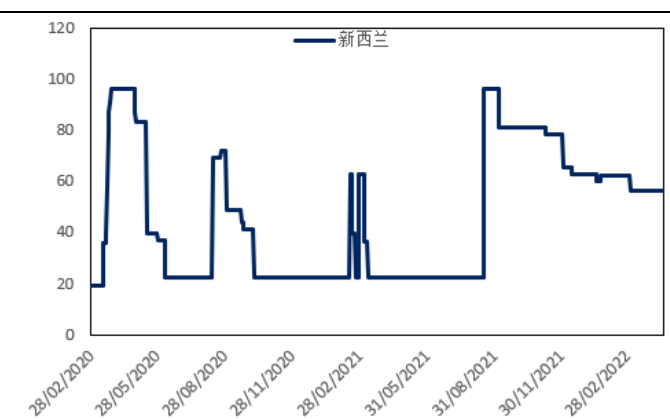
资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 51: 缅甸隔离指数


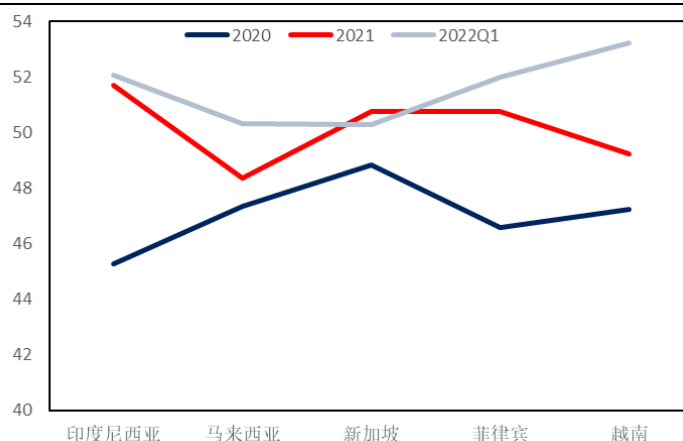
资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 52: 澳大利亚隔离指数


资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 53: 新西兰隔离指数


资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

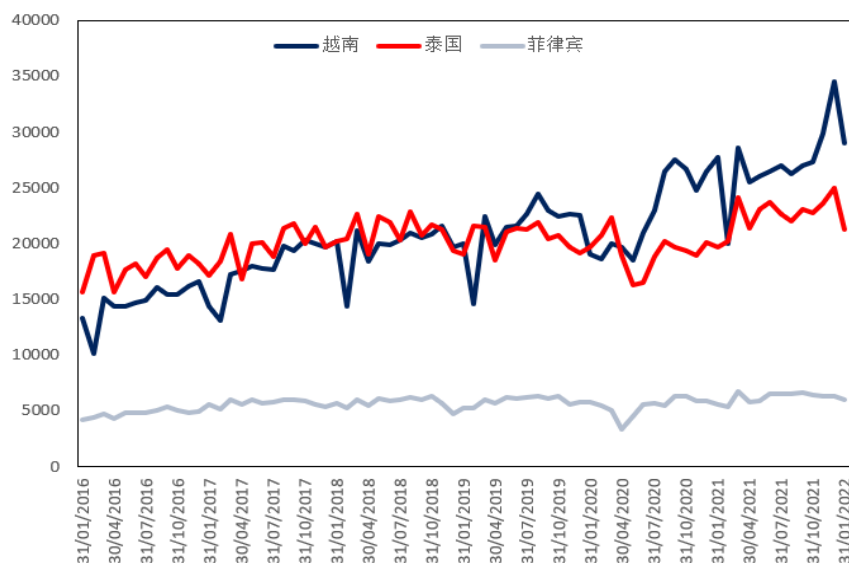
图 54: 东南亚各国制造业 PMI


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

另一方面, 中国疫情的反复导致了我国疫情防控措施收紧, 而东南亚国内疫情缓和、经济复苏, 叠加外贸订单回流, 东南亚市场的需求端正在强势复苏。长三角地区特别是上海, 情况尤为严重。由于封控措施的实施, 相关外贸出口受到严重影响, 使得海外订单回流东南亚, 从而拉动了东南亚地区的需求。2020 年以来, 东南亚各国出口稳健复苏。截止 2021 年末,

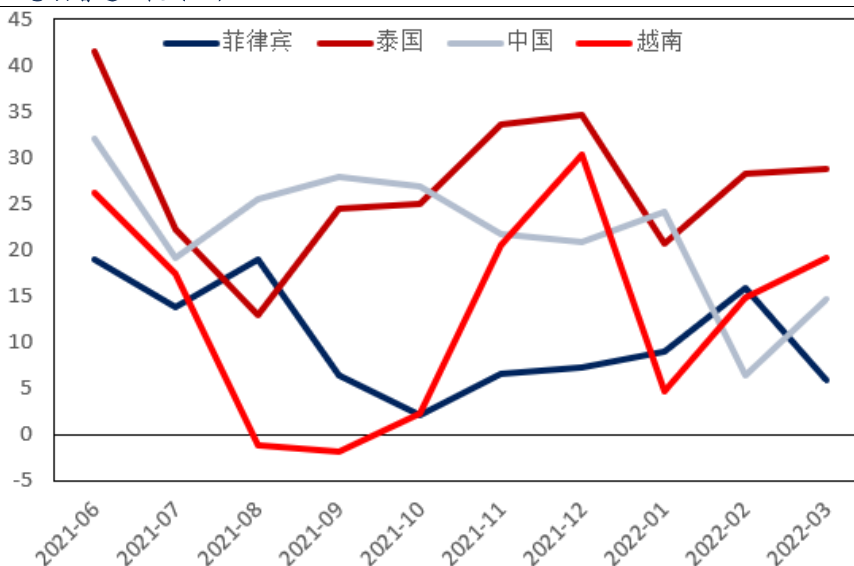
越南出口额超过 300 亿美元，泰国出口额超过 250 亿美元。2022 年来东南亚各国的出口增速正逐步反超中国。

图 55: 东南亚出口额 (百万美元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 56: 东南亚和中国出口总额增速比较 (%)

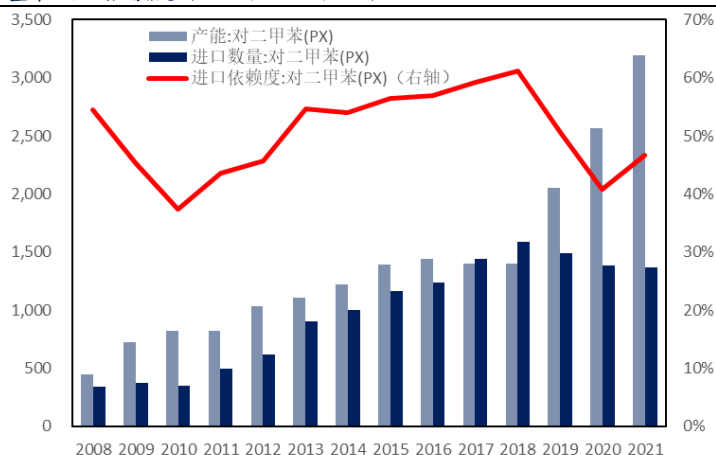


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

底部反转即将来临，聚酯化纤行业盈利中枢抬升

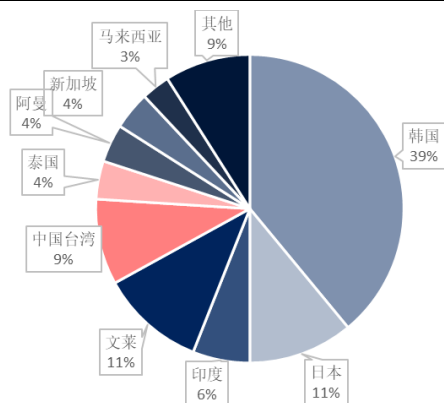
一、PX：民营炼化产能落地，进口替代有序推进

中国是全球最大的 PX 需求国，尤其是下游 PTA 行业快速发展导致 PX 需求快速扩张，国内 PX-PTA-聚酯板块的产能存在错配。国内 PTA 和聚酯产能大量投放并实现了国产替代进口，然而国内民众对 PX 的错误认识以及社会舆论的压制，导致国内 PX 产能建设缓慢。截止 2018 年底，中国共有 PX 产能约 1400 万吨/年，进口 PX 约 1590 万吨/年，PX 进口依赖度达到峰值的 61.17%。每年仍然需要从邻近的日韩台湾等地区进口，形成了以日韩为主导的卖方市场。另外，PX 的生产主要为国际石化巨头所垄断，导致我国企业在 PX 采购方面议价能力不强，直接加大了采购成本。2019 年后，随着国内民营大炼化项目先后陆续投产，PX 产能快速增长，PX 进口量呈下降趋势，截至 2021 年，PX 进口依赖度已降至 50% 以下。

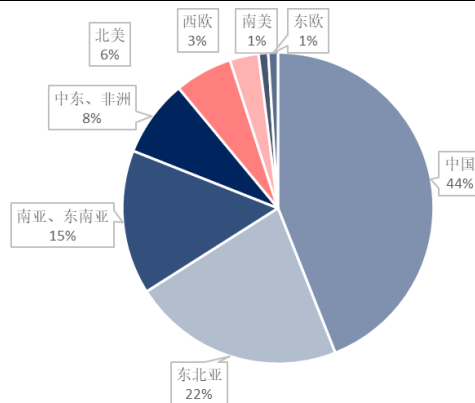
图 57: 中国 PX 产能、进口量和进口依赖度 (万吨, 万吨, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

截止 2021 年末的统计数据, 我国 PX 产能合计 3339.6 万吨/年 (包括恒逸文莱 150 万吨)。2021 年, 我国 PX 产能远超东北亚地区, 占全球 PX 产能比例 44%, 我国 PX 供需正由高进口依赖度切换至进口替代加速的新格局。截止 2021 年我国 PX 进口依赖度 46.63%, 较 2018 年下降 14.54 个百分点。

图 58: 2021 年中国 PX 进口来源国家及地区 (%)


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

图 59: 2021 年全球 PX 产能分布 (%)


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

PX 产能快速释放, 主要来源于民营大炼化项目的集中投产。2019-2021 年期间, 恒力石化 475 万吨、浙江石化 900 万吨和恒逸文莱 150 万吨 PX 集中投产。而 2019 年前, 我国 PX 产能集中于“三桶油”及其子公司, 在经历了 2019 年民营大炼化的跨越式扩能后, 我国 PX 市场供应面逐渐转变为民营企业与国有企业各撑起半边天的格局, 国内 PX 进口替代加速。截止 2021 年末, 中石化 PX 总产能约 626 万吨/年, 中石油 PX 总产能约 289 万吨/年, 中海油 80 万吨/年, 中化集团 150 万吨/年, 国有企业合计 1145 万吨/年; 以荣盛石化、恒力石化和恒逸石化为代表的民营企业 PX 产能合计 2195 万吨/年, 占国内总产能的 66%。根据 CCFEI 统计, 2022 年我国拟建及未投产 PX 产能还有 1040 万吨/年, 其中盛虹炼化 280 万吨/年大炼化芳烃产能推进有序, “三桶油”也在陆续发力, 中国石油、中国石化、中国海油分别计划投产 260、90、310 万吨/年。

表 10: 截止 2021 年底中国大陆主要 PX 已建产能

所属公司	子公司名称	产能 (万吨/年)
中石化	镇海炼化	65
	金陵石化	60

中国石化	扬子石化	80
	天津石化	41
	北京燕山	3
	上海石化	100
	洛阳石化	22
	齐鲁石化	8
	福建炼化	82
	海南炼化	165
	小计	626
	辽阳石化	95
	吉林石化	12
	乌鲁木齐石化	106.6
中国石油	彭州石化	75
	小计	288.6
	恒力石化	恒力石化
荣盛石化	中金石化	160
福佳集团	福佳大化	150
古雷石化	福海创芳烃（原腾龙芳烃，已复产）	160
荣盛石化 桐昆股份	浙江石化	900
青岛丽东	青岛丽东	100
中海油	中海油惠州	80
	中化弘润	70
中化集团	中化泉州	80
	富海集团	威联化学
恒逸石化	恒逸文莱 [*]	150
合计		3339.6

