

2024年04月29日

买入（首次覆盖）

## 恒力石化（600346）：先发优势、布局长远，引领新材料新成长

——公司深度报告

## 证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

## 证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

## 联系人

马小萱

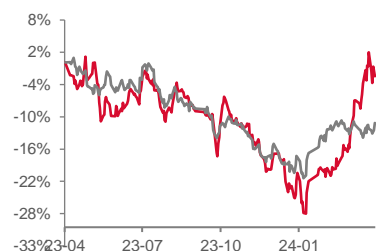
mxxuan@longone.com.cn

## 联系人

张磊磊

zjlei@longone.com.cn

数据日期	2024/04/26
收盘价	15.40
总股本(万股)	703,910
流通A股/B股(万股)	703,910/0
资产负债率(%)	77.21%
市净率(倍)	1.75
净资产收益率(加权)	3.51
12个月内最高/最低价	16.38/11.11



## 相关研究

- 2024年4月原油及聚酯产业链月报：原油维持强势，下游或迎复苏
- 化工系列研究（十八）：出海研究-从日本住友沙特拉比格炼化项目看我国炼化出海
- 化工系列研究（十六）：出海研究-我国聚酯链全球竞争力提升，出海推动新增长

## 投资要点：

- **民营炼化先驱，提质增效重回报。**2019年恒力大炼化投产引领国内民营炼化布局新开端，此后公司依托独具的“油、煤、化”深度融合的大化工平台，完成从聚酯新材料到PTA、芳烃、炼油产业链的整体布局，同时瞄准芳烃下游的聚酯、类聚酯新产品以及烯烃下游的精细化工、特种新材料的应用新方向和新市场。公司主要优势有：1) 先发优势，装置产能运行稳定，带来现金流回报良好，2019年以来货币资金150亿元以上，2023年达204.7亿元；2) 氢气平衡能力，一体化带来的成本优势；即使在行业低谷，也能获得超额收益；3) 布局长远，产品定位高端，新材料转化能力强。
- **行业低谷已经过去，公司在中高油价下仍具有良好的盈利能力。**炼化行业盈利整体在油价从底部反弹的过程中会扩大。公司的原油加工适应力强，即使在中高油价下，仍可以通过加工劣质油及独特的炼化工艺中获取稳定利润。自2019年公司2000万吨/年的炼化一体化项目实现全面投产，已经历过石化峰谷周期。2023年公司盈利大幅改善，实现归母净利润69.05亿元，同比增长197.83%，近三年ROE显著高于行业均值。我们认为随着国内炼化参与到海外的竞争以及下游需求恢复，公司的盈利能力将会进一步增强。
- **炼化环节打破传统工艺路线，放大产品成本优势。**装置方面，恒力石化的渣油加氢装置采用的沸腾床工艺，很大程度上解决了重油无法吃干榨尽的问题，使原油利用率提高5%，增产高附加值化工品多达百万吨以上。恒力石化炼化项目率先应用“常减压+加氢裂化+芳烃”全加氢工艺，氢气产率全国居首。且在国内首开先河配套建设煤制氢联产醋酸装置，可提供低成本氢气，有效气产能全国领先。PTA装置方面，公司作为新投先进项目，以当前物料价格计算，具备相较行业中枢约223.13元/吨的超额收益。
- **大化工平台产品丰富，长丝高端差异化明显。**产品方面，公司以“炼化+乙烯+煤化”为载体，主要包括2000万吨/年炼油、150万吨/年乙烯、1200万吨PTA和500万吨/年现代煤化工装置。公司原有的长丝产品依托炼化原料优势，向高端差异化发展。公司工业丝产能位列全国第一，且在龙头企业中具备产业链完备优势；自主研发积累了绿色纺织、风力发电专用捆绑纤维、高强度民用丝、仿醋酸纤维等一系列差别化、功能性涤纶产品，打造聚酯产业核心竞争力。
- **拆分新材料上市，内在价值充分释放。**公司控股康辉新材，是一家锚定功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料的国家高新技术企业，也是全球为数不多同时拥有BOPET功能膜和锂电隔膜研制能力的制造商。康辉新材设有营口、大连和苏州、南通四大产研基地，产品涵盖功能性光学膜、制程离型保护膜、锂电隔膜、复合集流体基膜、光伏背板基膜等高附加值产品，以及工艺技术领先的功能性膜材料与生物可降解材料。拟拆分康辉新材上市，可使公司主业结构更加清晰，并拓宽融资渠道。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测2024年-2026年公司EPS分别为1.19元、1.57元和1.90元。对应PE（以2024年4月26日收盘价计算）分别为12.95倍、9.82倍和8.11倍。公司估值低于可比公司水平，且分红率较高，预计完成2023年度预案的现金分红后，公司上市后累计将实现现金分红223.71亿元，占累计归母净利润的41.08%。我们看好公司长期现金流稳定分红持续增强的龙头属性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原油价格剧烈波动；下游炼化品需求不及预期；新材料项目建设不及预期等。

## 盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	1979.7	2223.24	2347.91	2644.78	2801.39	2932.32
同比增速(%)	29.92%	12.30%	5.61%	12.64%	5.92%	4.67%
净利润(亿元)	155.31	23.18	69.05	83.73	110.34	133.67
同比增速(%)	15.37%	-85.07%	197.83%	21.27%	31.78%	21.14%
毛利率(%)	15.38%	8.21%	11.25%	12.42%	13.28%	13.52%
每股盈利(元)	2.21	0.33	0.98	1.19	1.57	1.9
ROE(%)	27.14%	4.39%	11.51%	12.48%	14.44%	15.23%
PE(倍)	6.98	46.76	15.7	12.95	9.82	8.11

资料来源：同花顺，东海证券研究所，数据截至 2024 年 4 月 28 日

## 正文目录

<b>1. 民营炼化先驱，提质增效重回报</b> .....	<b>6</b>
1.1. 率先实现工艺突破，成为最先投产的民营大炼厂 .....	6
1.2. 股权结构稳定，多次回购增持和员工持股激励 .....	8
1.3. 现金流量健康，稳定分红保障投资回报.....	9
1.4. 炼化龙头业绩韧性持续验证.....	10
<b>2. 行业低谷已过，中高油价下仍有良好的盈利能力</b> .....	<b>12</b>
2.1. 炼化行业整体运行进入良性发展阶段 .....	12
2.2. 炼化环节打破传统工艺路线，放大产品成本优势 .....	15
2.2.1. 沸腾床加氢裂化，降本增效.....	15
2.2.2. 全加氢工艺，氢气产率全国居首，煤制氢成本较低 .....	17
2.3. 聚酯技术设备先进，一体化生产成本领先 .....	19
<b>3. 布局长远，产品定位高端，新材料转化能力强</b> .....	<b>23</b>
3.1. 大化工产品丰富，长丝高端差异化明显.....	23
3.2. 拆分新材料上市，内在价值充分释放 .....	27
3.2.1. 国内 BOPET 产销增长迅速，头部差异明显 .....	29
3.2.2. 聚酯薄膜产品多领域布局,市场前景广阔.....	31
3.2.3. 高性能工程材料基料优势显著，进入改性领域 .....	40
<b>4. 估值盈利预测</b> .....	<b>42</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>44</b>

## 图表目录

图 1 恒力石化发展历程 .....	6
图 2 我国主要大炼化项目投产时间 .....	6
图 3 恒力石化产业链布局 .....	7
图 4 辰聚公司股东优势 .....	7
图 5 恒力石化股权结构 .....	8
图 6 公司及所处行业净现比情况 .....	9
图 7 公司货币资金情况（单位：亿元） .....	9
图 8 恒力石化研发费用（亿元）及占经营净现金流比重（%） .....	10
图 9 2016-2023 年公司营业收入情况 .....	11
图 10 2016-2023 年公司归母净利润情况 .....	11
图 11 2022-2023 年公司营业收入情况（单季） .....	11
图 12 2022-2023 年公司归母净利润情况（单季） .....	11
图 13 2018-2023 年各板块营收情况（单位：亿元） .....	11
图 14 2018-2023 年各板块毛利情况（单位：亿元） .....	11
图 15 公司及行业平均 ROE 情况（单位：%） .....	12
图 16 公司及行业平均 ROA 情况（单位：%） .....	12
图 17 我国炼厂月度原油加工情况（万吨） .....	13
图 18 我国原油催化裂化价差（元/吨） .....	13
图 19 我国化学原料和化学制品制造业工业增加值累计同比（%） .....	14
图 20 石脑油裂解价差（美元/吨） .....	14
图 21 行业及公司 ROE 与油价变动关系 .....	15
图 22 H-oil 工艺流程 .....	16
图 23 2018-2023 年轻质、中质及重质原油价格对比 .....	17
图 24 国内典型炼厂生产路径示意图 .....	17
图 25 恒力炼化配套煤制氢装置结构图 .....	18
图 26 当前物料价格测算 PX 成本不同生产路径对比（元/吨） .....	21
图 27 2022-2023 年 PTA 生产成本曲线 .....	22
图 28 涤纶长丝下游应用 .....	25
图 29 2019-2023 年涤纶工业丝供需量对比（万吨） .....	25
图 30 2019-2023 年涤纶工业丝产能变化（万吨） .....	25
图 31 涤纶工业丝产能格局 .....	26
图 32 公司涤纶长丝产业链 .....	26
图 33 公司专利授权逐年增加 .....	27
图 34 康辉新材近三年资产负债情况 .....	28
图 35 2018-2026 年我国 BOPET 表观消费量及产量 .....	29
图 36 2018-2026 年全球及中国 BOPET 薄膜总需求 .....	29
图 37 我国 BOPET 进出口情况及进口依存度（右轴） .....	29
图 38 我国 BOPET 进出口均价（美元/吨） .....	29
图 39 PET 离型膜工艺流程 .....	31
图 40 全球 MLCC 离型膜市场规模及增速（右轴） .....	31
图 41 全球 MLCC 离型膜需求量及增速（右轴） .....	31
图 42 我国 MLCC 行业进出口量统计情况 .....	32
图 43 我国 MLCC 行业进出口金额统计情况 .....	32
图 44 复合集流体（铜箔）结构图 .....	33
图 45 复合铜箔产业链 .....	33
图 46 锂离子电池内部构成 .....	35

图 47 锂离子电池充放电过程 .....	35
图 48 2014-2022 年中国锂离子电池隔膜出货量（亿平米）及增速（右轴） .....	36
图 49 锂电隔膜成本构成 .....	37
图 50 3.9 微米超薄碳带基膜 .....	39
图 51 康辉新材 4.5 微米超薄薄膜 .....	39
图 52 PBT 产业链图 .....	40
表 1 公司积极推进员工持股、回购、大股东增持等 .....	8
表 2 恒力石化近年分红比率情况 .....	10
表 3 恒力石化未来五年股东回报计划（2020-2024 年） .....	10
表 4 公司 ROE 拆解分析 .....	12
表 5 行业相对收益受油价波动影响明显 .....	14
表 6 沸腾床加氢柴油和蜡油组分的加氢裂化产物收率和性质数据 .....	16
表 7 国内大型炼厂进料情况对比 .....	16
表 8 炼厂供氢能力比较 .....	18
表 9 炼厂供氢能力比较 .....	19
表 10 我国周边各区域 PX 装置及产能 .....	20
表 11 我国 PX 在产产能情况（万吨/年） .....	20
表 12 我国部分先进 PTA 装置技术物耗能耗对比 .....	22
表 13 公司主要产品现有产能 .....	23
表 14 恒力石化重要在建项目 .....	24
表 15 涤纶工业丝各产品特性及应用领域 .....	26
表 16 康辉新材已有及在建产能规划 .....	28
表 17 BOPET 产能排名前十企业（截至 2024 年 4 月） .....	30
表 18 公司主要产品种类及应用 .....	30
表 19 公司 MLCC 离型膜类型 .....	32
表 20 2023-2025 年全球复合集流体市场空间测算 .....	34
表 21 PP、PI、PET 性能对比 .....	34
表 22 干法工艺与湿法工艺对比 .....	35
表 23 国内隔膜头部企业产能统计 .....	37
表 24 公司离型保护基膜主要型号及参数 .....	40
表 26 公司主业营收拆分（单位：百万元） .....	42
表 27 盈利预测与估值简表 .....	43
表 28 可比上市公司相对估值 .....	43
附录：三大报表预测值 .....	45

# 1. 民营炼化先驱，提质增效重回报

## 1.1. 率先实现工艺突破，成为最先投产的民营大炼厂

公司历经三十余年发展，从化纤织造拓展为大炼化平台型企业。公司起源于1994年吴江化纤织造厂，2002年正式成立江苏恒力化纤有限公司，2003年成立恒力集团。2010年4月，恒力集团正式进军石化行业，成立恒力石化（大连长兴岛）产业园。2016年3月，借壳大连橡胶塑料机械股份有限公司实现了在上交所主板的重组上市。2019年，公司2000万吨/年的炼化一体化项目实现全面投产，公司完成从聚酯新材料到PTA、芳烃、炼油产业链的整体布局，公司构筑形成了“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”的完整产业链，实现了集团石化业务板块的全产业链一体协同化运作。

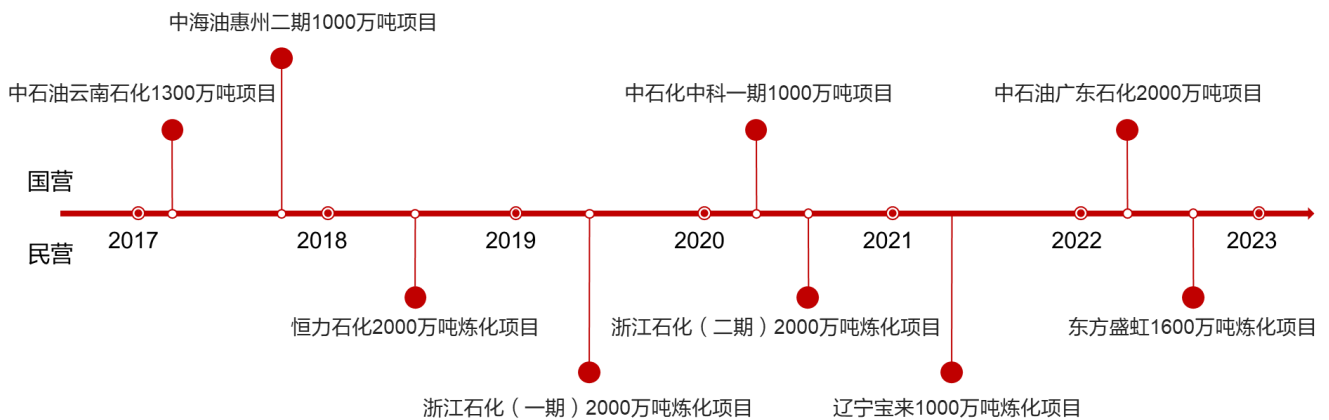
图1 恒力石化发展历程



资料来源：恒力集团官网，东海证券研究所

民营炼化先驱，工艺技术国际领先。2010-2018年期间，国内大型一体化装置全部集中于央企，而地炼、合资企业的终端产品仍以成品油为主。2019年，恒力大炼化装置的投产，才正式开启了炼化行业的多元市场竞争。恒力大炼化项目采用全加氢工艺，除两套常压蒸馏装置外，另有煤油加氢、柴油加氢、重油加氢裂化装置，都是国际先进水平的工艺技术包，投产后稳定运行，为公司带来稳定收益。

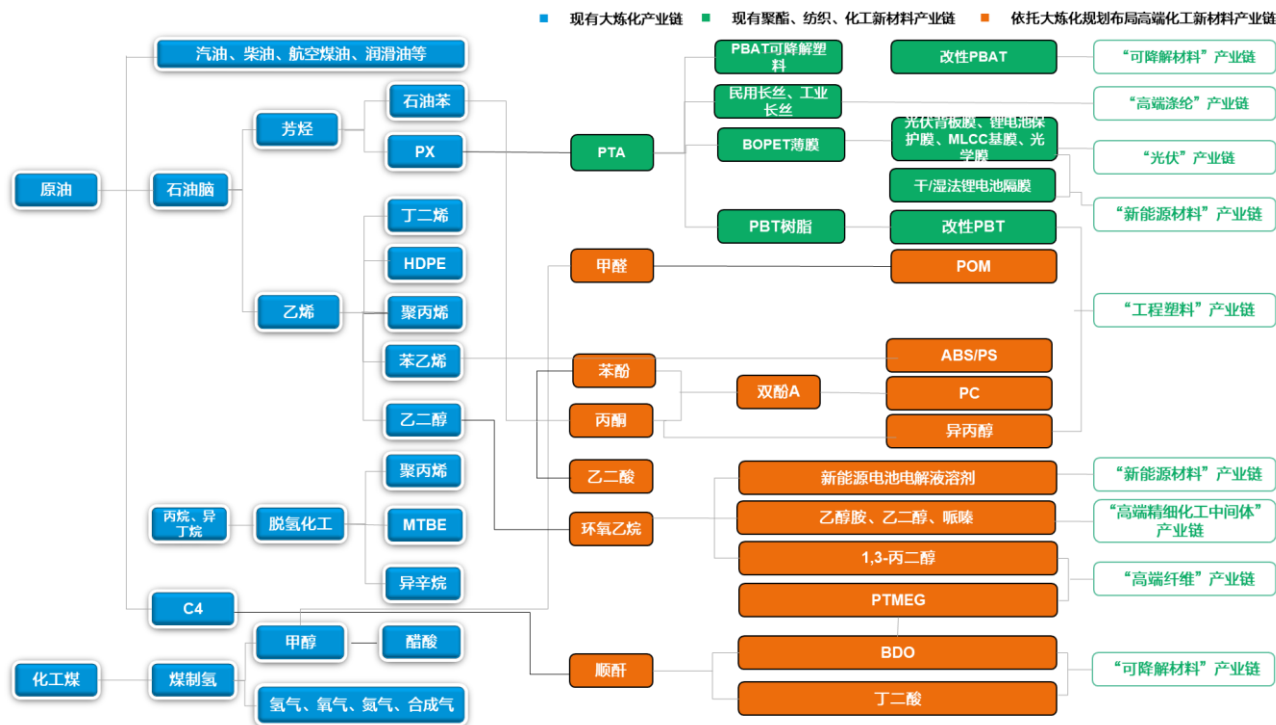
图2 我国主要大炼化项目投产时间



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

**稳扎稳打全产业链布局。**公司上游“油、煤、化”大化工平台完成搭建，未来公司将瞄准芳烃下游的聚酯、类聚酯新产品以及烯烃下游的精细化工、特种新材料的应用新方向和新市场，巩固传统市场优势，对标重点新材料突破性领域，重点打造 PBS/PBAT 可降解材料、功能性聚酯材料、高性能树脂材料、高端纤维材料、新能源材料等。

图3 恒力石化产业链布局



资料来源：公司公告，东海证券研究所

**联合中国化学打造高端新材料科创平台。**公司于 2023 年 11 月公告，与中国化学天辰公司、福建省能源石化集团、及中控技术共同成立辰聚（苏州）科创发展有限责任公司。辰聚公司集石化、能源、工业自动化龙头企业资源于一体，聚焦高端新材料、双碳技术等领域科技成果转化。本次合作将助力恒力石化各业务板块，尤其是高端新材料领域的创新发展。

图4 辰聚公司股东优势



以辰聚科创公司为桥梁，构建起“产、学、研、设”的技术创新体系，经营模式高度契合科技创新全链条需求

资料来源：辰聚公司官网，东海证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定，多次回购增持和员工持股激励

