

“炼化+聚酯”龙头业绩触底反弹，景气向上带动价值重估

翟绪丽

首创证券化工行业首席分析师

SAC执证编号：S0110522010001

Email: zhaixuli@sczq.com.cn

电话：010-81152776

2024-7-26

主要观点

民营炼化龙头企业，全产业链布局持续延伸

恒力石化主营业务包括炼化、石化以及聚酯新材料全产业链上、中、下游业务领域涉及的PX、醋酸、PTA、乙二醇、聚酯切片、民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、功能性薄膜、工程塑料、PBS/PBAT生物可降解新材料的生产、研发和销售。公司依托于炼化一体项目提供的丰富基础化工原料库，不断向下游新材料领域延伸布局，提升附加值的的同时内部消化中间产品，有效缓冲上游激烈的同质化竞争、高端化短缺的结构不平衡问题，以获二次成长。

顺应全球炼化趋势，民营炼化优势显著

在激进绿色转型迫使美欧炼油产能扩张脚步变慢的背景下，未来全球新增产能重心正加速东移。2022年，中国炼油能力达9.24亿吨，同比增长1.43%，已稳居世界第一大炼油国。长期扎根于下游聚酯化纤行业的新兴民营炼化为了自下而上打通产业链全流程，实现原料自给，投产项目选择了最大化生产化工原料，炼化一体化程度高，更符合产业升级的发展方向。“恒力炼化2000万吨/年炼化一体化项目”具有规模优势显著、成本优势、得到政府政策扶持，符合“多出化工品、少出成品油”的发展方向，能够满足炼化一体化项目日常生产加工需求。

PX投产周期接近尾声，盈利能力明显修复

恒力石化具备年产520万吨PX产能，基本用于满足下游PTA产能的原材料需求。我国PX产能自2019年起大幅扩张，2023年增长至4402万吨/年，进口量逐年减少，对外依存度从2018年的60.93%降低到2023年的22.14%。此轮投产周期已经接近尾声，带动盈利能力明显修复，目前PX-石脑油价差已经走出疫情时期的低谷，恢复至300-450美元/吨的水平。

PTA仍处产能扩张周期，供给过剩愈加明显，公司龙头地位稳固

PTA近年产能投放大，未来仍处扩张周期，预计PTA-PX价差将长期维持低位。公司现有1660万吨/年PTA产能，是全球规模最大、技术工艺最先进、成本优势最明显的PTA生产商和行业内唯一的一家千万吨级以上权益产能公司，龙头地位有助于公司在行业低谷时保持韧性，而在景气向上时释放弹性。

涤纶长丝走出景气低谷，聚酯新材料引领二次成长

涤纶长丝有望在国内需求逐渐复苏，海外库存去化接近尾声的共振下走出景气低谷，公司在巩固现有聚酯材料产能与产业竞争力优势基础上，依托康辉新材与上游“大化工”平台支撑优势，进一步开拓包括BOPET薄膜、锂电池隔膜等多种功能性膜材料、以PBT为主的高性能工程塑料、以PBAT为代表的生物可降解材料等新材料领域。随在建项目逐步释放产能，公司的核心竞争力及抵御风险能力将进一步增强。

盈利预测和评级：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为92.23亿元、120.06亿元、136.52亿元，EPS分别为1.31元、1.71元、1.94元，对应PE分别为10、8、7倍。考虑公司作为国内民营炼化龙头企业，兼具规模优势和技术优势，有望充分受益于炼化产品和聚酯产品的景气向上周期，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：油价剧烈波动；下游需求不及预期；行业竞争进一步加剧；产能投产不及预期

目录

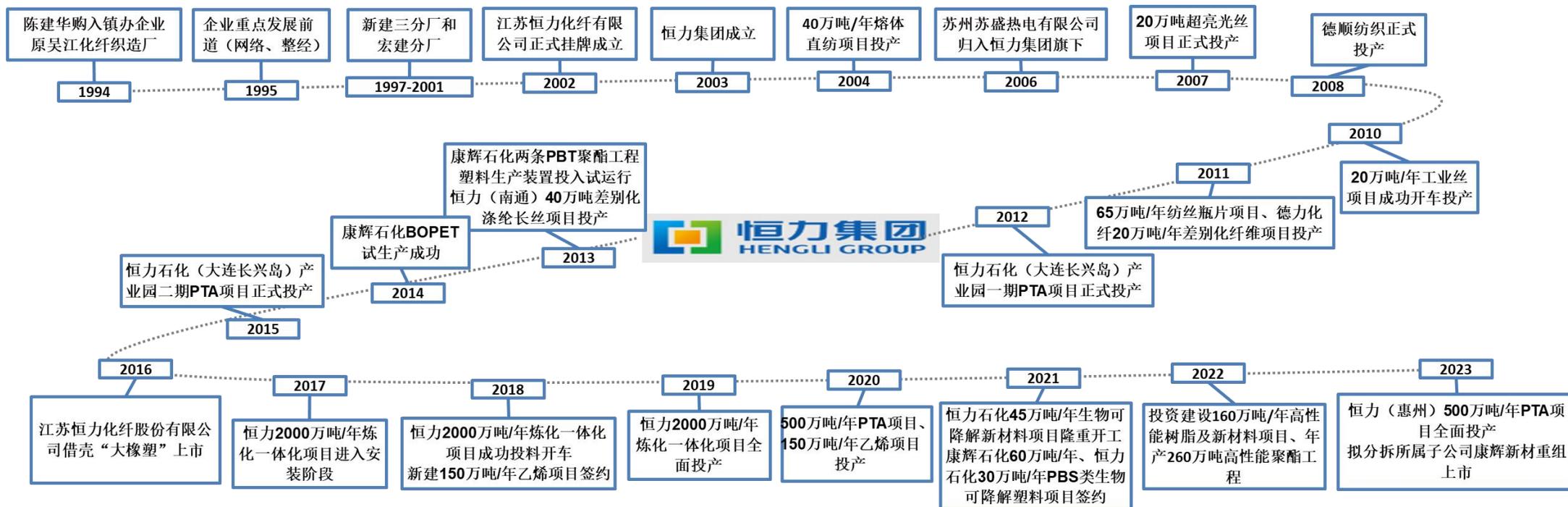
- 1、**民营炼化龙头企业，全产业链布局持续延伸**
- 2、**顺应全球炼化趋势，民营炼化优势显著**
- 3、**PX投产周期接近尾声，盈利能力明显修复**
- 4、**PTA仍处产能扩张周期，供给过剩愈加明显，公司龙头地位稳固**
- 5、**涤纶长丝走出景气低谷，聚酯新材料引领二次成长**
- 6、**盈利预测和评级**
- 7、**风险提示**

1、民营炼化龙头企业，全产业链布局持续延伸

1.1 立足主业，坚持全产业链发展

- 恒力石化始建于1994年，是世界500强恒力集团的核心上市子公司，总部位于辽宁大连。2002年，江苏恒力化纤股份有限公司正式挂牌成立。2003年，恒力集团正式成立。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；2012年，恒力石化（大连长兴岛）产业园一期PTA项目正式投产。为了进一步掌握产业链话语权，恒力石化继续向上游产业链进行布局。2016年，恒力石化借壳“大橡塑”上市。
- 2019年，2000万吨/年炼化一体化项目打通全流程并全面投产，2020年，150万吨/年乙烯项目一次开车成功，至此，公司实现了在炼化、芳烃、烯烃关键产能环节的战略突破，成为行业内首家实现从“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”全产业链一体化经营发展的企业。

图表1 公司历史沿革



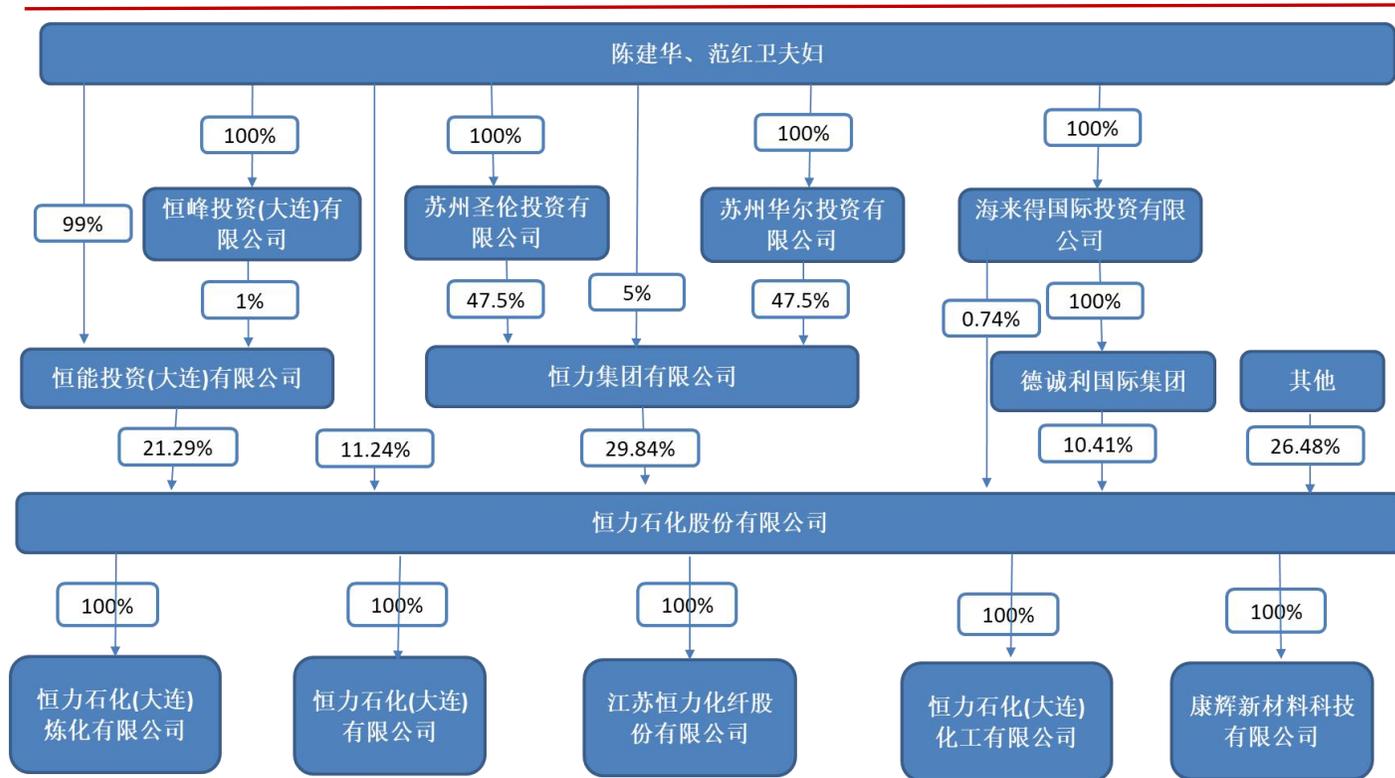
资料来源：公司官网，公司公告，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

1.2 股权结构清晰稳定，布局行业上中下游

- 公司股权结构稳定清晰，实控人为陈建华和范红卫夫妇。公司控股股东为恒力集团，持股比例为29.84%（包含了通过“恒力集团—西南证券—21恒力E1担保及信托财产专户”间接持有的股份数），第二大股东是恒能投资（大连）有限公司，持股比例为21.29%，第三大股东为陈建华、范红卫夫妇，持股比例达11.24%，公司的实际控制人为陈建华、范红卫夫妇。
- 公司核心子公司有五家，布局行业上中下游。五家核心子公司分别为恒力石化（大连）炼化有限公司、恒力石化（大连）有限公司、江苏恒力化纤股份有限公司、恒力石化（大连）化工有限公司和康辉新材料科技有限公司，持股比例均为100%。

图表2 公司股权结构清晰稳定（2023年年报）



资料来源：公司公告，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

1.3 依托炼化一体化项目，延伸布局下游新材料

公司主营业务包括炼化、石化以及聚酯新材料全产业链上、中、下游业务领域，涉及PX、醋酸、PTA、乙二醇、聚酯切片、民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、功能性薄膜、工程塑料、PBS/PBAT生物可降解新材料的生产、研发和销售。经营领域可以分石油炼化、PTA和聚酯新材料三大板块。

图表3 公司全产业链布局



资料来源：公司公告，首创证券

1.3 依托炼化一体化项目，延伸布局下游新材料

- 石油炼化板块：**公司已构筑形成以2000万吨/年原油和500万吨/年原煤加工能力为起点，主要产出520万吨/年PX，180万吨/年乙二醇、40万吨/年醋酸、120万吨/年纯苯、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/年丁二烯等国内紧缺、高附加值的高端化工产品与国六以上高标汽油、柴油和航空煤油等成品油产品。
- PTA板块：**公司现有1660万吨/年PTA产能，是全球产能规模大、工艺技术先进、成本优势明显的PTA生产供应商。
- 聚酯新材料板块：**公司拥有24万吨/年PBT工程塑料、38.6万吨/年BOPET功能性薄膜、3.3万吨/年PBAT产能，45万吨/年可降解塑料项目于2023年一季度逐步投产；在苏州汾湖有47万吨/年高端功能性聚酯薄膜、10万吨/年特种功能性薄膜、15万吨/年改性PBT、8万吨/年改性PBAT正在建设中；年产260万吨高性能聚酯工程、南通新建锂电隔膜项目正在高效稳步推进中。

图表4 公司现有产能及在建产能

所属板块	项目	设计产能	投产时间
石油炼化	大连长兴岛2000万吨炼化一体项目	520万吨/年PX、371万吨/年航空煤油、205万吨/年国V汽油、255万吨/年国5汽油、162万吨/年化工轻油、161万吨/年国五柴油、120万吨/年苯、64万吨/年液化气、53万吨/年润滑油、52万吨/年硫磺、45万吨/年聚丙烯、40万吨/年醋酸、13万吨/年重芳烃	2019年投产
	大连长兴岛150万吨/年乙烯项目	150万吨/年乙烯、14万吨/年丁二烯、180万吨/年乙二醇、40万吨/年聚丙烯、72万吨/年苯乙烯、40万吨/年高密度聚乙烯	2020年投产
PTA	大连长兴岛1160万吨/年PTA	1160万吨/年PTA	2012年起陆续投产
	惠州厂区500万吨/年PTA项目	500万吨/年PTA	2023年实现全面投产

资料来源：公司公告，首创证券

1.3 依托炼化一体化项目，延伸布局下游新材料

图表4 公司现有产能及在建产能（接上表）

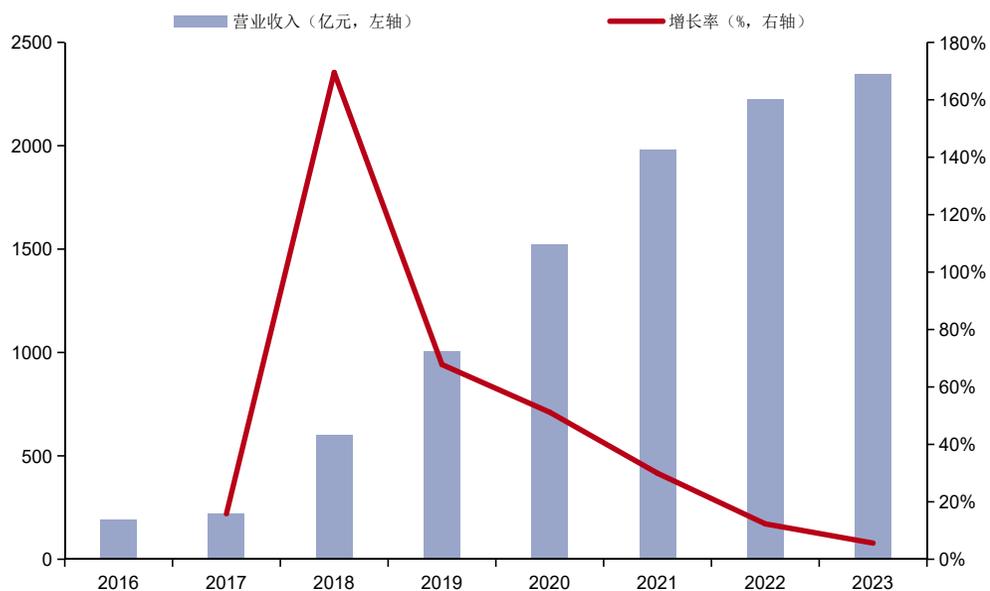
所属板块	项目	设计产能	备注
聚酯新材料	苏州厂区涤纶长丝	140万吨/年（其中40万吨/年工业丝在建）	工业丝处于试运行阶段
	宿迁厂区民用丝	20万吨/年	2023年产能利用率100%
	南通厂区民用丝	175万吨/年	2023年产能利用率100%
	南通厂区150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目	15万吨/年超仿真功能性新型弹性纤维项目（双组份）、15万吨/年超仿真差别化环保纤维项目（再生纤维）、30万吨/年改性聚酯纤维项目（阳离子）、30万吨/年差别化功能性聚酯纤维项目（全消光）、60万吨/年差别化超仿真聚酯纤维项目（30万吨/年POY，30万吨/年FDY）	已完成了15万吨/年弹性纤维、15万吨/年环保纤维、30万吨/年全消光POY的投产
	康辉营口厂区聚酯薄膜BOPET	38.6万吨/年	2023年产能利用率100%
	康辉营口厂区工程塑料PBT	21万吨/年	2023年产能利用率100%
	康辉营口厂区PBS类生物可降解材料	3.3万吨/年	2023年产能利用率100%
	康辉大连厂区PBS类生物可降解塑料	45万吨/年	预计2024年上半年逐步投产
	康辉营口厂区锂电隔膜	4.4亿平方米/年	已于2023年年中逐步投产，预计2024年上半年达产
	南通厂区锂电隔膜	湿法锂电池隔膜 12 亿平方米，干法锂电池隔膜 6 亿平方米	已试产的第一条生产线预计2024年上半年达产，其余生产线预计2024年陆续试生产
	苏州汾湖年产80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目	一期拟建高端功能性聚酯薄膜47万吨/年（合计12条线），二期拟建功能性薄膜改性10万吨/年、改性PBT15万吨/年、改性PBAT8万吨/年	2023年底，一期12条线已完成9条线的试产，预计2023年下半年全部达产，后续将推进二期项目
	大连长兴岛恒力化工新材料配套化工项目	年产30万吨己二酸	已于2023年年中逐步投产
	大连长兴岛年产160万吨高性能树脂及新材料项目	双酚A 23.18万吨/年，异丙醇13.12万吨/年，环氧乙烷13万吨/年，聚碳酸酯26万吨/年，电子级DMC（含EC、EMC和DEC）20万吨/年，ABS 30万吨/年，GPPS 7.5万吨/年，HIPS 7.5万吨/年，乙醇胺16.05万吨/年，PDO 7.2万吨/年，PTMEG 6万吨/年等	已于2023年三季度逐步投产，预计2024年二季度全部投产