资料来源：CCFEI，信达证券研发中心，*注：恒逸文莱 PX 产品运回国内加工

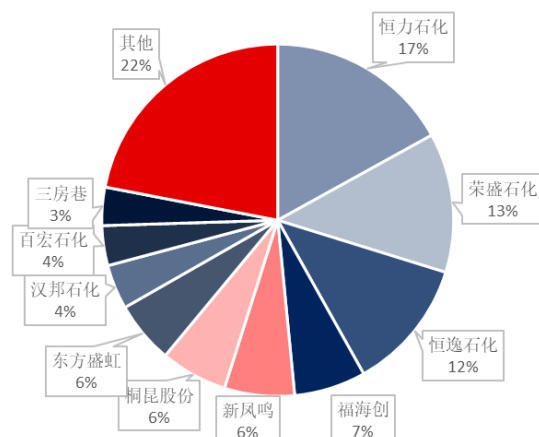
表 11：2022 年中国大陆 PX 拟投产产能

所属公司	子公司名称	产能（万吨/年）	拟投产时间
东方盛虹	盛虹炼化	280	2022 年 Q3
中国石油	广东石化	260	2022 年 Q3-Q4
中国石化	九江石化	90	2022 年 Q3-Q4
中海油	惠州二期	150	2022 年 Q3
中海油	大榭石化	160	2022 年 Q4
东营威联化学	威联化学	100	2022 年 Q4
合计		1040	

资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

二、PTA：产能结构性过剩，龙头成本优势突出

经过近几年 PTA 行业产能结构的调整，我国 PTA 行业逐步形成了寡头垄断的格局。截止 2022 年 1 季度，我国 PTA 行业产能（不包含停运和已拆除产能）约为 6832 万吨/年。国内 PTA 产能排名前十的企业产能占比达到 78%，中石化系子公司合计拥有 297.5 万吨/年产能（占比 4%），剩余其他产能占比约 18%。大炼化和聚酯龙头企业（荣盛、恒逸、恒力、桐昆、新凤鸣、东方盛虹）PTA 产能合计占比 60%，PTA 行业已充分形成寡头垄断的格局，龙头逐渐掌握 PTA 的定价权。

图 60: 2022Q1 中国十大 PTA 企业的产能和占比 (万吨, %)


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心, 注: 荣盛石化和恒逸石化为 PTA 权益产能。

2018 年, 福海创 (原翔鹭石化) 450 万吨/年和华彬石化 (原远东石化) 140 万吨/年这两家大型 PTA 企业经历多年破产重组后复产。2020 年, 新凤鸣独山能源二期 220 万吨/年、恒力石化 4# 和 5# 合计 500 万吨/年装置投产。2021 年, 福建百宏 250 万吨/年、东方盛虹虹港石化 250 万吨/年和逸盛新材料 300 万吨/年三套装置合计 800 万吨/年新增产能落地。2022 年 1 月, 逸盛新材料投产 300 万吨/年 PTA。近几年 PTA 投产装置基本为大型装置, PTA 供应端压力攀升。

根据 CCFEI 的统计, 2022 年以恒力石化、桐昆股份等龙头企业为代表, 我国有 1300 万吨/年 PTA 产能拟投产, 且建设规模均在百万吨以上。我国 PTA 供给侧呈现出明显的: 大型 PTA 生产装置不断扩产, 落后 PTA 产能淘汰进度缓慢的结构性产能过剩格局。

表 12: 2022 年中国大陆拟投产 PTA 产能

所属公司	子公司名称	产能 (万吨/年)	拟投产时间
恒逸石化	逸盛新材料	300	2022 年 1 月已投产
荣盛石化			
恒力石化	恒力石化 (惠州)	500	2022 年 Q4
富海集团	威联化学	250	2022 年 Q4
桐昆集团	嘉通能源	250	2022 年 Q4
合计		1300	

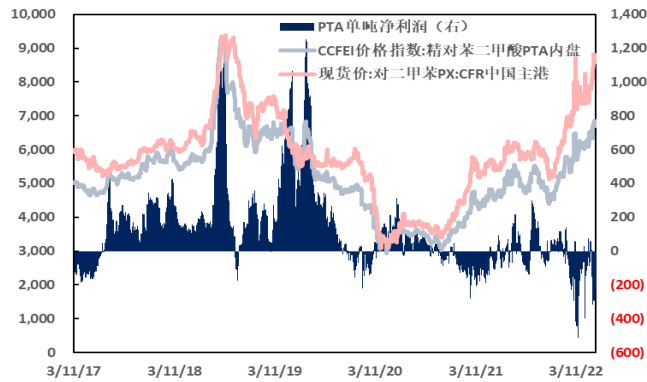
资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

2019 年开始, 得益于国内大炼化项目密集投产, 国内 PX 进口依赖度大幅下降, 但另一方面, PX 价格自 2019 年 3 月中下旬开始暴跌, 截止 2019 年底 PX 价格跌去超过 200 美元/吨。2020 年由于国际油价暴跌, PX 价格出现断崖式下挫。2021 年 PX 价格已回升至 2019 年同期水平, 但 2021 年下半年浙江石化 500 万吨产能释放导致 PX 价格再次下跌。进入 2022 年至今, 受海外汽油裂解价差走强影响, 日韩炼厂 PX 装置转产 MX 用于调和油, 导致全球 PX 供给收缩, PX 价格一路走高。但考虑未来 PX 产能投建压力仍然较大, **PX 环节利润向下游 PTA 及聚酯转移成为产业链结构性大趋势, 但是转移幅度和速度还与 PX 产能释放进度、PTA 自身供给增速和下游终端需求增速有关。**

PTA 价格走势与原料 PX 相关性较强。利润方面, 近两年来 PTA 产能大量投放, 叠加终端需求受疫情反复影响, 国际油价走高带来的成本端压力传导不畅, 自 2020 年 3 季度以来至今, PTA 行业单吨盈利整体处于亏损状态, PTA 装置开工率逐渐下滑至 60-70%, 终端流通库存与疫情前相比仍然处于高位水平, 下游聚酯及终端织造订单及开工恢复成为制约 PTA 盈利反弹的重要因素。

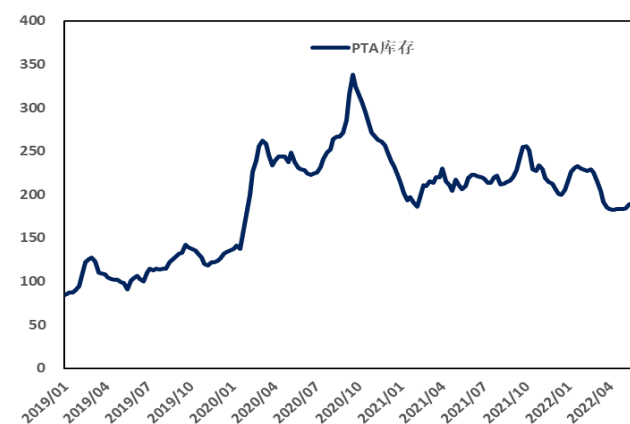


图 61: 2017 年至今 PX、PTA 价格和 PTA 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)



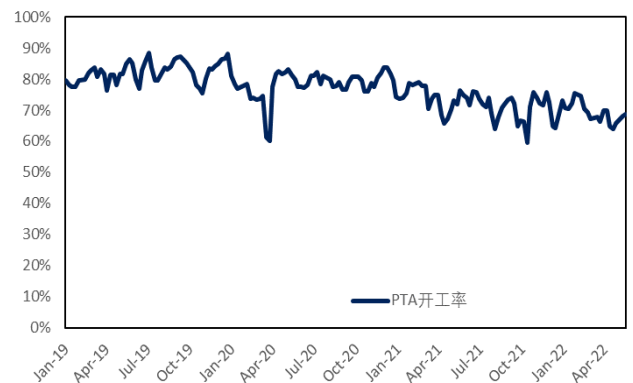
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 63: 2019 年至今 PTA 流通库存 (万吨)



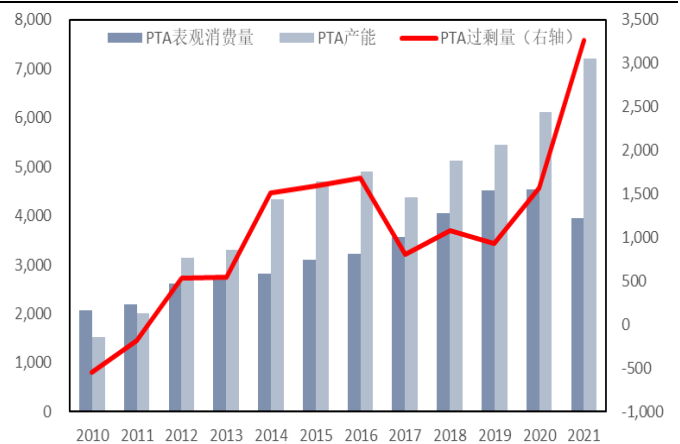
资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

图 62: 2019 年至今 PTA 开工率 (%)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心,

图 64: 2010 年-2021 年 PTA 产能及表观消费量 (万吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 图中为名义总产能数据

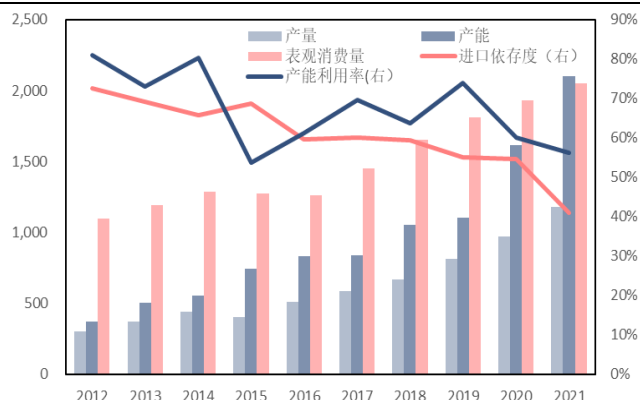
三、乙二醇: 正处扩产高峰期, 利润将向下游转移

近两年, 民营大炼化项目纷纷落地投产, 乙二醇产能大幅提升, 到 2021 年, 乙二醇产能已达到 2102 万吨/年, 基本能覆盖下游需求量。但同时, 乙二醇的产能利用率不升反降, 2021 年, 乙二醇国内产能利用率仅为 56%, 国内生产量有限, 与市场需求之间存在巨大缺口, 我国仍然需要从沙特、台湾以及加拿大等国家进口乙二醇来满足市场需求。出现这一现象的原因有两点: 一是我国是煤炭大国, 2021 年煤制乙二醇的产能比例为 38%, 但由于煤制乙二醇产品存在杂质较多等质量问题, 下游聚酯行业应用还比较谨慎, 仅在常规品种上使用煤制乙二醇。二是中东地区生产企业用廉价乙烷裂解原料制造乙二醇, 生产成本足够低廉, 价格具备竞争力。

目前因成本和质量问题, 我国乙二醇存在产能结构性过剩问题, 产能增速较快但产量释放缓慢, 进口依赖度依然较强。

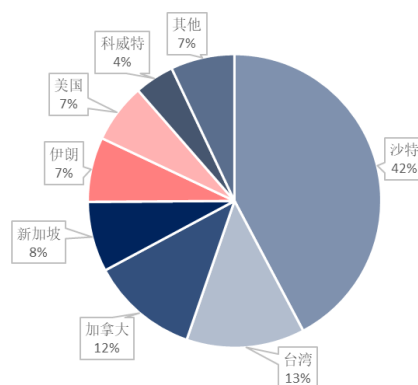


图 65: 2012-2021 年乙二醇国内供需、产能利用率及进口依赖度 (万吨/年, %)



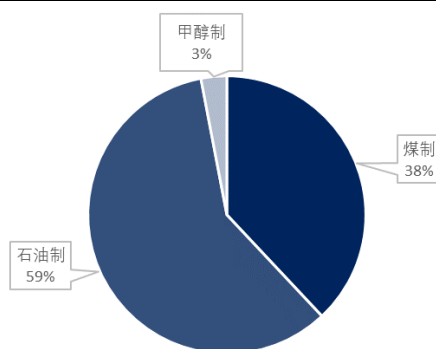
资料来源: 万得, CCFEI, 信达证券研发中心

图 66: 2021 年乙二醇进口结构 (%)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

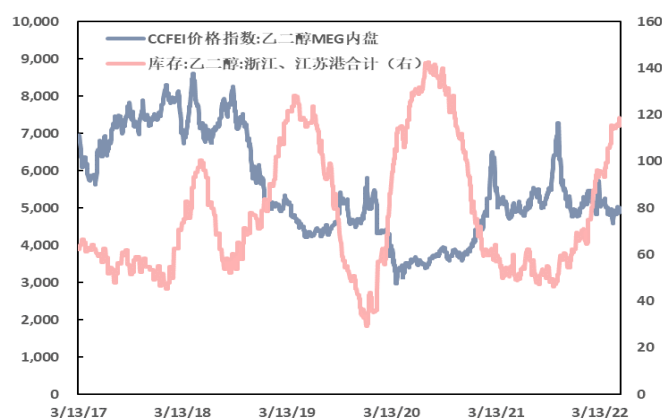
图 67: 2021 年我国乙二醇不同生产工艺产能占比 (%)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