公司控股股东为世界 500 强企业恒力集团，持有公司股份 29.84%。公司的实际控制人为陈建华、范红卫夫妇。公司全资和控股子公司包括恒力投资、恒力炼化、恒力新材料及康辉新材料等。其中，恒力投资通过控股子公司恒力石化（大连）有限公司经营 PTA 产品业务；恒力炼化主要开展 2000 万吨/年炼化一体化项目；康辉新材以生产聚酯薄膜、聚酯切片、工程塑料等产品为主；恒力新材料主要经营下游涤纶长丝产品业务，助力公司产业链纵向延伸。

图5 恒力石化股权结构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司充分利用资本平台的融资激励功能，推动可持续发展。公司于 2016 年借壳上市之后，2017-2023 年以来共计推出六次员工持股计划，打造企业与员工利益共同体，有助于形成长效激励机制，实现员工与公司的共同成长与价值分享。此外，2019 年以来，公司通过股份回购、大股东增持等形式助推公司投资价值的合理回归，彰显公司对未来发展的坚定信心，同时对保障全体股东利益起到有效支撑。

表1 公司积极推进员工持股、回购、大股东增持等

时间	方式	事件
2017	第一期员工持股计划	累计购入本公司股票 760.98 万股，占公司总股本的 0.27%，成交金额为 9219.93 万元，持有人包括董监高、工程师及主管级以上员工。
2018	第二期员工持股计划	累计购入本公司股票 1904.89 万股，占公司总股本的 0.38%，成交金额为 3.14 亿元，持有人包括董监高、主管或班组长级以上员工。
2019	第三期员工持股计划	合计持有公司股份 2223.71 万股，占公司总股本的 0.32%，成交总额为 2.62 亿元（不含交易费），用于奖励参与炼化项目建设的全体员工和上市公司核心技术管理骨干。
2019	第四期员工持股计划	受让公司回购专用证券账户的股份 5019.32 万股，占公司总股本的 0.71%，成交金额为 6.96 亿元（不含交易费）。
2020	第五期员工持股计划	累计购入 705.17 万股，持股比例 0.1002%，成交金额 1.34 亿元。



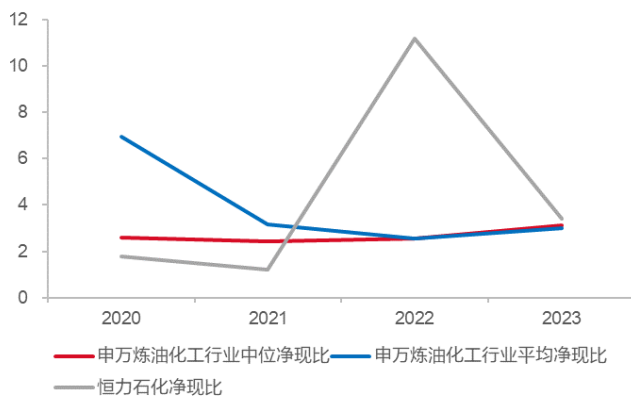
2022	第六期员工持股计划	合计持有股票 2.92 亿股，成交均价 23.45 元/股，成交金额 68.38 亿元，锁定期自 2022 年 5 月 10 日起 12 个月。
2019-2020	股份回购	累计回购股份数量 8846.19 万股，回购总额 12.41 亿元。
2020-2021	股份回购	累计回购股份数量 777.99 万股，回购总额 1.00 亿元。
2021-2022	股份回购	累计回购股份数量 3869.25 万股，回购总额 10.00 亿元。
2022	股份回购	累计回购股份数量 4499.19 万股，回购总额 10.00 亿元。
2019	大股东增持	恒力集团累计增持公司股份 1470.71 万股，占公司总股本 0.21%，累计增持金额达 2.10 亿元。
2022-2023	大股东增持	截至 2023 年 10 月 20 日届满，控股股东之一致行动人恒峰投资（大连）有限公司累计直接和间接增持公司股份 5059.98 万股，占公司总股本的 0.72%，累计增持金额为 7.5 亿元（不含佣金、过户费等交易费用）。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 1.3. 现金流量健康，稳定分红保障投资回报

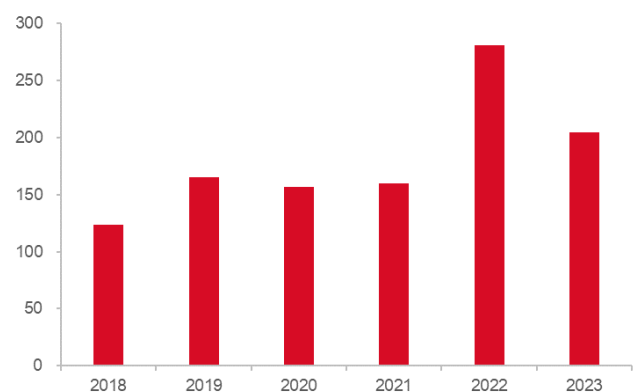
公司回款能力良好，现金流量充足。公司自 2022 年起，净现比显著高于行业均值，2023 年达到 3.41，回款能力较好。现金流方面，2023 年公司拥有货币资金 204.7 亿元，现金流情况良好，可支持后续公司的战略规划及产能投放。

图6 公司及所处行业净现比情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

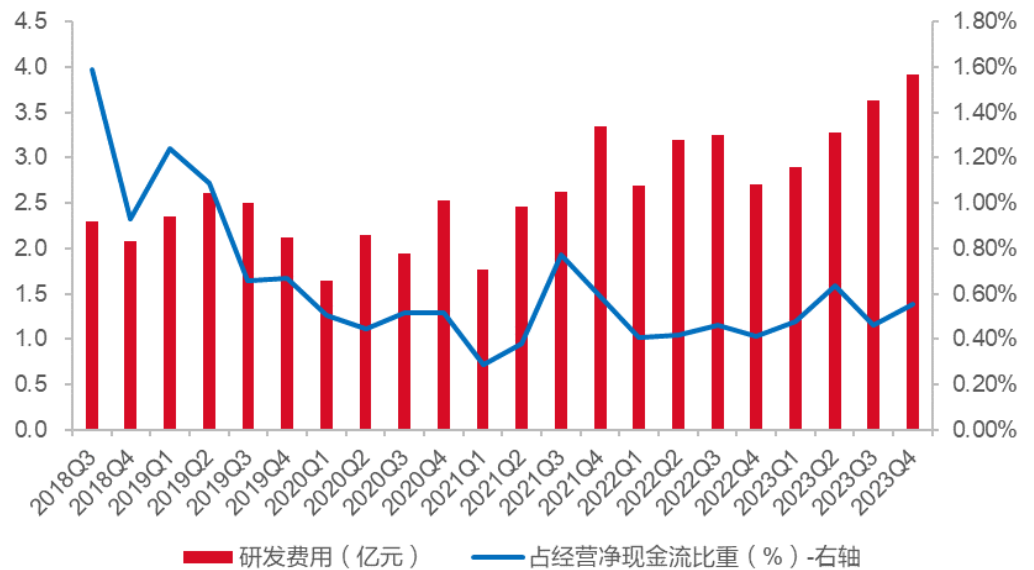
图7 公司货币资金情况 (单位: 亿元)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

公司经营净现金流可稳定支撑后续研发支出。公司自 2019 年大炼化基建项目基本投产后，研发收入占经营净现金流比重逐年降低，后续保持稳定。虽然公司研发费用体量逐年增加，但炼化项目同时扩大公司经营规模，带来稳定的经营现金流入，对后续研发起到支撑作用，公司延伸精细化工的资本及原料更加充足，核心优势明显。

图8 恒力石化研发费用（亿元）及占经营净现金流比重（%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司分红制度健全透明，分红比率较高。在现金分红方面，自 2016 年重组上市以来，恒力石化共计支付现金分红总额 223.71 亿元，占 2016-2023 年度合计归母净利润的 41.08%。此外，恒力石化还推出了《未来五年股东回报规划(2020-2024 年)》，结合公司盈利能力、经营发展规划等因素对公司未来五年现金分红政策进行了详细规划，增强了公司现金分红的透明度，形成了稳定的股东回报机制。

表2 恒力石化近年分红比率情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	总计
分红金额（亿元）	4.24	0.00	27.53	28.06	54.07	71.09	0.00	38.72	223.71
归母净利润（亿元）	11.80	17.19	33.23	100.25	134.62	155.31	23.18	69.05	544.63
分红比率	35.92%	0.00%	82.85%	27.99%	40.17%	45.78%	0.00%	56.07%	41.08%

注：2023 年尚未完成权益分派

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表3 恒力石化未来五年股东回报计划（2020-2024 年）

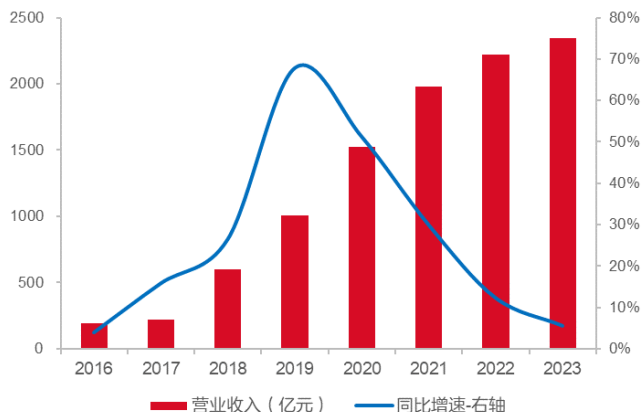
分红条件	分红原则
资产负债率 $\geq 80\%$	现金分红不少于当年可分配利润的 35%
资产负债率 ( $\geq 75\%, < 80\%$ )	现金分红不少于当年可分配利润的 40%
资产负债率 ( $\geq 70\%, < 75\%$ )	现金分红不少于当年可分配利润的 45%
资产负债率 ( $< 70\%$ )	现金分红不少于当年可分配利润的 50%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 1.4. 炼化龙头业绩韧性持续验证

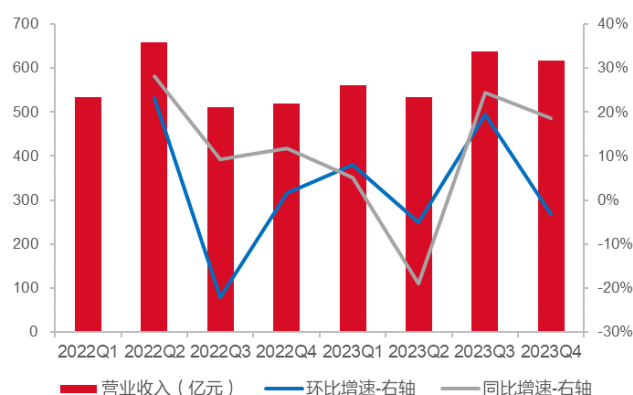
**营收稳定增长，2023 年盈利大幅修复。**公司自 2016 年上市以来，营业收入始终稳定增长；2019 年大炼化项目全年投产后，营收首次突破千亿，同比增长率达 67.80%，2016-2023 年 CAGR 达 42.96%。2022 年受供需双重挤压，公司盈利缩减。进入 2023 年以来，随着前期积压需求释放、经济政策支撑和低基数效应的共同作用，公司盈利大幅改善。2023 年实现归母净利润 69.05 亿元，同比增长 197.9%。

图9 2016-2023 年公司营业收入情况



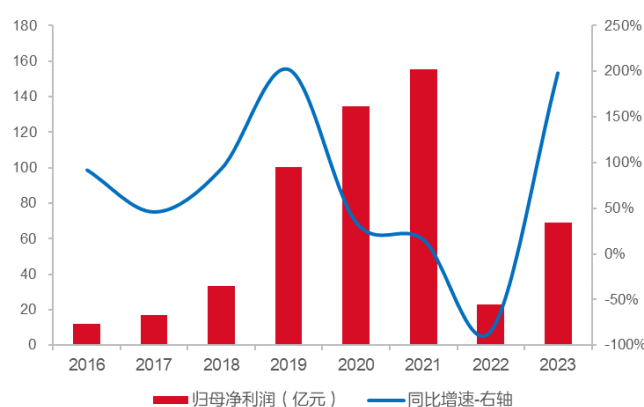
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图11 2022-2023 年公司营业收入情况（单季）



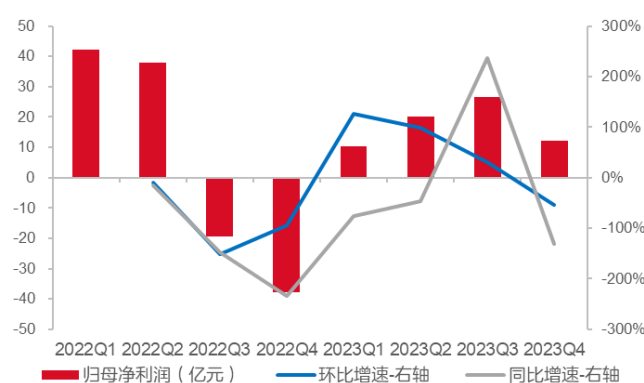
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图10 2016-2023 年公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

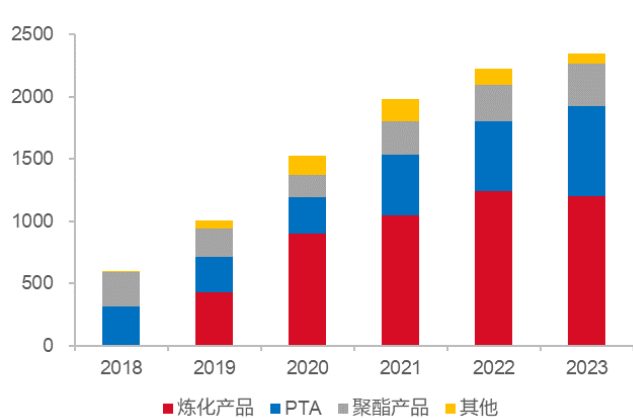
图12 2022-2023 年公司归母净利润情况（单季）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

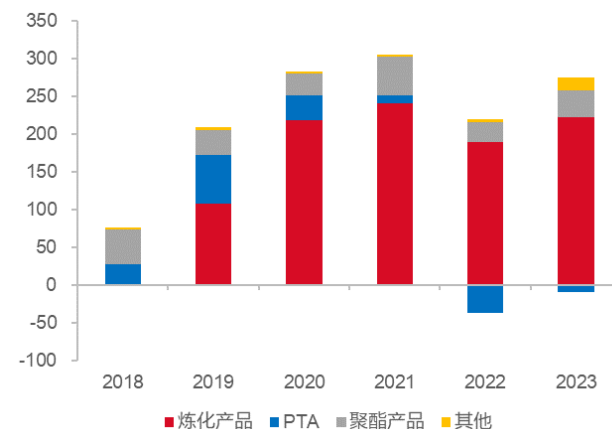
**炼化产品贡献绝大部分收益。**公司作为聚酯新材料全产业链的领军企业，聚酯板块贡献稳定的收入。炼化产能的陆续投产推动公司经营规模的量变与业务结构的质变，自 2019 年起，公司炼化产品营收占比超 42%，毛利占比超 51%；2020-2023 年，炼化产品占比再度攀升，营业收入占比 50%以上，毛利占比 77%以上。

图13 2018-2023 年各板块营收情况（单位：亿元）



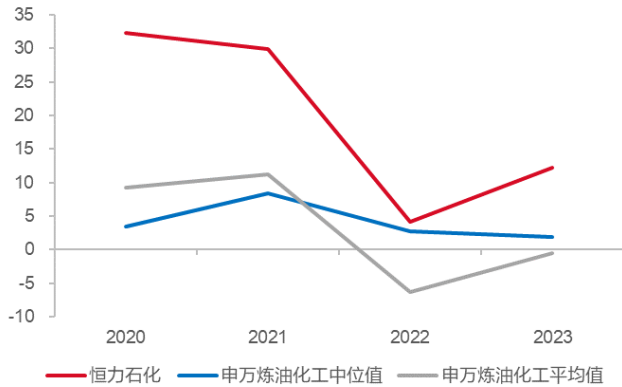
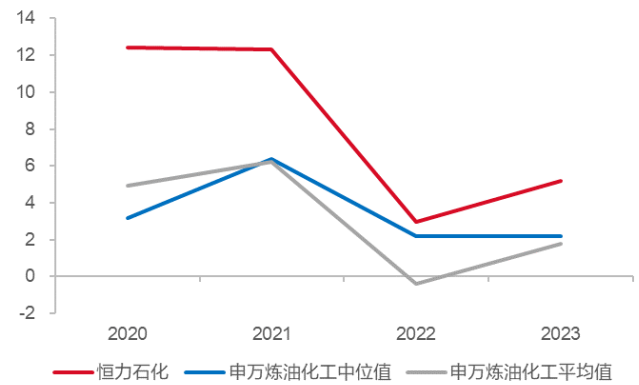
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图14 2018-2023 年各板块毛利情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司销售净利率优秀，整体盈利水平同业居前。2020年至2023年，公司ROE及ROA数值显著高于行业平均水平。运用杜邦分析体系对公司ROE进行拆解可发现，公司总资产周转率及权益乘数处行业平均水平，销售净利率显著高于行业均值。公司作为炼化龙头，致力于产业协同、综合运营方，经营弹性空间及综合成本优势较强，收益获取能力优异，因而拥有较高盈利能力。

**图15 公司及行业平均 ROE 情况 (单位: %)**

**图16 公司及行业平均 ROA 情况 (单位: %)**


资料来源：同花顺，东海证券研究所

资料来源：同花顺，东海证券研究所

**表4 公司 ROE 拆解分析**

	2023	2022	2021	2020
总资产周转率(次)				
恒力石化	0.94	0.96	0.97	0.82
申万炼化化工行业中位值	1.04	1.1	1.01	0.9
申万炼化化工行业平均值	1.21	1.11	1.02	0.88
销售净利率(%)				
恒力石化	2.94	1.07	7.99	9.01
申万炼化化工行业中位值	0.38	0.97	3.1	2.64
申万炼化化工行业平均值	0.02	-2.71	3.82	4.04
权益乘数				
恒力石化	4.34	4.56	3.67	4.06
申万炼化化工行业中位值	3.65	3.41	2.83	2.34
申万炼化化工行业平均值	3.38	3.29	3.99	2.44

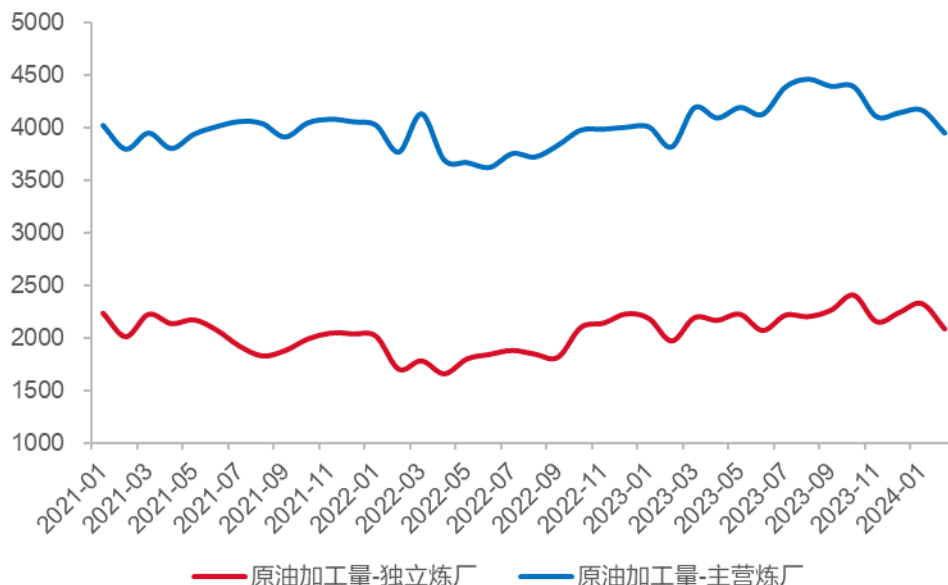
资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 2.行业低谷已过，中高油价下仍有良好的盈利能力