资料来源：公司公告，首创证券

1.4 利润阶段性见底，未来盈利能力增强

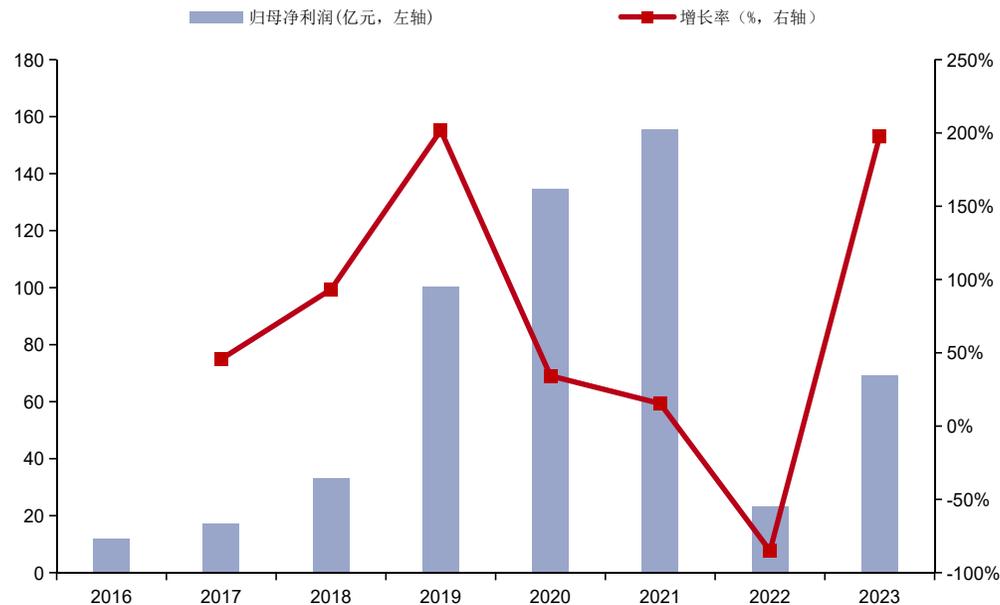
- 自2016年公司上市以来，营业收入持续增长。2018年，公司完成收购恒力投资100%股权及恒力炼化100%股权，2019年2000万吨/年的炼化一体化项目顺利打通全流程、释放业绩，公司营业收入实现高速增长，2016年-2023年，CAGR为42.97%。2023年实现营业收入2348.66亿元，同比增长5.62%。
- 2023年归母净利润同比大幅增长，盈利能力改善。2016-2021年，公司归母净利润稳步快速增长，CAGR为67.45%。2022年公司面临高运行成本与低行业需求的双重挤压，第三、四季度亏损严重，全年归母净利润大幅下降85.07%至23.18亿元。2023年国际原油价格宽幅震荡，下游需求逐步修复，公司炼化产品及聚酯产品盈利能力逐步恢复，全年归母净利润为69.05亿元，同比大幅增长197.83%。

图表5 公司营业收入稳步提升



资料来源: Wind, 首创证券

图表6 公司归母净利润2023大幅增长

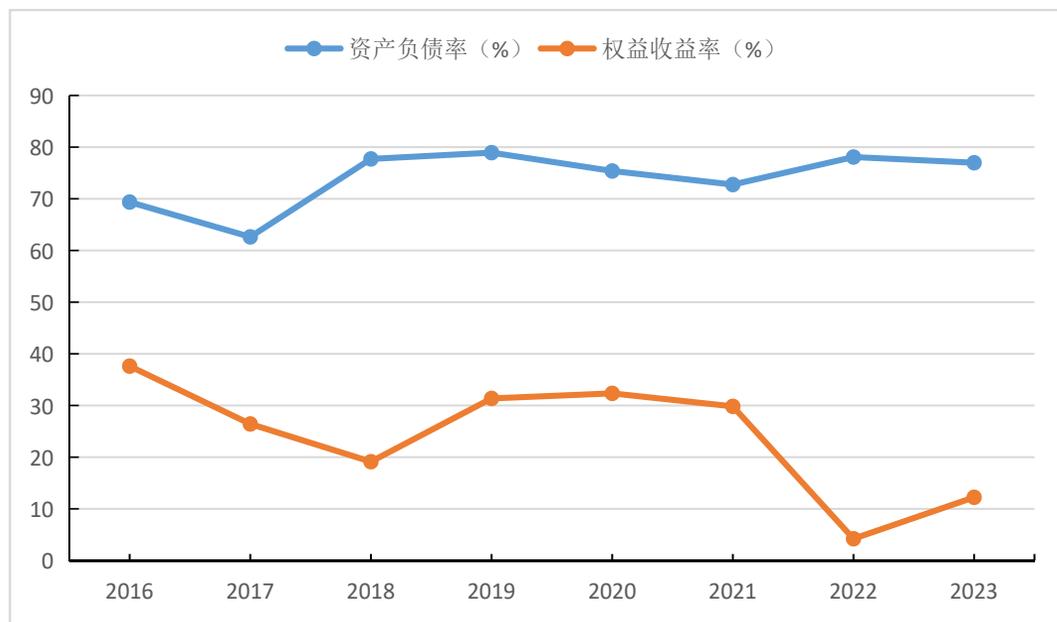


资料来源: Wind, 首创证券

1.4 利润阶段性见底，未来盈利能力增强

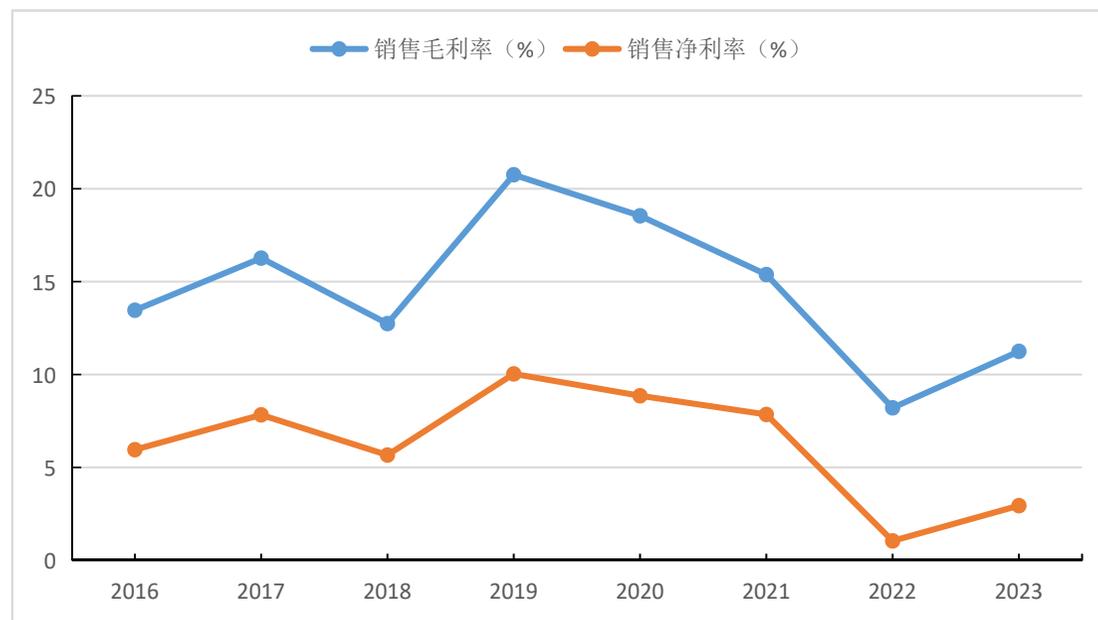
- 预计未来各类项目投产推动资产负债率改善。石化与新材料产业属于资本密集型行业，资产负债率偏高属于行业共性，公司发展过程中大胆增加负债，近年来资产负债率维持在70%~80%区间。随着各类重点项目陆续建成投产并进入商业化运营，公司利润将逐步释放，预计会推动公司资产负债率水平持续改善。
- 2022年销售毛利率及净利率大幅下降，2023年有所恢复。2019年，2000万吨/年的炼化一体化项目顺利打通全流程、释放业绩，公司销售毛利率及净利率大幅提高，2022年公司面临高运行成本与低行业需求的双重挤压，销售毛利率及净利率大幅下降。进入2023年，随着疫情影响逐渐远去，生产活动恢复，消费市场复苏，产品价格和价差得到修复，销售毛利率及净利率均较2022年有所提升。

图表7 公司资产负债率维持在70%-80%区间



资料来源：Wind，首创证券

图表8 公司2023年销售毛利率和净利率有所修复

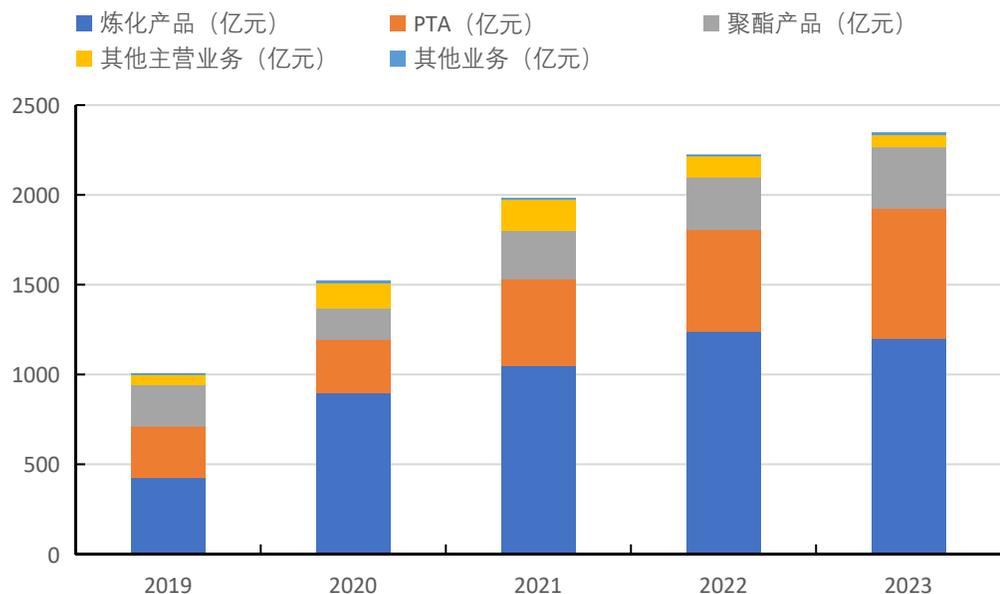


资料来源：Wind，首创证券

1.5 炼化一体化布局完善，各板块均有优异表现

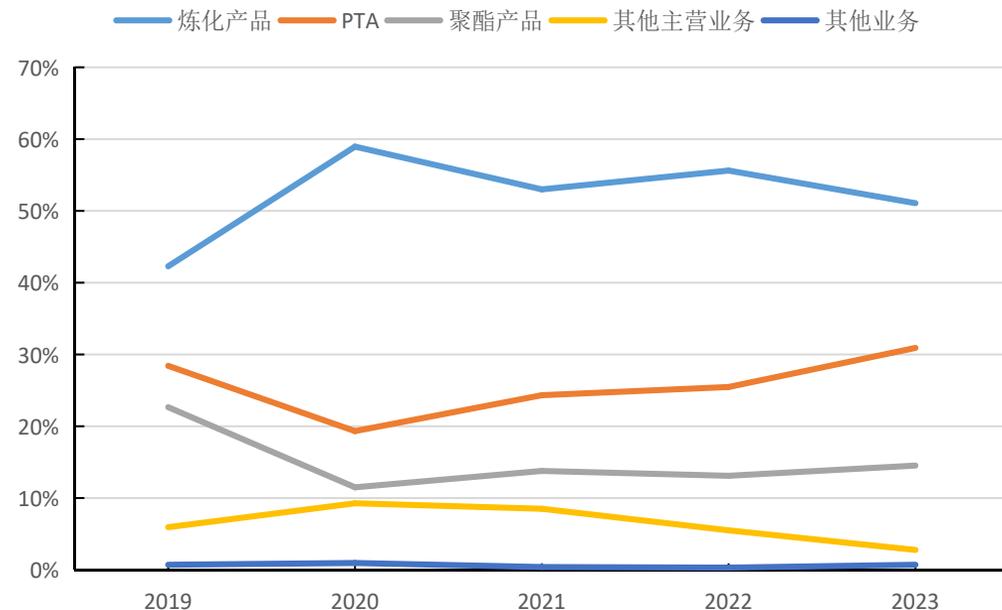
□ 炼化产品约占公司营收的半壁江山。公司的营业收入主要源于炼化产品、PTA及聚酯产品，除2020年聚酯产品营收小幅下滑、2023年炼化产品营收小幅下滑之外，2019-2023年各板块几乎都呈现增长趋势。2023年，炼化产品营业收入1199.61亿元，虽然同比下滑3%，但是仍然占营收的半壁江山，占比达到51.08%。PTA营业收入从2019年286.37亿元增长至2023年的726.07亿元，占比相对稳定，2019年为28.41%，2023年为30.91%。聚酯产品营业收入从2019年的228.31亿元增长至2023年的341.15亿元，占比从2019年的22.65%降低到2023年的14.53%。

图表9 公司各板块营业收入逐年增长



资料来源: Wind, 首创证券

图表10 公司炼化产品营业收入占比较高

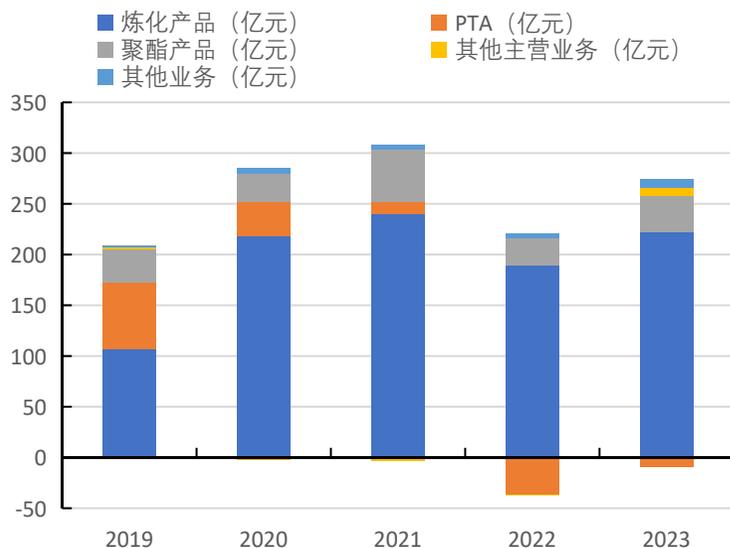


资料来源: Wind, 首创证券

1.5 炼化一体化布局完善，各板块均有优异表现

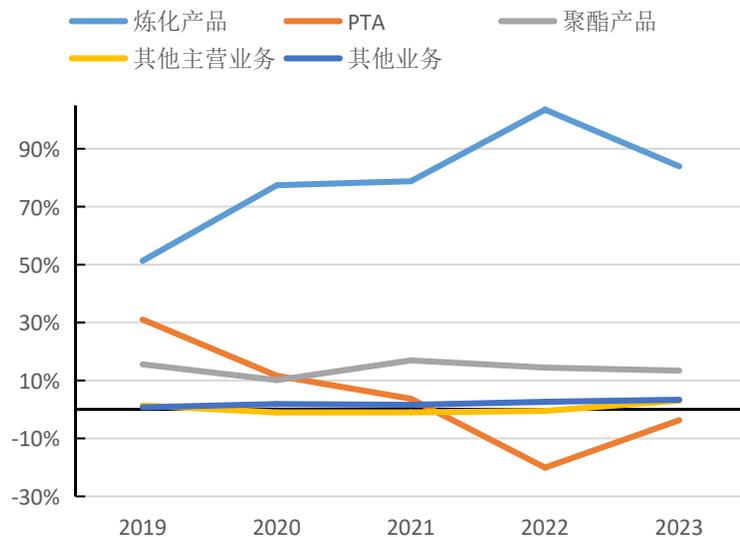
- 炼化产品贡献大部分毛利。2019-2023年，炼化产品毛利由107.37亿元上涨至222.25亿元，毛利占比从51.33%上涨至83.92%，一直为公司主要毛利来源。PTA毛利由2019年的64.89亿元下降至2023年亏损9.86亿元，毛利占比从31.02%下降至-3.72%，聚酯产品毛利和毛利占比相对稳定，2023年分别为35.47亿元和13.39%。
- 在三大主营产品中，炼化产品的毛利率相对较高。2019年至2023年，炼化产品毛利率大约在15%~25%区间震荡，2023年为18.53%。PTA毛利率近两年均为负值，2023年虽然有所好转，但是仍然为-1.36%。2019年至2023年聚酯产品的毛利率大约在9%~19%区间震荡，2023年为10.40%。