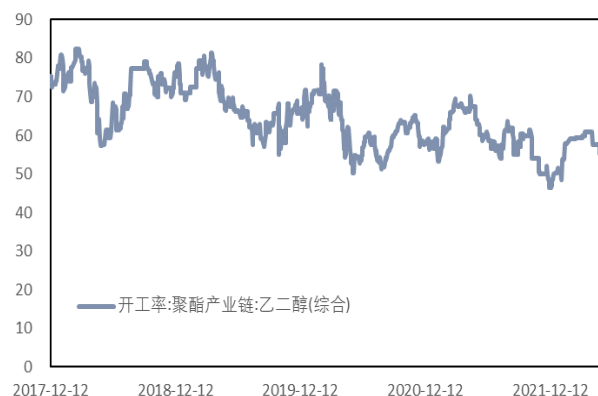
聚酯行业是乙二醇的重要下游, 近几年聚酯产能增速逐渐放缓, 市场资源趋于饱和, 叠加 2022 年上半年上海疫情爆发, 聚酯行业景气下行, 目前乙二醇库存处于 120 万吨左右的阶段性高位水平, 开工率逐步下滑至 50-60%。成本端煤价和油价高位波动运行, 乙二醇价格依然维持在相对低位水平, 行业盈利空间一再压缩。

图 68: 2017-2022 年乙二醇价格和库存情况 (元/吨, 万吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 69: 2017.12-2022.05 乙二醇开工率 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

据 CCFEI 统计数据, 2022 年依然为乙二醇的扩产大年, 包括中石化镇海炼化 80 万吨/年、

浙江石化二期 75 万吨/年以及盛虹炼化 200 万吨/年三套炼化一体化装置合计 355 万吨/年将会投产，另外 440 万吨预计新增产能多为煤制路线。**2022 年，预计有 795 万吨/年的乙二醇新增产能投产，届时上游供给宽松将推动利润向下游聚酯行业转移。**

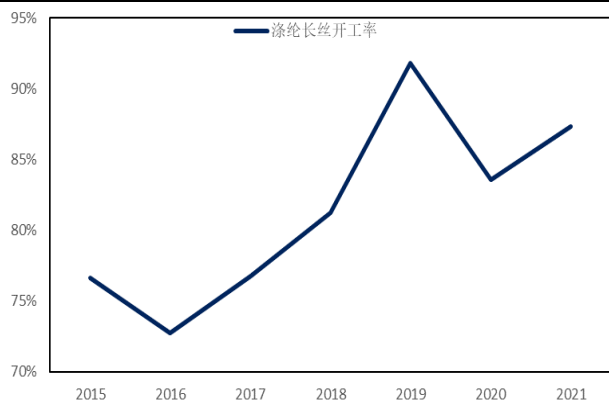
表 13：2022-2023 年中国大陆拟新增乙二醇产能

公司名称	设计产能（万吨/年）	生产路线	预计投产时间
广汇环保（一期）	20	煤制	2022 年一季度
广西华谊	20	煤制	2022 年一季度
美锦华盛	30	煤制	2022 年一季度
山西襄矿泓通煤化工	20	煤制	2022 年一季度
陕西华彬正开	30	煤制	2022 年一季度
镇海炼化	80	炼化一体化	2022 年一季度
浙江石化 2#	75	炼化一体化	2022 年一季度
宁夏鲲鹏	20	煤制	2022 年一二季度
陕西榆能	40	煤制	2022 年二三季度
盛虹炼化	200	炼化一体化	2022 年二三季度
三江化工	100	轻烃综合	2022 年二三季度
榆林化学	60	煤制	2022 年
久泰能源	100	煤制	2022 年
2022 年合计	795		
宁夏鲲鹏 2	20	煤制	2023 年
榆林化学 2	120	煤制	2023 年
海南炼化	80	炼化一体化	2023 年
巴斯夫	90	炼化一体化	2023 年
久泰能源	50	煤制	2023 年
2023 年合计	360		

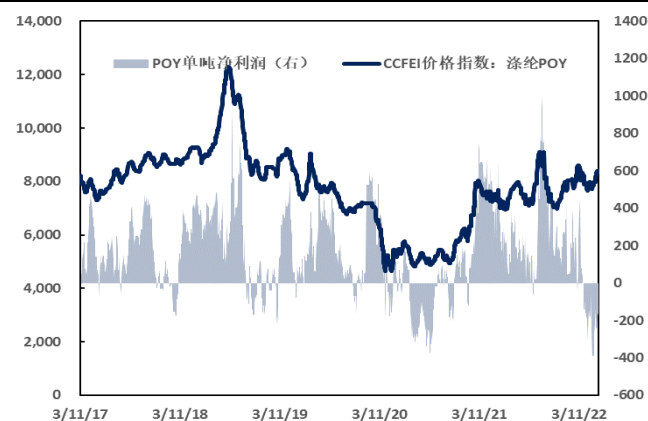
资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

四、涤纶长丝：“至暗时刻”将过，国内疫情好转带动景气底部反转

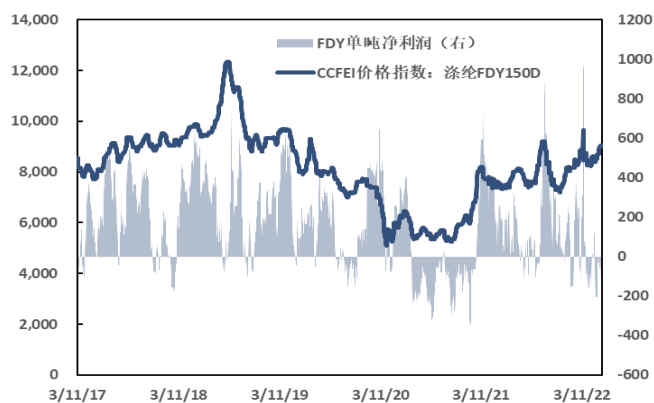
长丝“至暗时刻”将过。2020 年受新冠疫情影响，在 3 季度淡季期间，由于终端订单减少，织机开工率和坯布库存情况持续恶化，叠加成本端油价攀升，供需基本面恶化，长丝价格维持低位，单吨净利润跌入负值区间，2020 年疫情无疑使长丝景气度跌入底部。2020 年 4 季度开始，国内疫情管控措施有效使得海外终端纺织订单转移至国内，坯布去库存带动长丝价格和利润持续反弹。2021 年，疫情逐步恢复，居民消费能力提升，下游纺服需求环比增加，市场进入修复期，涤纶长丝价格也呈现大幅抬升，盈利回暖。进入 2022 年后，受上海等地疫情影响，消费需求下降，物流受阻，下游织机开工率同比下滑，长丝生产活动基本陷入停滞，行业景气下滑，叠加高油价带来的成本端压力，4 月份后长丝单吨盈利再次出现亏损。我们认为随着上海疫情缓解，终端纺服需求将会回暖，长丝景气度将迎来底部反转。

图 70：2015-2021 年涤纶长丝开工率（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 71：2017-2022 年 POY 价格及 POY 单吨净利润（元/吨，元/吨）


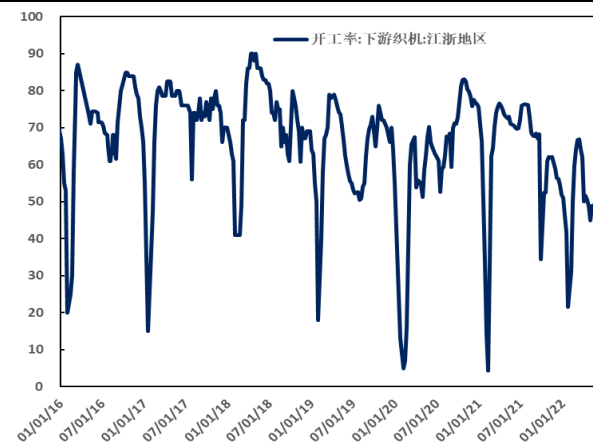
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 72：2017-2022 年 FDY 价格及 FDY 单吨净利润（元/吨，元/吨）


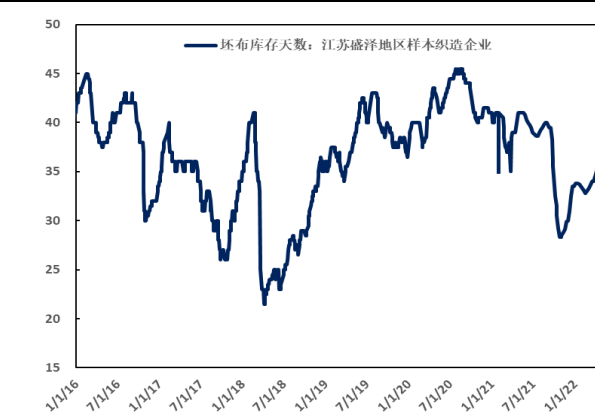
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 73：2017-2022 年 DTY 价格及 DTY 单吨净利润（元/吨，元/吨）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 74：2016-2022 年盛泽地区织机开工率（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

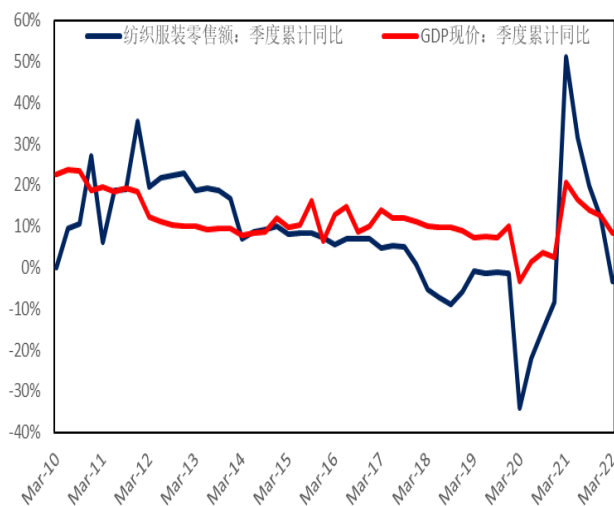
图 75：2016-2022 年盛泽地区坯布库存天数（天）


资料来源：万得，信达证券研发中心

根据国家统计局公布的纺织服装零售额和 GDP（现价）的季度累计同比增速，我们发现，

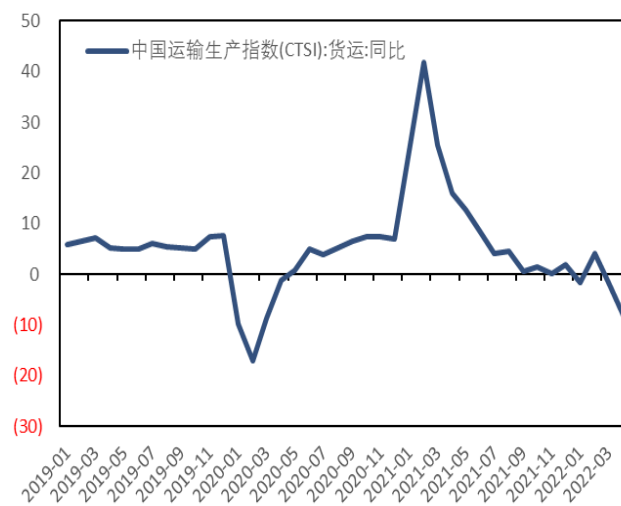
2014 年以来，纺织服装行业零售增速与 GDP 增速正相关关系逐渐增强。在 2020 年的宏观大环境下，纺织品服装消费额断崖式下跌，但下半年跟随疫情和经济恢复而快速反弹，包括因疫情原因，东南亚订单向国内转移的趋势逐渐显现，在 2020 年下半年-2021 年上半年，下游纺服需求同比大幅改善。但到 2021 年下半年至今，主要受海内外疫情反复影响，物流运输不畅，生产生活受阻，纺服国内零售额累计同比增速大幅下滑。我们认为，随着长三角地区疫情防控趋于稳定，生产生活逐步恢复，下游纺服需求会逐步回升。

图 76: 中国 GDP 累积同比增速和纺织品消费额同比增速 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