### 2.1.炼化行业整体运行进入良性发展阶段

我国原油加工数量呈缓和增长趋势。据中石化统计，2022年，我国炼油能力约为8.92亿吨/年，据钢联数据，我国2022年全年共加工原油6.89亿吨，开工率约为77%；2023年，新增中石化广东石化2000万吨/年炼化装置的基础上，加工原油提升至7.65亿吨，同比增加11%，开工率达84%。2024年1-2月我国共加工原油1.25亿吨，同比增长4.59%，延续年前增长态势。

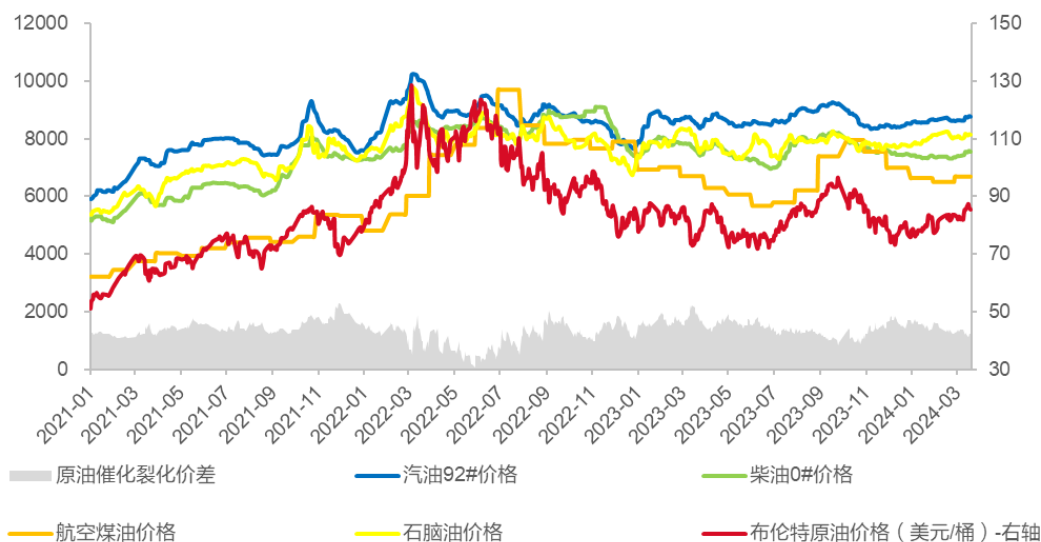
图17 我国炼厂月度原油加工情况（万吨）



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

**炼化价差走出低谷期。**通过长周期梳理可以发现，原油催化裂化价差与原油价格呈拱形相关关系，即油价由低到高的变动过程中，对加工价差起到正向支撑作用；而油价高出可承受范围时，成品油跟涨幅度有限，价差缩小，降低行业的开工积极性，如2022年上半年期间，油价位于110-130美元/桶之间，价差一度跌破200元/吨。当前油价恢复至中高位震荡区，对裂解价差有明显支撑作用，自2023年年末以来，价差维持在1200-1800元/吨，行业开工率随之提振。

图18 我国原油催化裂化价差（元/吨）

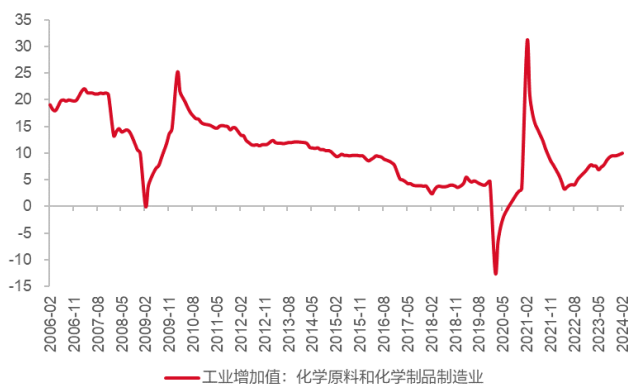


资料来源：隆众石化，东海证券研究所

**化工行业基本面数据有所改善。**我国化学原料和化学制品制造业工业增加值自2022年下半年以来持续增长。从需求端来看，2023年化工行业整体呈弱复苏态势，下半年随着宏观环境的改善，修复程度显著增加。从价格端来看，以石脑油裂解价差为代表的化工品价

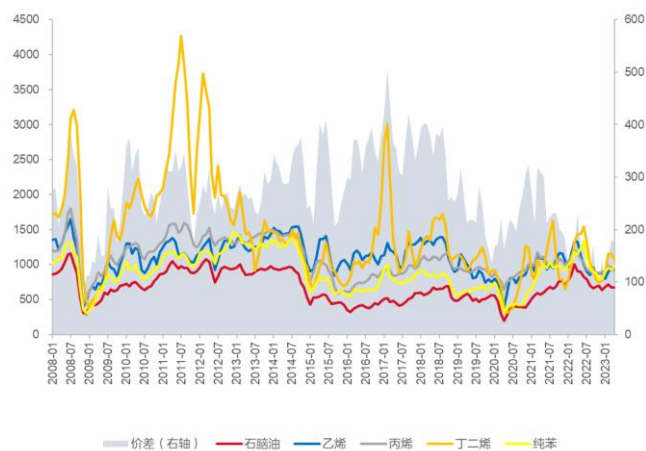
差也在缓慢修复。截至 2024 年 3 月，石脑油裂解价差恢复至 151.66 美元/吨，较 2023 年平均价差增长 15%。

图19 我国化学原料和化学制品制造业工业增加值累计同比 (%)



资料来源：发改委，东海证券研究所

图20 石脑油裂解价差 (美元/吨)



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

我们认为油价维持在 60-80 美元/桶之间，炼化整体盈利稳定；油价从底部反弹的过程中，行业整体盈利会扩大。2010 年至今，油价变动可分为六个阶段：2011-2014 年国际油价暴涨，炼化行业 ROE 初期受到高油价支撑，但持续高油价压力下，压制行业利润；2014-2016 年及 2018-2020 年间，油价保持低位，行业受景气度影响，收益同样低迷；2020 年至今，油价在中高位震荡，行业盈利存在改善趋势。

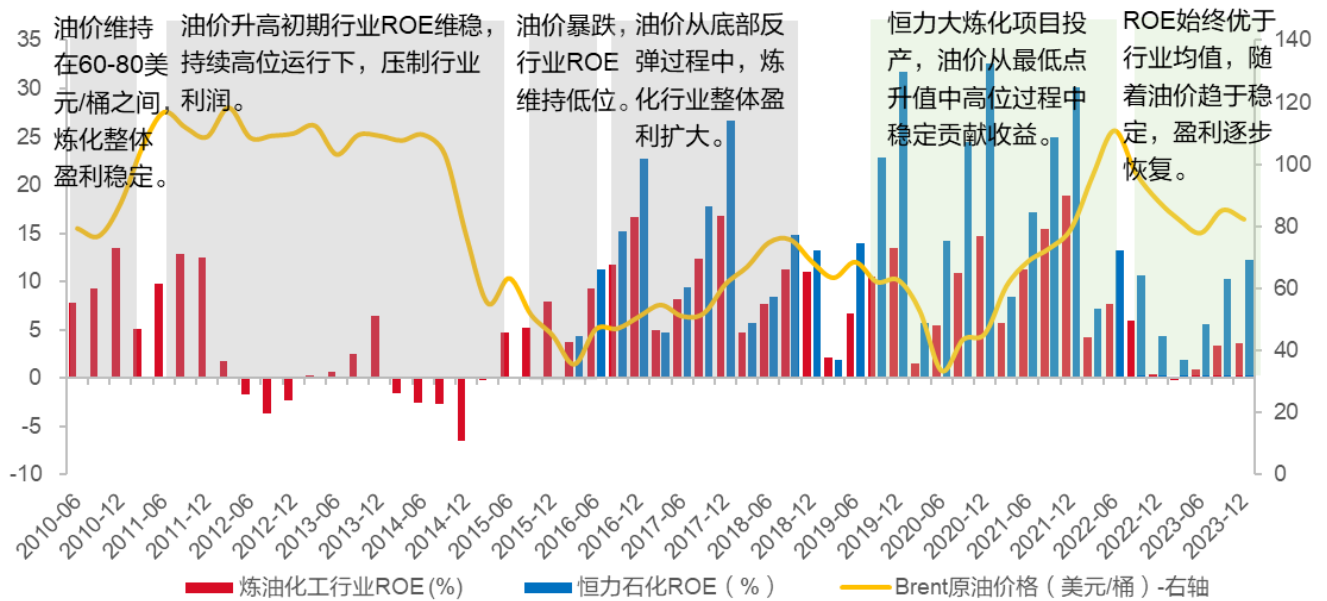
表5 行业相对收益受油价波动影响明显

阶段	日期	行业相对收益表现
1	2010 年 1-8 月	油价维持在 60-80 美元/桶，炼化整体盈利稳定
2	2010 年 9 月-2014 年 6 月	油价回到高位，压制炼化行业利润
3	2014 年 7 月-2016 年 2 月	油价下跌并不断创下新低，对行业无法起到成本支撑作用，行业 ROE 维持低位
4	2016 年 2 月-2018 年 10 月	油价暴跌后逐渐回升至高位，油价从最低点反弹过程中贡献收益
5	2018 年 11 月-2020 年 4 月	油价震动下跌，国内民营大炼化项目逐步投产，稳定行业收益
6	2020 年 5 月-至今	油价逐渐恢复高位，后维持中高位震荡，恒力 ROE 在中高油价下存在高于行业的相对收益

资料来源：同花顺，东海证券研究所整理

当前油价稳定在中高位，公司凭借炼化工艺优势保持稳定利润。油价维持在 60-80 美元/桶之间，炼化整体盈利稳定；油价从底部反弹的过程中，行业整体盈利会扩大。公司的原油加工适应力强，即使在中高油价下，仍可以通过加工劣质油及独特的炼化工艺中获取稳定利润。自 2019 年公司 2000 万吨/年的炼化一体化项目实现全面投产，已经历过石化低谷周期。我们认为随着国内炼化参与到海外的竞争以及下游需求恢复，公司的盈利能力将会进一步增强。

图21 行业及公司 ROE 与油价变动关系



注：行业 ROE 为申万三级炼油化工行业剔除中石油、中石化后的加权平均值  
 资料来源：同花顺，东海证券研究所整理

## 2.2.炼化环节打破传统工艺路线，放大产品成本优势

### 2.2.1. 沸腾床加氢裂化，降本增效

与传统型炼厂相比，新型炼化企业会对催化重整、渣油加氢裂化等装置规模进行放大，对催化裂化、延迟焦化等装置进行缩减。恒力石化采用加氢裂化装置替代重油催化裂化装置。恒力石化的渣油加氢装置采用的沸腾床工艺，很大程度上解决了重油无法吃干榨尽的问题，使原油利用率提高 5%，增产高附加值化工品多达百万吨以上。

渣油加氢的核心在于脱除渣油中的杂质（氮，硫，残碳，金属），转化沥青质与加氢热裂解使得重油向轻油转化的作用。沸腾床加氢技术具有灵活的产品调变性，可根据炼油厂产品需求配置后续加工流程，如生成清洁油品、多产化工原料、解决高硫石油焦问题或生产低硫船用燃料油等，可为不同炼油厂“量体裁衣”。

相对于其他渣油加工手段，沸腾床加氢具有较高的渣油转化率，可将渣油中较多的重馏分转化为轻质蜡油、柴油和石脑油馏分，然后配置灵活的加氢裂化工艺流程来进一步将蜡油和柴油轻质馏分转化为适宜生成烯烃等化工原料的石脑油馏分，实现渣油到化工原料的高效转化。

由表 6 可见：重石脑油具有较高的芳烃潜含量，是优良的芳烃重整原料；喷气燃料具有良好的燃烧清洁性，烟点为 27.4 mm；柴油十六烷值指数较高，可作为清洁柴油调和组分或循环到加氢裂化装置进一步裂化；加氢尾油的 BMCI 低于 10，达到 7.9，是优良的蒸汽裂解制乙烯原料。

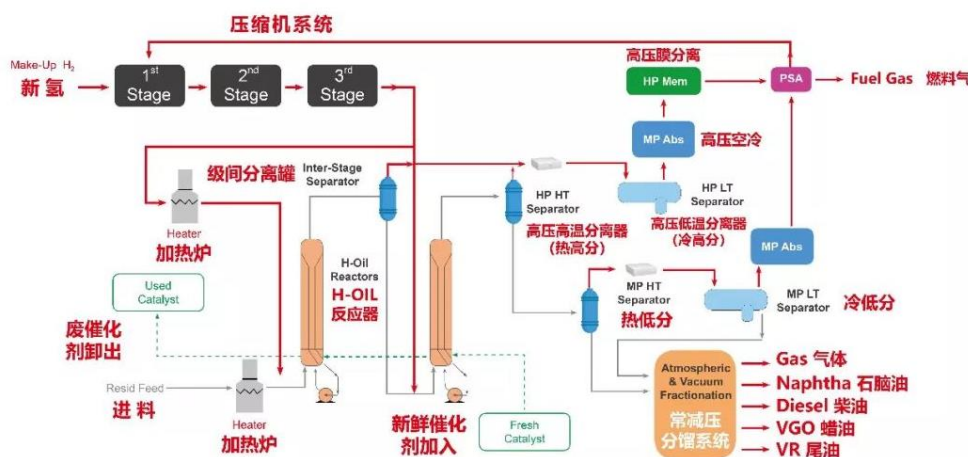
表6 沸腾床加氢柴油和蜡油组分的加氢裂化产物收率和性质数据

项目	混合原料	产物				
		轻石脑油	重石脑油	喷气燃料	柴油	尾油
收率, %		5.01	24.02	29.66	19.06	20.13
密度 (20°C) / (g·cm <sup>-3</sup> )	0.8337	0.6544	0.7498	0.8101	0.813	0.82
硫质量分数, %	0.72	<0.5	<0.5	<2	<2	<5
氮质量分数 / (μg·g <sup>-1</sup> )	1313	<0.5	<0.5	<1	<1	<2
芳烃潜含量 (w), %		63				
烟点/mm		27.4				
十六烷指数		77.7				
BMCI		7.9				

资料来源:《炼油结构转型下沸腾床加氢技术》全玉军等, 东海证券研究所

目前代表性的沸腾床工艺为 Axens 的 H-oil 工艺与 CLG 的 LC-Fining/LC-MAX 工艺。恒力采用的 Axens 的 H-oil 工艺流程如下, 装置的设备核心在于沸腾床反应器与沸腾泵。沸腾床的床层数量达到 20 多层, 每层催化剂作用各不相同。前端主要预处理, 脱除金属 (HDM), 脱硫 (HDS), 脱氮 (HDN), 脱沥青质 (HDA), 后端主要以加氢热裂解 (HCK) 为主。

图22 H-oil 工艺流程



资料来源: 恒力石化官微, 东海证券研究所

因为有先进的重油加工装置, 所以恒力石化所用原料大部分为重质油 (劣质油), 假设重质油能节约 0.5 美元/桶, 恒力石化 2000 万吨炼化项目可以节约约 5 亿元。

表7 国内大型炼厂进料情况对比

炼厂	常减压规模 (万吨)	设计油种	API	硫含量 (wt%)
洛阳石化	800+1000	50%科威特/沙中, 20%中原、30%其他	29-30	0.8
中石油云南	1300	25%沙轻、25%沙中、50%科威特		2.6
中海油惠州	1200+1000	55%蓬莱原油、45%混合原油		1.3
恒逸文莱	800	40%文莱轻油、40%卡塔尔、20%中东凝析油		
<b>恒力炼化</b>	<b>1000*2</b>	<b>30%沙中、60%沙重、10%卡塔尔马林</b>	<b>27.6</b>	<b>2.3</b>
浙石化一期	1000*2	25%沙中、25%伊轻、35%伊重、15%巴西 Frade	29	1.9
浙石化二期	1000*2	50%沙轻、50%沙重	30	2.4
盛虹炼化	1600	50%沙轻、50%沙重	30	2.5



中科炼化

1500

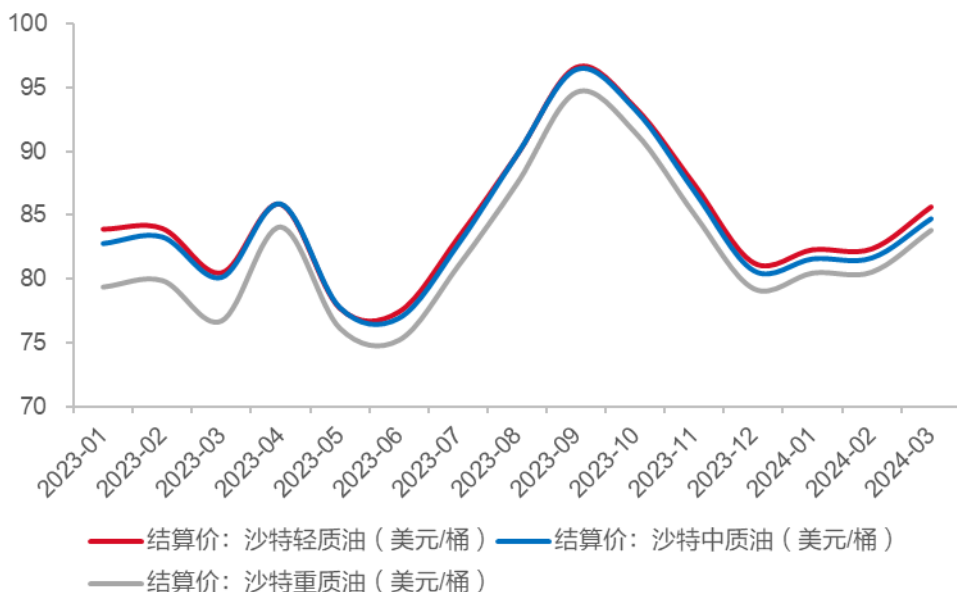
100%科威特

30

2.6

资料来源：CPIA、IEA、IRENA，东海证券研究所

图23 2018-2023 年轻质、中质及重质原油价格对比

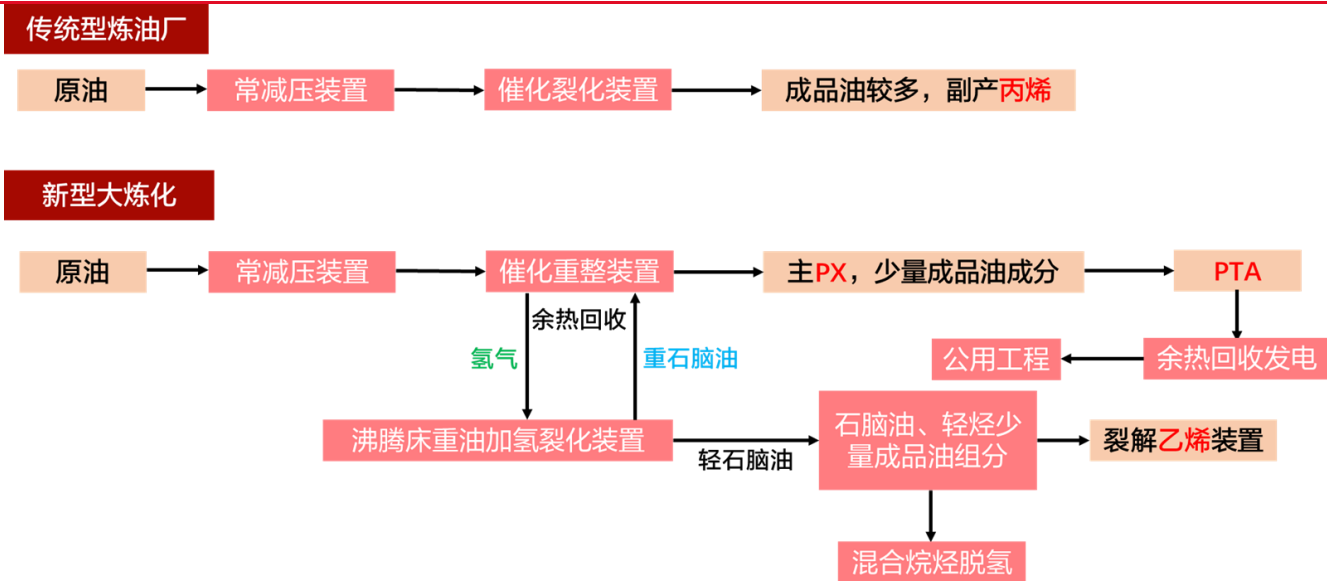


资料来源：同花顺，东海证券研究所

### 2.2.2.全加氢工艺，氢气产率全国居首，煤制氢成本较低

催化重整副产氢气，是重要的制氢来源，也是大炼化的核心竞争力之一。大炼化可以实现炼油装置中催化重整的装置产能最大化，即PX生产装置规模最大化，实现自身PTA的原料配套，然后副产大量的氢气。氢气再供给加氢裂化装置，出来的重石脑油再回到催化重整装置，轻烃和轻石脑油裂解乙烯。而PX生产PTA属于放热反应，可余热回收发电或用于海水淡化。通过这样的工艺路线，减少成品油收率，更加完善的配套化工产业链。