图表11 炼化产品贡献大部分毛利



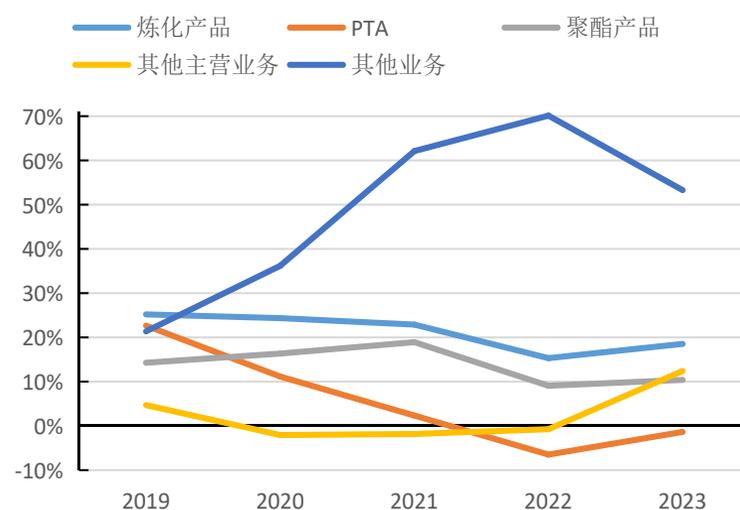
资料来源：Wind，首创证券

图表12 炼化产品毛利占比维持高位



资料来源：Wind，首创证券

图表13 炼化产品毛利率相对较高



资料来源：Wind，首创证券

1.6 股权激励绑定核心人员，回购股份彰显发展信心

公司自2016年借壳上市之后，2017-2022年，共计推出六次员工持股计划，用以奖励公司核心技术管理人员和参与炼化项目建设的员工，通过员工持股计划，改善公司治理水平，提高职工的凝聚力和公司竞争力，促进公司长期、持续、健康发展。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。

图表14 公司多次实施员工持股计划、股份回购及大股东增持计划

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、工程师及主管级别以上员工。
2018	发行股份购买资产及募资	发行股份17.19亿股，购买恒力投资和恒力炼化100%股权，购买价格为115.2亿元；发行股份5.08亿股，募集资金71.84亿元，用于恒力炼化2000万吨/年炼化一体化项目。
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、主管或班组长级别以上员工。
2019	第三期员工持股计划	合计持有公司股份223.71万股，占公司总股本的0.32%，成交总额为2.62亿元，参与对象为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。参与对象包括董监高、中层人员、主管或班组长级别、在公司连续工作满3年（含）以上员工。
2019	股份回购	回购股份8846.19万股，占公司总股本的1.26%，回购总额12.41亿元，拟全部用于实施员工持股计划。
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。
2019	发行公司债券	获准向合格投资者公开发行面值总额不超过50亿元的公司债券，已完成2019年（第一期）公司债券发行，发行规模10亿元。
2019	利润分配及资本公积金转增股本	完成2018年年度权益分派，每股现金红利0.30元（含税），每股转增股份0.4股，共计现金分红14.90亿元，转增19.86亿股，公司总股本增至70.39亿股。
2020	股份回购	公司本次总计回购股份777.99万股，本次回购的股份根据回购股份方案50%用于员工持股计划，50%用于股权激励计划。
2021	股份回购	累计回购股份数量3869.25万股，占公司总股本的比例为0.55%，使用资金总额99999.56万元，回购股份用于员工持股计划。
2021	非公开发行可交换公司债券	恒力集团以其持有的公司部分A股股票为标的，面向专业投资者非公开发行总额不超过120亿元的可交换公司债券，发行规模120亿元。
2021	第五期员工持股计划	合计持有公司股份705.17万股，占公司总股本的0.10%，持股均价为18.96元/股，成交总额为1.34亿元，参加对象为参与150万吨/年乙烯项目、250万吨/年PTA-4项目和250万吨/年PTA-5项目建设的主要操作员及以上级别人员、公司及部分其他子公司与前述项目相关的人员。
2022	第六期员工持股计划	合计持有公司股票291.60万股，占公司总股本的4.14%，成交金额68.38亿元。参加对象包括董监高、中层人员、主管或班组长级别、拥有硕士研究生学历及以上学历的员工、毕业于“985”、“211”或“双一流”建设高校全日制本科学历的员工、连续工作满1年（含）以上普通员工以及退休返聘人员等。
2022	股份回购	累计回购股份数量4499.20万股，占公司总股本的比例为0.64%，使用资金总额10.00亿元，用于员工持股计划。
2022	大股东增持	恒力集团及其一致行动人计划自2022年10月20日起12个月内，拟以集中竞价交易增持，合计金额不低于人民币7.5亿元，不超过人民币15亿元。

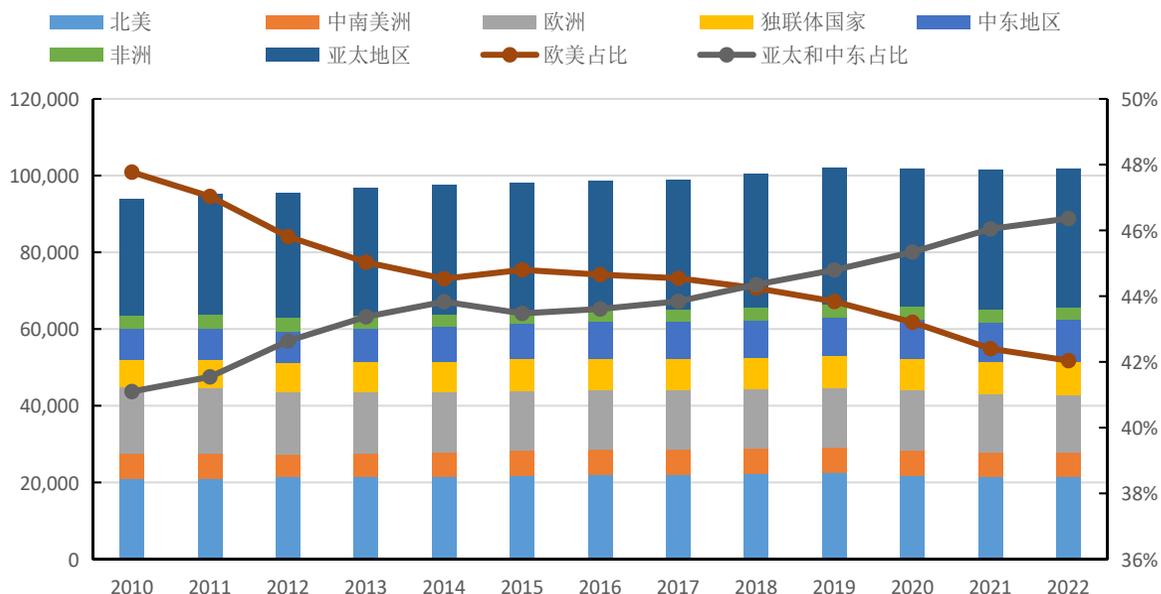
资料来源：公司公告，首创证券

2、顺应全球炼化趋势，民营炼化优势显著

2.1 全球炼油产能加速东移，国内民营炼油能力增长明显

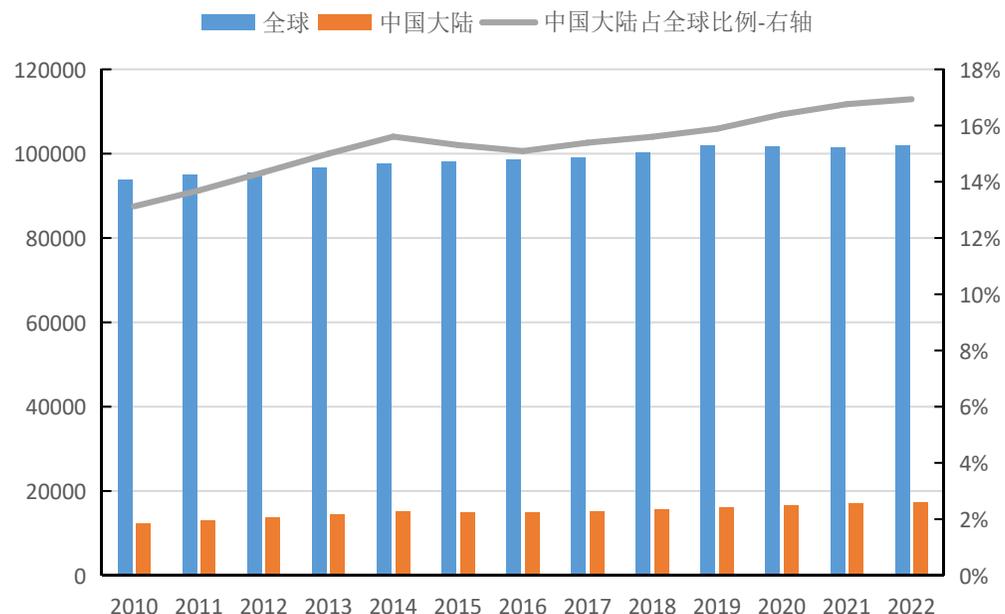
- 全球炼油重心持续东移。**自2018年全球炼油产能突破1亿桶/日，近年来均保持相对稳定，2022年为1.02亿桶/日，同比增加0.53%。但是全球绿色转型使欧美炼油产能扩张脚步放缓，同时亚太和中东的炼油产能快速扩张，使得全球炼油重心日渐东移。2010-2022年，欧美炼油产能占比由47.77%下滑至42.04%，而亚太和中东的产能占比则由41.10%提升至46.36%。
- 中国大陆贡献全球主要炼油增量，占比逐步提升。**2022年，中国大陆炼油产能为17.26百万桶/日，同比增加1.58%。2010-2022年，中国大陆新增炼油产能4936千桶/日，占全球新增产能的61.47%，占比也逐步提升，由2010年的13.13%，增长至2022年的16.94%。

图表15 2010-2022年全球炼油厂产能（千桶/日）



资料来源：energy institute，首创证券

图表16 2010-2022年中国大陆炼油厂产能（千桶/日）及占全球比例

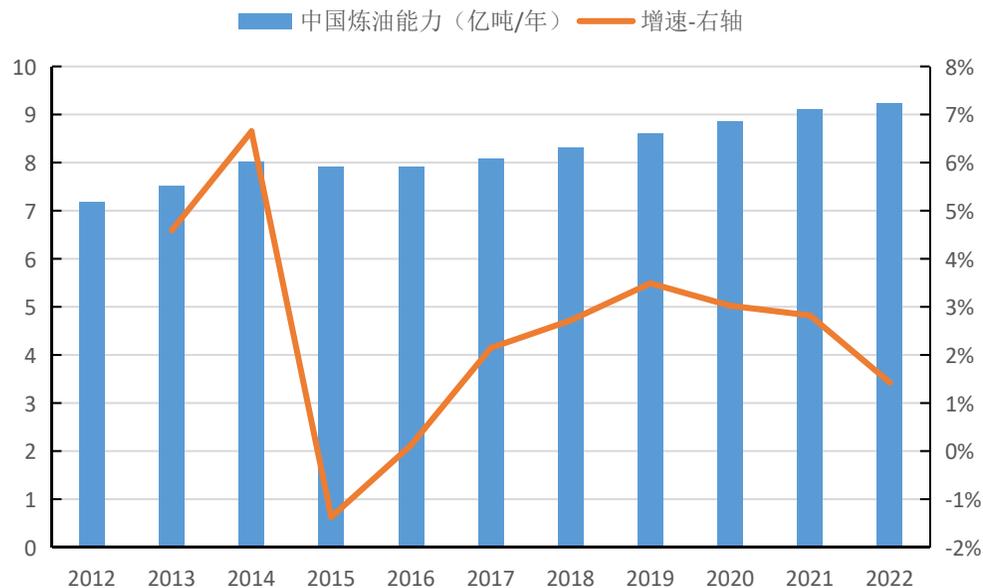


资料来源：energy institute，首创证券

2.1 全球炼油产能加速东移，国内民营炼油能力增长明显

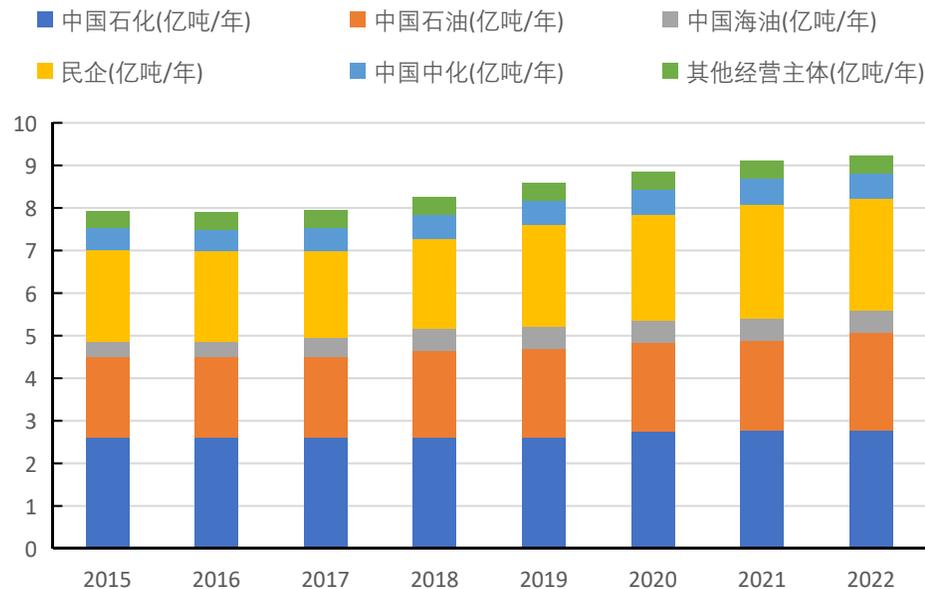
国内炼油产能稳步上升，行业多元化继续发展，民企炼油能力增加明显。近年来，国内炼油产能稳步上升，2022年达到9.24亿吨/年，同比增长1.43%，超过美国的8.98亿吨/年，稳居世界第一大炼油国。“十三五”期间，新兴民营炼化快速扩张。与传统地炼生产汽柴油为主不同，过去长期扎根于下游聚酯化纤行业的新兴民营炼化为了自下而上打通产业链全流程，实现原料自给，投产项目选择了最大化生产化工原料，炼化一体化程度高，更符合产业升级的发展方向。2015-2022年，民企炼油产能增加0.45亿吨/年，高于中国石化（0.16亿吨/年）、中国石油（0.42亿吨/年）、中国海油（0.17亿吨/年）、中国中化（0.08亿吨/年）。

图表17 2012-2022年中国炼油能力稳步提高



资料来源：《2022年中国炼油工业发展状况与近期展望》，首创证券

图表18 中国各炼油经营主体构成

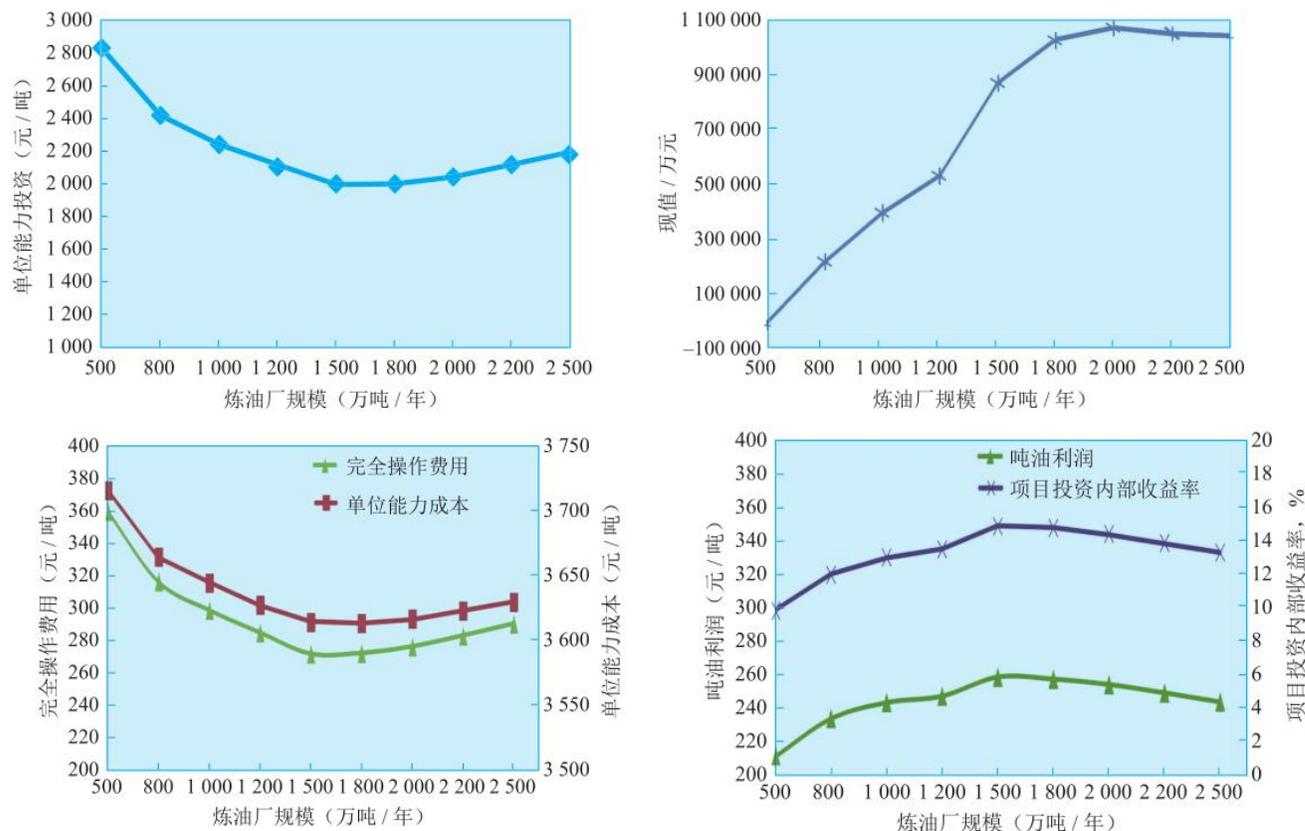


资料来源：《2022年中国炼油工业发展状况与近期展望》，首创证券

2.2 炼化一体项目优势显著，提供丰富基础原料库

□ 1500-2000万吨/年是经济上较合理的炼油厂规模区间。据《炼油厂规模经济研究》的研究表明，炼油厂是典型的“装置工业”，单位投资与成本随装置大型化程度而降低的趋势明显，具有显著的工程规模经济特征。在工艺流程类似的情况下，1500-2000万吨/年是经济上较合理的炼油厂规模区间。在产能面临全面过剩、收入端的增长空间有限情况下，装置规模大型化在成本端的摊薄作用对炼厂的市场竞争力至关重要，甚至是炼厂生存发展的首要条件。