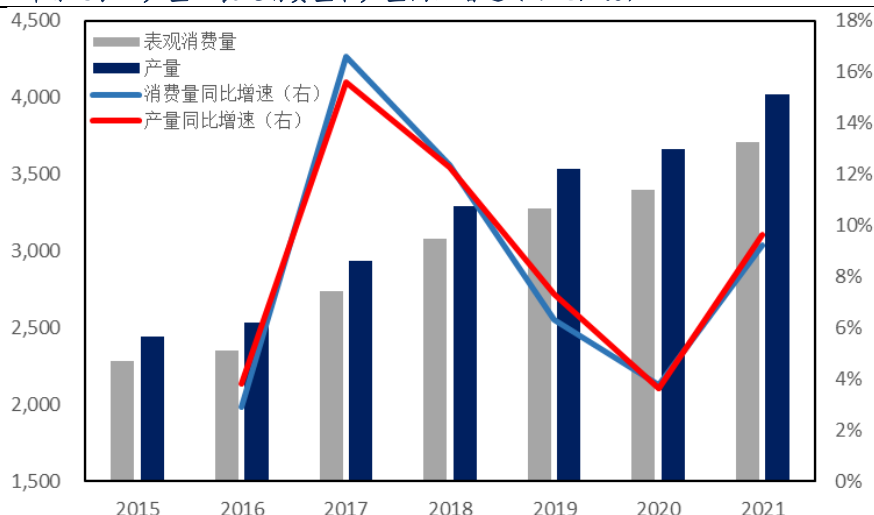
图 77: 2019-2022.4 中国运输生产指数同比情况 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

截止 2021 年末，我国涤纶长丝产量为 4017 万吨，同比增长 9.66%。2016 年-2019 年，涤纶长丝产量增速维持在 5% 以上，由于涤纶长丝净出口量仅占产量 7% 左右，长丝产量与表观消费量基本一致。2020 年由于疫情导致终端纺服需求减少，长丝需求难以维持上年的较高增速。到 2021 年，随着疫情好转，长丝需求增速恢复至 9-10% 的水平。我们认为，到 2022 年下半年疫情因素缓解后，长丝需求同比增速也将迅速回升。

图 78: 2015 年-2021 年涤纶长丝产量、表观消费量和产量同比增速 (万吨, %)



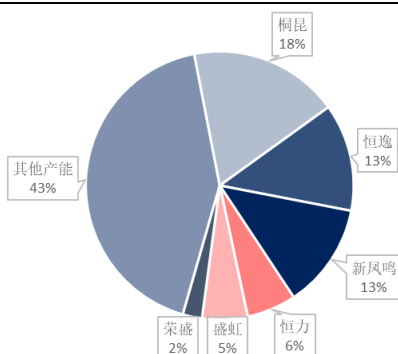
资料来源: CCFEI, 万得, 信达证券研发中心

行业集中度提高，龙头优势凸显。2021 年涤纶长丝国内总产能为 4743 万吨/年，根据 CCFEI 统计和各公司公布的投产计划，2021 年涤纶长丝新增产能主要来自于龙头企业，其中 CR6 (桐昆、恒力、恒逸、新凤鸣、盛虹、荣盛) 产能共计 2728 万吨，占到总产能的 58%，产

业集中度进一步提高。2022 年，以龙头企业为首，我国还将计划新增 385 万吨/年涤纶长丝产能。涤纶长丝正经历从普通丝逐渐向高端差异化丝的升级，受制于核心设备卷绕头的产能限制，目前高端差异化长丝必须采用日本 TMT 或者德国巴马格两家的设备，但设备存在 200 万吨/年左右的瓶颈，因为我们预计 2022 年新扩建产能计划中仅部分能投产，但长期来看，行业集中度将持续向龙头企业集中，长丝产品议价权逐渐由龙头企业掌控。

另一方面，国内长丝龙头存在“各自为安”的格局，龙头企业在各自优势领域持续强化竞争内核，并且互相之间保持竞争的差异化。由于进入不擅长领域所花费的研究成本、资本开支和销售费用较高，且新增产能布局将加大细分领域价格战的可能性，龙头企业通过深耕差异化避免在行业内引发不必要的竞争，达成基本默契，这样的格局将长久存在于涤纶长丝行业中。

图 79：2021 年涤纶长丝产能及占比（%）



资料来源：CCFEI，各公司公告，信达证券研发中心

表 14：中国 2022 年拟新增涤纶长丝产能

厂家名称	产能（万吨/年）	投产时间
新疆中泰	25	2022 年 Q1
古纤道-九华蓝	65	2022 年 3 月
新凤鸣独山能源	30	2022 年 Q1
东方盛虹国望高科	25	2022 年 Q1-Q2
桐昆嘉通能源	90	2022 年
江苏轩达	55	2022 年 Q2-Q3
东方盛虹港虹纤维	20	2022 年 Q3
荣盛盛元	50	2022 年年底
恒逸海宁新材料	50	2022 年年底
预计新增总产能	410	

资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

五、政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢抬升

在减存量、控新量的行业政策指导下，叠加双碳目标的逐步落实，聚酯化纤行业总体产能放量受限。结合近两年中央和地方发布的相关政策，可以发现未来化纤（聚酯）产业的发展朝着绿色化、差异化、功能化等方向转型升级，同时 2021 年国务院在《2030 年前碳达峰行动方案》提出要“促进石化化工与煤炭开采、冶金、建材、化纤等产业协同发展”，指明炼化一体化是高耗能行业的未来发展方向。在转型升级、炼化一体化的政策要求下，聚酯行业将加速淘汰落后中小产能。另一方面，浙江省也提出要“严控新上石化、化工、化纤等高耗能项目”，2022 年浙江省虽暂缓了化纤等行业产能置换政策的实施，但限制行业总产能、严控新上产能的政策基调未发生变化。

表 15：中央及地方关于化纤（聚酯）行业政策梳理

时间	政策	发布机构	主要内容
2020/7/20	《关于加快制造业绿色发展》	浙江省经济和信息化厅	推进产业结构绿色化。立足我省生态资源禀赋和产业发展实际，加快发展具有技术含量和环境质量的绿色产业。以纺织印染、化工、化纤、非金属矿物制品、有色金属加工等行业为重点，全面推行传统产业绿色化升级改造。 实施一批绿色制造重点项目。以化工、建材、化纤、纺织印染等行业为重点，每年组织实施一批重点节能减排技术改造项目，推进关键节能减排技术示范推广和改造升级
2021/7/7	《福建省“十四五”制造业高质量发展专项规划》	福建省人民政府	依托长乐、晋江、石狮等产业集聚区，推进纺织化纤行业技术改造，突破差别化纤维、功能化纤维等关键技术，发展生物基纤维、循环再利用纤维。引导恒申、永荣、金纶、百宏、赛得利等重点企业加快开发新型功能性纤维等产品，加大下游企业高性能纤维混纺、高支高品质纱线及其织物的研发力度。推进赛隆科技绿色纤维产业园等项目建设，发展新型天然纤维、纤维素纤维、功能性纤维、差别化纤维等高新技术纤维产品。推进百宏涤纶工业丝项目建设，发展应用于车用材料、海洋工程、军用装备、医疗健康等领域的特种化纤材料。加快前沿纤维技术攻关，着力突破纳米、智能、生物医用等纤维关键技术，力争在碳纤维、芳纶、聚苯硫醚、超高分子量聚乙烯等高端纤维领域取得突破。
2021/7/14	《纺织行业“十四五”发展纲要》	中国纺织工业联合会	保障原料供应安全，针对化纤原料高度依赖石油化工的现状，推动现代煤化工与化纤产业融合发展，支持有煤炭资源的中西部地区适度发展煤化工制化纤原料及化纤生产项目。
2021/7/22	《浙江省全球先进制造业基地建设“十四五”规划》	浙江省省经信厅（省中小企业局）	突破差异化生产技术和新型加工技术，推广应用生态印染技术，发展先进化纤、高端纺织、绿色印染、时尚家纺服装。强化文化植入、创意设计、信息技术与现代纺织的融合发展。打造国际一流的现代纺织和服装产业基地。 加大落后产能淘汰力度。严格常态化执法和强制性标准实施，促使能耗、环保、安全、技术等达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能依法依规关停退出。推动高碳行业率先达峰，严控新上石化、化工、化纤等高耗能项目，分行业制定高耗能项目准入标准，从严执行钢铁、水泥、平板玻璃、铸造等行业产能减量置换政策。支持工业企业实施清洁能源替代，加强煤炭集中使用和清洁利用。
2021/10/26	《2030年前碳达峰行动方案》	国务院	优化产品结构，促进石化化工与煤炭开采、冶金、建材、化纤等产业协同发展，加强炼厂干气、液化气等副产气高效利用。鼓励企业节能升级改造，推动能量梯级利用、物料循环利用。
2021/11/1	《江苏省“十四五”制造业高质量发展规划》	江苏省人民政府	聚焦纺织纤维新材料研发、先进纺织制品开发、创意设计、品牌提升等高附加值环节，大力发展高品质品牌服装、功能性高档家纺、功能性纺织品、智能纺织品、产业用纺织品，突破高性能纤维、纺织绿色加工、再生纤维等技术，高水平建设国家级先进功能纤维创新中心，提升化纤、纺纱织造、印染、服装家纺等环节智能化、绿色化水平，打造综合实力国际先进的高端纺织集群。 以差异化、功能化、高性能为方向，重点发展碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯、聚酰亚胺等高性能产业用纤维材料，加快研发纳米纤维、智能纤维、生物医用纤维等前沿纤维新材料，鼓励开发高仿真、舒适易护理、高效阻燃等功能纤维以及生物基聚酯、聚乳酸纤维等生物基化学纤维和再生聚酯纤维等绿色纤维，提高聚酯、锦纶、粘胶等常规纤维的差异化、功能化和舒适性水平。
2021/11/15	《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局	对拟建、在建项目，应对照能效标杆水平建设实施，推动能效水平应提尽提，力争全面达到标杆水平。对能效低于本行业基准水平的存量项目，合理设置政策实施过渡期，引导企业有序开展节能降碳技术改造，提高生产运行能效，坚决依法依规淘汰落后产能、落后工艺、落后产品。加强绿色低碳工艺技术装备推广应用，促进形成强大国内市场。 依据能效标杆水平和基准水平，限期分批实施改造升级和淘汰。对需开展技术改造的项目，各地要明确改造升级和淘汰时限（一般不超过3年）以及年度改造淘汰计划，在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上，力争达到能效标杆水平；对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰。坚决遏制高耗能项目不合理用能，对于能效低于本行业基准水平且未能按期改造升级的项目，限制用能。

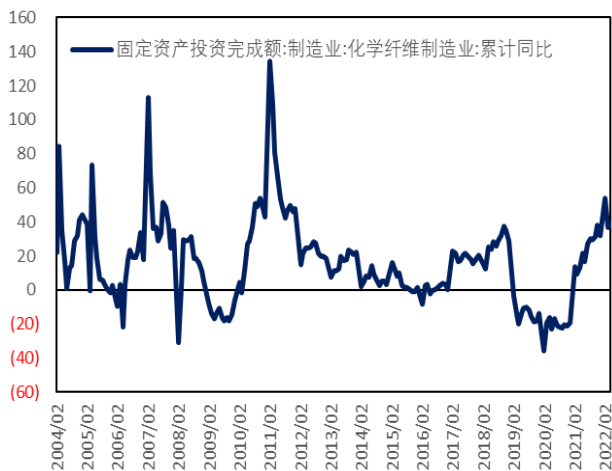


2022/3/9	《关于化工、化纤、印染行业暂缓实施产能置换政策的通知》	浙江省经济和信息化厅、浙江省发展和改革委员会	一、在国家化工、化纤、印染行业产能置换政策未出台前，暂缓实施化工、化纤、印染行业产能置换政策。 二、各地要对标行业能效先进水平，从严把关化工、化纤、印染行业新上项目，坚决遏制“两高”项目盲目发展。 三、进一步加强对印染行业管理，新上印染项目达到废水排放量2万吨/日以上、综合能耗20万吨标煤/年以上等两个条件之一，即为印染行业新上重大项目，需实行“一事一议”，报省级审核。
2022/3/24	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的实施意见》	中共杭州市委、杭州市人民政府	严格控制高耗能高排放行业。动态更新产业导向目录，严控化纤、水泥等高耗能行业项目准入。逐步实施建设项目碳排放评价，将碳排放强度进入“亩均论英雄”“标准地”指标体系，完善高碳低效产业退出机制。
2022/4/21	《关于化纤工业高质量发展的指导意见》	工业和信息化部、国家发展和改革委员会	推动化纤工业高质量发展，形成具有更强创新力、更高附加值、更安全可靠的产业链供应链，巩固提升纺织工业竞争力，满足消费升级需求，服务战略性新兴产业发展。