图24 国内典型炼厂生产路径示意图



资料来源：东海证券研究所整理

恒力石化炼化项目率先应用“常减压+加氢裂化+芳烃”全加氢工艺，拥有 50 万 Nm<sup>3</sup>/h 的煤制氢装置，73 万 Nm<sup>3</sup>/h 的 PSA（氢气回收）装置，总加氢规模高达 2700 万吨/年，规模位居全国第一，可产出大量优质的芳烃原料。

**表8 炼厂供氢能力比较**

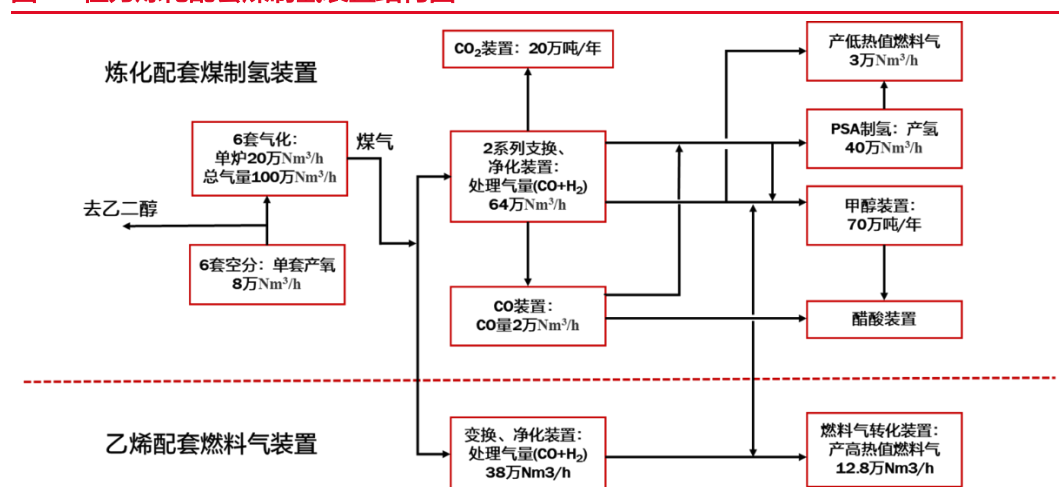
	供氢能力（万吨/年）	炼油能力（万吨/年）	氢气产率
海南炼化	9.95	800	1.20%
青岛炼化	7.03	1000	0.70%
福建联合	15.71	1250	1.30%
天津石化	11.74	1000	1.20%
中海油惠州	22.39	1200	1.90%
浙石化	129.6	4000	3.24%
<b>恒力石化</b>	<b>73.8</b>	<b>2000</b>	<b>3.69%</b>
盛虹炼化	41.63	1600	2.60%

资料来源：《炼厂氢气与氢气供应》中石化工程建设公司，项目环评，东海证券研究所

注：浙石化包含煤焦（石油焦）制氢，恒力石化包含煤制氢联产醋酸路线，盛虹采用 IGCC 路线制氢

国内首开先河配套建设煤制氢联产醋酸装置，提供低成本氢气、甲醇和燃料气供炼化，提供低成本氧气供乙烯，提供醋酸供 PTA，并提供低成本氮气供园区。恒力采用国内自主知识产权的四喷嘴对置式水煤浆加压气化技术，装置建设六套四喷嘴水煤浆加压气化炉，单炉具备 20 万 Nm<sup>3</sup>/h 有效气产能，相当于 380 万吨/年的煤制甲醇装置规模当量，产能居国内领先地位。

**图25 恒力炼化配套煤制氢装置结构图**



资料来源：恒力集团官微，东海证券研究所

煤制氢单吨成本更低，大连园区具有运输成本优势。两种炼厂常见制氢法成本对比来看，天然气价格 2.5 元/m<sup>3</sup> 时，天然气制氢成本 12831 元/t，折 1.14 元/m<sup>3</sup>。煤炭 450 元/t 时，煤制氢成本 9903 元/t，折 0.869 元/m<sup>3</sup>。恒力 50 万 m<sup>3</sup>/h 煤制氢装置比天然气制氢年节约成本约 2 亿元。煤制氢气依然具有相对优势。且恒力大连炼化园区靠近秦皇岛，具有相对地理优势，在运费上较江浙炼厂用煤成本更低。

表9 炼厂供氢能力比较

项目	成本/(元·立方米 <sup>-1</sup> )	
	天然气制氢	煤制氢
原料	<b>0.838</b>	<b>0.340</b>
氧气		<b>0.210</b>
辅助材料	<b>0.014</b>	<b>0.043</b>
燃料动力能耗	<b>0.184</b>	<b>0.069</b>
电	0.020	0.024
循环水	0.002	0.008
新鲜水	0.001	0.001
脱盐水	0.022	0.036
3.5MP 蒸汽	-0.018	
1.0MP 蒸汽	0.000	
燃料气	0.157	
直接工资	<b>0.012</b>	<b>0.012</b>
制造费用	<b>0.065</b>	<b>0.135</b>
财务及管理费	<b>0.029</b>	<b>0.060</b>
体积成本(标准状态)	<b>1.141</b>	<b>0.938</b>
折吨成本/(元·吨 <sup>-1</sup> )	<b>12831</b>	<b>9903</b>

资料来源：张彩丽《煤制氢与天然气制氢成本分析及发展建议》，东海证券研究所

### 2.3. 聚酯技术设备先进，一体化生产成本领先

与海外主要 PX 生产装置相比，我国装置规模化优势突出，后续有望提升市场竞争力。

1) 日本装置规模偏小，生产成本偏高。日本当前共有 15 套 PX 生产装置，总产能为 396 万吨/年，平均规模仅为 26.4 万吨。且作为全球最早生产 PX 的国家之一，在 2000 年前基本完成了产能建设及布局，装置普遍比较老旧，生产成本明显偏高。

2) 韩国装置两极分化，大规模装置成本具有一定竞争力。韩国是 PX 产能全球第二的国家，共有 14 套生产装置，总产能达 1079 万吨/年。其中，约有 292 万吨/年的产能于 2000 年前投产，占总产能的 28%，其余产能基本在 2010-2014 年间建立，且均为大规模装置，在装置成本上具有一定优势。

3) 文莱装置工艺先进，配备炼化一体化。文莱 PX 工业的发展起源于我国恒逸石化国内 PTA 装置原料的短缺以及当地政府的大力支持，2019 年后开始投建 150 万吨/年的装置，且二期项目正在建设规划中。该装置为炼厂配套装置，规模及工艺设备都处于世界领先地位。

4) 印度有 1 套超大规模装置，其余装置规模偏小。印度当前有 7 套装置，总产能为 602 万吨/年。其中 Reliance Industries 于 2017 年投建了 220 万吨/年的超大规模装置较其国内其他早期装置具有明显的成本规模优势。

表10 我国周边各区域 PX 装置及产能

区域	国别/地区	公司	产能 (万吨/年)	国别/地区	公司	产能 (万吨/年)			
东北亚	日本	Idemitsu Kosan ( 2 )	58	韩国	GS Caltex ( 3 )	120			
		JX Nippon Oil&Energy ( 7 )	202		Hyundai Cosmo Petrochemical ( 2 )	118			
		Kashima Aromatics	41		LOTTE CHEMICAL ( 2 )	73			
		Kashima Oil	15		韩华道达尔 ( 2 )	177			
		Teijin	29		SK Energy ( 3 )	206			
	中国台湾	TonenGeneral ( 3 )	51		SK JX Nippon JV	100			
		CPC ( 3 )	72		S-Oil	185			
		台塑 ( 3 )	171		Ulsan Aromatics	100			
		东南亚	印尼		Pertamina	27	泰国	ESSO Thailand	54
					Trans Pacific	60		PTTAR ( 2 )	112
马来西亚	Arom. Malaysia		55	Thai PX	49				
新加坡	ExxonMobil ( 2 )	87	文莱	恒逸文莱	150				
	Jurong Aromatics	80		越南	Nghison	70			
南亚	印度	Indian Oil	73						
		Mangalore Ref. (MRPL)	92						
		Reliance Industries ( 5 )	437						
中东地区	哈萨克斯坦	阿特劳炼油厂	50	科威特	Kuwait aromatics	82			
	沙特	Petro Rabigh	134	阿曼	阿曼芳烃	82			
		Sabir	38.5	以色列	Gadiv	19			
		SATORP	70	土耳其	Petkim	15			
	伊朗	伊朗石化	142						

( ) 内为装置数量;

资料来源:百川盈孚,各集团官网,KPIA,东海证券研究所

恒力石化拥有 520 万吨/年的 PX 产能,装置规模国际领先。

表11 我国 PX 在产产能情况 (万吨/年)

公司	项目	初投产时间	产能	工艺路线
中石油	辽阳石化 1#	1989.01.01	25	石脑油
	辽阳石化 2#	2005.09.29	75	MX
	四川石化	2014.02.01	75	石脑油
	乌鲁木齐石化	2010.07.19	100	石脑油
	广东石化	2022.12.31	260	石脑油
中石化、埃克森美孚、沙特阿美	福建联合	2009.07.26	100	石脑油
中石化	上海石化	2006.06.01	60	石脑油
	海南炼化 1#	2013.12.01	60	石脑油
	海南炼化 2#	2019.10.01	100	MX
	扬子石化 1#	1989.01.01	34	石脑油
	扬子石化 2#	2006.01.01	55	石脑油
	九江石化	2022.06.08	89	石脑油
	洛阳石化	2000.02.01	21.5	石脑油
	金陵石化	2008.08.01	60	石脑油
	天津石化	1999.01.01	30	石脑油
	镇海炼化	2003.08.01	65	石脑油
中海油	惠州石化 1#	2009.06.01	150	石脑油
	惠州石化 2#	2023.03.31	95	石脑油

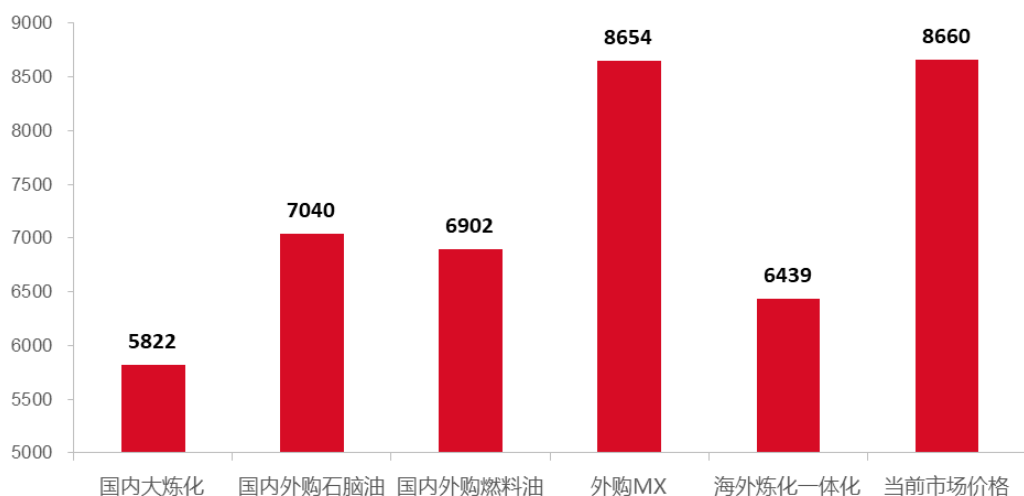
	宁波大榭石化	2023.03.31	160	石脑油
中国中化	中化泉州	2019.10.01	100	石脑油
	弘润石化	2021.01.01	80	MX
恒力石化	恒力石化	2019.03.24	520	石脑油
东方盛虹	盛虹炼化	2022.12.31	280	石脑油
荣盛石化	宁波中金	2015.08.01	160	凝析油（燃料油）
	浙石化 1#	2020.01.01	500	石脑油
	浙石化 2#	2021.11.01	400	石脑油
福海创石化（腾龙芳烃）	福建福海创 1#	2013.05.01	80	凝析油、燃料油、MX
	福建福海创 2#	2013.06.01	80	
福佳大化石化	大连福佳大化 1#	2009.06.01	70	石脑油（外购）
	大连福佳大化 2#	2012.10.01	70	MX
东营威联化学	威联化学 1#	2020.09.01	100	石脑油
	威联化学 2#	2022.11.30	100	石脑油
青岛丽东化工	青岛丽东	2006.06.01	100	石脑油（外购）

资料来源：隆众数据库、各公司官网、各公司公告，东海证券研究所整理

我们以目前 75 美元/桶的油价，按不同生产路径进行成本测算，发现部分规模较大、产业链配套更完善的厂家加工费可能更低，较其他石脑油制厂家具有近 150 美元/吨的成本优势。参考如下：

- 1) 随着一体化产能比例的提升，PX 上下游配套的情况下，节约了一定的加工成本；
- 2) 外购混合芳烃虽然流程较短，主要取决于混合芳烃的市场价格，如果汽柴油的价格上涨时，混合芳烃的生产商更倾向于调和汽油。
- 3) 甲苯歧化过程中会有大量的纯苯副产，而当前纯苯的价格较高，也会影响装置利润。异构化的经济效益则与邻二甲苯（OX）、间二甲苯（IX）等市场行情有关。
- 4) 海外炼化一体化装置，对于 PX 的进口到国内会有 2% 的关税，同时会有相应的物流、报关等费用。

**图26 当前物料价格测算 PX 成本不同生产路径对比（元/吨）**



资料来源：隆众数据、同花顺，东海证券研究所  
数据摘自 2024 年 1 月 24 日

**PTA 新装置新技术降本效应显著，我国作为全球新增产能引领者充分受益后发优势。**目前国内市场 PTA 装置技术包括英威达技术、BP 技术以及中国昆仑工程技术等。PTA 生产工艺的升级代表着 PTA 的单位资本产出率、变动成本和环境表现也越来越好，原料成本、装置成本和加工成本的优势相对于老一代的装置越来越明显。恒力采用 INVISTA-8 技术，在精制母液回收和 CTA 浆料处理方面有开创性突破，与上一代技术(P7)相比，无论在能耗、物耗方面，都有长足进步。

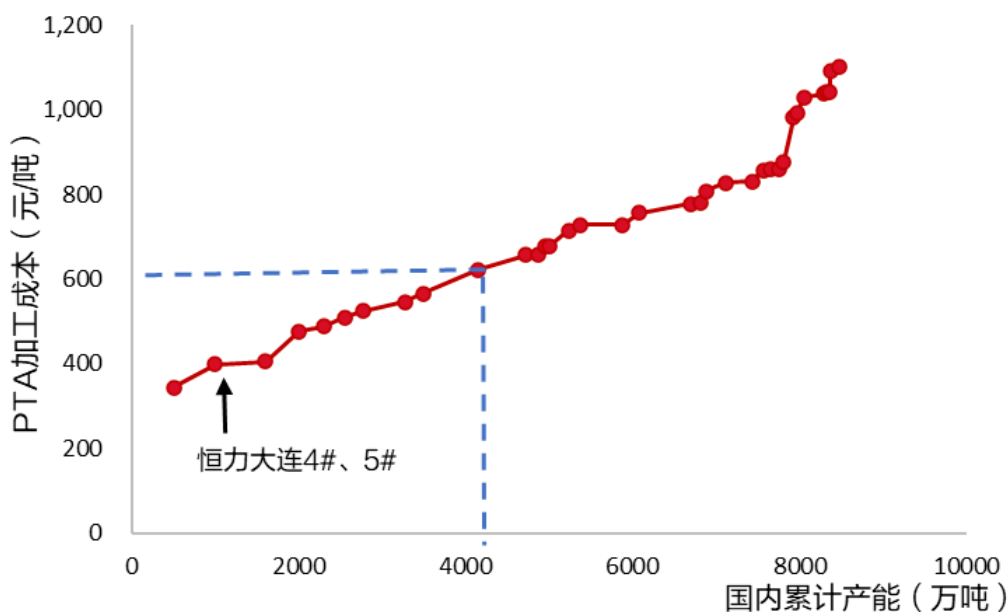
表12 我国部分先进 PTA 装置技术物耗能耗对比

		逸盛日立（海南逸盛2*250万吨/年）	INVISTA-P8+（恒力5#）	INVISTA-P8（嘉兴二期）	INVISTA-P7（嘉兴一期）	BP（独山能源）	昆仑工程三期（虹港一期技改）	
原料	PX	kg/tPTA	651.30	650.00	652.00	656.50	649.00	654.40
辅料	醋酸	kg/tPTA	31.00	29.00	33.00	37.80	32.00	38.00
	碱液（%）	kg/tPTA	3.84（50%）	8.23(45%)	9.38（98%）	-	5.27（98%）	1.83（45%）
催化剂	醋酸钴		0.025（钴折纯）	-	1.111（≥3.33%）	0.948（≥3.33%）	0.3（≥3.33%）	0.08（钴折纯）
	醋酸锰		0.021（锰折纯）	-	0.221（≥3.17%）	1.032（≥3.17%）	0.158（≥3.17%）	0.09（锰折纯）
	HBR. ≥47%	kg/tPTA	1.00	1.23	1.23	0.75	0.51	1.15
	净产电	KWh/tPTA	21.43	105.00	总计62.53		59.55	-
公用工程	水耗	m3/tPTA	2.13	0.60+179海水	4.39	4.69	5.89	6.48
	蒸汽耗用	t/tPTA	0.69	0.47	0.70	0.75	0.63	0.63