图表19 炼厂单位能力投资、项目投资现值、完全操作费用及单位能力成本、吨利润及收益率具有规模效应



资料来源：《炼油厂规模经济研究》，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

2.2 炼化一体项目优势显著，提供丰富基础原料库

- 公司2000万吨/年炼油一体化装置规模优势显著。我国炼厂平均规模整体偏小，截至2022年，超过2000万吨/年的炼厂仅有6家，超过1000万吨/年的炼厂共有32家，合计产能4.63亿吨/年，占国内总炼油产能的50.11%。公司2000万吨/年的炼化一体化装置，规模优势显著，在国内具有很强的竞争优势。

图表20 2022年国内炼化规模超过1000万吨/年的炼厂

企业名称	地点	原油一次加工能力（万吨）
浙江石化	浙江舟山	4000
中石化镇海炼化	浙江宁波	2700
中海油惠州石化	广东惠州	2200
中石油大连石化	辽宁大连	2050
恒力石化	辽宁大连	2000
中石化茂名分公司	广东茂名	2000
中石化金陵分公司	江苏南京	1800
盛虹炼化	江苏连云港	1600
中石化上海石化	上海	1600
中化泉州石化	福建泉州	1500
福建联合石化	福建泉州	1400
中石化齐鲁分公司	山东淄博	1400
中石化天津分公司	天津	1380
中石化云南石化	云南昆明	1300
中石化广州石化	广东广州	1275
中石化扬子石化	江苏南京	1250
中石化高桥石化	上海	1250
中石化青岛石化	山东青岛	1200
中石化长岭分公司	湖南岳阳	1150
中石油抚顺石化	辽宁抚顺	1100
中石化燕山分公司	北京	1100
中石油兰州石化	甘肃兰州	1050
中石油独山子石化	新疆克拉玛依	1000
中石油大庆石化	黑龙江大庆	1000
中科（广东）炼化	广东湛江	1000
中石油四川石化	四川成都	1000
中石化九江石化	江西九江	1000
中石油广西石化	广西钦州	1000
大连西太平洋石化	辽宁大连	1000
中石化洛阳分公司	河南洛阳	1000
中石油华北石化	河北沧州	1000
中石油辽阳石化	辽宁辽阳	1000

资料来源：石油和化工园区公众号，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

2.2 炼化一体项目优势显著，提供丰富基础原料库

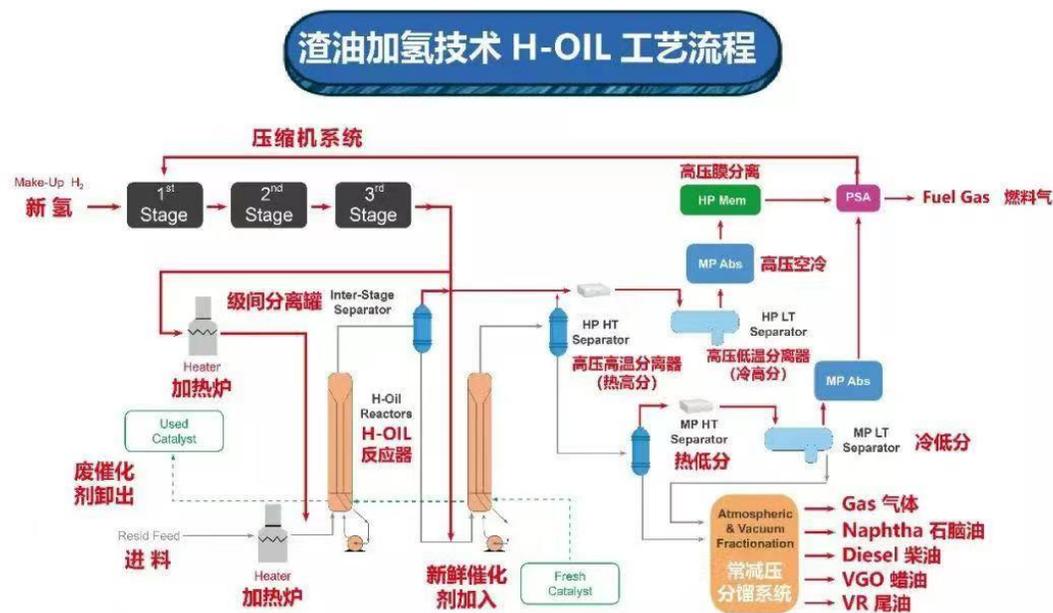
- ❑ 炼化一体化项目原料重，采购成本低。“恒力2000万吨/年炼化一体化项目”原油加工能力为2000万吨/年，原料方案为1200万吨沙特重油，600万吨沙特中质油，200万吨马林重油，通过进口劣质原油直接加工、生产芳烃，降低了原料的采购价格。
- ❑ 将附加值低的重质油转变成高附加值的石脑油，做到物尽其用。在渣油处理上，公司采用Axens的“H-Oil”沸腾床渣油加氢工艺，以减压渣油为原料，生产的石脑油、柴油、蜡油、未转化油等中间产品需进行进一步的深加工，同时副产干气等，减压渣油的转化率可以达到90%，最大限度的满足后续PX装置的原料所需，将低附加值产品转化为高附加值产品。

图表21 民营炼化项目的原油种类及进口规模

项目	原油品类	规模 (万吨)	类别	占比
恒力2000万吨/年炼化一体项目	沙特重油	1200	重质油	70%
	马林重油	200		
	沙特中质油	600	中质油	30%
浙石化4000万吨/年炼化一体项目	伊朗重油	700	重质油	50%
	巴西高酸	300		
	沙特重油	1000	轻/中质油	50%
沙特轻油	1000			
东方盛虹1600万吨/年炼化一体项目	伊朗轻油	500	重质油	50%
	沙特中质油	500		
恒逸文莱800万吨/年炼化一体项目	文莱轻油	300	轻质油	100%
	伊朗凝析油	100		
卡塔尔凝析油	200			
卡塔尔原油	200			

资料来源：恒力石化、化工油报、化工在线公众号，首创证券

图表22 恒力石化采用AXENS的“H-Oil”沸腾床渣油加氢工艺



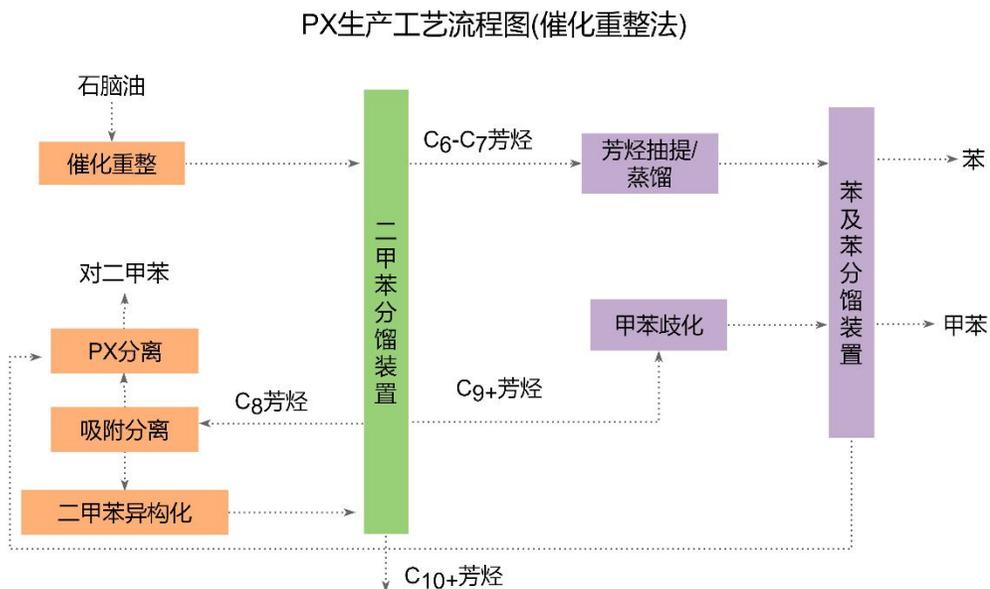
资料来源：恒力石化公众号，首创证券

3、PX投产周期接近尾声，盈利能力明显修复

3.1 PX对外依存度逐步降低，民营企业成为供应主力军

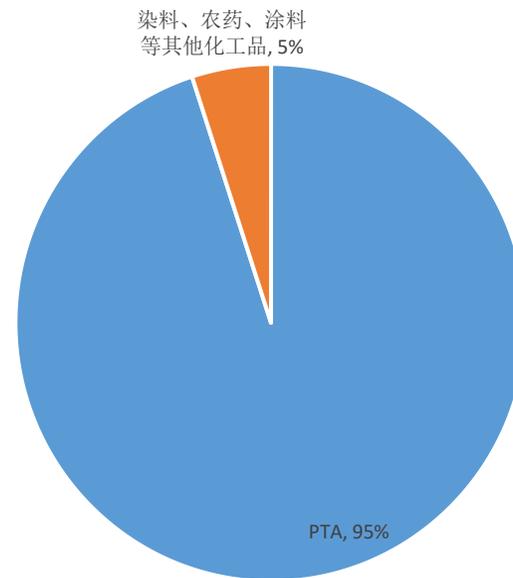
- PX处于聚酯产业链中间位置，上游主要来自石脑油。对二甲苯(PX)是重要的芳烃产品之一，位于原油→石脑油→PX→对苯二甲酸(PTA)→聚酯产业链的中间位置，是炼油与化工行业的关键衔接点。石油炼制过程所得的石脑油经催化重整装置后生成混合芳烃，再经分馏、甲苯歧化、二甲苯异构化等过程得到PX。
- PX下游应用以PTA为主。PX主要用来制备对苯二甲酸(PTA)，进而生产聚对苯二甲酸乙二醇酯(PET)，在PX下游消费中，95%用于满足PTA产能的原材料所需，5%用于染料、农药、涂料等其他化工品。

图表23 PX上游主要来自于石脑油



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表24 PX下游应用以PTA为主

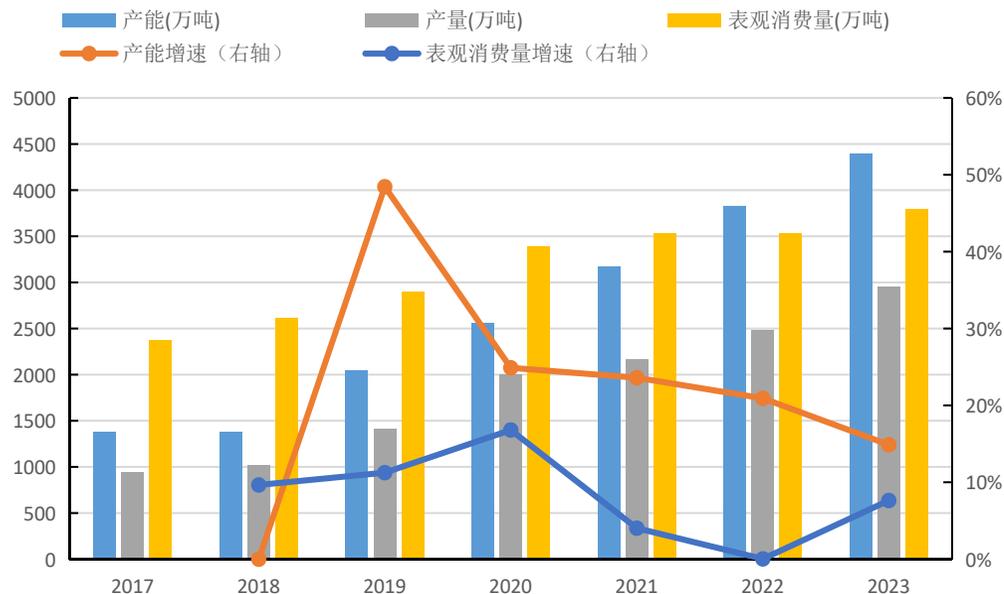


资料来源：百川盈孚，首创证券

3.1 PX对外依存度逐步降低，民营企业成为供应主力军

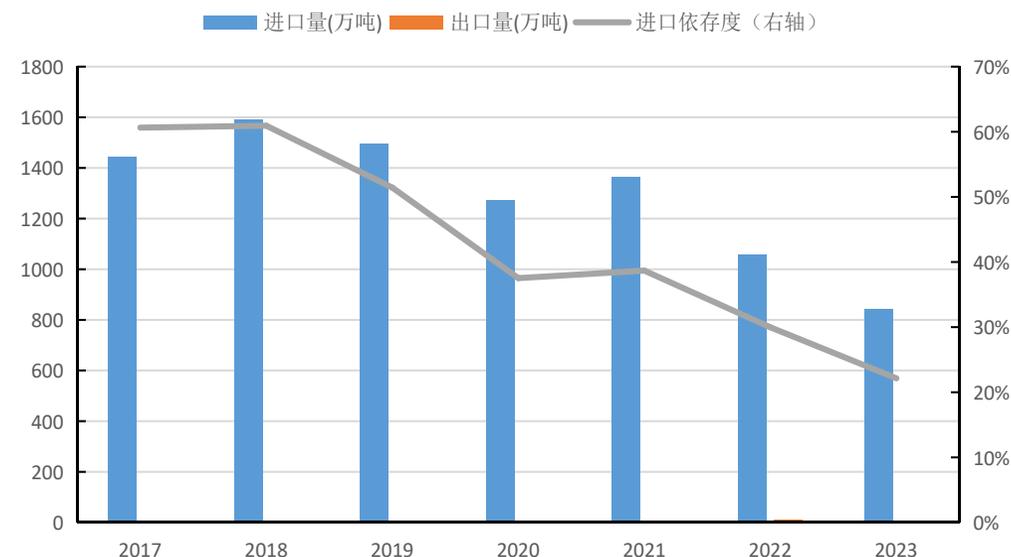
- 我国PX产能自2019年起快速扩张。2018年之前，我国PX产能基本保持稳定，新增很少，主要原因是PX行业进入门槛高，同时部分媒体针对其低毒特性炒作，项目建设存在一定阻力。2019年起，随着国内大型炼化项目陆续投产，PX产能进入扩张阶段，据百川盈孚，2023年增长至4402万吨/年，2018-2023年CAGR为26.06%。产量由2018年的1020.17万吨增长至2023年的2959.26万吨，CAGR为23.74%。表观消费量整体保持平稳增长的态势，由2018年的2610.98万吨增长至2023年的3799.61万吨，CAGR为7.79%。
- 我国PX进口量逐年减少，对外依存度逐年降低。据百川盈孚，自2019年开始，随着国内PX产能快速扩张，PX进口量逐年减少，从2018年的1590.82万吨减少到2023年的841.35万吨，PX对外依存度逐年降低，从2018年的60.93%降低到2023年的22.14%。