资料来源：信达证券研发中心整理

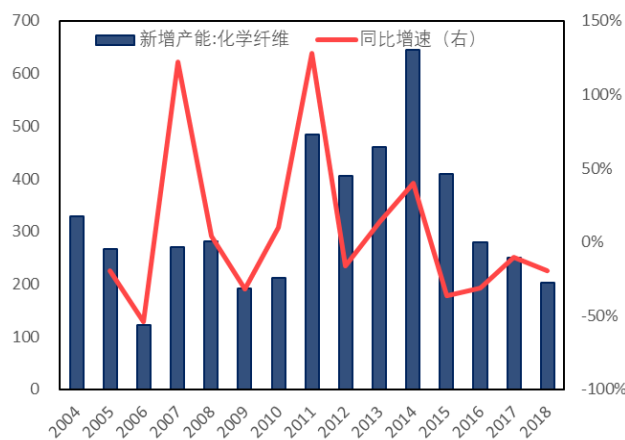
化纤行业投资周期性将削弱。根据历史数据，化纤行业投资完成情况与产能投放情况具备较强的正相关性。2012年以前，化纤行业投资的周期性较强，当行业的利润率出现明显改善，就会引发新一轮的投资扩产潮，而产能的集中投放又会引发产能过剩，从而导致行业利润率快速下滑，进而抑制企业的投资意愿，直到下一轮周期的来临。化纤行业在2004年初、2005年初、2007年初和2011年初分别经历了四轮扩张周期，特别是2007年和2011年迎来了大规模新增产能释放。2012年后，化纤行业产能格局趋于稳定，投资的周期属性逐步减弱。2015年后，化纤新增产能逐年下降，我们认为，后续随着双碳政策继续强化对行业的扩产约束，化纤行业产能增长有限。

图 80：2004-2022 年化纤行业固定资产投资完成额累计同比 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 81：2004-2018 年化纤行业新增产能及同比增速 (万吨/年, %)

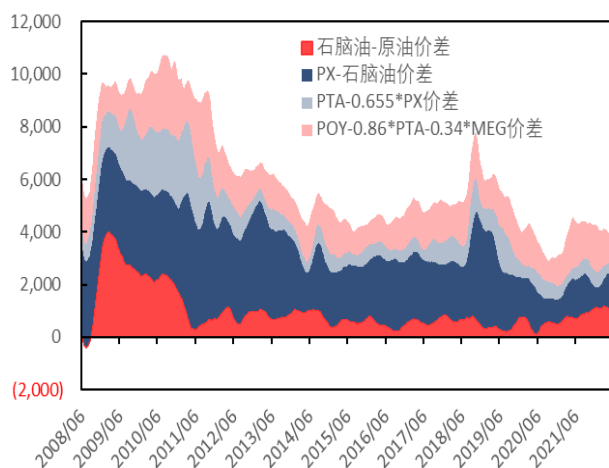


资料来源：万得，信达证券研发中心

聚酯产业链投产节奏错配，利润向下游转移。目前聚酯行业的大规模扩产已接近尾声，而近几年民营大炼化落地带动聚酯上游PX、PTA产能快速释放。2019-2021年，PX、PTA、聚酯；累计新增产能分别为1745万吨/年、2080万吨/年和1348万吨/年，上游扩产规模和扩产速度都大幅高于聚酯行业。从价差结构来看，2019年后，PX价差逐步收窄，长丝价差有扩大趋势。据CCFEI统计数据，2022年，聚酯上游PX和PTA预期新增产能分别为1260万吨/年和1360万吨/年，乙二醇新增产能预计为795万吨/年，聚酯预期新增产能为680万吨/年，上游扩产规模远高于下游需求，下游聚酯端的成本红利有望扩大。

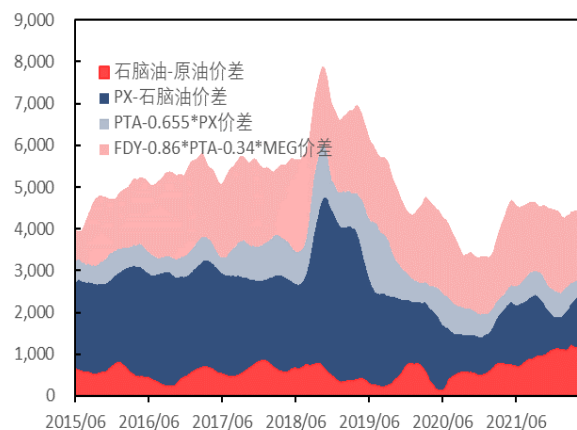
图 82：2008-2022 年 POY 产业链加工价差 (元/吨)

图 83：2008-2022 年 FDY 产业链加工价差 (元/吨)



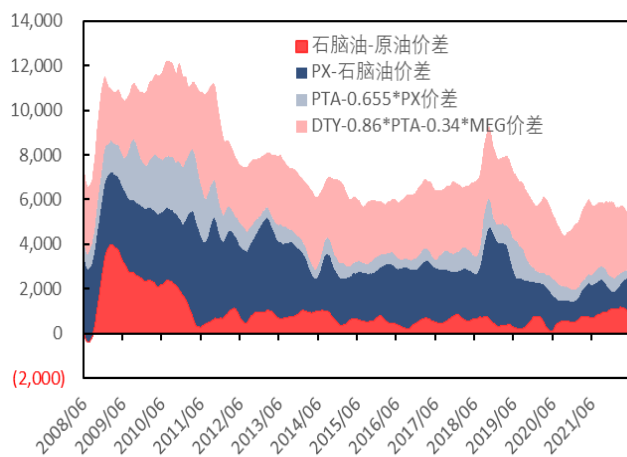
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 84：2008-2022 年 DTY 产业链加工价差（元/吨）

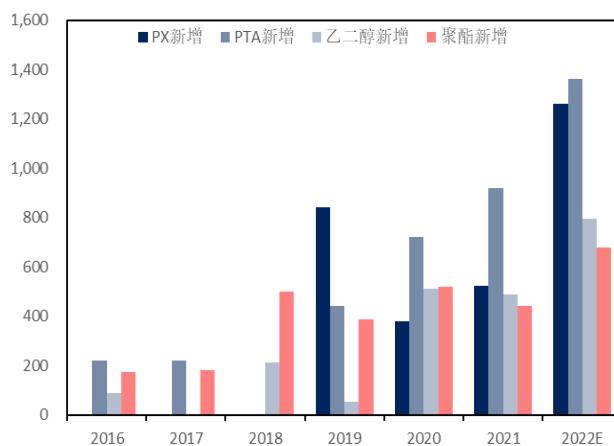


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 85：2016-2022 年 PX、PTA、乙二醇和聚酯新增产能（万吨/年）



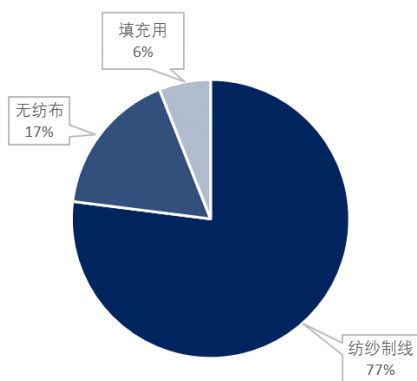
资料来源：万得，信达证券研发中心



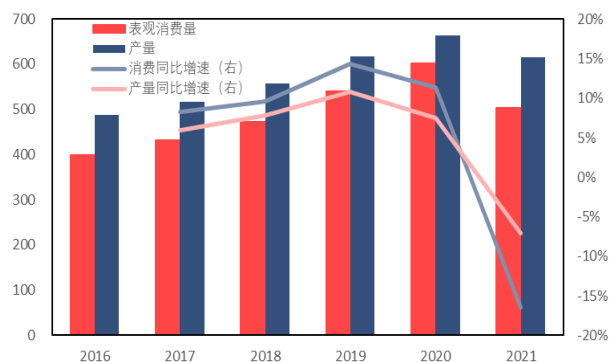
资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

六、涤纶短纤：即将迎来上行拐点，行业格局尚未稳定

涤纶短纤下游主要应用于纺线、无纺、填充三个领域，消费占比分别为 77%、17%和 6%。其中，涤纶短纤在非织造（无纺）行业的应用主要为水刺无纺布，水刺无纺布则可以用于防护服、口罩、医用纱布等。2020 年疫情爆发后，国家加大了口罩等医疗物资的生产供应力度，受益于此，无纺布需求大幅增加，抵消了纱线领域的需求下降，同年涤纶短纤的产量和表观消费量同比增速分别为 11.35%和 7.52%，与疫情前增速水平基本一致。2021 年，虽然国内新冠疫情好转，下游纺织服装内需板块基本恢复，但国内疫情恢复后，卫生无纺部分需求的热度减弱，涤纶短纤产量及消费量同比出现了下降。

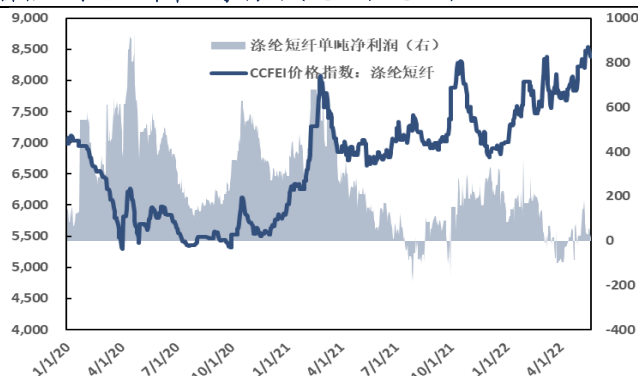
图 86: 2022 年涤纶短纤下游消费结构 (%)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 87: 2016-2021 年我国涤纶短纤表观消费量、产量及同比增速 (万吨, %)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

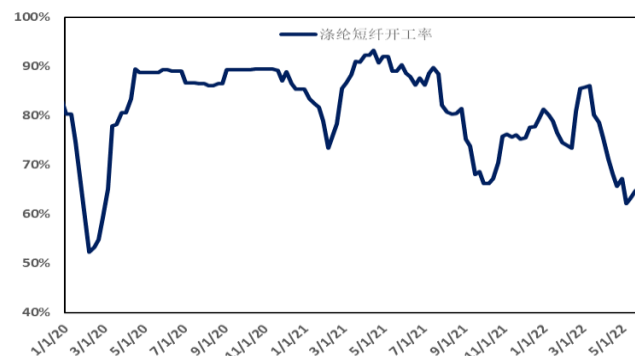
2020 年, 受新冠疫情影响, 油价暴跌导致短纤成本端塌陷, 短纤价格也迅速下跌至底部, 但同时受益于疫情下防护物资的需求增长, 短纤行业单吨盈利一度冲高到 800 元/吨以上。2021 年, 国际油价回暖, 成本端支撑短纤价格走高, 但纺服需求恢复难抵无纺布需求减弱, 全年短纤单吨利润较 2020 年有大幅度下降。进入 2022 年后, 短纤继续在成本驱动下一路走高, 但受上海疫情影响, 下游纱线需求减弱, 物流受阻, 同时在油价剧烈波动下, 产业链价格传导不畅, 导致短纤盈利持续下降。后续, 随着上海疫情持续好转, 下游纱线、纺服需求回暖, 短纤盈利将迎来上涨拐点。

图 88: 2020-2022 年涤纶短纤价格及涤纶短纤单吨净利润 (元/吨, 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 89: 2016.6-2022.5 涤纶短纤库存 (天)

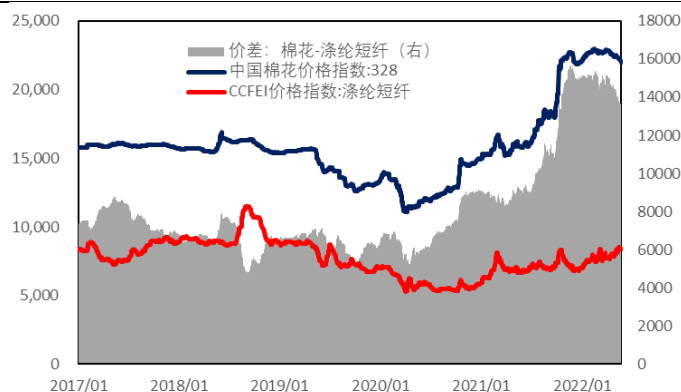

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 90: 2020.1-2022.5 涤纶短纤开工率 (%)