资料来源：各项目环评，东海证券研究所

**PTA 生产成本曲线陡峭化，公司作为新投先进项目，具备超额收益。**通过对各 PTA 生产企业的成本进行模拟，行业最低的加工成本（ $PTA-0.66*PX$ ）目前已降低到 400 元/吨以内，PTA 生产成本曲线陡峭化加剧。公司采用最新的 INVISTA-P8 技术，装置产业链上下游配套完善，以当前物料价格计算，除 PX 外费用约为 399.09 元/吨，PTA 项目相较于行业中枢约有 223.13 元/吨的超额收益。

图27 2022-2023 年 PTA 生产成本曲线



资料来源：各公司环评，同花顺，东海证券研究所

## 3.布局长远，产品定位高端，新材料转化能力强

### 3.1.大化工产品丰富，长丝高端差异化明显

公司以“炼化+乙烯+煤化”为载体，强化上游大化工平台支撑，主要包括 2000 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯、500 万吨/年现代煤化工装置，主要产品包括：（1）芳烃链，520 万吨/年 PX、120 万吨/年纯苯、1660 万吨/年 PTA；（2）烯烃链，180 万吨/年乙二醇、85 万吨/年聚丙烯、72 万吨/年苯乙烯、40 万吨/年高密度聚乙烯、14 万吨/年丁二烯；（3）煤化工，75 万吨/年甲醇、40 万吨/年醋酸、30 万吨/年纯氢、12.6 万吨/年液氮。

**加速新材料布局，打造第二成长曲线。**公司现有聚酯新材料主要包括：335 万吨/年涤纶丝（民用丝、工业丝）、21 万吨/年 PBT 工程塑料、38.6 万吨/年 BOPET 薄膜、3.3 万吨/年 PBS/PBAT。2023 年，公司稳步推进 160 万吨/年高性能树脂及相关配套工程、汾湖、南通基地功能性薄膜项目及营口基地超强湿法锂电池隔膜 4.4 亿平方米项目等在建项目建设，打造以“化工新材料”为新主轴的“第二成长曲线”。未来，公司将依托一、二期精细化工园项目，加快打造高端精细化工产业集群，并积极推进包括锂电隔膜、电解液、PET 铜箔基膜、光伏背板基膜在内的新能源、新材料产品布局。

**表13 公司主要产品现有产能**

产业链	产品	产能（万吨/年）
炼油	-	2000
乙烯	-	150
芳烃环节	PX	520
	纯苯	120
	PTA	1660
烯烃环节	乙二醇	180
	聚丙烯	85
	苯乙烯	72
	高密度聚乙烯	40
	丁二烯	14
500 万吨/年现代煤化工装置	甲醇	75
	醋酸	40
	纯氢	30
	液氮	12.6
聚酯新材料	涤纶长丝（民用丝、工业丝）	335
	PBT 工程塑料	21
	聚酯薄膜	38.6
	PBS/PBAT 可降解塑料	3.3

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表14 恒力石化重要在建项目

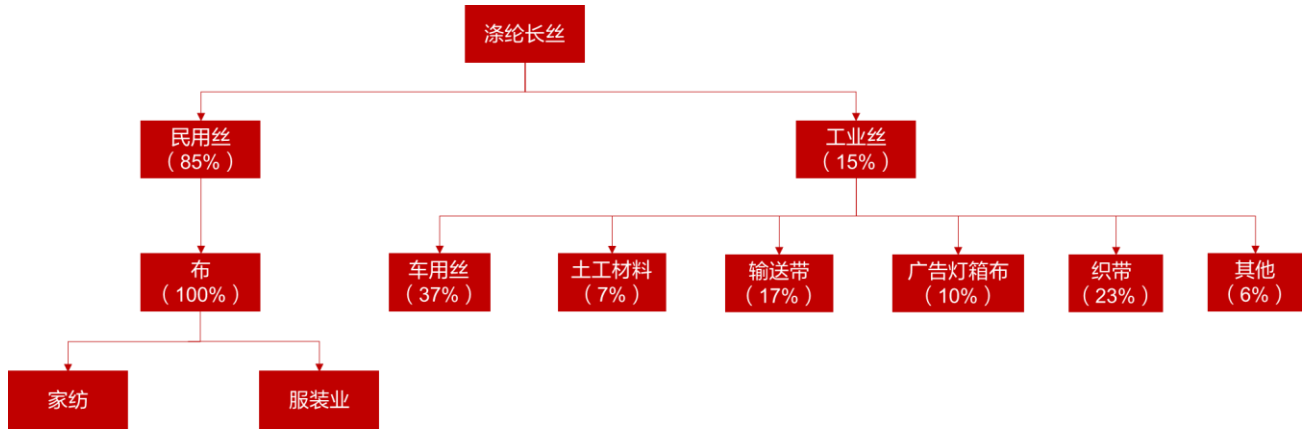
产品	项目名称	计划产能 (万吨/年)	已投资额 (亿元)	工程进度
涤纶民用长丝	年产 150 万吨绿色多功能纺织新材料项目	150	82.28	工程施工
涤纶工业丝	年产 40 万吨高性能工业丝项目	40	22.93	处于试运行阶段
可降解塑料 PBS	康辉大连厂区 PBS 类生物降解塑料	45	26.77	预计 2024 年上半年逐步投产
锂电隔膜	康辉营口厂区锂电隔膜	4.4 亿平方米/年	9.85	2023 年年中逐步投产, 目前处于试生产阶段
PTA	惠州厂区 PTA	500	107.72	2023 年年中全部投产, 目前处于试生产阶段
新材料配套	恒力化工新材料配套化工项目	30 万吨/年己二酸等	28.7	已于 2023 年年中逐步投产
高性能树脂	年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目	双酚 A、异丙醇、环氧乙烷、电子级 DMC (含 EC、EMC 和 DEC)、ABS 等	159.48	已于 2023 年 Q3 逐步投产, 预计 2024 年 Q2 全部投产
聚酯	年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目	一期高端功能性聚酯薄膜 47 万吨/年; 二期功能性薄膜改性 10 万吨/年; 改性 PBT 15 万吨/年; 改性 PBAT 8 万吨/年	46.25	一期项目于 2023 年逐线投产, 预计 2024 年下半年全部达产, 后续将推进二期项目
聚酯	年产 60 万吨功能性聚酯薄膜、功能性薄膜及 30 亿平方米锂电隔膜项目	一期 50 万吨/年聚酯薄膜; 10 万吨/年聚酯薄膜涂布; 15 亿平方米/年锂电池隔膜生产线; 6 亿平方米/年涂布生产线	33.23	预计 2024 年下半年逐线投产

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

**我国涤纶工业丝产业应用领域广阔。**涤纶工业丝即工业用途的涤纶长丝, 是一种高强度、粗旦的涤纶丝。涤纶工业丝具有强度高、伸张小、耐热、耐冲击和耐疲劳等优点, 在线绳、索具、汽车安全带、灯箱广告布和轮胎橡胶等领域具有非常广泛的应用。当前涤纶长丝中工业丝占比 15%, 车用丝 (37%)、织带 (23%)、运输带 (17%) 等为工业丝主要用途。



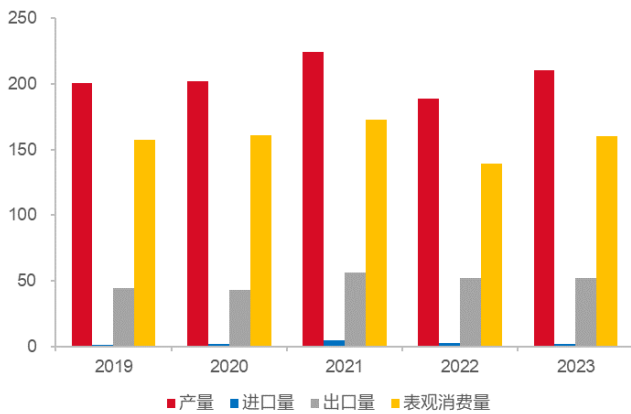
图28 涤纶长丝下游应用



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

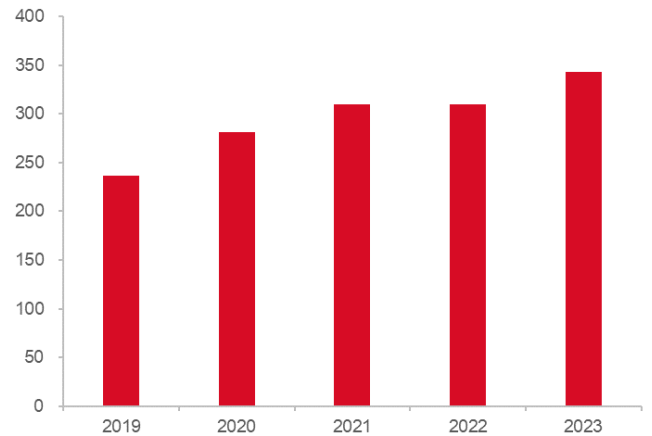
我国是全球最大的涤纶工业丝生产国，占据全球约70%产能。近年来，我国涤纶工业丝行业快速崛起，产业规模迅速扩张。我国作为全球最重要的涤纶工业丝生产基地，产能占全球的70%以上。截至2023年，我国涤纶工业丝产能约为342.7万吨，同比增长10.55%；产量约为210.10万吨，同比增长11.15%；需求量约为160.11万吨，同比增长15.23%。

图29 2019-2023年涤纶工业丝供需量对比（万吨）



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

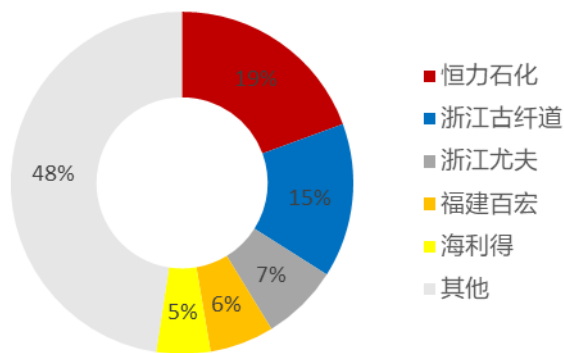
图30 2019-2023年涤纶工业丝产能变化（万吨）



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

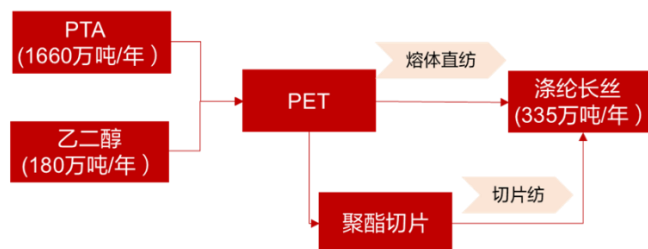
公司工业丝产能位列全国第一，且在龙头企业中具备产业链完备优势。从国内市场来看，目前，我国涤纶工业丝行业市场集中度较高，行业前五大企业恒力石化、古纤道、福建百宏、海利得、浙江尤夫市场占比合计约为63.03%。同时，产能分化严重，头部企业产能规模在20万吨以上，其余企业产能均小于10万吨。此外，恒力石化是上述工业丝头部企业中唯一具备炼化一体化产能的企业，具备1660万吨/年PTA产能及180万吨/年乙二醇产能。制备长丝的原料PTA、MEG均可在自供的基础上外售，具备了做长、做深和做精下游高端材料和精细化工产业的“大化工”平台支撑与原材料配套条件，持续不断延续下游产业链。

图31 涤纶工业丝产能格局



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图32 公司涤纶长丝产业链



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

我们认为高端化是涤纶工业丝未来主要着力方向。普通涤丝产品工艺简单，同质化较为严重，且未来随着新增产能陆续投放，普通丝面临着供应过剩的行业问题。但在高端丝领域，技术壁垒及进入壁垒较高，利润重心下移空间较大，可提升企业盈利稳定性，因此进军高附加值的差异化工业丝将是未来发展的主要趋势，也是拉动涤纶工业丝行业发展的重要力量。

表15 涤纶工业丝各产品特性及应用领域

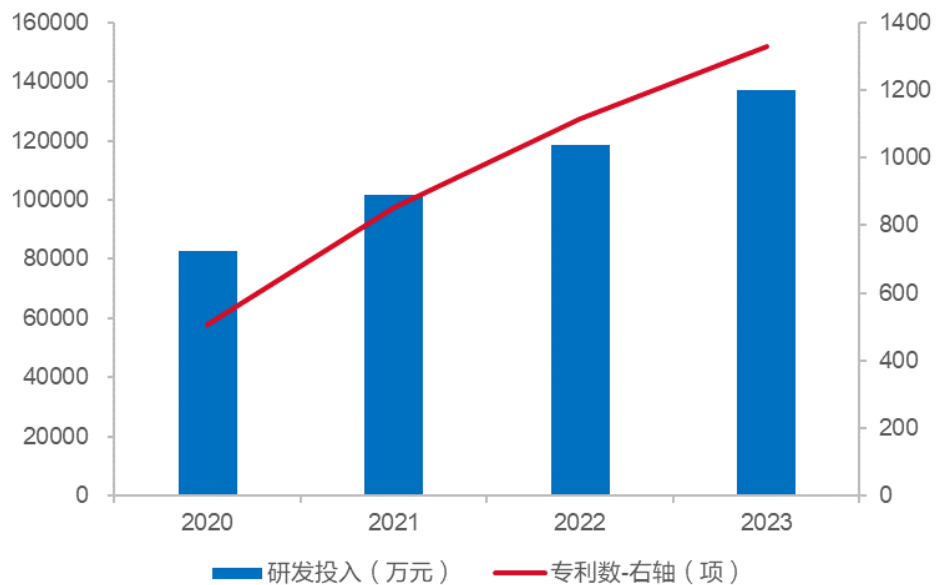
产品分类		产品特性	应用领域
高强型	普通型/标准型	高强度、低伸长、高收缩	运输带骨架材料、各类胶管、箱包带、吊装带、牵引带、消防水带、渔网、缆绳、土工织物
低收缩、超低收缩型	低收缩型	高强度、高伸长、低收缩	灯箱广告布、篷盖布等涂层织物、膜结构材料
	低收缩型	高强度、高伸长、超低收缩	防水布、灯箱广告布、泳池材料
高模低收缩型	高模低收缩型	高强度、高模量、低伸长、低收缩	轻卡和轿车子午线轮胎、三角带硬线绳、高档土工格栅
	拒海水型	高强度、低伸长、耐海水腐蚀	海洋缆绳、海洋平台线绳
	阻燃型	高强或低缩、阻燃	应用领域广阔、特别在室内用品、矿用产品等
特殊功能型	耐磨型	高强度、低伸长、高收缩、孔数少	汽车安全带、飞机安全带、高档吊装带、牵引带
	抗芯吸型	高强度、高伸长、低收缩、不吸水	高档灯箱广告布、泳池面料、防水布
	活化型	高强度、低伸长、高收缩、表面活化	浸胶三角带线绳、输送带帆布、子午线轮胎、帘子布

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

公司自主研发积累了一系列差别化、功能性涤纶产品，打造聚酯产业核心竞争力。公司构建起上下游一体化的技术创新体系，攻克诸多“卡脖子”技术，取得了大批国际国内核心专利。截至 2023 年末，公司累计获得国内外专利授权总数达 1331 项，并且通过推动科技成果转化应用生产，自主研发积累了一系列差别化、功能性产品。

- 江苏轩达（恒科三期）150 万吨/年绿色多功能纺织新材料项目，目前已顺利完成了 15 万吨/年弹性纤维、15 万吨/年环保纤维、25 万吨/年全消光 POY 的投产，在聚酯差别化生产方面实现了突破。
- 自主研发生产的高端风力发电领域专用捆绑纤维，以高达 95% 的市场占有率打破国外垄断，填补了国家在该领域的技术空白。
- 民用纤维毛丝率极低，强度高出同行 5%-10%，经过织管、涂层后，具有持久耐用、承压性强等优点，是净水设备的主要原材料之一，已成为该领域材料供应的龙头企业。
- 仿生态丝领域，恒力自主研发的仿醋酸纤维，是行业内最先进、也是唯一量产的企业，其光泽度、柔软度、手感已经完全可以代替真醋酸纤维。
- 公司产品在品质以及稳定性上优于同行，是目前国内唯一一家能够量产规格 5DFDY 产品的公司。
- 公司在超细纤维领域具有领先地位，是国内较少几家能够量产规格 7D 及以下 FDY(全拉伸丝)产品的企业之一。

图33 公司专利授权逐年增加



资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.2. 拆分新材料上市，内在价值充分释放

公司拟分拆康辉新材上市，专注发展新材料业务。康辉新材致力于打造全球领先的高端化、差异化、绿色环保型的功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料，是全球为数不多同时拥有 BOPET 功能膜和锂电隔膜研制能力的制造商，覆盖了从上游原料到中游薄膜、塑料再到下游涂覆、改性等深加工环节的业务全流程，具备技术领先、全产业链与一体化的综合竞争优势。

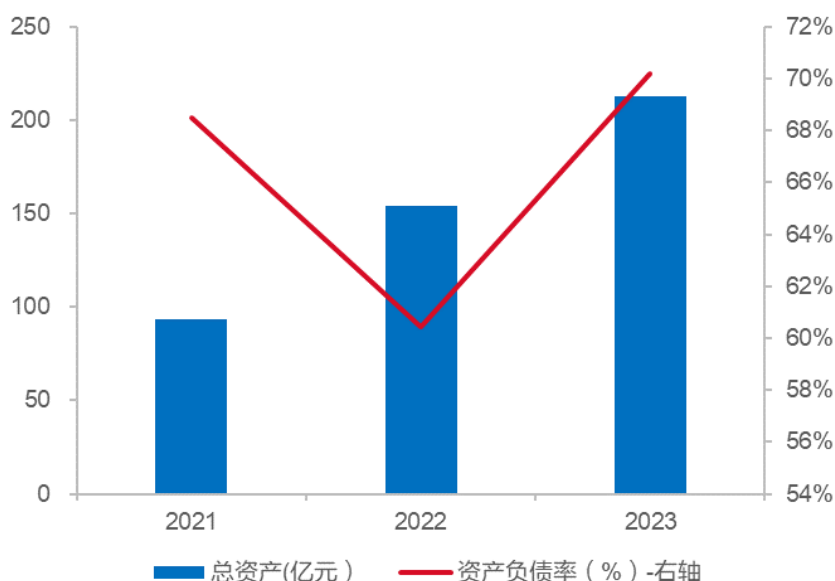
表16 康辉新材已有及在建产能规划

主要厂区	项目	已有产能	在建产能	在建产能预计完工时间
康辉营口厂区	聚酯薄膜	38.6 万吨/年		
康辉营口厂区	工程塑料	21 万吨/年		
康辉营口厂区	PBS 类生物可降解塑料项目	3.3 万吨/年		
康辉营口厂区	锂电隔膜	/	4.4 亿平方米/年	2023 年逐步投产
康辉营口厂区	BOPBAT	/	1.5 万吨/年 BOPBAT 生物可降解薄膜研发	
康辉汾湖厂区	高性能薄膜、功能性塑料	/	一期 47 万吨高端功能性聚酯薄膜、二期 10 万吨特种功能性薄膜、15 万吨改性 PBT、8 万吨改性 PBAT	一期 2023 年逐步投产，二期逐步推进
康辉南通厂区	BOPET	/	一期 50 万吨/年 BOPET 产能、10 万吨/年 BOPET 涂布产能	预计 2024 年逐步投产
康辉南通厂区	锂电隔膜	/	年产湿法锂电池隔膜 12 亿平方米，年产干法锂电池隔膜 3 亿平方米，锂电隔膜涂覆产能 6 亿平方米/年	预计 2024 年逐步投产
康辉南通厂区	锂电隔膜	/	15 亿平方米/年锂电隔膜产能、6 亿平方米/年涂覆产能	计划项目
康辉大连厂区	PBS 类生物降解塑料	/	45 万吨/年	预计 2024 年上半年逐步投产

资料来源：公司公告，东海证券研究所

本次分拆重组可使公司主业结构更加清晰，并拓宽融资渠道。本次分拆重组上市不仅可以使恒力石化和康辉新材聚焦各自主营业务，有利于恒力石化和康辉新材更加快速地对市场环境作出反应，降低多元化经营带来的负面影响。从资产结构角度，也有利于拓宽融资渠道。康辉新材专注发展新材料业务，在研在建项目众多，前期需要投入大量资金支撑，故存在一定融资需求，当前资产负债率处可比公司较高水平。分拆上市一方面为康辉新材引入独立的融资渠道，使资本操作方面更具灵活性；另一方面可降低母公司恒力石化的杠杆压力。

图34 康辉新材近三年资产负债情况

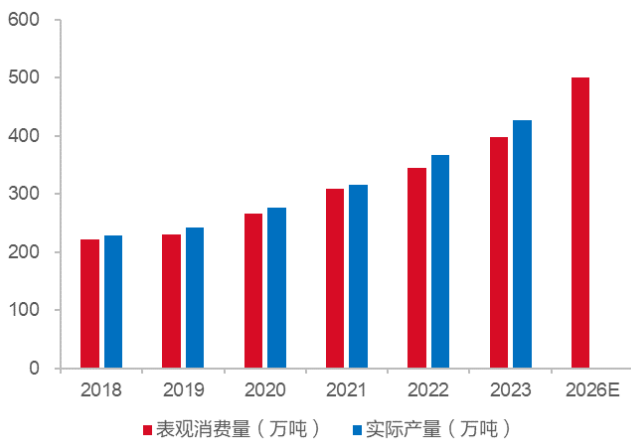


资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.2.1.国内 BOPET 产销增长迅速，头部差异明显

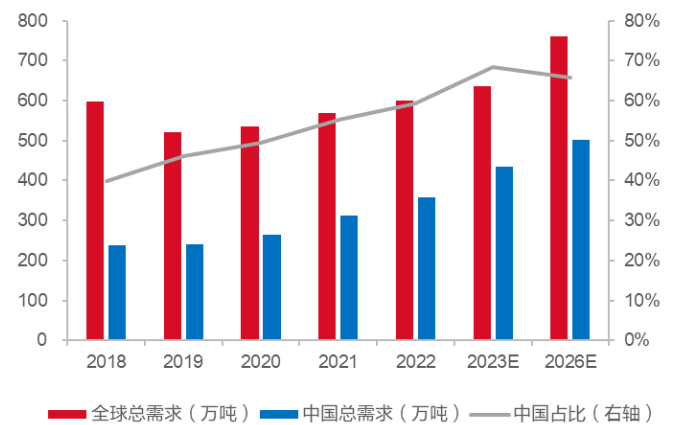
我国已成为全球最大的 BOPET 薄膜生产和消费国。伴随国内市场的迅猛增长、上游 PTA 等原材料产能释放和行业技术水平的提高，我国 BOPET 薄膜产业快速发展。据隆众石化统计，2023 年我国 BOPET 产量约为 426.83 万吨，国内需求量约为 397.31 万吨。据卓创资讯预测，我国 BOPET 2026 年需求量将进一步增至 501 万吨，复合增长率将达 4.82%。据 Precision Report 预测，2026 年全球总需求为 761 万吨，中国占全球需求量比例持续提升，从 2018 年的 47%持续提升至 2026 年的 66%。

图35 2018-2026 年我国 BOPET 表观消费量及产量



资料来源：隆众石化，卓创资讯，东海证券研究所

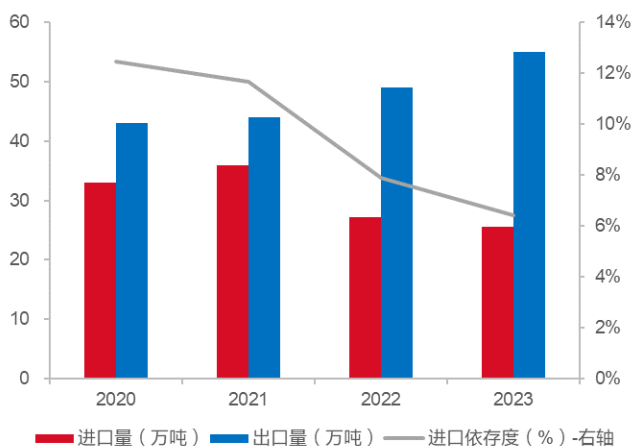
图36 2018-2026 年全球及中国 BOPET 薄膜总需求



资料来源：Polyplex、Precision Report，东海证券研究所

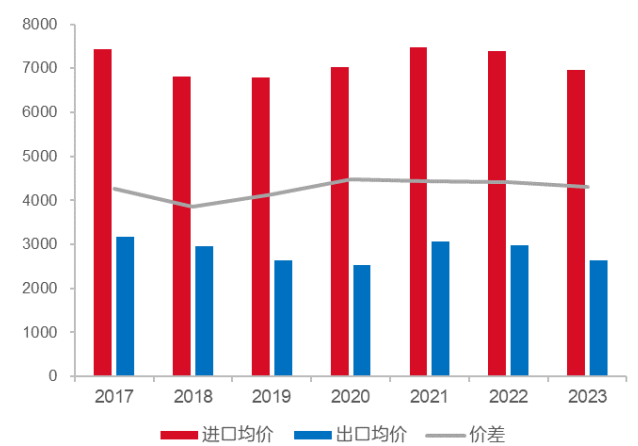
高端薄膜国产替代空间广阔。2023 年我国 BOPET 进口量 25.57 万吨，出口量 55.06 万吨，进口依存度大大降低，全球 BOPET 产业呈现向国内加速转移的趋势。进出口价差均值仍有 4316.12 美元/吨。主要因为我国进口薄膜主要为光学膜（用于平板显示领域等）等中高端薄膜，出口则以中低端包装膜为主，进出口价格存在较大差距。

图37 我国 BOPET 进出口情况及进口依存度（右轴）



资料来源：隆众数据库，东海证券研究所

图38 我国 BOPET 进出口均价（美元/吨）



资料来源：隆众数据库，东海证券研究所

头部企业产能差距明显。我国 BOPET 薄膜产业集中度较高。据隆众石化统计，前 10 家企业产能占比近 66%，行业集中度较高。截至 2024 年 4 月，我国 BOPET 薄膜在产产能超过 20 万吨的企业仅有五家，分别是双星新材、百宏实业、康辉新材、三房巷、永盛科技，总产能 234.1 万吨/年。

表17 BOPET 产能排名前十企业（截至 2024 年 4 月）

企业	工艺路线	产能(万吨/年)
双星新材	直熔法	88.5
百宏实业	直熔法	50
<b>康辉新材</b>	<b>切片法</b>	<b>45</b>
永盛科技	直熔法	28.6
三房巷	直熔法	22
宁波盈瑞	切片法	18
裕兴薄膜	切片法	17.8
绍兴翔宇	切片法	15
大东南	切片法	13
宁波金源	直熔法	12

资料来源：隆众数据库，东海证券研究所

康辉新材功能性膜材料以多功能聚酯薄膜为基础，重点布局差异化功能性膜材料，主要聚焦“四大应用领域”：电子电气领域、光学领域、新能源领域和超薄应用领域。康辉新材依托在行业十多年积累的工艺经验、自有合成技术和自主研发能力，攻克各项技术难关，在中高端 MLCC 离型基膜、偏光片离型保护膜、OCA 离型基膜、环保 RPET 基膜、复合集流体基膜、锂电池制程保护膜、感光干膜用基膜、超薄电容膜和 PBS 类生物可降解材料等领域打破国外技术壁垒，持续解决新材料领域的“卡脖子”问题，具备行业一流的核心竞争能力与产业发展实力。

表18 公司主要产品种类及应用

主要产品种类	产品应用
多功能聚酯薄膜	加工后应用于激光全息防伪、医用胶片、透明蒸镀、化妆品包装、医药包装、食品包装、装饰等领域
电子电气领域	离型保护膜 涂布加工后应用于电子产品制程保护、离型膜、高温胶带、柔性线路板(FPC) 等
	MLCC 离型基膜 涂离型剂后应用于片式多层陶瓷电容器 (MLCC)制程承载陶瓷浆料，MLCC 应用于 5G 设备、3C 数码、电子电气、新能源汽车、军工等电子设备
	在线涂硅离型膜 锂电池制程保护、电子元器件制程中的胶带保护等
	OCA 离型基膜 涂布离型剂后作为显示屏制程用光学胶的制程保护膜，光学胶应用于手机、平板电脑等触控显示领域
光学领域	偏光片离型保护膜 涂胶或涂离型剂后应用于偏光片制程中，起到保护偏光片的作用，偏光片用于 LCD、OLED 的屏幕
	高亮基膜 加工后用于汽车窗贴膜、建筑贴膜、安全防爆膜等
	锂电隔膜 应用领域主要集中于动力电池、储能和消费电子领域
新能源领域	复合集流体基膜 在薄膜表面通过真空沉积和电镀加工，形成复合铜箔，替代传统电解铜箔，应用于锂电池集流体
	光伏背板基膜 应用于光伏背板中，对硅片电池起到支撑保护作用
超薄应用领域	TTR 热转印基膜 加工后做成碳带，应用于标签、条形打印等
	其他超薄膜 应用于超薄双面胶带、保温材料、气球等的生产

资料来源：公司公告，东海证券研究所

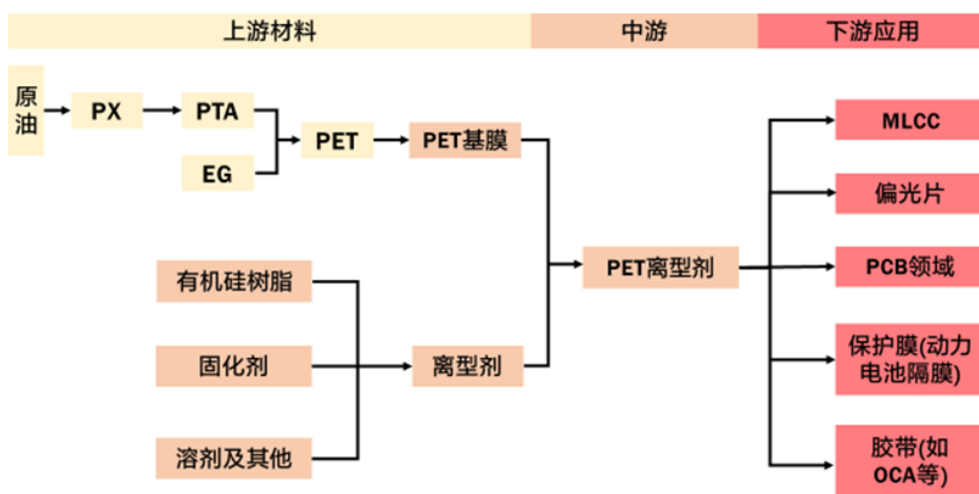
### 3.2.2. 聚酯薄膜产品多领域布局,市场前景广阔

#### (一) 电子电气领域

康辉新材在电子电气膜材的产品涵盖离型保护基膜、MLCC 离型基膜、在线涂硅离型膜等多个产品,广泛应用于 5G 设备、3C 数码、新能源汽车、电子电气、锂电池制程保护、元器件制程中的胶带保护等领域。其中最主要产品为 MLCC 离型膜。

**MLCC 是 PET 离型膜最主要应用领域。**PET 离型膜具备拉伸强度高、热稳定性好、热收缩率低、表平整光洁、剥离性好等优良特性,可作为 FPC、LED 等的层压隔离膜及保护膜、胶粘保护膜产品的保护层、模切行业冲型耗材、偏光片的原材料,以及作为多层陶瓷电容器 (MLCC) 及叠层内层天线生产加工过程转移的承载体,可广泛应用于 MLCC、片式元器件、射频元器件、PCB、FPC 等各类元器件的制程中。

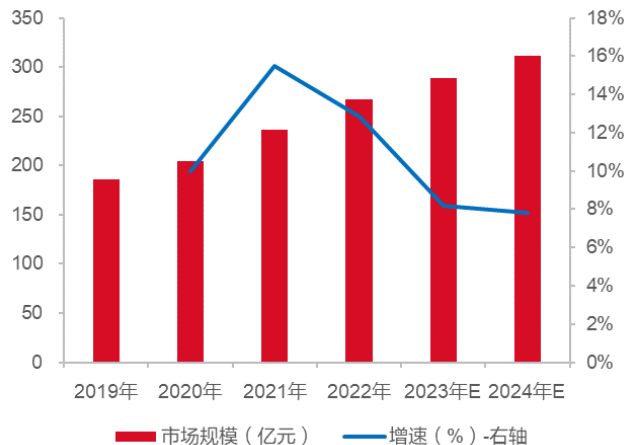
图39 PET 离型膜工艺流程



资料来源: 华经产业研究院, 东海证券研究所

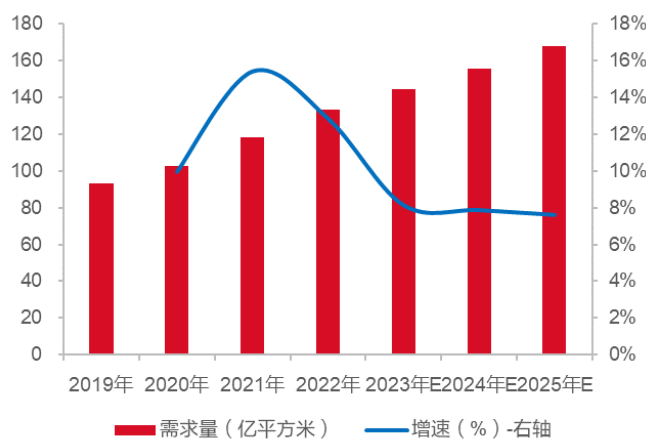
**MLCC 用离型膜市场持续扩大。**MLCC 通常需要堆叠 300-1000 层陶瓷介质, 每一层陶瓷介质的形成都需要相同的离型膜, 因此需求量巨大。需求量方面, 据华经产业统计, 2022 年全球 MLCC 离型膜需求量为 133.5 亿平方米, 同比增长 12.9%, 市场规模达到 267 亿元, 同比增长 12.8%; 预计到 2025 年全球 MLCC 离型膜需求量增长至 167.7 亿平方米左右。

图40 全球 MLCC 离型膜市场规模及增速 (右轴)



资料来源: 华经产业研究院, 东海证券研究所

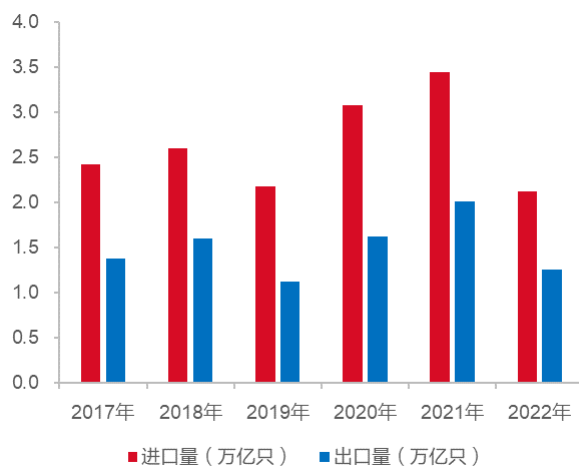
图41 全球 MLCC 离型膜需求量及增速 (右轴)



资料来源: 华经产业研究院, 东海证券研究所

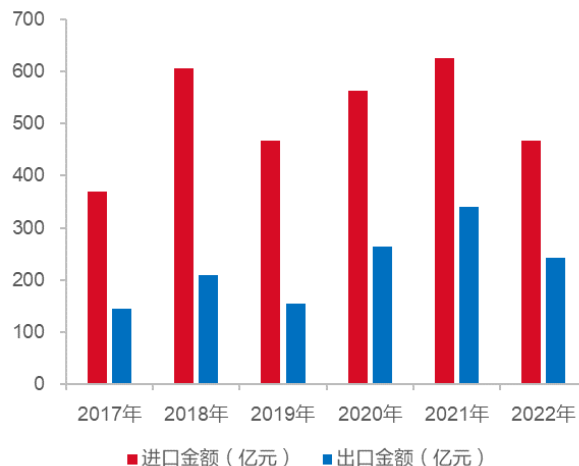
我国 MLCC 进口规模远大于出口，国产替代空间广阔。MLCC(多层片式陶瓷电容器)，被称为“电子工业大米”，是世界上用量最大、发展最快的片式元件之一。目前，我国 MLCC 进口需求仍存，根据观研报告统计，2022 年，我国 MLCC 进口量 2.13 万亿只，进口金额 466.2 亿元，出口量 1.26 万亿只，出口金额 242.6 亿元。

图42 我国 MLCC 行业进出口量统计情况



资料来源：观研数据，东海证券研究所

图43 我国 MLCC 行业进出口金额统计情况



资料来源：观研数据，东海证券研究所

公司在 MLCC 离型膜方面引领国内技术的发展突破。MLCC 离型膜进口依赖度较高，日本东丽、日本帝人、三菱化学、三井化学等几乎垄断了全球中高端基膜和离型膜市场。康辉新材经过十多年的技术攻关，于 2019 年成功量产常规 MLCC 离型基膜，满足下游中低端技术与应用需求，并在 2020 年起占据国内大部分市场。同时，康辉新材借助自主开发的专用母料原料，加快拓展中高端 MLCC 离型基膜市场，成功开发各种品类的 MLCC 产品，目前康辉新材已成国内唯一、全球第二家能够生产开发 12 微米锂电池制程保护膜产品的企业，在国内处于领先地位。

表19 公司 MLCC 离型膜类型

产品类型	产品等级	生产情况
常规型	中低端	2019 年成功量产，2020 年起占据国内大部分市场
	常规型在线 MLCC 离型膜	完成终端客户的技术验证，这大大拓宽了康辉新材的产品结构
中高端型	高平滑 MLCC 离型膜	稳定实现量产
	超平滑	实现工艺定型，完成了海外企业对样品的认证，在国内客户中开始放量生产
	超高平滑 MLCC 离型	通过核心企业技术验证，国内多家客户开始小批量导入验证

资料来源：公司公告，东海证券研究所



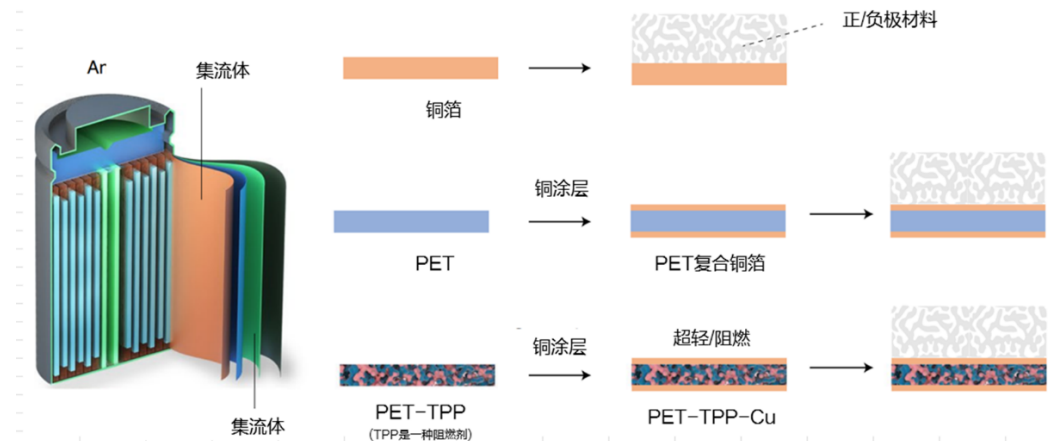
(二) 新能源领域

康辉新材在新能源材料板块的布局主要涵盖复合集流体基膜、锂电隔膜和光伏背板基材等主导产品，在动力电池与光伏产业链中广泛应用。

1) 复合集流体基膜

集流体是锂电池中的关键材料，其工作原理是将电池活性物质产生的电流汇集起来，以产生更大的输出电流，在锂电池上主要指金属箔，如铜箔、铝箔。复合型铜箔采用“铜-高分子材料-铜”的“三明治结构”以轻质的有机物材料作为支撑体，在其两面复合约为 1μm 的铜薄膜。

图44 复合集流体（铜箔）结构图



资料来源：Yi Cui et al. 《Ultralight and fire-extinguishing ...lithium-ion battery》，东海证券研究所

复合集流体基膜处复合铜箔产业链上游，康辉新材是基材头部供应商之一。复合铜箔产业链上，上游为原材料及设备厂商，主要包括高分子基膜材料厂商，靶材厂商，真空镀膜设备、水电镀设备厂商；中游为铜箔制造环节；下游主要为电池应用环节，主要应用于锂电池，包括动力、储能和消费电池厂商。基膜端国产化进程加速，康辉新材与双星新材、东材科技进展速度较快，基本实现了对日本东丽等传统行业龙头的国产化替代。

图45 复合铜箔产业链



资料来源：各公司公告，东海证券研究所

据东海证券研究所《锂电池复合铜箔行业深度报告》测算，到 2025 年复合铜箔市场空间有望超 100 亿元。根据全球锂电池需求提升趋势，2023/2024/2025 年全球锂电池出货量约为 1045/1471/2045GWh，通过测算表明，2023/2024/2025 年对应中性渗透率情况，复合铜箔需求约 1.02/7.17/19.95 亿平，市场空间约 7.64/46.64/119.73 亿元，复合增长率约 150%。

**表20 2023-2025 年全球复合集流体市场空间测算**

	单位	2023E	2024E	2025E
全球动力电池出货量	GWh	805	1126	1595
全球储能电池出货量	GWh	150	250	350
全球消费电池出货量	GWh	90	95	100
全球锂电池出货量	GWh	1045	1471	2045
复合铜箔单耗	吨/GWh	234	234	234
对应复合铜箔用量	/吨			
<i>渗透率-悲观</i>		0%	3%	5%
对应复合铜箔用量	亿平	0	4.3	9.98
<i>渗透率-中性</i>		1%	5%	10%
对应复合铜箔用量	亿平	1.02	7.17	19.95
<i>渗透率-乐观</i>		3%	10%	20%
对应复合铜箔用量	亿平	3.06	14.35	39.91
复合铜箔单价	元/平	7.5	6.5	6
对应市场空间-悲观	亿元	0	27.98	59.86
对应市场空间-中性	亿元	7.64	46.64	119.73
对应市场空间-乐观	亿元	22.93	93.27	239.46

资料来源：东海证券研究所测算

市场上基膜的选择有三类：PI、PP 和 PET，PP 与 PET 是主流材料。PI 是目前综合性能最好的薄膜类绝缘材料，但由于成本较高，违背了降本增效的产品初衷，目前产业链选取倾向较小。相比之下，PP 及 PET 路线产业化的可能性更高。二者各有所长，PP 的优势在于：耐酸碱性强，密度相对较低；PET 的优势在于：结合力优越，熔点更高，工作温度范围更广，拉伸强度更好。目前两种材料均在下游有所应用，终端企业针对两种材料的局限点不断进行优化，预计随着技术的迭代更新，两者仍会交替呈现主流趋势。

**表21 PP、PI、PET 性能对比**

项目	PP	PI	PET
稳定性	一般	卓越	优秀
力学性能	一般		
工作温度	-15~100℃	-269~280℃	-60~120℃
成本	一般	很高	良好
拉伸强度 (Mpa)	210	250	260
熔点	150	无明显熔点	250
密度	0.9	1.48	1.38
耐酸碱度	高	不耐碱	弱

资料来源：GGII，东海证券研究所测算

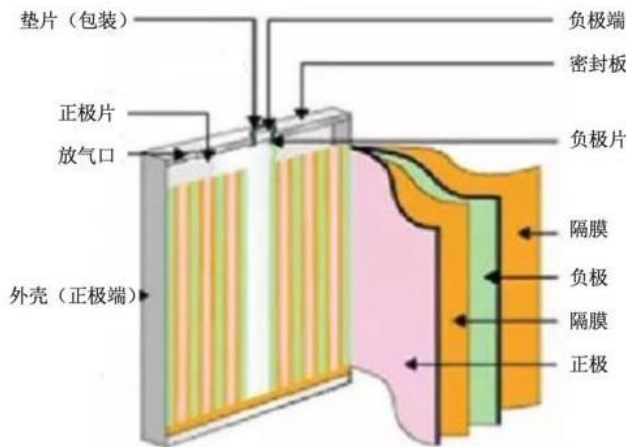
康辉新材于 2020 年立项复合集流体膜，具备了复合集流体膜的全产业链技术产品开发优势，申请多项技术发明专利，覆盖全部目标产品的原料、工艺及部分设备相关的关键核心技术。当前主要产品进展有：

- 营口基地拥有三条线的复合集流体基膜生产能力；
- 汾湖基地具备一条 2-4.5μm 和两条 4.5μm 合计三条线；
- 目前康辉新材 4.5μm 复合铜箔验证工作正在持续推进中，已和国内 40 多家复合铜箔相关企业建立联系，产品试样工作持续推进。

## 2) 锂电隔膜

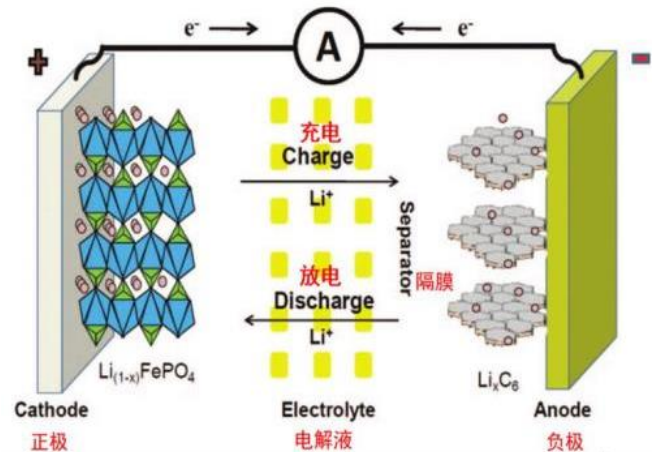
隔膜作为锂电池中重要的组件，起到分隔正、负极的作用，有效防止电池内部短路，同时允许锂离子通过；此外在电池温度上升过程中，达到特定温度后隔膜闭空来阻隔锂离子传导，从而使得电池内部断路，防止温度过高导致的燃烧爆炸。隔膜性能直接决定了电池的能量密度、使用寿命等。

图46 锂离子电池内部构成



资料来源：高工锂电，东海证券研究所

图47 锂离子电池充放电过程



资料来源：高工锂电，东海证券研究所

当前隔膜的两种制造工艺难分伯仲。干法工艺难度相对较低，成本优势显著、熔断温度高、热收缩率小，缺点主要是隔膜孔径的大小和分布难以把控，导致稳定性相对较差。湿法技术门槛更高，对设备工艺调试要求更加严格，其缺点是工艺复杂带来的高成本、高能耗、高污染。

表22 干法工艺与湿法工艺对比

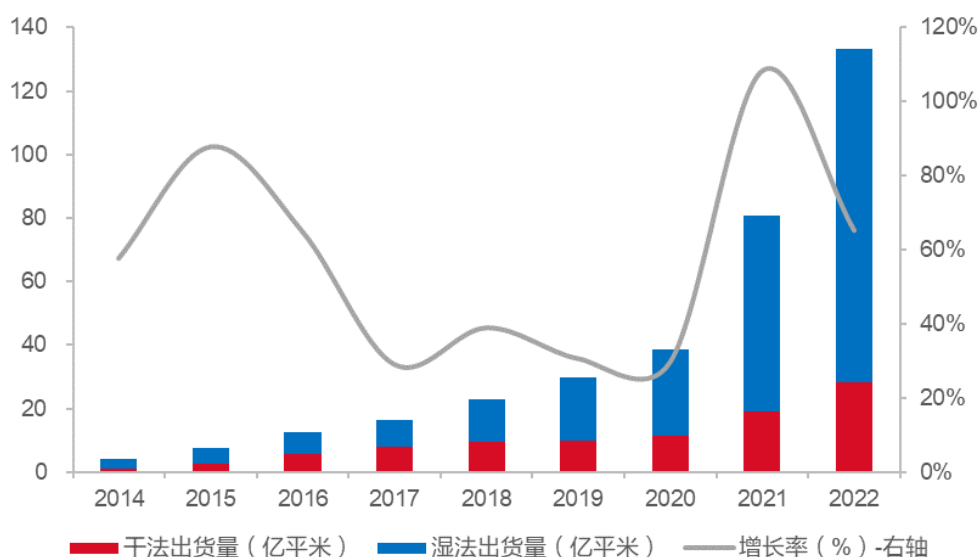
类别	干法隔膜		湿法隔膜	
拉伸方法	单向拉伸	双向拉伸	异步拉伸	同步拉伸
制备原理	晶片分离	晶型转换	热致相分离	
厚度	20-50 微米	最薄 12 微米	5-10 微米	
孔径分布	按照一定方向分布		分布均匀	
孔径大小	0.01-0.3 微米		0.01-0.1 微米	
孔隙率	30%-40%		35%-45%	
穿刺强度 (GF)	较低, 200-400		较高, 300-550	
拉伸强度 (Mpa)	横拉强度相对较差 (<100)		横拉强度 (130-150)	
	纵拉强度 (130-160)		纵拉强度 (140-160)	
熔断温度	170 度		150 度	

热收缩 (120度)	横向热收缩 (<1%)	纵向热收缩 (<3%)	横向热收缩 (<6%)	纵向热收缩 (<3%)
熔断温度	170度		150度	
闭孔温度	145度		130度	
成本	较低	最低	较高	最高
环保	相对较好	成孔剂有一定污染	需要大量溶剂, 有污染	

资料来源: 高工锂电, 钜大锂电, 东海证券研究所

**国内锂电隔膜市场规模稳定增长。**据 EVTank 数据, 2022 年中国锂电隔膜出货量达 133.2 亿平米, 同比增加 65.3%。其中湿法隔膜出货量突破 100 亿平米, 达到 104.8 亿平米, 干法隔膜出货量达到 28.4 亿平米。当前中国隔膜企业出货量的全球占比在 2022 年已经突破 80%。主要得益于中国隔膜企业全球供应能力的增长, 受全球新能源汽车终端需求提升带动, 全球锂电池市场出货量有望超 900GWh。此外, 中国储能市场保持增长, 带动隔膜出货量的提升。

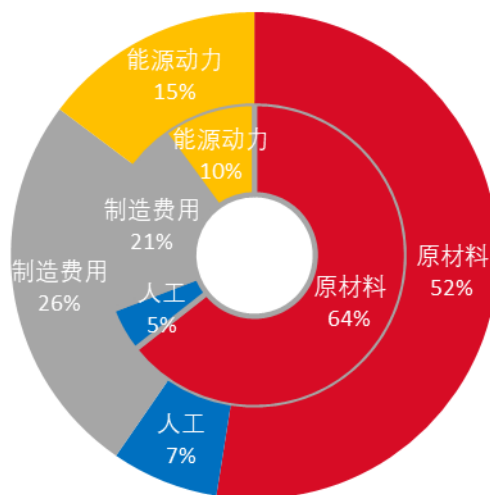
**图48 2014-2022 年中国锂离子电池隔膜出货量 (亿平米) 及增速 (右轴)**



资料来源: EVTank, 东海证券研究所

**公司在隔膜基材方面具有较强原料供应优势。**隔膜基材主要是聚丙烯(PP)、聚乙烯(PE)等聚烯烃, PE 是湿法隔膜的主要原料, PP 是干法隔膜的主要原料。目前国内隔膜生产企业普遍定位行业中下游, 对基体材料的独立研发和生产能力的不足, 依赖外购。恒力石化拥有 85 万吨聚丙烯、40 万吨高密度聚乙烯年产能, 对于主要原材料价格有更强的控制能力。

图49 锂电隔膜成本构成



注：内圈2021年；外圈2022年

资料来源：恩捷股份公告，东海证券研究所

**国内隔膜头部企业相对固定，公司有望追赶第一梯队。**据 EVTank 统计，国产企业恩捷股份以接近 40% 的市场份额占据绝对龙头位置，其次为星源材质、中材科技等。目前，康辉新材规划建设锂电隔膜生产线 32 条，其中 20 条湿法锂电隔膜生产线产能合计 28.4 亿平方米，12 条干法锂电隔膜生产线产能合计 6 亿平方米。2023 年 5 月 31 日，康辉新材年产 4.4 亿平方米超强锂电池隔膜项目首套生产线全线贯通。预计 2024 年可逐步投产，公司年产能将达到 34.4 亿平方米，接近国内龙头企业产能。

表23 国内隔膜头部企业产能统计

公司	产能 (亿平方米)			在建项目	项目进度
	2022	2023E	2024E		
中材科技	16	18.2	45	南京锂膜年产 10.4 亿平方米锂离子电池隔膜生产线项目	30.0%
				萍乡年产 10 亿平方米锂电池专用	22.7%
				滕州年产 5.6 亿平方米锂电池隔膜建设项目	20.0%
				内蒙年产 7.2 亿平方米锂电池专用湿法隔膜生产线项目	14.6%
				内蒙-年产 3.2 亿平方米锂电池专用湿法隔膜生产线项目	73.2%
恩捷股份	70	93.84	120	苏州捷力年产锂离子电池涂覆隔膜 2 亿平方米项目	95.0%
				江西恩博年产锂离子电池干法隔膜 10 亿平方米建设项目	50.0%
				江苏恩捷年产 5 亿平方米动力汽车锂电池隔膜产业化项目	60.0%
				江西通瑞锂电隔膜项目 (一期扩建)	95.0%
				湖北恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目	45.0%
				重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目 (二期)	85.0%
星源材质	23	43	60	年产 36000 万平方米锂离子电池湿法隔膜项目	100.0%
				年产 10 亿平方米锂离子电池涂覆隔膜项目	99.1%
				年产 36000 万平方米高性能超薄锂电池隔膜项目二期	95.0%
				星源材质华南基地二期年产 10 亿平方米功能膜项目	95.0%

				高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜（一期、二期）	51.9%
				项目	
				瑞典湿法隔膜生产线及涂覆生产线	38.2%
康辉新材	0	4.4	34.4	辽宁营口+江苏南通年产 34.4 亿平方米锂电隔膜生产	预计 2024 年
				基地	初完全投产

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

### 3) 光伏背板膜

光伏作为我国较为成熟的新能源产业，在双碳背景下，其发展受到更进一步重视。据中国光伏行业协会介绍，在巨大国内光伏发电项目储备量推动下，预计 2022-2025 年，我国年均新增光伏装机将达到 83-99GW，拉动光伏背板膜的需求。公司在光伏背板膜方面的主要布局有：

- 营口基地 2.4 万吨/年产能；
- 南通基地布局了 6 万吨/年产能光伏背板基膜生产线，预计 2024 年底投产。

康辉新材的光伏背板基膜产品质量性能优异，取得国际权威认证-德国 TÜV 莱茵证书，获得客户广泛认可，与背板行业主要制造商如赛伍技术、中来股份、激智科技、回天新材等客户形成紧密的合作关系。同时，康辉新材积极探索市场及客户新需求，针对性开发增强背板基膜和透明背板基膜，量产工作持续推进。

#### （三）超薄应用领域

康辉新材布局超薄膜板块，主要产品为 TTR 热转印基膜，其主要在打印色带、条形码、条幅等应用端广泛使用。康辉新材超薄膜中的 TTR 热转印基膜经下游加工后制成 TTR 热转印膜，应用于信息技术领域。康辉新材是全球首批在 8.7 米幅宽高速熔体法生产线生产 TTR 基膜的厂家之一。康辉新材的 TTR 热转印基膜具有强度高、厚度均匀、洁净度高等特点。

公司自主研发 3.9 微米超薄带基膜，使产品成本在行业内具有极强竞争优势。2023 年 9 月，康辉新材自主研发出 3.9 微米超薄碳带基膜并实现批量生产，成为国内首家也是行业内唯一一家使用熔体直拉法生产 3.9 微米超薄薄膜的厂家。该产品具有厚度均匀性好、平整度高、强度大、热收缩小以及热转印效果好等显著优点，有效解决现有薄型碳带在使用过程中出现的碳带脱落、变形、打印效果差等问题，可广泛应用于物联网、工业自动化、医疗、物流、票据、包装等领域，并逐步取代部分 4.5 微米碳带基膜市场。目前，康辉新材 3.9 微米超薄碳带基膜年产能达 6000 吨，公司还将继续优化生产流程，提升产能，以满足市场不断增长的需求。

图50 3.9 微米超薄碳带基膜



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图51 康辉新材 4.5 微米超薄薄膜



资料来源：公司官网，东海证券研究所

#### （四）光学领域

康辉新材光学膜产品涵盖 OCA 离型基膜、偏光片离型保护基膜、高亮基膜等多个产品，广泛应用于液晶显示、OLED 显示、AR 等虚拟现实设备、光通信、精密光学设备、汽车装饰材料等产品领域。光学膜是光电子产业链前端最重要的战略材料之一，也是 BOPET 行业中技术壁垒最高的领域之一。

目前国内光学膜的产能较小，长期处于普通膜饱和、高端膜不足的供需困境。康辉新材克服功能母料、配方、涂布、工艺与洁净度等众多困难，开发了一系列光学领域用聚酯薄膜。其中，代表性的是偏光片离型保护基膜，其经过加工后适用于偏光片压敏胶层（PSA）的离型保护用膜，是国内少数几家具备该产品生产能力的企业之一。偏光片具有特殊的光学特性，在更多应用场景下对基膜提出了配向角 $<11^\circ$ 的特殊光学要求以满足其制程的需要。该低配向角型聚酯薄膜在前述高标准要求的基础上，又对薄膜的分子结构、分子取向和排布提出了特殊化的严苛要求。康辉新材攻克了这一技术难题，合规的薄膜宽幅远大于当下最大尺寸的显示设备，大大提高了生产效率。

表24 公司离型保护基膜主要型号及参数

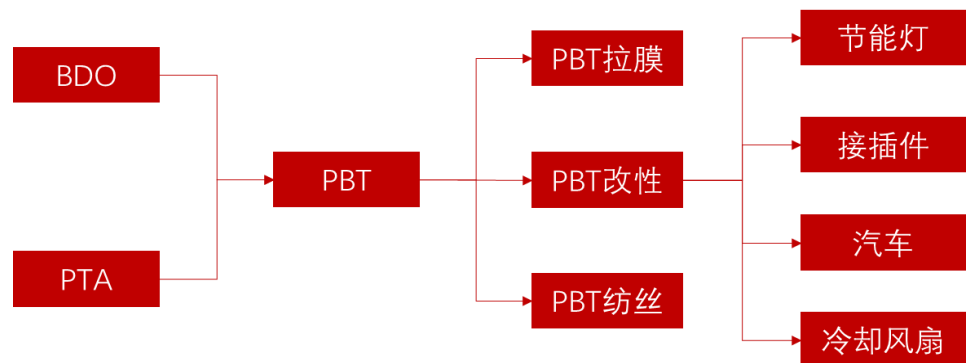
项目 Item	单位 Unit	RL000	RL001	RL002	RL003	测试方法 Test method
典型厚度	μm	50	50	50	50	ASTM D 374
拉伸强度 (MD/TD)	MPa	200/220	200/220	200/220	200/220	ASTM D 882
断裂伸长率 (MD/TD)	%	150/130	150/130	150/130	150/130	ASTM D 882
弹性模量 (MD/TD)	MPa	4000/4000	4000/4000	4000/4000	4000/4000	ASTM D 882
雾度	%	3.0	3.0	6.0	2.0	ASTM D 1003
透光率	%	89	89	88	89	ASTM D 1003
摩擦系数 (us/uk)	%	0.4/0.38	0.4/0.38	0.4/0.38	0.4/0.38	ASTM D 1894
热收缩率 (MD/TD) 190℃/10min	%	3.0/0.2	3.0/0.2	3.0/0.2	3.0/0.2	ASTM D 1204
润湿张力 (电晕/非电晕) (Corona/non corona)	mN/m	58/42	58/42	58/42	58/42	ASTM D 2578
端面颜色	-	青色 Cyan	黄色 Yellow	青色 Cyan	青色 Cyan	-
特点	-	通用	通用	高雾度	低雾度	--

资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.2.3.高性能工程材料基料优势显著，进入改性领域

公司高性能工程材料主要为 PBT 工程塑料、SSP 与改性产品。作为最坚韧的工程热塑材料之一，PBT 具备非常好的化学稳定性、机械强度、电绝缘特性和热稳定性，是通用工程塑料中工业化最晚但发展速度最快的一个品种，广泛应用汽车、家电、纺丝和光缆护套领域。随着新能源汽车和通信行业的发展。

图52 PBT 产业链图



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

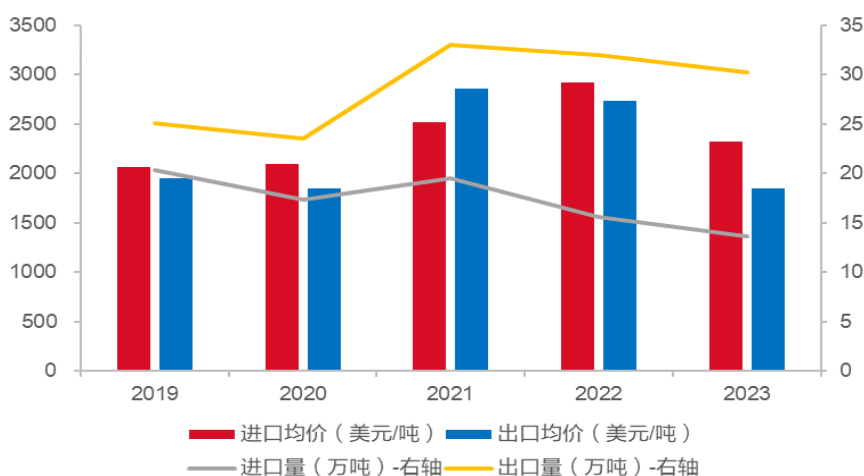
**PBT 出口态势良好。**近年伴随国产化水平不断提高及国内产能供应过剩，PBT 出口量呈逐渐增加态势。随着 2022 年 3 月 23 日美国宣布重新豁免 352 项中国进口商品关税，目前该新规定延长至 2023 年 12 月 31 日之间进口自中国的商品。豁免清单其中第 58、59、60、61、62、63 项覆盖了 PBT 部分下游领域，该规定对今后 PBT 出口创造了更有利条件。PBT 出口量有望继续提升。加之近年来国内 PBT 产能供应过剩，寻求出口机遇将是未来企业的发展趋势。

**国内 PBT 市场存在结构性供应不足问题，每年仍需进口高端差异化 PBT 改性产品来满足国内市场需求。**据统计，截至 2023 年我国 PBT 进口量为 13.62 万吨，出口量为 30.29 万吨；进口均价为 2326.87 美元/吨，出口均价为 1847.49 美元/吨。国内大中小 PBT 生产商



基本可以满足中低端产品需求,但随着下游汽车工业、电子电器行业、机械设备等产业发展,我国对于高端 PBT 产品产生巨大需求,仍有部分需从海外龙头购入,进出口价差明显。因此,加快高端改性产品的研究开发是 PBT 产业未来发展的主要方向之一。

**图53 2019-2023 年我国 PBT 进出口量及均价 (右轴)**



资料来源:隆众数据库,东海证券研究所

**康辉新材依托 PBT 基料优势,进入改性 PBT 工程塑料领域。**公司自 2021 年起逐步掌握改性能力和完善相关材料的认证工作。目前,康辉新材生产的改性 PBT 已具备增韧、增强、阻燃、低析出等性能,相关产品符合 ROHS、REACH 指令,获得了 UL 黄卡认证、CQC 认证、VDE 认证、比亚迪实验室气味等级认证,应用于汽车制造领域,如生产供油系统零件、汽车连接器、加速器及离合器踏板、化油器组件、马达外壳等。随着新能源汽车的逐步普及,康辉新材的 PBT 工程塑料也逐步应用于新能源汽车领域,如生产充电枪、IGBT 模块、DC 电机骨架、继电器外壳、高压连接器、电池支架、正负极底座和控制盒外壳等。

**公司一体化生产优势明显。**随着 PBT 生产和设备技术的快速发展,PBT 的生产规模实现大型化,规模较小产线由于不具备成本优势被逐步淘汰。当前行业内的产能逐步向头部企业集中,公司具备上下游产业链一体化生产能力,可消化更多的产能,具备更强的竞争优势。

**表25 PBT 在产企业统计**

企业	产能 (万吨/年)
康辉新材料科技有限公司	30
中国石化仪征化纤有限责任公司	14
江苏和时利新材料股份有限公司	6
无锡市兴盛新材料科技有限公司	18
长春化工(江苏)有限公司	18
新疆蓝山屯河科技股份有限公司	12
南通星辰合成材料有限公司	6
福建湄洲湾氯碱工业有限公司	6
河南开祥精细化工有限公司	10
潍坊振兴日升化工有限公司	6
江苏鑫博高分子材料有限公司	3
浙江美源新材料股份有限公司	10
江苏科奕莱新材料科技有限公司	6
浙江长鸿生物材料有限公司	12

资料来源:隆众数据库,东海证券研究所

## 4. 估值盈利预测

### 重要假设

1) 生产成本方面, 预计未来三年原油价格维持较高中枢位置, 对化工品价格产生一定支撑; 燃料费用略有优化。根据美国能源信息署 (EIA) 预计 2024 年 WTI 原油价格为 83.78 美元/桶 (前次预计为 82.15 美元/桶), 预计 2025 年 WTI 原油价格为 82.48 美元/桶 (前次预计为 80.30 美元/桶)。另外, 天然气和动力煤价格由于供需稳定价格较 2022 年和 2023 年进一步回归常态区间。

2) 产能利用率方面, 预计海内外需求维持平稳向好态势, 美国进入补库周期, 我国整体宏观经济形势稳中向好, 化工品整体需求进一步修复。公司作为炼化一体化龙头, 产能利用率按往年年报披露值高于行业均值。

3) 产品毛利方面, 预计受成本端和需求端支撑, 炼化产品和聚酯产品毛利率稳步略有提升, PTA 产品则由于产能投放周期供需承压, 毛利率保持低位。

4) 三费方面, 预计销售和管理费用保持三年均值比例增长, 财务费用下降较明显。主要在于公司后续工程类资本开支减少, 逐渐消化高杠杆水平。

5) 产能释放方面, 预计集中于聚酯新材料板块。公司加快 160 万吨/年高性能树脂及新材料等重要项目建设, 预计 2024 年 Q2 全面投产。苏州汾湖基地 12 条线功能性薄膜项目已陆续投产, 南通基地另外 12 条线预计 2024 年下半年陆续投产。营口基地年产超强湿法锂电池隔膜 4.4 亿平方米项目于 2023 年 6 月初实现了首条生产线全线贯通, 预计 2024 年上半年达产。南通厂区年产湿法锂电池隔膜 12 亿平方米, 年产干法锂电池隔膜 6 亿平方米, 其中已经试生产的 1 条产线预计 2024 年上半年达产, 其余产线预计 2024 年陆续试生产。

**表26 公司主业营收拆分 (单位: 百万元)**

		2023A	2024E	2025E	2026E
炼化	销售收入	119961.39	137955.60	143473.83	147778.04
	成本	97736.74	111233.60	113645.62	116183.10
	销售收入增长率	-3.00%	15.00%	4.00%	3.00%
	毛利率	18.53%	19.37%	20.79%	21.38%
PTA	销售收入	72607.33	74785.55	77776.97	81665.82
	成本	73593.23	74037.69	76999.20	80849.16
	销售收入增长率	28.20%	3.00%	4.00%	5.00%
	毛利率	-1.36%	1.00%	1.00%	1.00%
聚酯新材料	销售收入	34115.42	43630.22	50781.21	55681.59
	成本	30568.32	38259.34	44179.65	48442.99
	销售收入增长率	17.09%	27.89%	16.39%	9.65%
	毛利率	10.40%	12.31%	13.00%	13.00%

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 2644.78 亿元、2801.39 亿元、2932.32 亿元, 同比增速分别为 12.64%、5.92%、4.67%; 实现归母净利润分别为 83.73 亿元、110.34 亿元、133.67 亿元, 同比增速分别为 21.27%、31.78%、21.14%; EPS 分别为 1.19 元、1.57 元、1.90 元。

表27 盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (亿元)	1979.70	2223.24	2347.91	2644.78	2801.39	2932.32
同比增速(%)	29.92%	12.30%	5.61%	12.64%	5.92%	4.67%
净利润(亿元)	155.31	23.18	69.05	83.73	110.34	133.67
同比增速(%)	15.37%	-85.07%	197.83%	21.27%	31.78%	21.14%
毛利率(%)	15.38%	8.21%	11.25%	12.42%	13.28%	13.52%
每股盈利(元)	2.21	0.33	0.98	1.19	1.57	1.90
ROE(%)	27.14%	4.39%	11.51%	12.48%	14.44%	15.23%
PE(倍)	6.98	46.76	15.70	12.95	9.82	8.11

资料来源：同花顺，东海证券研究所

注：数据截至 2024 年 4 月 28 日

我们采用相对估值法对公司进行估值，可比公司主要为大炼化板块企业。

表28 可比上市公司相对估值

公司名称	股价	市值 (亿)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
均值			0.25	0.68	0.93	1.15	45.85	23.94	15.65	12.27
荣盛石化	11.15	1129	0.11	0.54	0.85	1.04	90.49	20.68	13.14	10.72
恒逸石化	7.04	258	0.12	0.26	0.36	0.46	56.58	27.29	19.61	15.30
东方盛虹	9.89	654	0.11	0.81	1.06	1.29	88.51	12.23	9.35	7.67
上海石化	2.82	242	-0.13	0.05	0.08	0.11	-21.97	59.79	33.93	25.42
桐昆股份	13.38	323	0.33	1.25	1.67	2.09	45.77	10.67	8.02	6.39
<b>恒力石化</b>	<b>15.40</b>	<b>1084</b>	<b>0.98</b>	<b>1.19</b>	<b>1.57</b>	<b>1.90</b>	<b>15.70</b>	<b>12.95</b>	<b>9.82</b>	<b>8.11</b>

资料来源：Wind 一致预期，东海证券研究所

注：截至 2024 年 4 月 28 日数据

从可比公司未来三年的市盈率估值来看，根据 wind 一致预期，2024 年可比公司平均市盈率为 23.94 倍，以 2024 年 4 月 26 日收盘股价计算公司对应的 2024 年市盈率为 12.95 倍，低于可比公司平均水平。若与同为龙头企业的荣盛石化对比，2024 年荣盛石化 Wind 一致预期市盈率为 20.68 倍，公司估值低于荣盛石化的估值水平。

盈利预测与投资评级：我们预测 2024 年-2026 年公司 EPS 分别为 1.19 元、1.57 元和 1.90 元。对应动态市盈率（以 2024 年 4 月 26 日收盘价计算）分别为 12.95 倍、9.82 倍和 8.11 倍，公司具有先发优势，装置产能运行稳定，带来现金流回报良好，大炼化氢气平衡能力，一体化带来的成本优势；即使在行业低谷，也能获得超额收益；布局长远，产品定位高端，新材料转化能力强。首次覆盖给予“买入”评级。

## 5.风险提示

- 1) 原油价格剧烈波动：公司的生产经营受上游原料特别是原油和煤炭的价格变化的影响较大，如果公司的库存和采购管理、下游产品市场的价格调整不能有效降低或消化原材料价格波动的影响，将可能对公司的经营生产及业绩产生不利影响；
- 2) 下游炼化品需求不及预期：聚酯纤维以及石化行业的发展受行业需求及自身发展状况的影响，而呈现一定的周期性特征，下游需求恢复不及预期将导致各化学品价差难以实现突破，或将直接影响公司整体业绩；
- 3) 新材料项目建设不及预期：新材料项目技术含量较高，从立项到实际生产需要经过漫长的建设及验证周期，并可能存在不可预知的产业化问题，若建设成果不及预期，产能落地情况或影响后续公司业绩增厚。

## 附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20469.04	21158.23	22411.08	23458.56
应收票据及账款	4708.46	5522.91	5849.95	6123.37
预付账款	1735.56	2618.00	2773.02	2902.63
其他应收款	809.21	961.29	1018.21	1065.80
存货	31267.55	34904.23	39933.86	43768.91
其他流动资产	7093.33	6970.73	7365.80	7696.10
<b>流动资产总计</b>	<b>66083.15</b>	<b>72135.39</b>	<b>79351.91</b>	<b>85015.36</b>
长期股权投资	646.00	671.60	697.19	722.79
固定资产	130064.48	136445.43	144955.02	155452.27
在建工程	48824.14	43284.77	30745.40	15206.03
无形资产	9034.82	9208.91	9374.99	9533.08
长期待摊费用	2017.09	2157.67	2162.25	2030.84
其他非流动资产	3929.34	3917.53	3905.72	3893.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>194515.87</b>	<b>195685.90</b>	<b>191840.58</b>	<b>186838.91</b>
<b>资产总计</b>	<b>260599.02</b>	<b>267821.29</b>	<b>271192.49</b>	<b>271854.27</b>
短期借款	66995.05	68077.48	68159.71	65609.76
应付票据及账款	27601.12	33702.89	35346.13	36895.80
其他流动负债	29265.60	28232.76	31567.58	33712.59
<b>流动负债合计</b>	<b>123861.77</b>	<b>130013.12</b>	<b>135073.41</b>	<b>136218.14</b>
长期借款	70662.42	64636.80	53595.83	41784.42
其他非流动负债	6076.26	6076.26	6076.26	6076.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>76738.69</b>	<b>70713.07</b>	<b>59672.10</b>	<b>47860.68</b>
<b>负债合计</b>	<b>200600.46</b>	<b>200726.19</b>	<b>194745.50</b>	<b>184078.83</b>
股本	7039.10	7039.10	7039.10	7039.10
资本公积	18763.59	18763.59	18763.59	18763.59
留存收益	34189.72	41285.36	50636.06	61963.08
归属母公司权益	59992.40	67088.04	76438.75	87765.76
少数股东权益	6.16	7.06	8.24	9.68
<b>股东权益合计</b>	<b>59998.56</b>	<b>67095.10</b>	<b>76446.99</b>	<b>87775.44</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>260599.02</b>	<b>267821.29</b>	<b>271192.49</b>	<b>271854.27</b>

### 现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	6904.46	7480.85	10149.56	12491.87
折旧与摊销	9730.62	9935.56	10950.92	12107.27
财务费用	5364.76	6957.78	6463.45	5714.47
其他经营资金	262.88	1149.61	1140.21	1127.49
<b>经营性现金净流量</b>	<b>23535.79</b>	<b>25235.57</b>	<b>27724.40</b>	<b>30525.70</b>
投资性现金净流量	-38814.50	-11367.75	-7365.66	-7362.84
筹资性现金净流量	9909.70	-13178.63	-19105.89	-22115.38
<b>现金流量净额</b>	<b>-5298.38</b>	<b>689.19</b>	<b>1252.85</b>	<b>1047.48</b>

### 利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	234790.67	264477.89	280138.53	293231.98
营业成本	208383.85	231637.16	242931.00	253581.77
营业税金及附加	9200.63	10363.97	10977.66	11490.75
销售费用	293.47	395.69	419.12	438.71
管理费用	1997.37	2383.28	2524.40	2642.39
研发费用	1371.03	1544.38	1635.83	1712.29
财务费用	5364.76	6957.78	6463.45	5714.47
其他经营损益	75.45	0.00	0.00	0.00
投资收益	(36.57)	(5.89)	(5.89)	(5.89)
公允价值变动损益	370.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	8899.81	10730.23	14159.90	17170.12
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	8873.23	10762.04	14182.32	17179.82
所得税	1968.77	2387.85	3146.73	3811.81
净利润	6904.46	8374.19	11035.59	13368.01
少数股东损益	(0.14)	0.90	1.18	1.43
归属母公司股东净利润	6904.60	8373.29	11034.40	13366.57
EBITDA	23968.61	27655.39	31596.69	35001.55
NPOLAT	10372.86	13764.64	16048.70	17808.21
EPS(元)	0.98	1.19	1.57	1.90

### 主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	5.61%	12.64%	5.92%	4.67%
EBIT增长率	112.60%	24.45%	16.51%	10.89%
EBITDA增长率	47.59%	15.38%	14.25%	10.78%
净利润增长率	197.83%	21.27%	31.78%	21.14%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	11.25%	12.42%	13.28%	13.52%
净利率	2.94%	3.17%	3.94%	4.56%
ROE	11.51%	12.48%	14.44%	15.23%
ROA	2.65%	3.13%	4.07%	4.92%
ROIC	5.94%	6.97%	8.04%	8.99%
<b>估值倍数</b>				
P/E	15.70	12.95	9.82	8.11
P/S	0.46	0.41	0.39	0.37
P/B	1.81	1.62	1.42	1.24
股息率	0.00%	1.18%	1.55%	1.88%
EV/EBIT	16.17	13.60	11.14	9.42
EV/EBITDA	9.61	8.71	7.28	6.16
EV/NOPLAT	22.20	17.51	14.33	12.11

资料来源：同花顺，东海证券研究所

数据截至 2024 年 4 月 28 日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: ( 8621 ) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: ( 8621 ) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: ( 8610 ) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: ( 8610 ) 59707100  
 邮编: 100089