图表25 我国PX产能自2019年起大幅扩张



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表26 我国PX进口量逐渐减少、对外依存度逐年降低

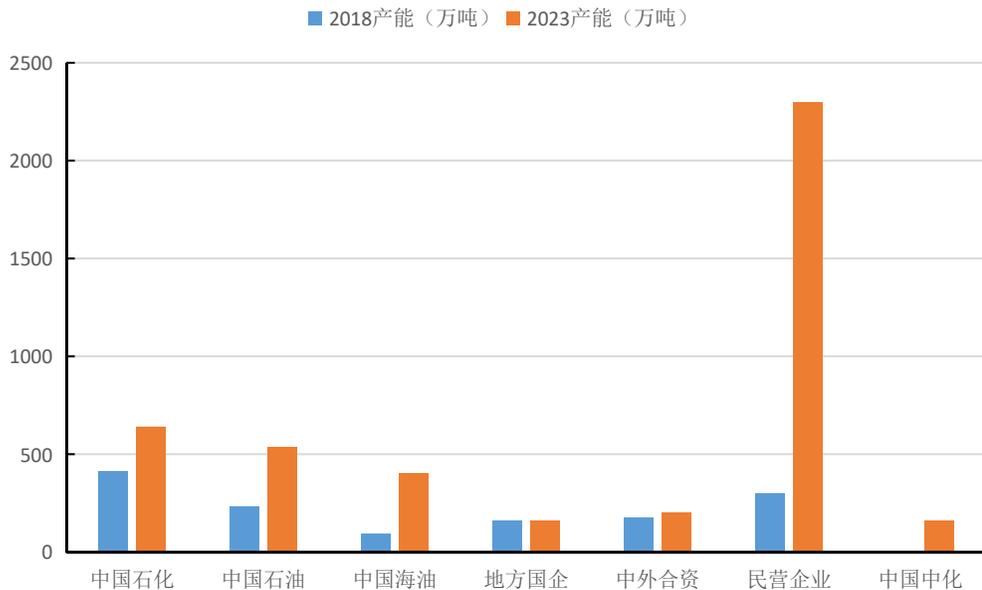


资料来源：百川盈孚，首创证券

3.1 PX对外依存度逐步降低，民营企业成为供应主力军

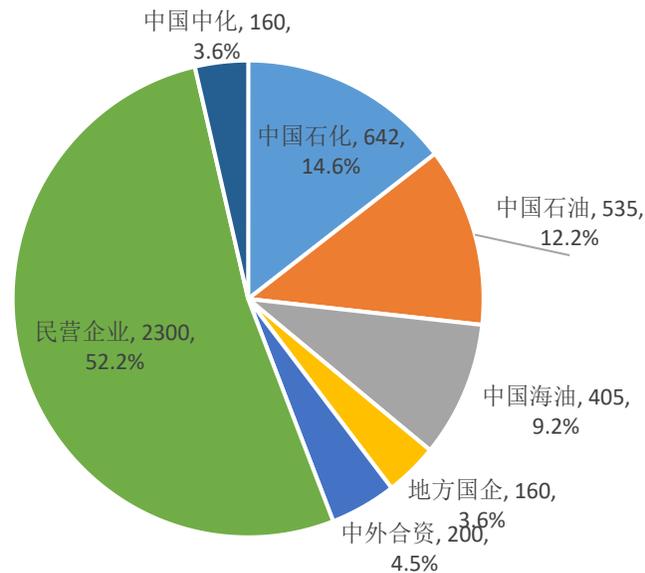
- **2018-2023年民营企业PX产能大幅扩张。**据百川盈孚，2018年，我国拥有PX产能1383万吨/年，其中中国石化产能最大，为416万吨/年，占比30.1%，民营企业产能为300万吨/年，占比21.7%。2019年之后，随着浙江石化、恒力石化、盛虹炼化等大型民营炼化项目的陆续投产，民营企业逐渐成为国内PX供应的主力军，2023年产能达到2300万吨/年，2018-2023年期间CAGR达到50.29%。
- **2023年国内民营企业PX产能占比达到52%。**据百川盈孚，截至2023年底，我国PX产能达到4402万吨/年，其中民营企业产能最大，为2300万吨/年，占比达到52.2%。中国石化产能为642万吨/年，占比14.6%，中国石油产能为535万吨/年，占比12.2%，中外合资企业、地方国企、中国海油、中国中化产能合计为925万吨/年，占比21.0%。

图表27 2018-2023年民营企业PX产能大幅扩张



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表28 2023年民营企业PX产能占比超过50%

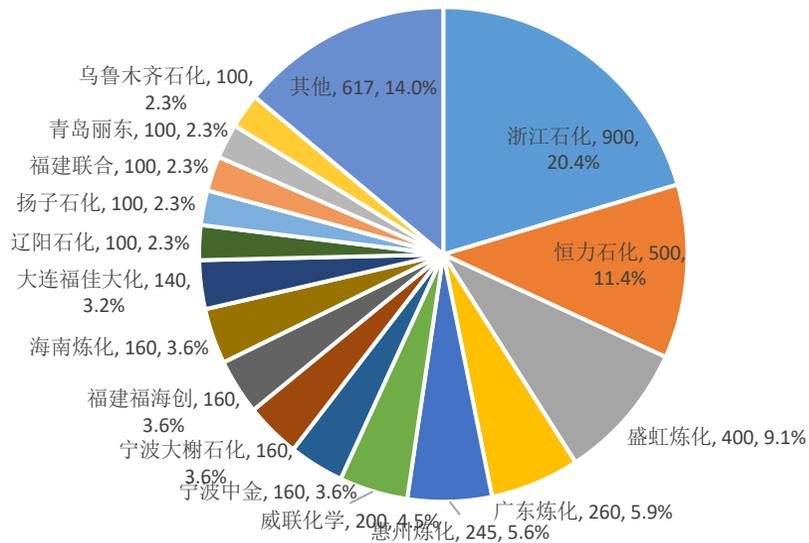


资料来源：百川盈孚，首创证券

3.1 PX对外依存度逐步降低，民营企业成为供应主力军

- 分企业来看，PX产能逐步向头部企业集中，行业集中度逐步提高。据百川盈孚，2023年，浙江石化、恒力石化、盛虹炼化、广东炼化产能分别为900万吨/年、500万吨/年、400万吨/年、260万吨/年，合计产能2060万吨/年，占比分别为20.4%，11.4%，9.1%、5.9%，合计占比46.8%，产能前8的企业合计产能达到2825万吨/年，CR8达到64.2%。
- PX投产周期接近尾声，2024年投产较少，供需维持紧平衡，对外依存度可能回升。2019-2023年过去5年的PX投产高峰已过，未来产能增速大幅放缓，据百川盈孚，2024年预计仅有裕龙石化300万吨/年产能投产，而下游PTA仍在继续扩产，对PX的需求增加，预计PX供需偏紧，PX在产业链中将维持强势地位，而产业链一体的聚酯企业有望获得PX自给带来的成本优势。

图表29 PX行业集中度较高（2023年）



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表30 PX投产周期接近尾声，未来投产较少

2023年产能变化			
企业	新增产能, 万吨	所在地	投产时间
中石油广东石化	260	广东	2023年2月
宁波大树石化	160	浙江	2023年3月
惠州炼化	150	广东	2023年6月
合计	570		
2024年产能变化			
山东裕龙石化	300	山东	2024年8月
2026年产能变化			
华锦阿美	200	辽宁	2026年4月
福建古雷石化	320	福建	2026年5月
中石化九江分公司	150	江西	2026年10月
合计	670		

资料来源：百川盈孚，首创证券

3.2 PX产能扩张放缓，盈利能力明显修复

□ **PX盈利能力走出底部、恢复至正常区间。**从PX-石脑油价差图可以看出，石脑油和PX价格与布伦特原油价格呈现明显的正相关。2011-2013年的三年期间，国际原油、石脑油、PX均维持相对高位，PX-石脑油价差均值达到594美元/桶。自2014年开始，随着国际原油价格下跌，PX和石脑油价格快速下行，PX价差虽然明显收窄，但在2014-2018年的5年期间，仍然达到384美元/桶的平均值，维持较好的盈利能力。2019年开始随着国内PX产能快速扩张，PX-石脑油价差快速回落，叠加2020年开始的疫情冲击，2020-2021两年间的均值降低至206美元/吨。2022年上半年PX投产较少，叠加调油逻辑的存在，PX价差逐步回升。2023年初至2024年中，国际油价在中高位震荡，国内外经济复苏，PX-石脑油价差走出疫情时期的低谷，均值恢复至375美元/吨的水平，盈利能力明显修复。

图表31 PX-石脑油价差恢复至正常区间



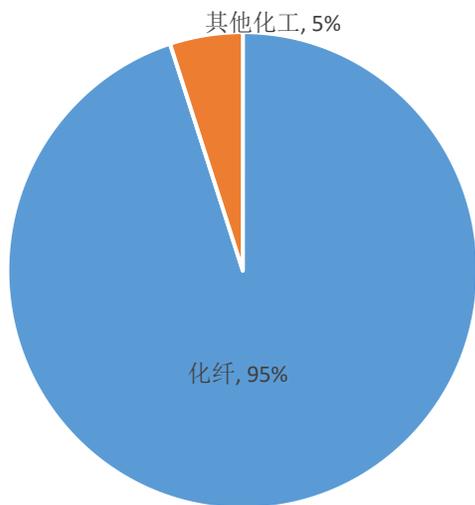
资料来源：Wind，首创证券

4、PTA仍处产能扩张周期，供给过剩愈加明显，公司龙头地位稳固

4.1 PTA供给宽松，出口占比逐年增多

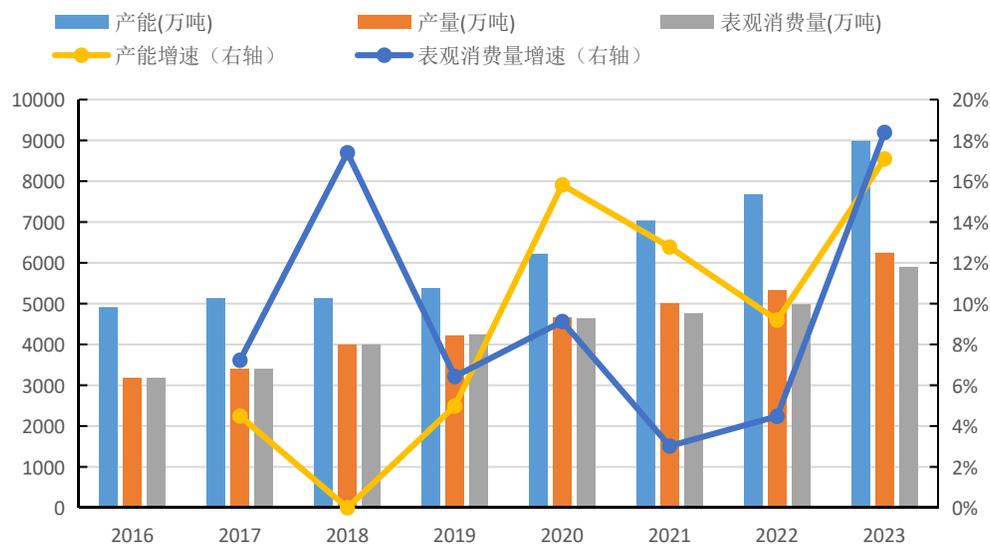
- PTA处于聚酯产业链中游，下游化纤消费占比达到95%。PTA（精对苯二甲酸）是重要的大宗有机原料之一，处于化纤产业链的中游，上游原材料为PX，下游主要用于制作PET，下游消费中，化纤消费占比95%，其他化工消费占比5%。
- PTA近些年产能投放大，供给宽松。据百川盈孚，2016-2019年，全国PTA产能增长缓慢，从4898.5万吨/年增长至5373.5万吨/年，自2020年起，产能投放加速，2019年至2023年期间，国内产能由5373.5万吨/年增长至8973.5万吨/年，CAGR为13.68%，特别是2023年新增产能1310万吨/年，为近年来投产高峰，产能增速达到17.09%。2019-2023年间，PTA产量稳步增长，由4210.04万吨/年增长至6239.53万吨/年，CAGR为10.34%，PTA表观消费量由4236.35万吨/年增长至5890.98万吨/年，CAGR为8.59%。虽然表观消费量同样保持稳步增长的态势，但是增速明显低于产能增速和产量增速，行业供给日趋宽松。

图表32 PTA下游应用领域主要为化纤



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表33 PTA供给格局愈发宽松

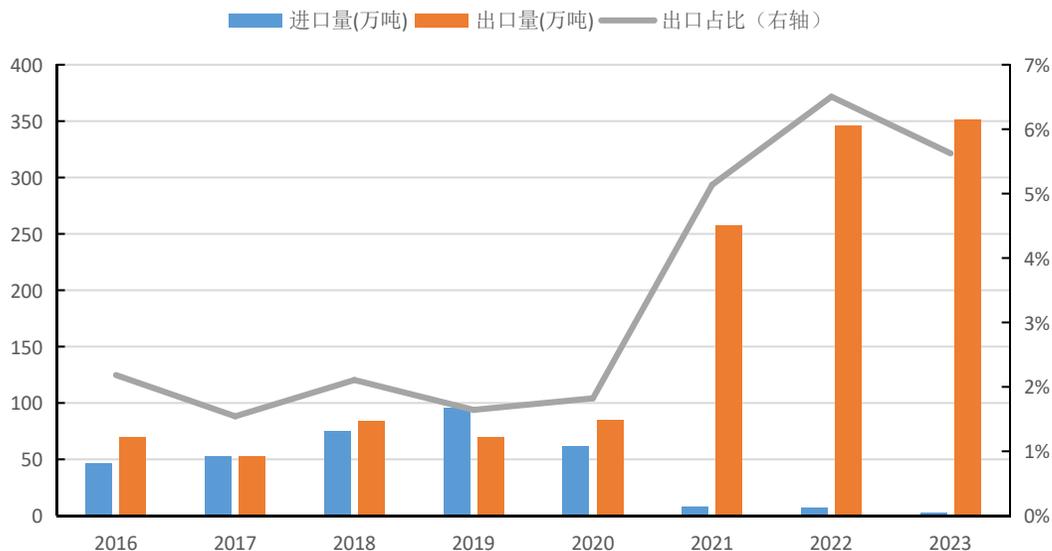


资料来源：百川盈孚，首创证券

4.1 PTA供给宽松，出口占比逐年增多

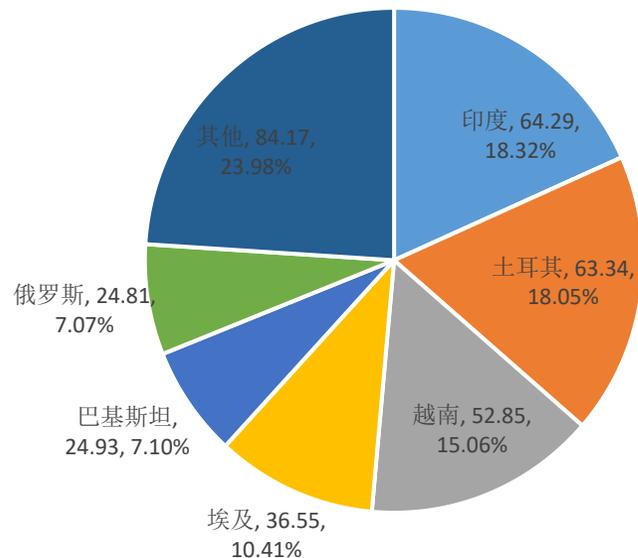
- **PTA出口量及出口占比逐年增长。**2016-2020年，我国PTA进口量和出口量维持在每年50-100万吨左右的水平，自2021年开始，我国PTA进出口关系发生转变，进口量大幅减少，出口量大幅增加，出口占比随之提升。2023年，我国PTA出口量为350.94万吨，出口占比为5.62%，较2022年降低0.88个百分点，主要是受印度BIS认证到期影响，向印度出口大幅减少。综合来看，国内PTA企业具有全球竞争优势，未来需要关注海外反倾销及资质认证进展。
- **印度、土耳其、越南等发展中国家是我国PTA出口主要目的地。**尽管受BIS认证到期影响，我国出口至印度的PTA由2022年的96.04万吨减少至2023年的64.29万吨，降低31.75万吨，降幅达到33%，但是印度仍然是我国PTA第一大出口国，占出口总量的18.32%。其次为土耳其和越南，PTA出口量分别为63.34万吨、52.85万吨，占比分别为18.05%、15.06%，三个国家合计出口占比达到50%以上。

图表34 PTA出口量近年大增，出口占比增长明显



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表35 发展中国家是我国PTA出口的主要目的地（2023年，万吨）

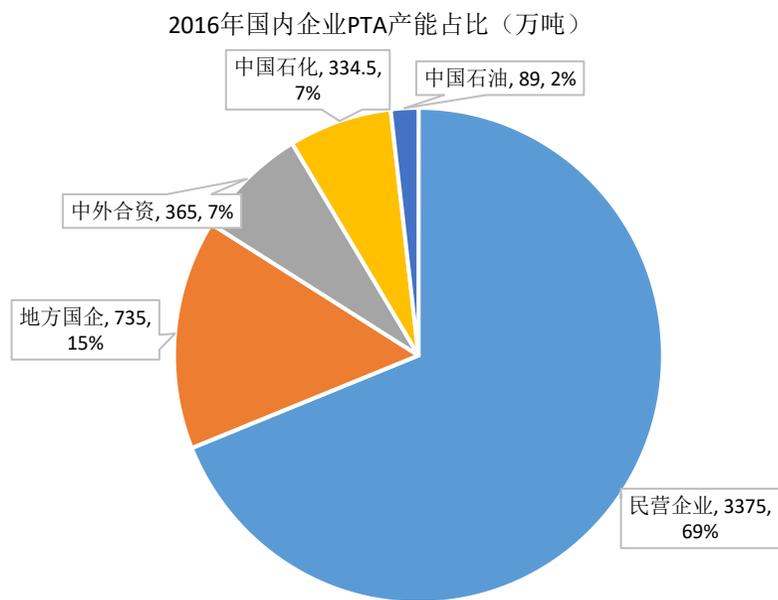


资料来源：国家海关总署，首创证券

4.2 民营企业贡献产能增量，公司PTA产能位居第一

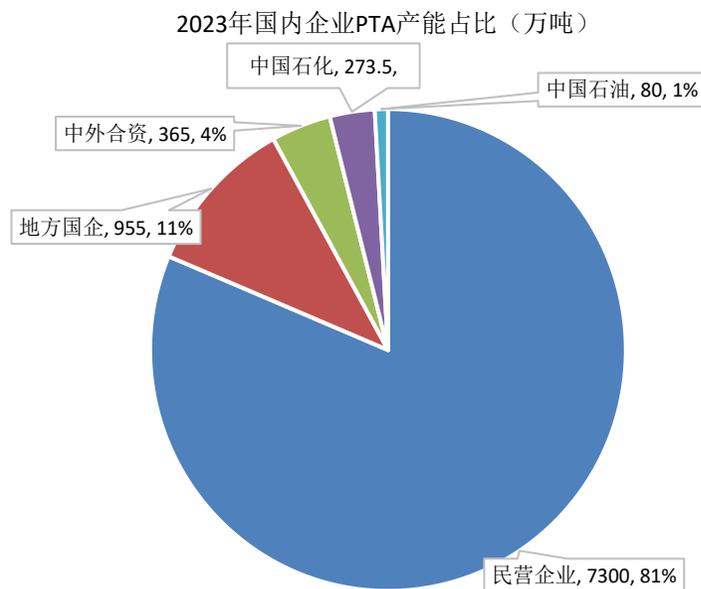
- 民营企业是国内PTA产能的主力军。据百川盈孚，2016年，中国PTA产能合计4898.5万吨/年，分布主要集中在民营企业，产能3375万吨/年，占比69%。2023年，中国PTA产能合计8973.5万吨/年，分布仍然集中在民营企业，产能7300万吨/年，占比则增长12pct至81%，地位进一步巩固。
- 国内PTA产能的增长主要由民营企业贡献。据百川盈孚，国内PTA产能2023年较2016年增长了4075万吨/年，而民营企业PTA产能2023年较2016年增长了3925万吨/年，贡献了绝大部分产能增量。