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

棉花和涤纶短纤为棉纺行业的两大重要原料，两者具备一定的相互替代性。一方面，受疫情影响，总体市场消费降级，需求会往成本最低的涤纶板块转移；另一方面，纯棉纱生产市场外移，及贸易摩擦对国内棉花制品的限制，整体对原料棉花需求缩减。综合考虑这两方面，涤纶短纤对棉花的替代性会加强。此外，2020年至今，棉花价格一直在快速上涨，截至2022年5月，棉花价格已涨至22000元/吨左右，棉花-涤纶短纤价差持续扩大至13000元/吨左右，达到历史高位水平。而此前在2017-2019年期间，棉花-涤纶短纤价差一直维持在7000元/吨的水平。目前，棉花-涤纶短纤价差已经扩大到历史高位，后续随着替代效应显现，价差有望逐步回归正常水平，届时短纤盈利能力有望回升。

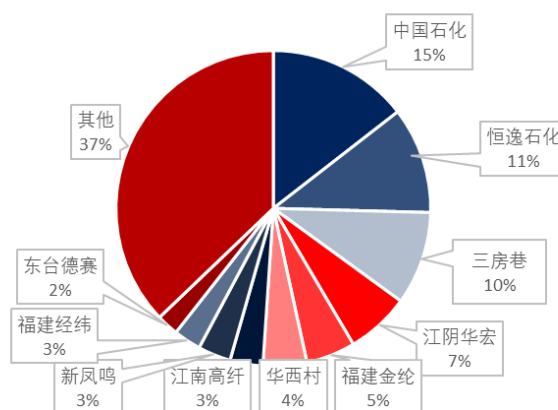
图 91：2017-2022 年涤纶短纤、棉花价格及价差（元/吨，元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2021 年，我国涤纶短纤产能为 889 万吨，其中，以中国石化、恒逸石化、三房巷为代表的 CR5 占行业总产能的 47%，CR10 占行业总产能的 63%，行业集中度较高，但产能规模较小，进入壁垒不大。2022 年，国内拟投产的涤纶短纤产能为 185 万吨，同比上年 51 万吨投产量大幅增加，其中仅新凤鸣就计划投产 90 万吨。未来，随着新凤鸣的短纤装置投产落地，行业格局还会进一步发生变化。

图 92：2021 年涤纶短纤产能结构（%）



资料来源：百川盈孚，CCFEI，信达证券研发中心

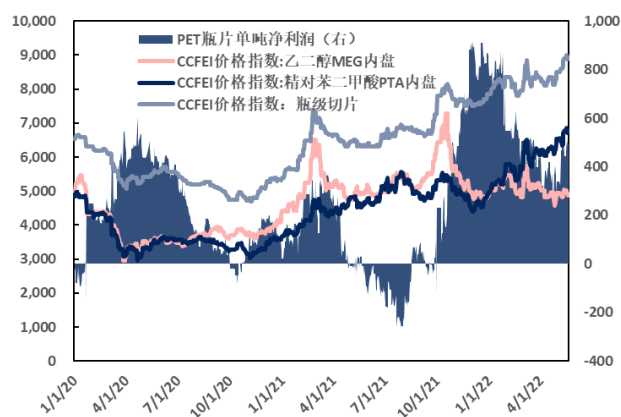
表 16: 中国 2022 年拟新增涤纶短纤产能

厂家名称	产能 (万吨/年)	投产时间
新凤鸣中磊	30	2022 年 Q1
华西化纤	10	2022 年
新凤鸣	60	2022 年底
新疆中泰	25	2022 年
四川吉兴	30	2022 年
四川能投	30	2022 年
预计新增总产能	185	

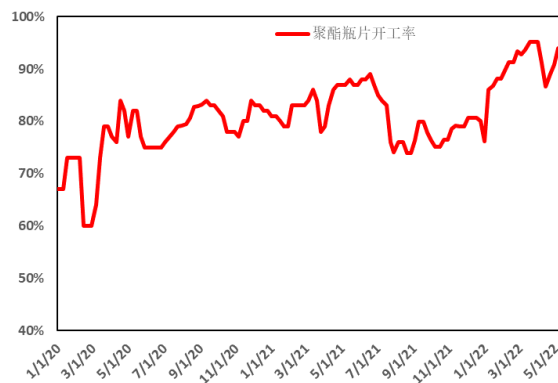
资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

七、聚酯瓶片：下游需求潜力提升，新增投产压力加大

聚酯瓶片盈利状况表现较好。2020 年，受新冠疫情影响，聚酯瓶片价格快速回落，但单吨利润水平相比其他聚酯产品更为丰厚，一方面，原料端 PTA 和乙二醇大幅跳水，另一方面，下游片材-防护用品区域需求增加，同时生产端降低了开工负荷，多方因素造成市场供应偏紧，使得瓶片盈利保持在客观水平。2021 年，受原油价格上涨影响，成本端 PTA 和乙二醇上涨较快，叠加需求一般，瓶片盈利空间收窄。进入 2022 年后，由成本强势推动下的聚酯瓶片价格持续上行，聚酯瓶片需求旺盛，单吨利润也再次反弹到 800-1000 元/吨以上，瓶片开工率逐渐上升到 90-100%，为近三年高点。

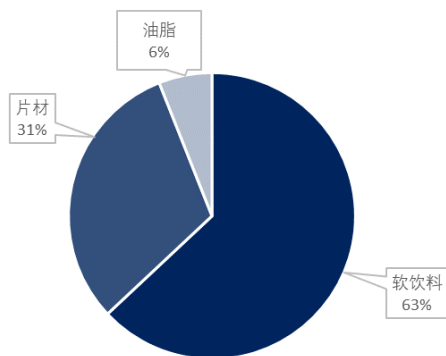
图 93: 2020.1-2022.5 聚酯瓶片价格及单吨净利润 (元/吨, 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

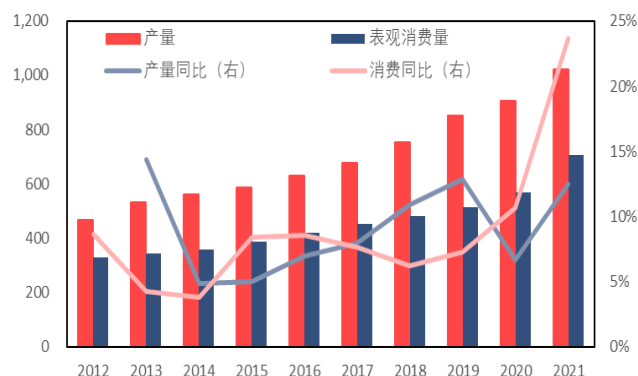
图 94: 2020.1-2022.5 聚酯瓶片开工率 (%)


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

2019-2021 年，聚酯瓶片消费增速快于产量增速，下游需求增长旺盛。2021 年，聚酯瓶片的表观消费量为 705 万吨，同比增长 23.68%，高于同期产量增速 12.46%。2021 年疫情下的新常态加速了饮料企业经营环境的转型发展，软饮料市场增速较快。下游新兴市场的需求潜力也在不断提升中，比如 PET 片材等其他非瓶类需求增速较快，2021 年占国内总需求的 31%，较 2020 的 22% 提升了 9 个百分点。PET 片材具备耐冲击性及优良的加工性；耐化学性，具有优良安定性；优良的气密性及保久性；高度的透明度及光泽性；优良绝缘性及抗静电性；无渍/无臭/无环保问题等优点，被广泛利用在现代休闲、休息阳光厅；城市灯箱广告、公交站牌；家居温室、养殖大棚；高速公路及城市高架隔音屏障；有机玻璃工艺品加工；绝缘垫片，广泛应用于家电、医疗、化工、电子、汽车、日用品包装领域等。

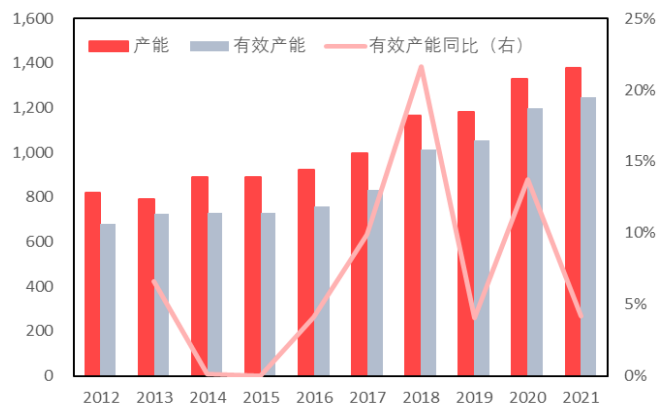
图 95：2021 年聚酯瓶片下游需求结构（%）


资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

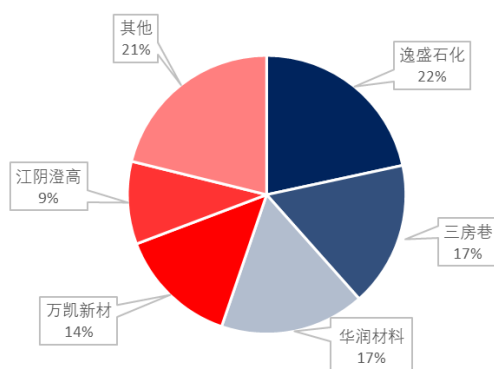
图 96：2012-2021 年聚酯瓶片产量、消费量及同比增速（万吨，%）


资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

2021 年，聚酯瓶片行业内仅有珠海华润一套 50 万吨新装置投产，全年投放新产能 50 万吨，增速 3.77%；截止 2021 年底，我国聚酯瓶片名义总产能 1378 万吨，有效产能 1249 万吨/年。从产能结构来看，行业 CR5 分别是逸盛石化 270 万吨（恒逸石化和荣盛石化持股）、三房巷 210 万吨、华润材料 210 万吨、万凯新材 175 万吨，江阴澄高 120 万吨，5 家公司已占据国内总产能的 79%，行业集中度很高。截至 2022 年 Q1，万凯新材重庆基地 60 万吨瓶级 PET 二期项目已投产，2022 年内暂无其他新增产能，预计 2022 年聚酯瓶片（名义）总产能达到 1438 万吨/年。据 CCFEI 统计，逸盛石化、江苏三房巷、仪征化纤、扬州远纺等公司将继续扩产聚酯瓶片，2022-2024 年预计新增产能在 840 万吨，供给产能有大幅度提升。

图 97：2012-2021 年聚酯瓶片产能及同比增速（万吨，%）


资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

图 98：2021 年聚酯瓶片国内产能结构（%）


资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

表 17：中国 2022 年-2024 年拟建或未投产聚酯瓶片产能

厂家名称	产能 (万吨/年)	投产时间
重庆万凯	60	2022 年 Q1 已投产
卡拉玛依普利特	60	2023 年
四川宝生	60	2023 年
海南逸盛	180	2023 年
逸盛大化	70	2023 年

仪征化纤	50	2023 年
江阴三房巷	300	2023 年
扬州远纺	60	2024 年
预计新增总产能	840	

资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

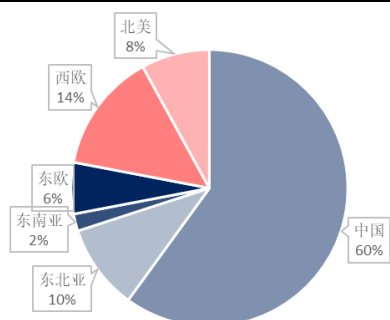
八、己内酰胺：利润空间收窄，产能过剩格局或将出现

中国仍将是全球己内酰胺产能增长的主力。2021 年底全球己内酰胺生产能力达到 915.4 万吨，较 2020 年产能增加 14.98%。其中中国大陆产能占全球总产能的 60%，东北亚和东南亚分别占比 10%与 2%，东欧、西欧、北美地区分别占比 6%、14%与 8%。

从产能变化情况来看，近年来中国己内酰胺生产能力稳步提升。2016 年至 2021 年，中国己内酰胺产能从 268 万吨上升至 544 万吨，增长约 103%。其中，2017 年增长幅度较大，增长量为 94 万吨；2018 年至 2020 年增长幅度较小，平缓增长，2018 年增长量仅为 7 万吨，2019 年和 2020 年增长量则分别为 30 万吨与 32 万吨，2021 年产能增长幅度为近五年最大，增长量为 113 万吨。

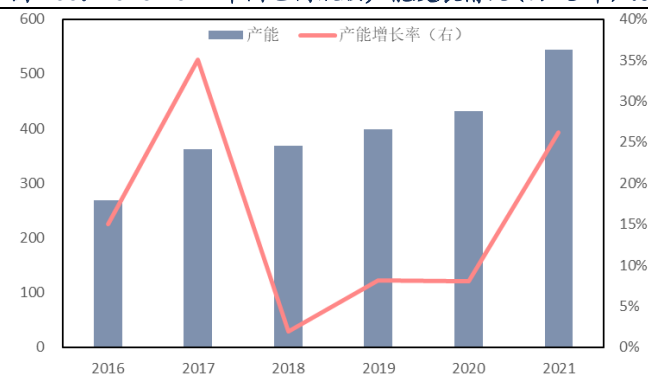
从产能增长速度来看，我国己内酰胺增长速度波动较大，2017 年增长速度为近五年的峰值，年增长率达 35%，随后 2018 年产能增速仅为 2%，2019 年至 2020 年增速有所回升，保持在 8%左右，2021 年产能增速再次加快，年增长率为 26%。