图表36 2016年民营企业PTA产能占比69%



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表37 2023年民营企业PTA产能占比81%

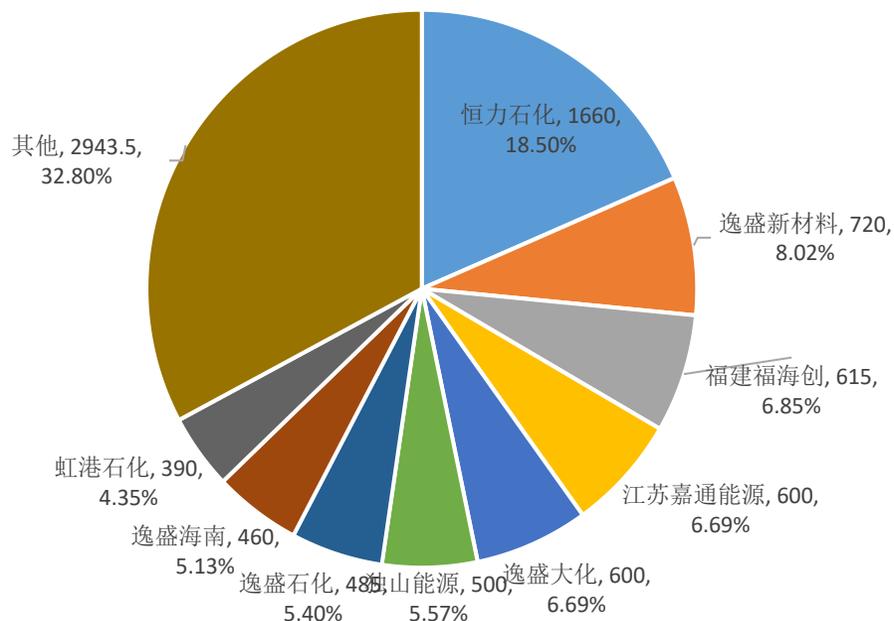


资料来源：百川盈孚，首创证券

4.3 PTA未来产能投放仍然较大，盈利能力持续低位

- PTA行业集中度较高，恒力石化产能位列国内第一。据百川盈孚，2023年我国PTA产能为8973.5万吨/年，CR4产能达到3595万吨/年，占比40.06%，前四强企业分别为恒力石化、逸盛新材料、福建福海创、江苏嘉通能源。CR8产能为5640万吨/年，占比62.85%。其中，恒力石化2023年底PTA产能1660万吨/年，为国内第一，占比达到18.5%。
- 未来PTA新增产能仍然较多，行业供给格局预计将进一步宽松。据百川盈孚，2024-2026年，PTA行业预计仍然将有2210万吨/年产能投产，供给愈加宽松，盈利能力趋于减弱，落后产能将加速退出，而有利于低成本企业发展。同时，PTA价格的低位也将为涤纶长丝企业提供更廉价的原料，有利于产业链一体化企业发展。

图表38 PTA行业集中度较高，公司产能国内第一



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表39 PTA未来产能投放大

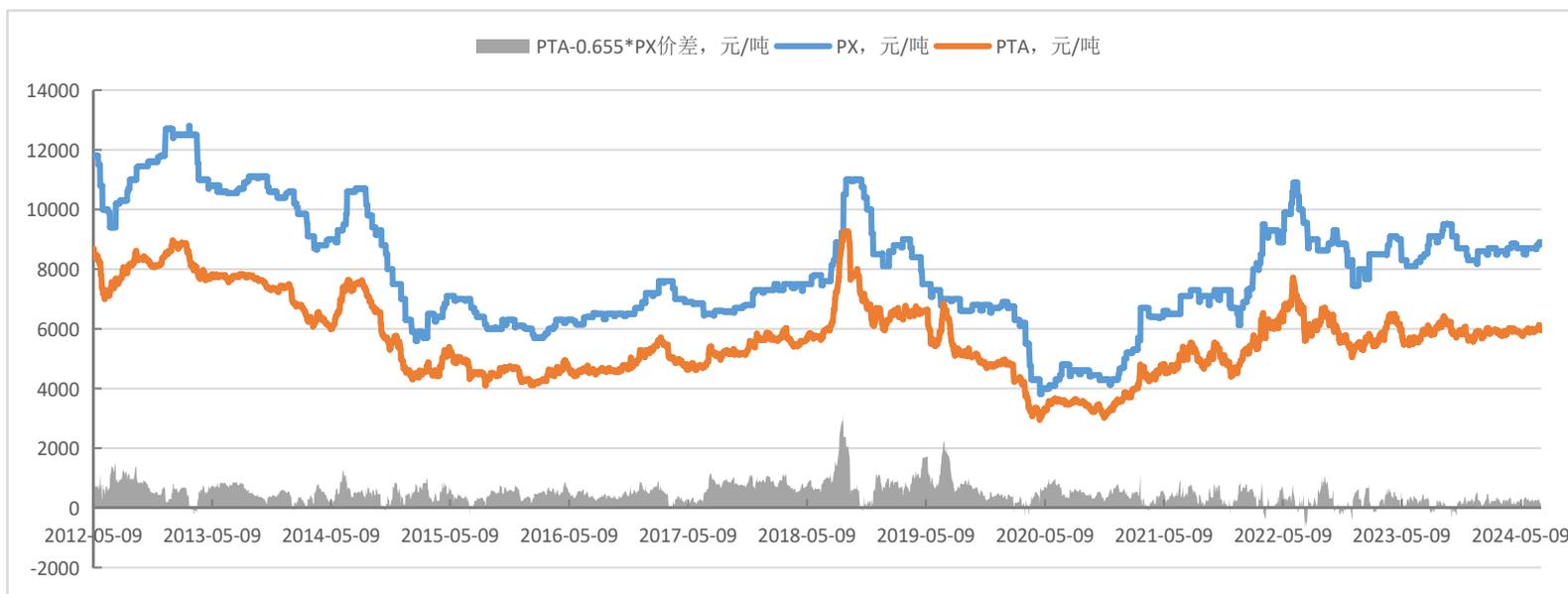
企业	新增产能 (万吨)	地点	预计投产时间
仪征化纤	300	江苏	2024年2月
台化兴业 (宁波)	150	浙江	2024年3月
虹港石化	240	江苏	2024年12月
三房巷	320	江苏	2025年6月
福建海福创	300	福建	2025年12月
独山能源	600	浙江	2025年12月
桐昆集团	300	浙江	2026年12月
合计	2210		

资料来源：百川盈孚，首创证券

4.3 PTA未来产能投放仍然较大，盈利能力持续低位

- 随着PTA产能的大量投放，PTA-PX价差或将长期维持低位。整体来看，PTA与PX的价格呈现很强的正相关性，但是PTA价差除了跟价格有关之外，还跟产能增速有比较大的关系。2018年之前，国内PTA产能增速缓慢，PTA价差与价格的相关性较强，两者价格上涨时，价差随之扩大，两者价格下跌时，价差随之收窄。从2018年开始，随着下游聚酯行业的投产，PTA需求增加，价格上涨，2018-2019年间，PTA-PX平均价差为875元/吨。但是从2020年开始，PTA进入扩产周期，叠加疫情对需求的不利影响，PTA-PX价差收窄，尽管之后随着原油价格的不断抬升，PX和PTA价格出现上涨，但是由于PTA产能不断投放，价差一直维持在低位，2020-2023年四年期间，PTA-PX平均价差仅为330元/吨。未来2-3年PTA仍有大量产能投产，预计PTA价差仍将维持低位。

图表40 PTA盈利能力持续低位



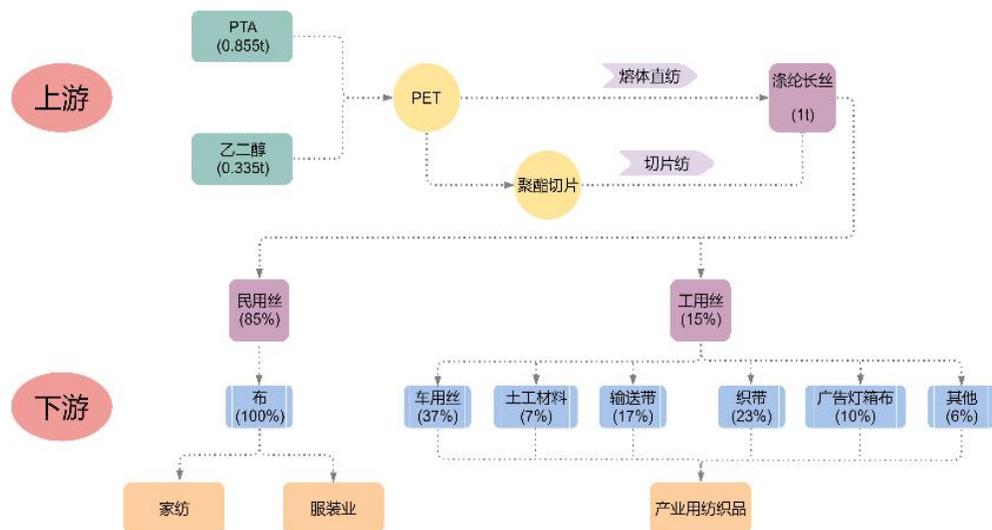
资料来源: Wind, 首创证券

5、涤纶长丝走出景气低谷，聚酯新材料引领二次成长

5.1 涤纶长丝行业底部已过，下游需求有望复苏

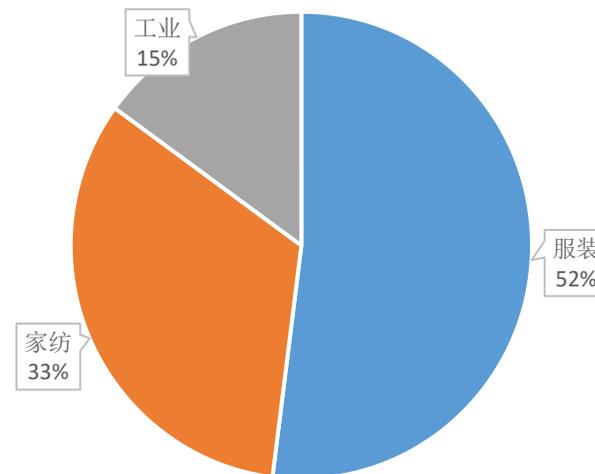
- 聚酯纤维是最主要的PET产品，而涤纶长丝是应用最广泛的领域。如前所述，PTA主要与乙二醇（MEG）聚合生产PET，消费占比达到95%。PET产品依据产品形态和用途不同，可分为聚酯纤维、聚酯瓶片、聚酯薄膜，占比分别为75%、20%、5%。可见聚酯纤维是最主要的PET产品，其根据纤维长度不同又可以分为涤纶长丝（千米以上）和涤纶短纤（几厘米至十几厘米）。据百川盈孚，2023年国内涤纶短纤产量为722万吨，涤纶长丝的产量为3215万吨，占比分别为18%、82%，涤纶长丝是应用最广泛的领域。
- 涤纶长丝主要用于服装家纺，熔体直纺和切片纺是其主要的生产工艺。据百川盈孚，2023年我国涤纶长丝52%用于服装，33%用于家纺，15%用做工业丝。

图表41 涤纶长丝产业链图



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表42 涤纶长丝主要用于服装家纺

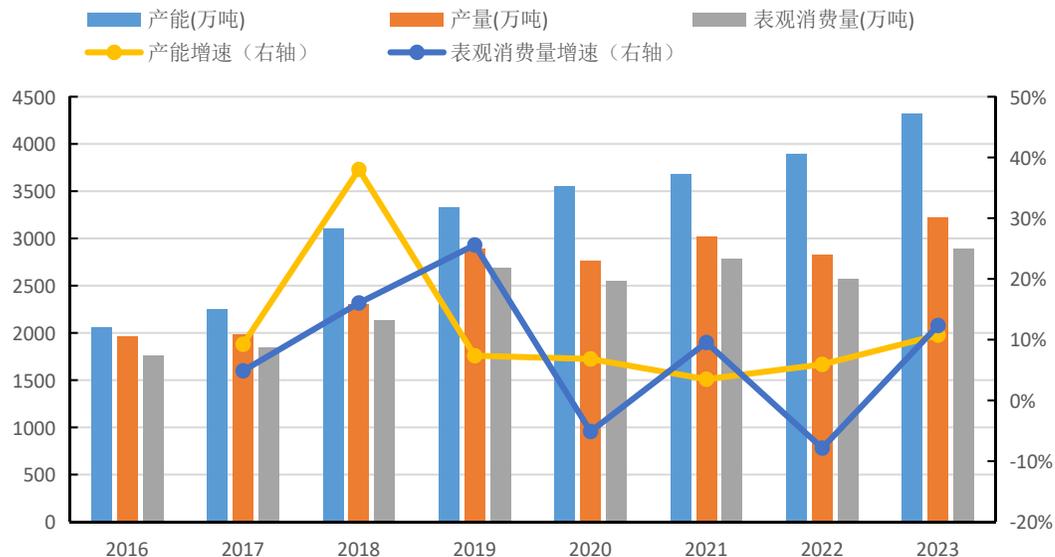


资料来源：百川盈孚，首创证券

5.1 涤纶长丝行业底部已过，下游需求有望复苏

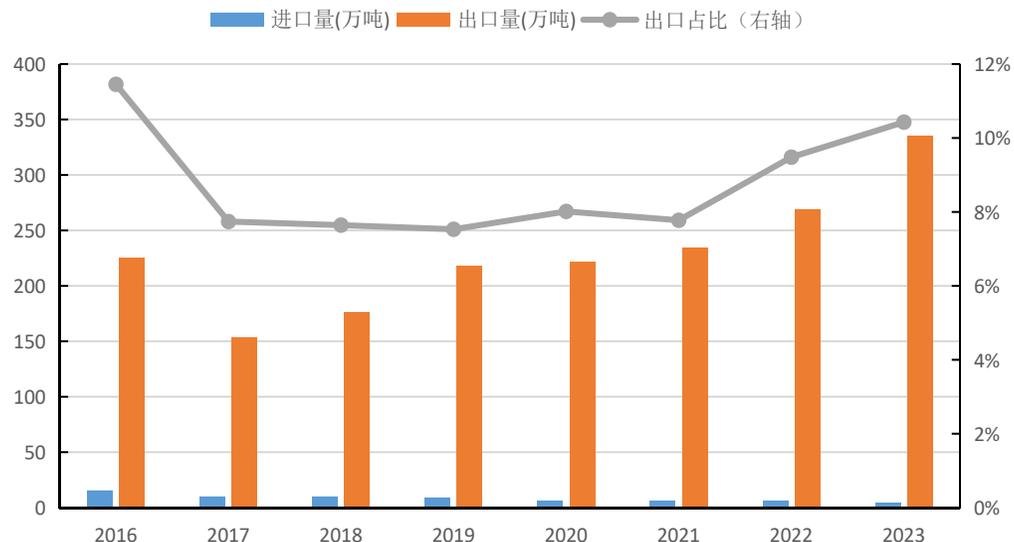
- 2016年至今，国内涤纶长丝产能增速大于表观消费量增速。据百川盈孚，2016-2023年，国内涤纶长丝产能整体平稳增长，由2056万吨/年增长至4316万吨/年，CAGR为11.18%，其中在2018年，受行业景气度影响，产能大幅增长至3100万吨/年，增速高达38%。国内涤纶长丝表观消费量在2016-2023年间CAGR为7.36%，低于产能增速。其中，2016-2019年间平稳增长，而2020-2022年，受疫情影响，表观消费量几乎无增长，2023年国内外经济逐步复苏，涤纶长丝表观消费量增长至2884.82万吨，增速12.33%。
- 涤纶长丝出口持续提升。据百川盈孚，自2018年开始，国内涤纶长丝出口稳步提升。2023年，随着全球公共卫生事件影响消退，海外纺织服装供应链逐步恢复，国内涤纶长丝出口量达到335.41万吨，同比增长24.97%，出口占比达到10.43%。

图表43 国内涤纶长丝产能稳步扩张



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表44 国内涤纶长丝出口量持续提升

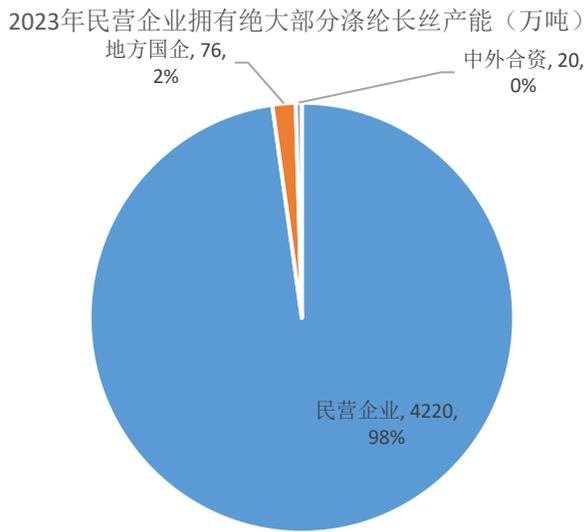


资料来源：百川盈孚，首创证券

5.1 涤纶长丝行业底部已过，下游需求有望复苏

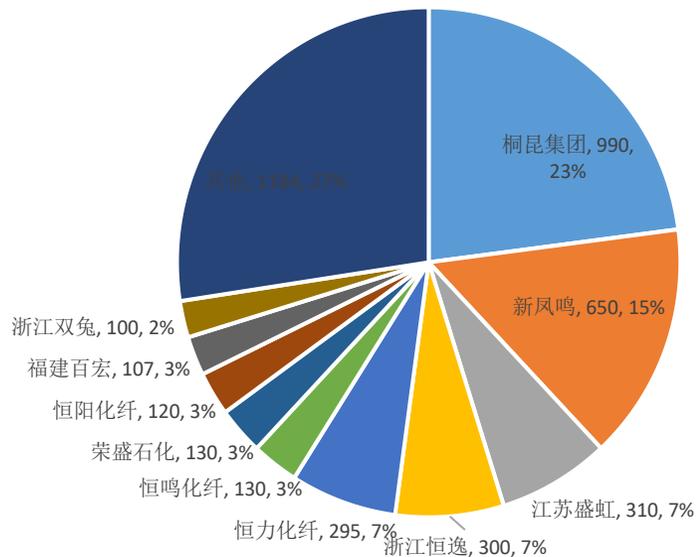
- 国内涤纶长丝产能主要集中在民营企业。据百川盈孚，国内涤纶长丝产能除了杭州天元、东南新材料、古纤道绿色纤维等少数地方国企或者中外合资企业之外，大部分集中在民营企业。2023年，国内涤纶长丝产能共4316万吨/年，民营企业拥有4220万吨/年，占比达到98%。
- 头部企业产能集中度较高。据百川盈孚，国内涤纶长丝产能前四强企业分别为桐昆集团、新凤鸣、江苏盛虹、浙江恒逸，2023年产能分别为990万吨/年，650万吨/年，310万吨/年，300万吨/年，合计2250万吨/年，占比分别为22.94%、15.06%、7.18%、6.95%，CR4达到52.13%。公司下属恒力化纤具有涤纶长丝产能295万吨/年，国内占比6.84%，位列第五位。

图表45 2023年涤纶长丝产能几乎都为民营企业



资料来源：百川盈孚，首创证券

图表46 涤纶长丝行业产能集中度较高（万吨/年）



资料来源：百川盈孚，首创证券

5.1 涤纶长丝行业底部已过，下游需求有望复苏

□ 涤纶长丝2024年扩产节奏放缓，但是未来三年供应增量依然较大。据百川盈孚，2023年是国内涤纶长丝行业投产大年，产能增长419万吨/年至4316万吨/年，增速达到10.75%。2024年预计新增产能较少，约为115万吨/年，但是2024-2026三年期间，行业预计仍将投产约950万吨/年产能，届时中国涤纶长丝行业总产能将达到5000万吨/年以上，供应进一步增加。随着行业一体化程度的不断提升，落后产能淘汰的进程或将加快。从需求端看，随着疫情的影响散去，2024年国内消费或将延续平稳复苏的趋势，终端纺织服装出口伴随海外去库周期结束有望改善，有助于新增产能的消化。此外，PTA的大幅扩产使得其盈利能力长期低位，有利于涤纶长丝盈利能力的修复上行。

图表47 涤纶长丝未来三年新增产能仍然较多

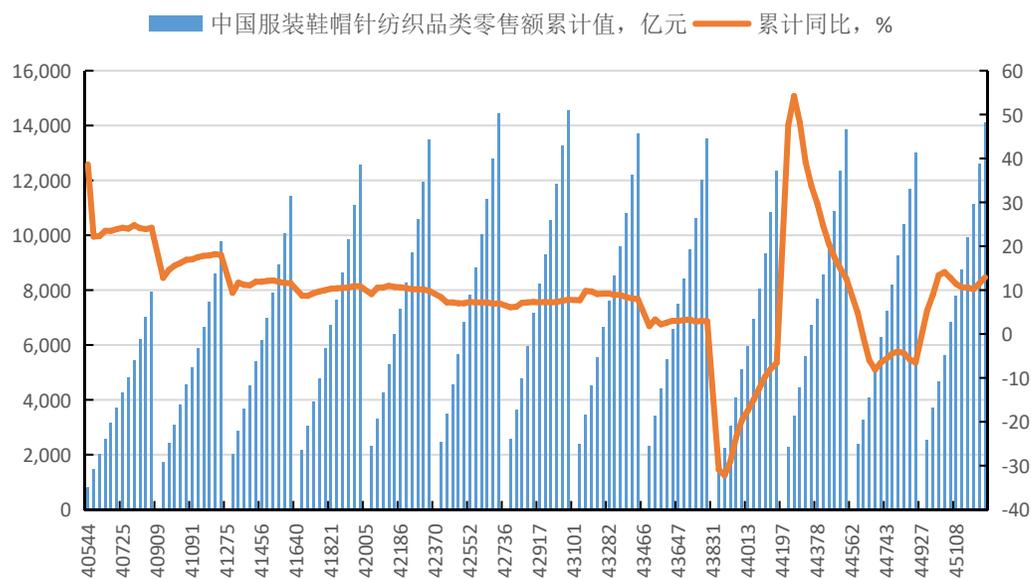
企业	项目	省份	新增产能, 万吨	预计投产时间
江苏国望高科	国望高科	江苏省	200	2026-12
桐昆集团	桐昆恒优	浙江省	30	2026-10
桐昆集团	漳州古雷(桐昆)	浙江省	200	2026-07
新疆宇欣	宇欣三期(桐昆)	新疆	40	2026-05
桐昆集团	桐昆恒超三期	浙江省	60	2026-01
桐昆集团	安徽佑顺(桐昆)	浙江省	30	2025-12
江苏恒力化纤	恒力恒科	江苏省	60	2025-12
新疆宇欣	宇欣二期(桐昆)	新疆	30	2025-11
江苏桐昆恒阳化纤	桐昆沭阳	江苏省	120	2025-10
浙江古纤道绿色纤维	九华蓝	浙江省	65	2025-03
荣盛石化	盛元化纤	浙江省	50	2024-11
新凤鸣	新凤鸣新拓	江苏省	40	2024-10
新疆库尔勒中泰石化	新疆中泰	新疆	25	2024-08
	合计		950	

资料来源：百川盈孚，首创证券

5.1 涤纶长丝行业底部已过，下游需求有望复苏

- **国内消费或将延续平稳复苏态势。**据wind，从国内涤纶长丝下游服装领域消费来看，随着疫情的影响逐渐散去，2023年我国服装鞋帽、针、纺织品类零售额为14095亿元，同比增长12.9%。与2019年疫情前13516.6亿元相比，增长4.28%。预计2024年或将延续平稳复苏趋势。
- **国内消费者信心指数逐步上升。**过去两年，受疫情、经济增速放缓和消费结构调整等因素影响，国内消费者信心指数下降。近期随着国家政策的调整和经济转型的推进，消费者信心逐渐恢复，消费需求和消费积极性得到提振，指数呈现上升趋势。预计随着国家政策的落实和深入，2024年有望继续延续上升态势。

图表48 我国服装鞋帽、针、纺织品类零售额平稳复苏



资料来源：Wind，首创证券

图表49 我国消费者信心指数出现上升趋势



资料来源：Wind，首创证券

5.1 涤纶长丝行业底部已过，下游需求有望复苏

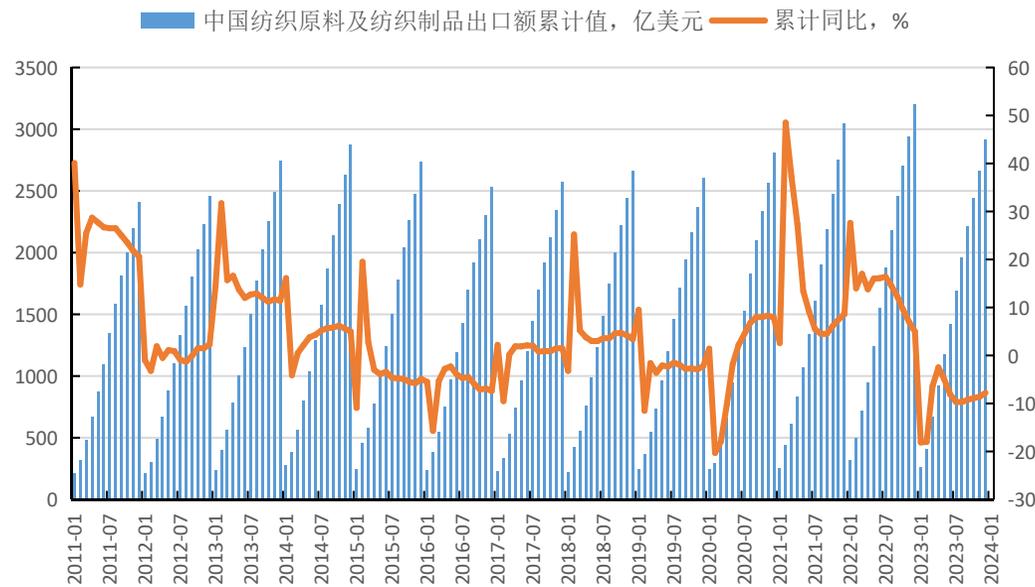
- **美国服装及服装面料批发商库存持续下行。**据wind，自2021年下半年开始，美国服饰需求恢复，批零商担心供应链不稳定，纷纷加大订货量，叠加2022年通胀高企导致的服饰需求再次疲弱，库存一路上升，据wind，美国服装及服装面料批发商库存存在2022年9月达到历史峰值，为414.26亿美元，随后进入去库周期，至2024年5月，库存已经下行至287.44亿美元，较本轮高点下降30.61%，随着终端库存的持续减少，我们预计2024年下半年有望进入补库周期。
- **2023年我国纺织原料及纺织制品出口同比下滑。**据wind，2023年受海外通胀抑制服装消费、叠加库存高企持续去库等不利影响，我国纺织原料及纺织制品出口累计2912.57亿美元，同比下滑7.8%。随着海外去库周期接近尾声，预计下半年重新补库有望带动出口订单回升。

图表50 美国服装及服装面料批发商库存持续下行



资料来源: Wind, 首创证券

图表51 2023年中国纺织原料及纺织制品出口同比下滑

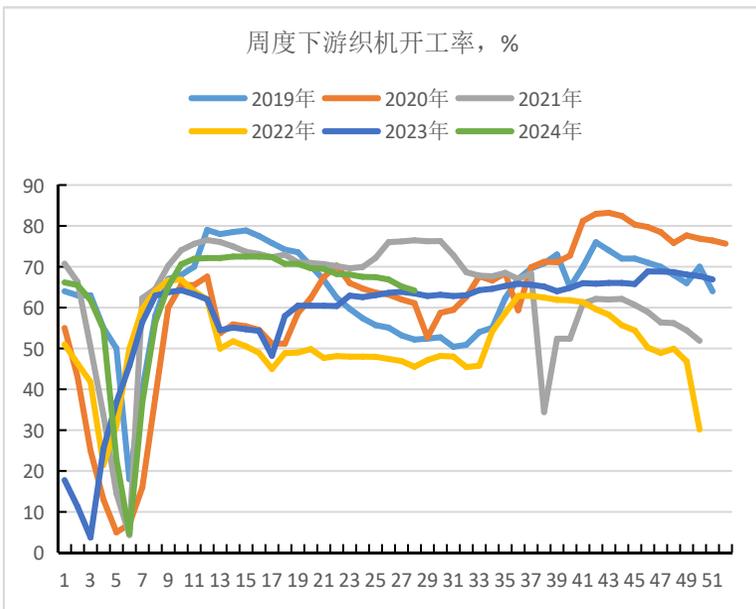


资料来源: Wind, 首创证券

5.1 涤纶长丝行业底部已过，下游需求有望复苏

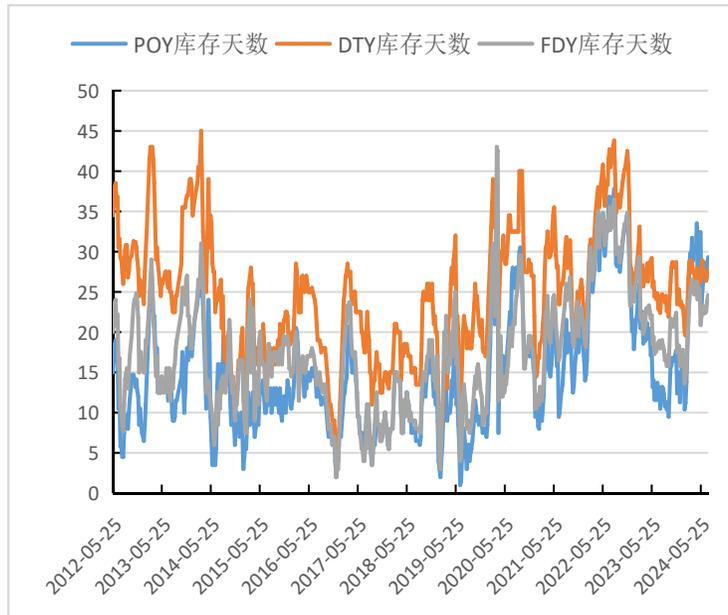
- 下游织机开工率春季后快速回升，库存有望降低。涤纶长丝下游织机开工率具有明显的季节性，1-2月受春节假期的影响，开工率降至低位。据wind，2024年7月18日，江浙地区涤纶长丝下游织机开工率自4月份的72.49%回落至64.19%，POY/FDY/DTY库存天数分别为29.3/27.8/24.6天，受下游织机开工率回落影响，库存天数有所增长。
- 涤纶景气指数有望触底反弹。据wind，自2023年初起，涤纶景气指数持续提升，由2月的1793.66提升至12月的3627.64，但进入2024年，下游需求疲弱，涤纶景气指数快速回落，2024年6月份为1050.82，处于近年来景气低位，未来随着需求好转，有望触底反弹。

图表52 涤纶长丝下游织机开工情况



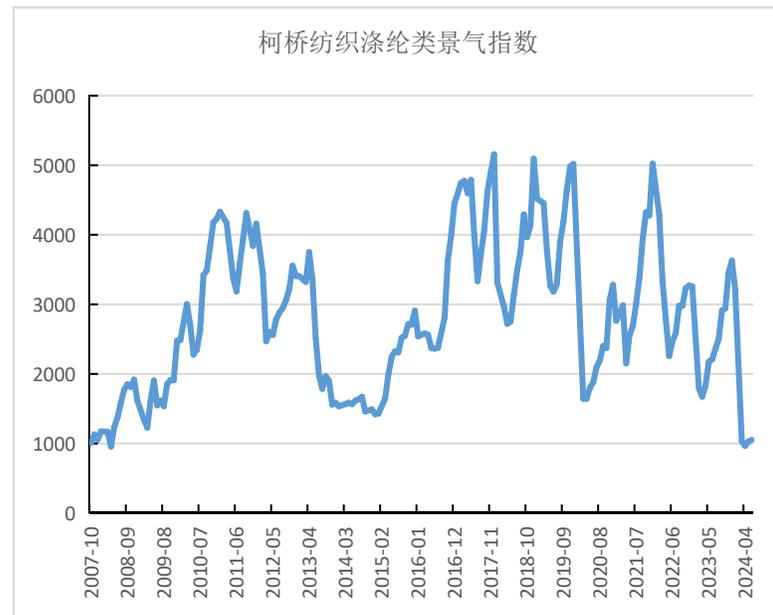
资料来源: Wind, 首创证券

图表53 涤纶长丝库存天数



资料来源: Wind, 首创证券

图表54 柯桥纺织涤纶类景气指数

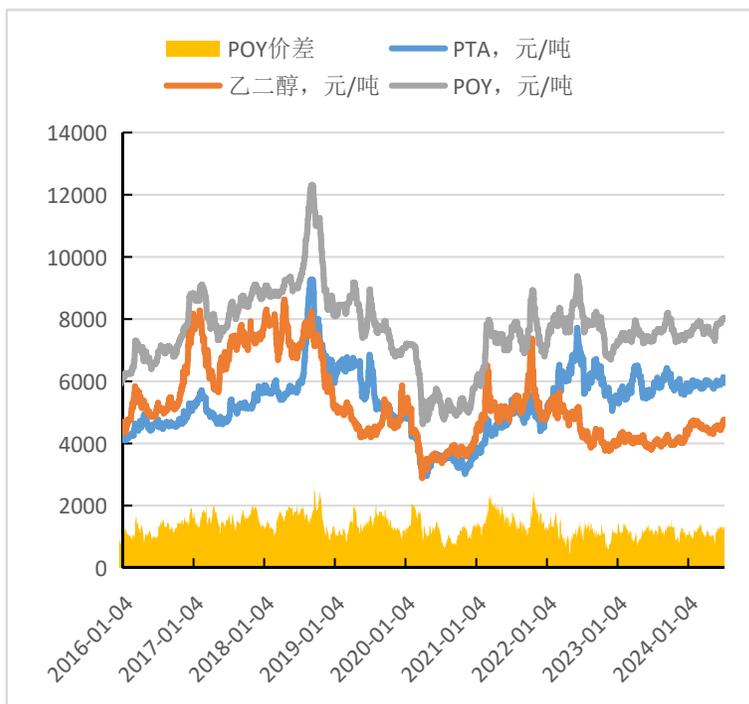


资料来源: Wind, 首创证券

5.1 涤纶长丝行业底部已过，下游需求有望复苏

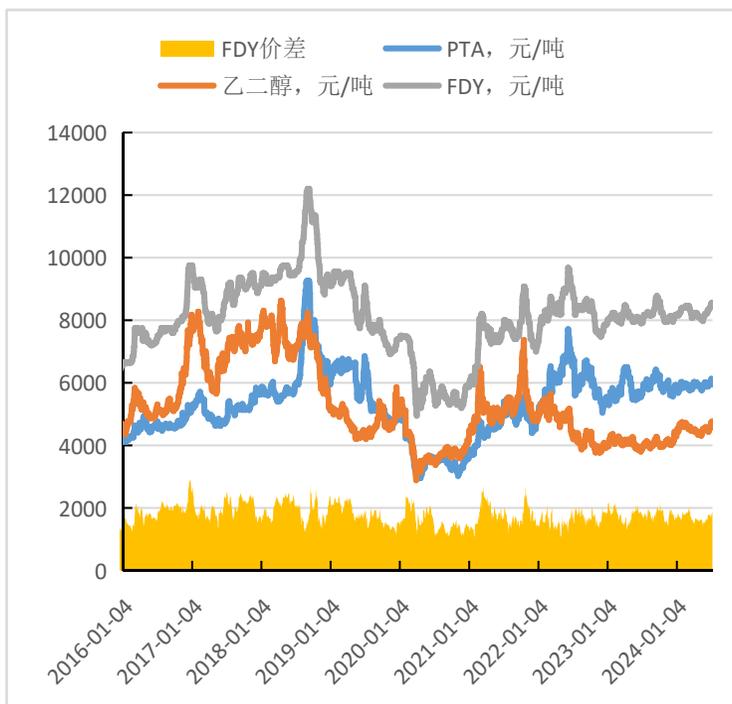
□ 涤纶长丝盈利能力逐步恢复。根据生产方式的不同，涤纶长丝分为POY（预取向丝）、FDY（全拉伸丝）、DTY（拉伸变形丝），三者的价格依次升高，变化趋势基本相同。2018年中-2020年底，由于原料价格下跌，产能投放较多，下游织造、加弹工厂销售不畅，涤纶长丝价格处于下降周期。2021年-2023年，随着原料价格上涨涤纶长丝价格上涨，但终端纺服消费疲软、库存高企，后期出现区间震荡。据wind，2024-7-1，POY价格/POY价差/FDY价格/FDY价差/DTY价格/DTY价差分别为8000/1286/8500/1786/9400/2686元/吨，较2024年初分别上涨5.96%/19.28%/3.98%/4.87%/6.21%/12.95%。预计随下游消费复苏及库存去化的完成，涤纶长丝盈利能力有望继续增强。