图 99：2021 全球己内酰胺产能分布图（%）



资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

图 100：2016-2021 中国己内酰胺产能发展情况（万吨/年，%）



资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

2021 年为己内酰胺投产大年，神马 10 万吨/年装置脱瓶颈至 18 万吨/年、旭阳方明 20 万吨/年装置技改至 30 万吨/年，阳煤 20 万吨/年装置脱瓶颈至 24 万吨/年，华鲁恒升 30 万吨/年、鲁南化工 30 万吨/年、申远新材料 20 万吨/年、内蒙古庆华 10 万吨/年的己内酰胺装置投产。根据 CCFEI 统计，**2022 年预计新增产能 50 万吨。**

表 18：2022 年我国己内酰胺扩产计划

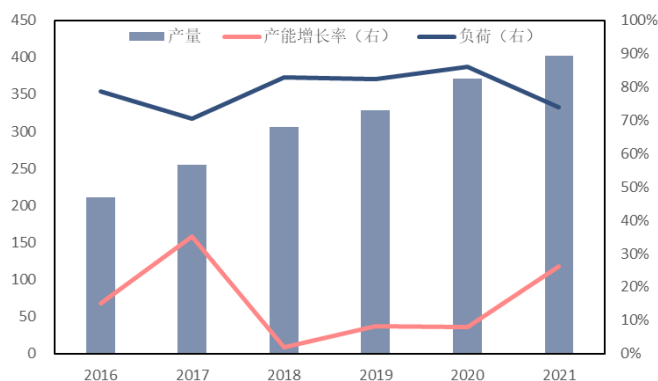
工厂名称	产能 (万吨/年)	计划投产时间
旭阳化工	30	2022 年年中
内蒙古庆华	20	2022 年
总计	50	

资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

从产量变化情况来看，随着产能的稳步提升，中国己内酰胺生产总量也在平稳增长。2016 年己内酰胺产量为 211 万吨，2017 年则随着产能的大幅提升，产量增长至 255 万吨；虽然 2018 年产能增速有所下降，但是由于开工负荷的上升，2018 年产量仍有所增加，年产量为 305.8 万吨，增长量达近五年峰值 50.8 万吨；随着产能增速的回升与开工负荷的小幅降低，2019 年己内酰胺产量增长仅为 22.3 万吨，总产量为 328.1 万吨，2020 年产量增长量回升

至 42.7 万吨，总产量达 370.8 万吨。虽然 2021 年开工负荷由 86% 下降至 74%，但是随着产能的大幅增长，2021 年底己内酰胺总产量预计突破 400 万吨。

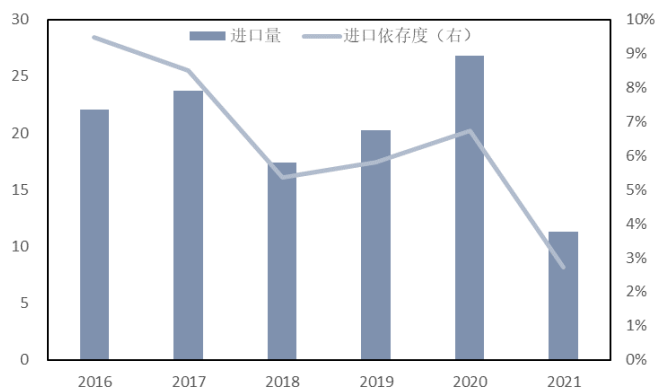
图 101: 2016-2021 中国己内酰胺产量增长情况及开工负荷 (万吨/年, %)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

随着国内整体己内酰胺产能和产量持续增长，中国己内酰胺进口量总体表现为下降趋势，其中 2020 年较大幅度上涨主要受后疫情期间整体需求回暖的影响。整体来看，我国己内酰胺进口依存度逐步下降。其中受 2017 年产能的大幅度提升，2018 年进口依存度下降至 5%，2019 年至 2020 年进口依存度有所回升，分别为 5.8% 与 6.7%。随着国内企业产能持续扩张，2021 年进口量与进口依存度下降至近五年新低，进口量仅为 11.3 万吨，进口依存度下降至 2.7%。

图 102: 2016-2021 中国己内酰胺进口量及进口依存度 (万吨/年, %)

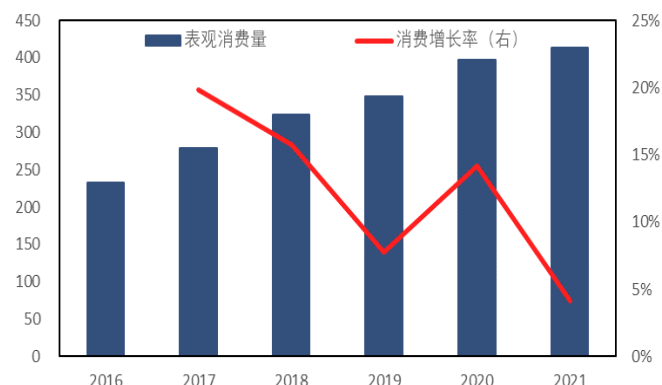


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

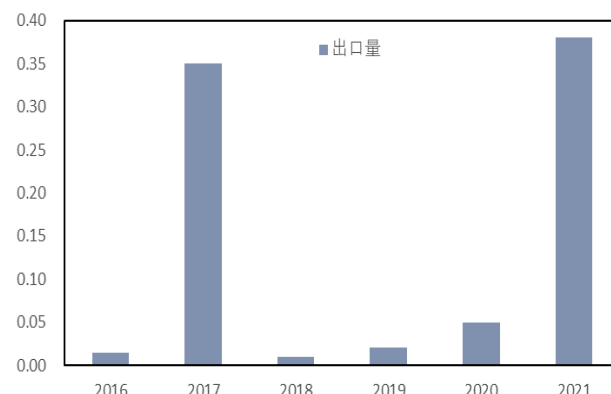
全球己内酰胺产品主要用于生产尼龙 6 纤维和尼龙 6 工程塑料、薄膜和其他产品，尼龙 6 纤维主要包括纺织品、尼龙工业用丝还有尼龙短纤以及地毯和装饰用丝，2021 年全球己内酰胺消费总量为 790 万吨左右。

随着我国锦纶丝、帘子布、聚酰胺工程塑料等行业的快速发展，对己内酰胺的需求量不断增加。目前，我国己内酰胺表观消费量呈现平稳增长趋势，从 2016 年至 2021 年表观消费量从 233.02 万吨增长至 413.92 万吨。其中 2017 年消费量增长幅度较大，增长率为近五年最高，为 20%，总消费量上升至 279.29 万吨，2018 年增长率有所下降，为 16%；2019 年消费量增长率仅为 8%；2020 年消费量增长率为 14%；2021 年中国己内酰胺增长率下降至近五年最低，为 4%。

中国己内酰胺全年出口量很少。在 2016 年到 2021 年期间，2021 年出口量最高为 3870 吨，2017 年次高为 3458 吨。随着中国己内酰胺生产能力的持续扩张，企业在出口方面的要求越来越高，预计未来己内酰胺的出口量将逐步增加。

图 103: 2016-2021 中国己内酰胺表观消费量与增长率 (万吨/年, %)


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

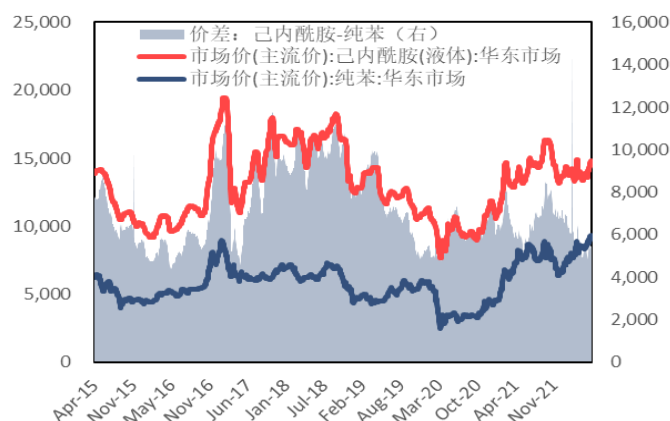
图 104: 2016-2021 中国己内酰胺出口量 (万吨/年)


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

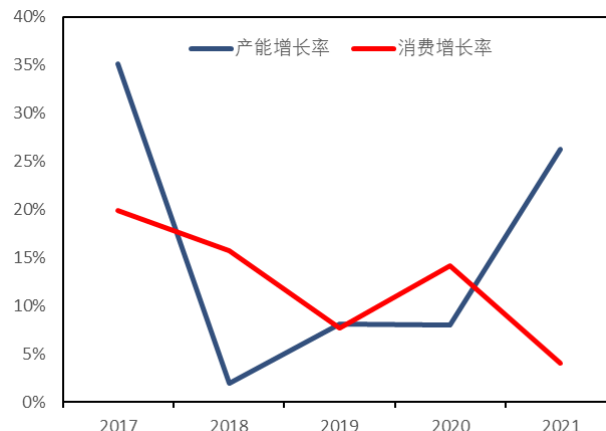
随着己内酰胺整体产能和产量的持续扩张,加上 2020 年年初疫情导致消费需求下降,中国己内酰胺市场价格自 2018 年下半年开始持续下行,2021 年以来,受益于终端服装业需求回暖,己内酰胺价格有所回升,下半年开始,消费回暖整体不及预期,市场需求有限,库存上升,带动己内酰胺价格小幅度下降。截至 2022 年 5 月 23 日,中国己内酰胺华东市场价格为 14850 元/吨,相较于 2018 年初价格仍存在小幅度下降。

此外,纯苯市场价格走势也在一定程度上影响着己内酰胺的盈利空间。2017 年,在多装置停车检修、下游需求良好的推动作用,己内酰胺价格出现快速攀升,纯苯价格保持平稳,使得己内酰胺生产盈利空间增加,国内企业生产积极性有所上升。自 2020 年下半年以来,国际油价回升叠加下游苯乙烯需求旺盛,纯苯市场价持续上行,使得己内酰胺的利润空间被挤压,同时,在 2021 年下半年能耗“双控”的影响下,2021 年己内酰胺产量增长率有所下降。

结合中国己内酰胺产能增速与表观消费量增速来看,目前国内产能增速明显高于表观消费量增速,同时出口量增量幅度小。叠加 2021 年新增产能将在 2022 年全面释放,上游纯苯价格上涨压缩行业利润空间,未来己内酰胺产能可能会呈现过剩趋势,盈利能力可能会有所下降。

图 105: 2015-2022 中国纯苯与己内酰胺价格、价差走势 (元/吨, 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 106: 2017-2021 中国己内酰胺产能与消费量增速走势 (%)


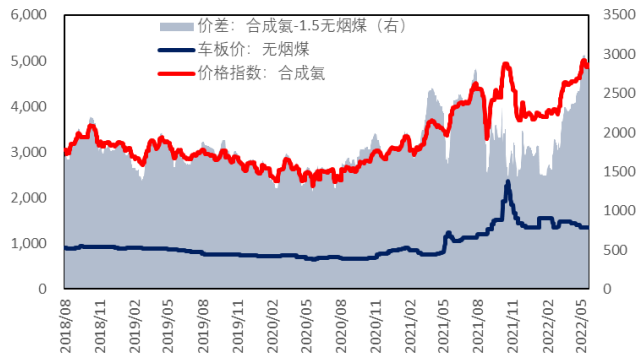
资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

合成氨也是生产己内酰胺的主要原料之一,2022 年初以来,国内合成氨价格保持涨势,国内方面主要受到下游尿素价格上涨和下游需求向好支撑;国外方面主要受到俄乌局势的影响,请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 51

俄罗斯和乌克兰部分合成氨工厂关闭,国外合成氨整体供应紧张,加之欧洲天然气价格高位,国外合成氨价格上涨,国内外合成氨价差拉宽,合成氨出口量增加。截至 2022 年 5 月 26 日,合成氨-无烟煤加工价差扩大至 2883 元/吨。

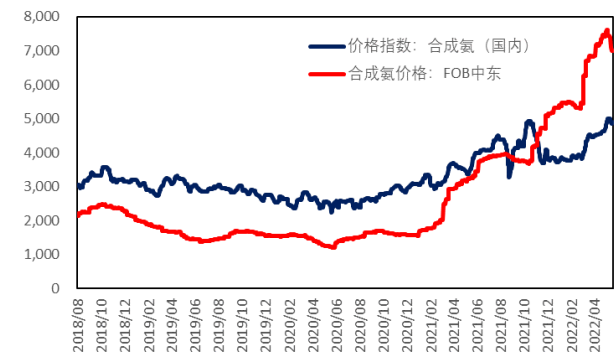
公司巴陵恒逸 40 万吨/年己内酰胺扩能项目,在已建成投产的 40 万吨/年己内酰胺产能项目的基础上拟使用新型煤化工技术新建一套 50000Nm/h 新型煤制氢装置,同时联产 30 万吨/年合成氨装置以及配套 60000Nm/h 空分装置。该项目联产合成氨能显著降低公司生产己内酰胺的成本,提高行业竞争力。

图 107: 2018.8-2022.5 中国无烟煤与合成氨价格、价差走势(元/吨, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 108: 2018.8-2022.5 海内外合成氨价格走势(元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

一、重要假设

- 1、假设 2022-2024 年布伦特油价中枢分别为 100、105 和 110 美元/桶。
- 2、假设 2022-2024 年公司聚酯业务开工率和产销率与 2021 年保持一致,假设浙江海宁 50 万吨 FDY 项目 2022 年中投产,宿迁逸达 110 万吨短纤项目在 2022-2023 年分期投产。广西恒逸新材料 120 万吨己内酰胺项目一期 60 万吨将于 2024 年投产。
- 3、由于恒逸文莱项目产能可根据市场情况灵活调整,考虑到柴油价差扩大和航煤需求受全球疫情影响,假设 2022-2024 年成品油中柴油产能占比提升,航空煤油产能占比相应缩减,其它产品产能与公司报告披露一致。由于文莱国特殊的财税政策,恒逸文莱项目不考虑营业税金及附加率影响。
- 4、公司销售费用、管理费用和研发费用参考假设 2019-2021 年费率的平均值。
- 5、所得税率参考假设 2019-2021 年平均值。

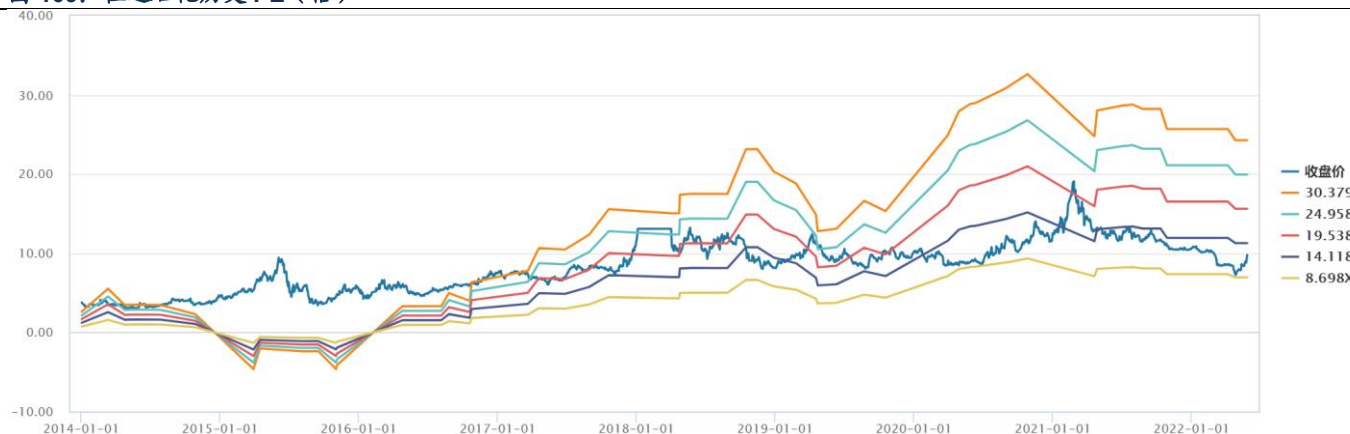
二、盈利预测、估值与投资评级

需要强调的是,恒逸文莱项目产品设计可调节性较强,公司可根据市场行情变化,积极灵活调整装置产品结构。恒逸文莱项目一期成品油立足东南亚市场,具备与国内不同的景气度趋势,其化工产品中部分可作为公司下游产品原材料,伴随未来涤纶和锦纶产业链双向发展,公司产业链一体化仍将进一步完善。

我们预测 2022-2024 年公司营收分别为 1583、1727 和 1846 亿元，增速为 22.7%、9.1% 和 6.9%，归母净利润分别为 51.48、55.73 和 61.05 亿元，增速为 51.1%、8.2%和 9.5%，EPS（摊薄）分别为 1.40、1.52 和 1.67 元/股。对应动态市盈率（以 2022 年 5 月 27 日收盘价计算）分别为 6.96、6.43 和 5.87 倍。

从 2014 年以来 PE 来看，PE 最低值在 2022 年 4 月的 9 倍，我们预测，以 2022 年 5 月 27 日收盘价计算，2022-2024 年公司 PE 仅为 6.96、6.43 和 5.87 倍，我们认为当前正是公司估值历史底部。

图 109：恒逸石化历史 PE（倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

另外，采用相对估值法，可比公司主要为大炼化板块企业。根据我们对恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、新凤鸣和桐昆的盈利预测，以 2022 年 5 月 27 日收盘价计算，2022-2024 年可比公司平均市盈率分别为 8.82、6.56 和 5.88 倍，我们预测公司 2022-2024 年市盈率分别为 6.96、6.43 和 5.87 倍，公司 PE 低于可比公司平均市盈率。

表 19：可比上市公司相对估值

代码	公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）				PE				PB
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E
600346.SH	恒力石化	22.72	1,599.28	15,531	15,288	19,101	23,229	10.41	10.47	8.38	6.88	2.29
002493.SZ	荣盛石化	15.13	1,531.99	12,824	16,455	18,601	19,514	14.30	9.28	8.22	7.84	2.34
00301.SZ	东方盛虹	15.25	906.84	4,544	7,205	13,253	14,202	25.31	12.60	6.84	6.38	2.41
603225.SH	新凤鸣	11.26	172.22	2,254	2,467	3,321	3,958	10.08	6.99	5.19	4.35	0.80
601233.SH	桐昆股份	16.27	392.29	7,332	8,220	9,399	9,967	6.68	4.77	4.17	3.94	0.85
	平均值							13.36	8.82	6.56	5.88	1.74
000703.SZ	恒逸石化	9.77	358.20	3408	5148	5573	6105	11.30	6.96	6.43	5.87	1.21

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，注：股价为 2022 年 5 月 27 日收盘价

我们预测 2022-2024 年公司营收分别为 1583、1727 和 1846 亿元，增速为 22.7%、9.1% 和 6.9%，归母净利润分别为 51.48、55.73 和 61.05 亿元，增速为 51.1%、8.2%和 9.5%，EPS（摊薄）分别为 1.40、1.52 和 1.67 元/股。对应动态市盈率（以 2022 年 5 月 27 日收盘价计算）分别为 6.96、6.43 和 5.87 倍，低于公司历史估值和可比公司估值。我们认为 **2022-2025 年东南亚地区成品油供需将持续紧张，2022 年是东南亚炼化盈利向上拐点之年，2022-2025 年东南亚将进入长期炼化景气周期，恒逸文莱项目将持续受益。聚酯行业底部反转，政策强化扩产约束，聚酯化纤行业盈利中枢将抬升。公司涤纶和锦纶产业链将陆续放量，公司产业链横向扩张的同时也在纵向上进一步延伸，公司业绩有望持续扩张。首次覆盖给予“买入”评级。**

风险因素

- 1、原油价格大幅波动的风险；
- 2、东南亚市场疫情反弹风险；
- 3、地缘政治风险；
- 4、成品油价格大幅下跌风险；
- 5、国内 PTA 产能加剧导致利润持续摊薄的风险；
- 6、炼化产能过剩的风险；
- 7、下游产品利润修复缓慢的风险；
- 8、恒逸文莱二期项目审批延期风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,982	38,596	47,466	48,932	57,351
货币资金	10,079	14,323	15,027	15,561	21,665
应收票据	215	258	719	520	588
应收账款	3,880	6,437	8,903	8,694	9,630
预付账款	883	2,362	1,905	2,312	2,663
存货	9,651	12,100	16,742	17,781	18,464
其他	4,274	3,116	4,171	4,065	4,340
非流动资产	63,278	66,953	71,134	74,360	73,391
长期股权投资	10,062	12,086	13,509	14,926	16,547
固定资产(合计)	41,580	46,118	48,844	50,322	51,406
无形资产	1,781	1,935	2,244	2,473	2,704
其他	9,855	6,815	6,536	6,639	2,734
资产总计	92,260	105,549	118,600	123,292	130,741
流动负债	41,004	52,373	58,949	58,557	60,097
短期借款	26,483	33,779	33,779	33,779	33,779
应付票据	1,187	441	2,381	1,845	1,785
应付账款	5,741	10,011	13,880	13,236	14,763
其他	7,593	8,143	8,910	9,697	9,770
非流动负债	20,964	20,235	22,067	21,738	21,716
长期借款	16,610	15,996	17,628	17,099	16,877
其他	4,355	4,239	4,439	4,639	4,839
负债合计	61,968	72,609	81,016	80,295	81,813
少数股东权益	6,286	7,043	7,875	8,774	9,760
归属母公司股东权益	24,007	25,897	29,710	34,223	39,168
负债和股东权益	92,260	105,549	118,600	123,292	130,741

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	86,430	128,980	158,255	172,675	184,584
同比(%)	8.6%	49.2%	22.7%	9.1%	6.9%
归属母公司净利润	3,072	3,408	5,148	5,573	6,105
同比(%)	-3.7%	10.9%	51.1%	8.2%	9.5%
毛利率(%)	6.9%	5.7%	7.5%	7.5%	7.7%
ROE%	12.8%	13.2%	17.3%	16.3%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.83	0.94	1.40	1.52	1.67
P/E	15.42	11.30	6.96	6.43	5.87
P/B	1.95	1.50	1.21	1.05	0.91
EV/EBITDA	12.41	9.88	6.49	5.97	5.12

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	86,430	128,980	158,255	172,675	184,584
营业成本	80,450	121,608	146,359	159,777	170,349
营业税金及附加	120	226	277	303	324
销售费用	218	228	280	305	326
管理费用	970	1,087	1,334	1,456	1,556
研发费用	352	687	3,165	3,454	3,692
财务费用	2,004	2,134	1,816	1,837	1,818
减值损失合计	-18	-147	0	0	0
投资净收益	1,692	1,069	1,437	1,446	1,149
其他	538	359	409	447	477
营业利润	4,526	4,291	6,870	7,436	8,146
营业外收支	-7	12	0	0	0
利润总额	4,520	4,303	6,870	7,437	8,147
所得税	705	345	891	964	1,056
净利润	3,815	3,958	5,980	6,472	7,090
少数股东损益	743	550	831	900	986
归属母公司净利润	3,072	3,408	5,148	5,573	6,105
EBITDA	7,102	8,293	12,270	13,188	14,187
EPS(当年)(元)	0.83	0.94	1.40	1.52	1.67

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	5,014	7,755	9,372	10,413	12,185
净利润	3,815	3,958	5,980	6,472	7,090
折旧摊销	2,415	2,952	4,415	4,814	5,208
财务费用	2,200	1,689	1,887	1,912	1,895
投资损失	-1,692	-1,069	-1,437	-1,446	-1,149
营运资金变动	-1,598	126	-1,471	-1,337	-858
其它	-127	99	-2	-2	-2
投资活动现金流	-7,952	-7,552	-7,276	-6,594	-3,021
资本支出	-8,170	-5,984	-7,170	-6,622	-2,616
长期投资	-842	-2,381	-1,543	-1,418	-1,555
其他	1,060	813	1,437	1,446	1,149
筹资活动现金流	5,907	2,941	-1,392	-3,286	-3,059
吸收投资	3,035	348	-323	0	0
借款	35,952	41,560	1,631	-529	-222
支付利息或股息	-3,147	-3,076	-2,866	-2,971	-3,055
现金流净增加额	2,713	3,058	704	533	6,104

研究团队简介

陈淑娴，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021 年荣获第 19 届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第 9 届 Wind 金牌分析师石化行业第一名，第 9 届 Choice 最佳分析师石化行业第二名，第 3 届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第 3 届 CEIC 与 EMIS 杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020 年入围第 18 届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第 8 届 Wind 金牌分析师石化行业第四名，21 世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告；2019 年荣获第 7 届 Wind 金牌分析师石化行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。