图表55 涤纶长丝POY价差变化情况



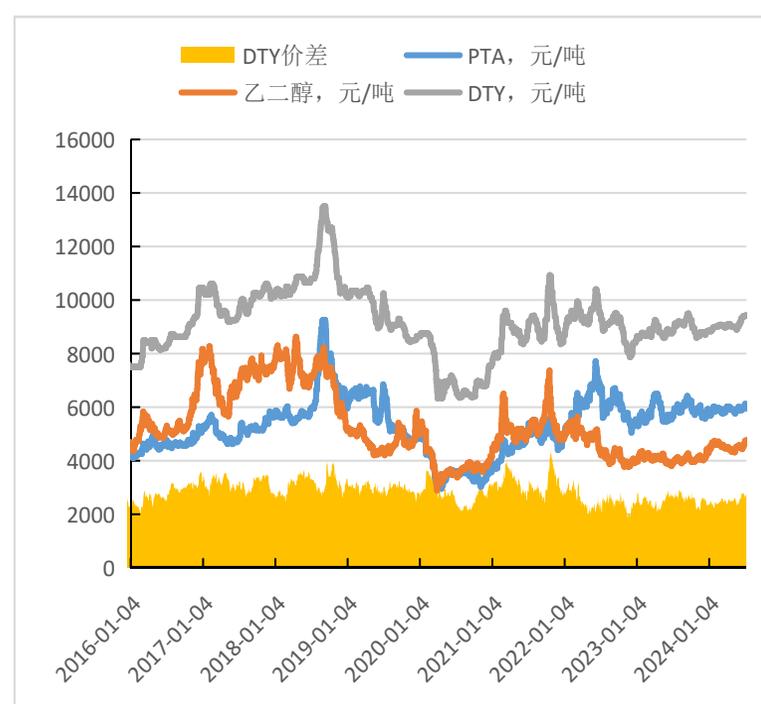
资料来源：Wind，首创证券

图表56 涤纶长丝FDY价差变化情况



资料来源：Wind，首创证券

图表57 涤纶长丝DTY价差变化情况



资料来源：Wind，首创证券

5.2 聚酯新材料引领二次成长

□ 子公司康辉新材一直致力于打造全球领先的高端、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的高新技术企业。其中，功能性膜材料包括各种BOPET薄膜和锂电池隔膜，高性能工程塑料主要为PBT工程塑料及改性PBT工程塑料，生物可降解材料主要为以PBAT为代表的PBS系列生物可降解材料。

□ 康辉新材功能性膜材料主要包括BOPET薄膜及锂电池隔膜，是国内产品规格与种类最为齐备的供应商之一。其中BOPET薄膜是PET经双向拉伸制成的薄膜，最大的应用领域为包装和印刷，随着功能的不断开发逐步进入电子电气、光学显示、新能源、信息技术等领域。锂电池隔膜作为锂电池产业链中最具技术壁垒的关键内层组件，成本占比约为10%-20%。康辉新材规划建设湿法隔膜产能16.4亿平方米，干法隔膜产能3亿平方米，同时规划下游涂布产能7.5亿平方米，首条生产线已于2023年6月产出合格品。

□ 康辉新材高性能工程塑料产品主要包括PBT工程塑料与改性PBT工程塑料产品，广泛应用于汽车、家电、纺丝和光缆护套领域。目前，康辉新材拥有21万吨/年PBT工程塑料产能，已开发出PBT工程塑料牌号近40种，是国内产品牌号最齐全、黏度范围最广的企业之一，下游客户包括国际知名企业巴斯夫、日本东丽等。

□ 康辉新材生物可降解产品主要包括PBAT生物可降解材料和改性PBAT生物可降解材料。国家政策大力支持生物可降解材料替代一次性塑料制品，广泛应用于商超购物袋、外卖袋、快递袋等、农用地膜和一次性餐具等领域。

图表58 康辉新材主要产品

主要产品种类			产品应用	
一、功能性膜材料	BOPET薄膜	日常消费领域	多功能薄膜	化妆品、医药及食品包装、激光全息防伪、医用胶片、透明蒸镀、装饰等
		电子电气领域	离型保护基膜	电子产品制程保护、高温胶带等
			MLCC 离型基膜	片式多层陶瓷电容器（MLCC）
			在线涂硅离型膜	锂电池制程保护、电子产品制程保护、高温胶带、标签等
		超薄应用领域	TTR 热转印基膜	标签、条形打印等
			其他超薄膜	超薄双面胶带等
		光学显示领域	OCA 离型基膜	手机、平板电脑等触控屏、光学镜头
			偏光片离型保护基膜	LCD、OLED 等显示屏
			高亮基膜	汽车窗膜、TPU 车衣、建筑安全膜、防爆膜等
		新能源领域	光伏背板基膜	光伏背板
复合集流体基膜	锂电池中的复合铜箔和复合铝箔			
锂电池隔膜	新能源领域	锂电池隔膜	动力电池、储能、消费电子等领域	
二、高性能工程塑料	PBT 工程塑料		纺丝领域、汽车零部件、家用电器、光缆护套	
	改性 PBT 工程塑料			
三、生物可降解材料	PBAT 生物可降解材料		商超购物袋、外卖袋、快递袋、农用地膜和一次性餐具领域	
	改性 PBAT 生物可降解材料			

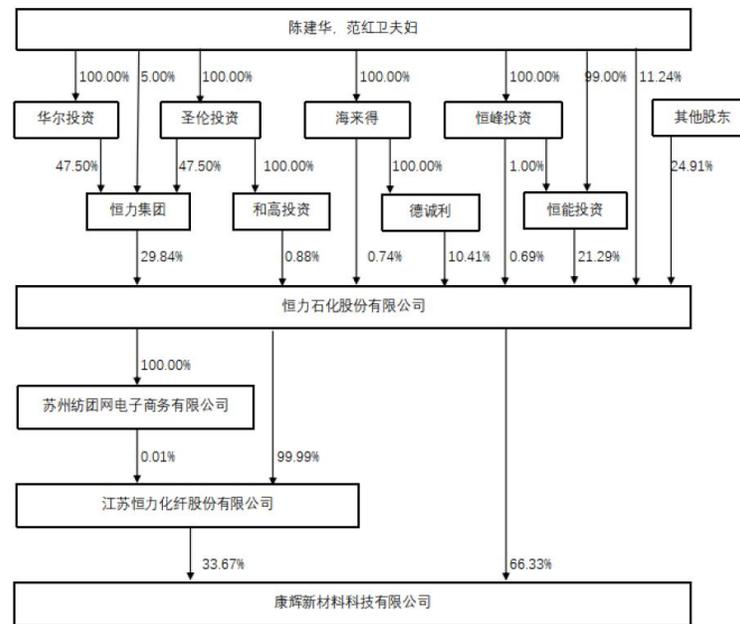
资料来源：公司公告，首创证券

5.2 聚酯新材料引领二次成长

- 2023年9月12日，公司发布《恒力石化关于分拆所属子公司康辉新材料科技有限公司重组上市的预案（修订稿）》，拟分拆所属子公司康辉新材重组上市。本次分拆完成后，康辉新材将成为大连热电的子公司，大连热电将会成为康辉新材控股股东，公司将成为大连热电的控股股东、康辉新材的间接控股股东。本次分拆事项不会导致公司丧失对康辉新材的控制权。
- 通过本次分拆上市，公司将进一步聚焦囊括炼化和石化全产业链上、中、下游业务领域涉及的PX、醋酸、PTA、乙二醇、民用涤纶长丝、工业涤纶长丝等产品的生产、研发和销售。康辉新材将成为独立上市平台，主营功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料等新材料产品的研发、生产及销售业务，与公司其他业务之间保持较高的业务独立性。

- 康辉新材是一家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功能膜和锂电池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。

图表59 分拆前康辉新材股权结构图



资料来源：公司公告，首创证券

6、盈利预测和评级

盈利预测核心假设：

- 1、**聚酯板块**：产销量稳中有升，单吨售价随着需求的恢复以及产品结构的升级而上涨，2024-2026年分别实现营收411/451/507亿元；
- 2、**PTA板块**：产销量保持稳定，价格预计略有上涨，2024-2026年分别实现营业收入863/872/880亿元；
- 3、**炼化板块**：产销量有所提升，价格预计较2023年高点有所下滑，2024-2026年分别实现营业收入1324/1404/1486亿元。

图表60 公司盈利预测拆分表

	2023A	2024E	2025E	2026E
1. 聚酯板块				
产量 (万吨)	429	453	463	478
销量 (万吨)	409	453	463	478
单吨售价 (元/吨)	8347	9071	9740	10605
营业收入 (亿元)	341	411	451	507
2. PTA板块				
产量 (万吨)	1444	1660	1660	1660
销量 (万吨)	1422	1660	1660	1660
单吨售价 (元/吨)	5105	5200	5250	5300
营收 (亿元)	726	863	872	880
3. 炼化板块				
产量 (万吨)	2465	2545	2645	2745
销量 (万吨)	2165	2545	2645	2745
单吨售价 (元/吨)	5540	5203	5308	5412
营业收入 (亿元)	1199	1324	1404	1486

资料来源：公司公告，首创证券

6、盈利预测和评级

估值分析：恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹均为民营大炼化企业，上游配套大规模炼油项目，除生产成品油外，下游重点延伸至聚酯产业链，与恒力石化业务高度相似。四家上市公司中，恒逸石化市值较小，东方盛虹次之，荣盛石化和恒力石化市值相当，均为千亿市值左右。估值方面，三家可比公司2023-2025年PE平均值为70/19/13，而恒力石化分别为14/10/8，估值明显低于行业平均水平，具有较高的投资价值。

盈利预测和评级：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为92.23亿元、120.06亿元、136.52亿元，EPS分别为1.31元、1.71元、1.94元，对应PE分别为10、8、7倍。考虑公司作为国内民营炼化龙头企业，兼具规模优势和技术优势，有望充分受益于炼化产品和聚酯产品的景气向上周期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表61 同行业公司估值对比表（2024-7-23收盘数据）

证券代码	证券简称	市值，亿元	收盘价，元	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000703.SZ	恒逸石化	244.91	6.68	0.13	0.30	0.42	56	23	16
002493.SZ	荣盛石化	920.41	9.09	0.12	0.46	0.74	79	20	12
000301.SZ	东方盛虹	522.95	7.91	0.11	0.54	0.77	73	15	10
平均							70	19	13
600346.SH	恒力石化	960.84	13.65	0.98	1.31	1.71	14	10	8

资料来源：wind，首创证券（恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹为盈利预测为wind一致预期）

图表62 恒力石化盈利预测大表

资产负债表 (百万 元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	66,083	83,848	86,646	91,904	营业收入	234,791	268,795	282,603	298,201	成长能力				
现金	20,469	23,664	24,543	28,652	营业成本	208,384	236,641	245,433	258,604	营业收入	5.6%	14.5%	5.1%	5.5%
应收账款	538	1,704	1,618	1,181	营业税金及附加	9,201	10,752	11,304	11,928	营业利润	282.8%	19.2%	29.9%	13.4%
其它应收款	0	0	0	0	营业费用	293	380	417	440	归属母公司净利润	197.8%	33.6%	30.2%	13.7%
预付账款	1,736	2,954	2,843	2,727	研发费用	1,371	1,461	1,537	1,643	获利能力				
存货	31,268	41,159	43,588	44,499	管理费用	1,997	2,573	2,586	2,664	毛利率	11.2%	12.0%	13.2%	13.3%
其他	12,072	14,365	14,053	14,844	财务费用	5,289	5,809	6,598	5,395	净利率	2.9%	3.4%	4.2%	4.6%
非流动资产	194,516	205,658	212,899	214,104	资产减值损失	-594	-1,500	-2,000	-3,000	ROE	11.5%	14.1%	16.5%	16.9%
长期投资	646	711	782	860	公允价值变动收益	371	230	228	196	ROIC	6.6%	7.1%	8.5%	8.6%
固定资产	129,987	130,882	129,713	125,627	投资净收益	-37	-38	-40	-40	偿债能力				
无形资产	9,035	8,531	8,178	7,660	营业利润	8,900	10,612	13,780	15,632	资产负债率	77.0%	74.0%	73.2%	74.1%
其他	7,625	8,431	9,243	10,094	营业外收入	79	90	100	110	净负债比率	262.1%	246.1%	226.5%	209.7%
资产总计	260,599	289,506	299,545	306,008	营业外支出	106	100	80	50	流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6
流动负债	123,862	146,888	148,867	146,473	利润总额	8,873	10,602	13,800	15,692	速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
短期借款	66,995	66,995	66,995	66,995	所得税	1,969	1,379	1,794	2,040	营运能力				
应付账款	15,599	17,927	15,823	16,715	净利润	6,904	9,223	12,006	13,652	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
其他	416	458	504	554	少数股东损益	0	0	0	0	应收账款周转率	515.5	239.7	170.2	213.1
非流动负债	76,739	77,367	78,066	78,847	归属母公司净利润	6,904	9,223	12,006	13,652	应付账款周转率	17.0	14.1	14.5	15.9
长期借款	70,621	70,621	70,621	70,621	EBITDA	23,860	26,943	30,983	31,585	每股指标(元)				
其他	6,118	6,746	7,445	8,226	EPS (元)	0.98	1.31	1.71	1.94	每股收益	0.98	1.31	1.71	1.94
负债合计	200,601	224,255	226,933	225,320	现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	每股经营现金	3.34	3.10	3.92	4.40
少数股东权益	6	6	6	5	经营活动现金流	23,536	21,830	27,579	30,951	每股净资产	8.52	9.27	10.31	11.46
归属母公司股东权益	59,992	65,245	72,606	80,683	净利润	6,905	9,224	12,007	13,652	估值比率				
负债和股东权益	260,599	289,506	299,545	306,008	折旧摊销	9,698	10,532	10,585	10,498	P/E	14	10	8	7
					财务费用	4,641	5,809	6,598	5,395	P/B	2	1	1	1
					投资损失	-138	-192	-187	-155					
					营运资金变动	4,298	-4,002	-1,753	1,259					
					其它	-1,867	459	330	303					
					投资活动现金流	-38,814	-21,721	-17,859	-11,724					
					资本支出	-42,483	-20,803	-16,943	-10,774					
					长期投资	-87	-65	-71	-78					
					其他	3,756	-853	-845	-872					
					筹资活动现金流	9,910	3,086	-8,841	-15,119					
					短期借款	14,101	2,700	3,240	3,887					
					长期借款	16,423	2,700	3,240	3,887					
					其他	1,582	11,447	-764	-6,655					
					现金净增加额	-5,369	3,195	879	4,108					

资料来源: wind, 首创证券

7、风险提示

□ 国际原油价格剧烈波动；

国际原油价格与供给、需求、库存、地缘政治等多个因素有关，难以预测。而原油作为公司炼化以及下游聚酯产业的重要原料，价格剧烈波动将影响公司各主营产品生产成本，进而影响公司盈利水平。

□ 下游需求不及预期；

海外通胀高企，未来将进入加息周期，可能会抑制需求；国内经济平稳复苏但是强度可能不及预期，对需求造成不利影响。

□ 行业竞争进一步加剧；

国内炼化行业以及聚酯行业未来几年仍然存在大量新增产能规划，如果这些规划按计划或者提前投产，将加剧行业竞争，影响行业及公司的盈利能力。

□ 产能投产不及预期。

公司未来在聚酯新材料板块规划产能较多，如果因为内部或者外部原因未能按照计划投产，将影响公司的利润增长速度。

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有6年实业工作经验和6年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022年1月加入首创证券。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢!