

石油石化

2024 年 09 月 29 日

恒力石化 (600346)

——高分红的优质炼化企业，基本面改善下盈利存在上行空间

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2024 年 09 月 27 日

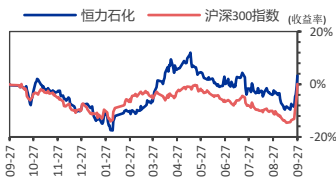
收盘价 (元)	14.46
一年内最高/最低 (元)	16.71/11.11
市净率	1.7
息率 (分红/股价)	3.80
流通 A 股市值 (百万元)	101,785
上证指数/深证成指	3,087.53/9,514.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	8.56
资产负债率%	78.02
总股本/流通 A 股 (百万)	7,039/7,039
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘子栋 A0230523110002
liuzd@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈悦 A0230122100002
chenyue@swsresearch.com

联系人

陈悦
(8621)23297818×
chenyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **自下而上的一体化炼化公司，有望维持高分红。**公司是以炼化为主业的优质民营企业，自下而上打造了“原油—芳烃、烯烃—精对苯二甲酸 (PTA)—聚酯 (PET)—化纤、新材料”的一体化产业链，现有 2000 万吨原油以及 500 万吨原煤加工能力。公司具有优秀的成本管控能力以及管理经验，近 5 年平均 ROE 水平达 22%，高于行业内其他民营炼化头部企业。2023 年以来，新建项目陆续完工、投产或处于试生产阶段，在建工程转固金额显著增加，后续公司资本开支将进入尾声，预期未来随着现金流提升，公司资产负债率有望降低，分红水平有望提升。
- **油价中枢下行带动炼化成本改善，芳烃有望维持高景气。**预计 2024 年在 OPEC 联盟减产的带动下，原油整体供需均表现为弱增长，油价中枢预期维持较高水平，从 2025 年二季度开始，在非 OPEC 国家产量提升的带动下，预计原油供需走宽，油价中枢存在下行预期，带动炼化成本改善。下游产品端，芳烃供需维持紧平衡，景气有望持续保持较高水平，其中 PX 供需随着下游 PTA 产能的逐步投放，高景气或将延续，纯苯由于下游进入扩张期，盈利也存在上行预期；烯烃当前供需过剩，且 2024-2026 年国内烯烃产能仍有大量项目进入投产期，预期烯烃盈利维持底部震荡，2027 年以后将进入上行大周期；成品油
- **成本优势显著，新材料项目贡献业绩增量。**成本方面，公司采用沸腾床加氢裂化，配备了先进的重油加工装置，原料中的劣质油、重质油占比较高，原油采购成本相对更低。在规模优势、配套优势等方面，公司也都做到了行业领先。此外工艺路线选择上，公司芳烃产品占比较高，相比其他炼化产品，当前环境下芳烃盈利相对更好。2024-2025 年公司年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目、康辉新材的薄膜项目的逐步投放，都将带动公司业绩上行。
- **投资分析意见：**考虑到未来原油供需偏宽松，油价存在下跌预期，炼化虽然价差修复，但会存在一定库存损失，并且需求复苏情况略低于我们预期，因此我们下调 2024-2026 年盈利预测至 81、105、124 亿元（原值为 95、126、140），对应 PE 估值为 13X、10X、8X。对比民营炼化优质企业荣盛石化、东方盛虹、桐昆股份，2024 年恒力石化 PE 较可比公司有 20%以上的增长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价大幅波动风险，炼化需求复苏不达预期风险，公司新项目投产不达预期风险，公司分红不达预期风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	234,866	112,596	252,867	258,160	257,163
同比增长率 (%)	5.6	2.9	7.7	2.1	-0.4
归母净利润 (百万元)	6,905	4,018	8,050	10,486	12,439
同比增长率 (%)	197.8	31.8	16.6	30.3	18.6
每股收益 (元/股)	0.98	0.57	1.14	1.49	1.77
毛利率 (%)	11.2	11.9	11.3	12.6	13.7
ROE (%)	11.5	6.7	12.5	14.8	15.9
市盈率	15		13	10	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

考虑到未来原油供需偏宽松，油价存在下跌预期，炼化虽然价差修复，但会存在一定库存损失，并且需求复苏情况略低于我们预期，因此我们下调 2024-2026 年盈利预测至 81、105、124 亿元（原值为 95、126、140），对应 PE 估值为 12X、9X、8X。对比民营炼化优质企业荣盛石化、东方盛虹、桐昆股份，2024 年恒力石化 PE 较可比公司有 20%以上的增长空间，维持“买入”评级。

关键假设点

1) 聚酯板块：考虑到公司聚酯板块主要产品为民用丝，今年开始涤纶长丝行业新增产能明显放缓，且今年行业采取减产提价策略，长丝价差提升显著，我们预计对应 2024-2026 年公司聚酯板块毛利率持续提升。

2) PTA 板块：今年长丝景气修复支撑上游 PTA 需求，价差同比好转，但考虑到未来 2-3 年国内 PTA 行业仍处于扩产周期中，预计 PTA 毛利率将维持在较低的水平。

3) 炼化板块：考虑到 OPEC+ 未来将逐步退出此前减产政策的影响，油价存在下跌预期，环节成本端压力。此外，《炼油行业节能降碳专项行动计划》提出，2025 年底全国原油一次加工能力应控制在 10 亿吨以内，未来炼化行业新增产能较少，行业景气有望修复，预计 24-26 年公司炼化板块毛利率将稳步提升。

4) 新材料板块：公司新材料板块业务主要为 160 万吨高性能树脂及新材料和配套项目，上述项目在今年二季度开始逐步投产，预期三季度开始逐步达产。考虑到产能爬坡和产品稳定性，预计未来公司新材料业务毛利率将逐渐提升。

有别于大众的认识

1) 市场认为当前炼化行业供需过剩，未来烯烃在建产能较多，大炼化业绩上行压力较大，公司很难走出独立行情。我们认为虽然烯烃未来在建项目较多，但是近几年政策有所趋紧，落后企业逐步淘汰，实际产能净增速并不高，因此烯烃盈利当前仍在弱复苏之中，且公司产品结构中芳烃占比相对更高，我们判断未来芳烃景气有望维持高位，使得公司业绩表现超越同行。

2) 市场认为公司在手项目投产完毕以后，未来成长性不足，估值上存在一定影响。我们认为炼化作为重资产行业，其优势在于现金流充裕，分红对于估值的提升可以弥补成长性不足的影响，且当前市场环境下，红利资产更加受到市场关注，公司随着资本开支结束有望提升分红比重，带来估值重塑。

股价表现的催化剂

- 1) 油价中枢下行企稳，市场预期油价维持中高区间；
- 2) 成品油消费税改革推进，政策利好头部企业竞争格局；
- 3) 公司分红水平提升超预期；
- 4) 经济数据改善，市场对顺周期资产偏好提升。

核心假设风险

油价大幅波动风险；炼化需求复苏不达预期风险；公司新项目投产不达预期风险；公司分红不达预期风险等。

目录

1. 自下而上的一体化炼化公司，有望维持高分红.....	7
1.1 自下而上发展成为民营炼化平台型企业	7
1.2 炼化行业底部已过，公司经营效率高.....	9
1.3 公司股权结构稳定	11
1.4 资本开支进入尾声，分红水平有望提升	11
2. 油价中枢下行带动炼化成本改善，芳烃有望维持高景气...12	12
2.1 油价中枢存在下行预期，炼化成本端有望改善	12
2.1.1 石油供需存在走宽预期，油价存在下行压力	12
2.1.2 沙特官价以及 VLCC 运费回调，炼化成本压力逐步改善	14
2.2 全球原油加工能力增速放缓，大炼化市场格局向好	15
2.3 供需紧平衡，芳烃有望维持高景气	16
2.3.1 PX 新增产能较少，供需维持紧平衡	17
2.3.2 纯苯供需偏紧，价格处于历史高位	19
2.4 烯烃盈利底部震荡，中长期有望反转	20
2.5 成品油盈利有望维持合理水平	22
2.6 涤纶长丝产能扩张放缓，聚酯利润逐步修复	23
3.成本优势显著，新产品放量贡献业绩增量	25
3.1 炼化一体化成本端优势明显	25
3.1.1 先进重油加工能力降本增效	25
3.1.2 一体化配套提供成本支持	27
3.1.3 工艺领先带来竞争优势	28
3.2 新材料项目投产在即，有望贡献业绩增量	29
3.2.1 康辉新材新增产能投产在即，达产后空间广阔	29
3.2.2 年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目投产，拓展炼化下游	32
3.3 与沙特签署合作协议，拓展长期发展空间	33
4. 盈利预测与估值	34
4.1 盈利预测	34
4.2 公司估值	35
5. 风险提示	35

图表目录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司现有产业链示意图.....	8
图 3：2019-2023 公司营业收入情况（百万元）	9
图 4：2019-2023 公司归母净利润情况（百万元）	9
图 5：2019-2023 公司分板块营收情况（百万元）	9
图 6：2019-2023 公司分板块毛利情况（百万元）	9
图 7：2019-2023 民营炼化企业 ROE.....	10
图 8：2019-2023 民营炼化企业销售净利率.....	10
图 9：2019-2023 民营炼化企业资产周转率.....	10
图 10：2019-2023 民营炼化企业权益乘数	10
图 11：公司股权结构示意图	11
图 12：公司在建工程及资本开支（亿元）	12
图 13：公司货币资金（亿元）与资产负债率.....	12
图 14：原油需求预期在 2030 年左右达峰	13
图 15：全球油气上游资本开支结构（十亿美元）	13
图 16：沙特官价升贴水（美元/桶）	15
图 17：VLCC 运费（美元/天）	15
图 18：全球炼化产能关停情况（百万桶/天）	15
图 19：全球新增炼化产能（百万桶/天）及资本开支（十亿美元）	15
图 20：2023-2028 分地区新增炼化产能情况.....	16
图 21：2020-2030 分地区炼厂开工率情况	16
图 22：芳烃产业链示意图.....	17
图 23：国内 PX 产能与产量情况.....	17
图 24：我国 PTA 产能增速较快	18
图 25：2023 年我国 PTA 产量大幅增长	18
图 26：国内 PX 与 PTA 产能投放对比	19
图 27：PX 价差情况	19
图 28：纯苯的下游应用	19
图：纯苯价格与毛利	

图 30: 国内聚乙烯表观需求量.....	21
图 31: 国内聚丙烯表观需求量.....	21
图 32: 国内聚乙烯产能情况	21
图 33: 国内聚丙烯产能情况	21
图 34: 聚乙烯不同路线利润 (元/吨)	22
图 35: 聚丙烯不同路线利润 (元/吨)	22
图 36: 国内汽油表观需求量累计值 (万吨)	22
图 37: 国内柴油表观需求量累计值 (万吨)	22
图 38: 国内汽柴油炼厂开工率 (%)	22
图 39: 国内炼油主要产品价差.....	22
图 40: 聚酯产业链示意图.....	23
图 41: 国内涤纶长丝行业集中度提升 (万吨/年)	23
图 42: 石脑油-PX 价差	25
图 43: PX-PTA 价差.....	25
图 44: 涤纶长丝价差.....	25
图 45: 涤纶长丝产业链利润模拟	25
图 46: 国内民营炼化公司原油采购价格 (元/吨)	27
图 47: 公司配套煤制氢项目为炼化项目提供深度配套	27
图 48: 炼化企业化工品占炼油产能比例 (万吨/年)	29
图 49: BOPET 产能及增速情况 (万吨)	30
图 50: BOPET 产量及增速情况 (万吨)	30
图 51: BOPET 国内产能集中度.....	30
图 52: BOPET 下游应用	30
图 53: BOPET 与聚酯切片价差情况 (元/吨)	31
图 54: 新材料项目流程示意图.....	32
表 1: 公司现有产能.....	8
表 2: 公司重组后分红情况	11
表 3: 恒力石化未来五年股东回报规划 (2020-2024 年)	12
表 4: 全球 GDP 增速预测	13
表 5: 非 OPEC 联盟主要国家产量增长情况 (万桶/天)	14

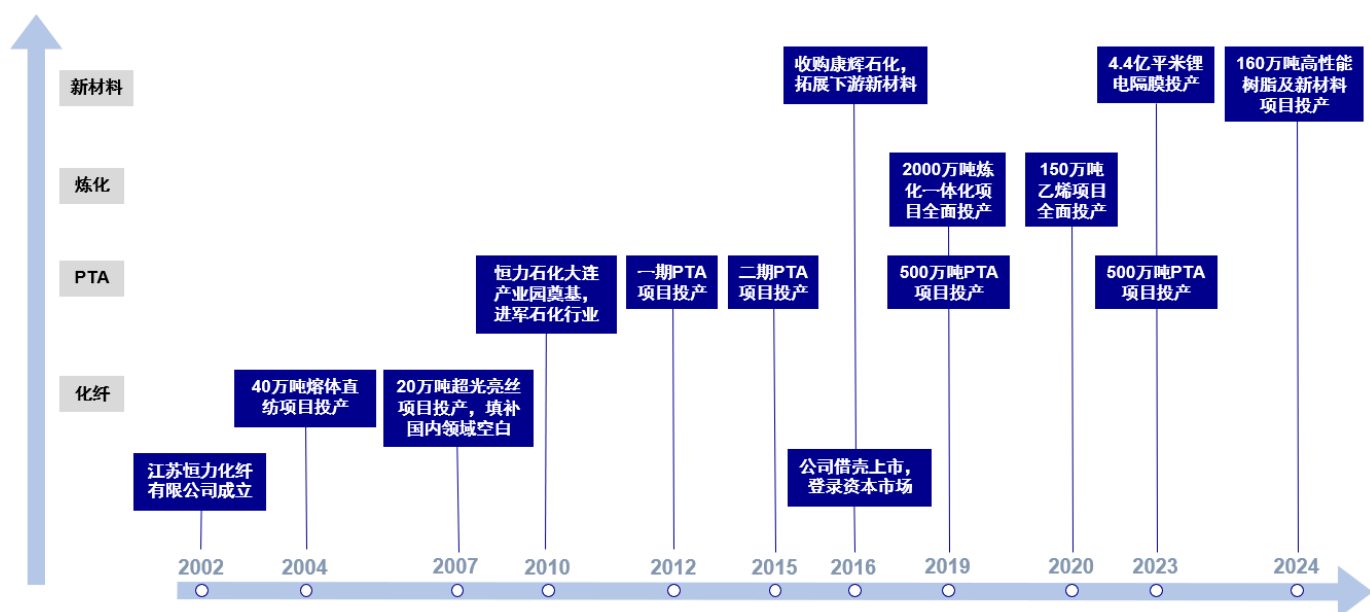
表 6：国际三大机构原油供需预测（百万桶/天）	14
表 7：全球各地区 2023-2030 炼化产能与产量变化	16
表 8：未来 PX 产能投放情况	17
表 9：未来国内 PTA 投产计划	18
表 10：国内纯苯投产计划（万吨/年）	20
表 11：纯苯下游新增产能情况（万吨）	20
表 12：国内涤纶长丝产能及投放进度	24
表 13：主要大炼化公司的核心产能规模	26
表 14：主要大炼化公司的进油原料	26
表 15：煤制烯烃与天然气制烯烃成本比较	28
表 16：PTA 项目成本优势	29
表 17：康辉新材现有产能与在建产能	30
表 18：康辉新材盈利测算	32
表 19：160 万吨高性能树脂及新材料项目盈利测算	33
表 20：沙特阿美与国内民营炼化企业合作情况	33
表 21：公司主要产品盈利预测拆分（亿元）	34
表 22：可比公司估值表	35

1. 自下而上的一体化炼化公司，有望维持高分红

1.1 自下而上发展成为民营炼化平台型企业

公司以聚酯纤维业务起家，自下而上发展成为民营炼化平台型企业。恒力集团始建于1994年，2002年江苏恒力化纤有限公司成立，以化学纤维业务起家。2010年恒力石化大连产业园奠基，公司正式进军石化行业。2012、2015年，PTA一期、二期项目先后投产，公司PTA产能达到660万吨，PTA产能跃居当时全球第一。2016年公司借壳上市，登录资本市场，同年收购康辉石化，拓展下游聚酯薄膜等新材料业务。2019年，公司2000万吨炼化一体化项目投产，完成了从一桶油到一根丝的一体化产业链。2023年以来，锂电隔膜、功能性聚酯薄膜、可降解塑料、高性能树脂与新材料等项目陆续投产、达产，公司未来有望进一步拓展盈利空间。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司打造了“原油—芳烃、烯烃—精对苯二甲酸（PTA）—聚酯（PET）—化纤、新材料”的一体化产业链。上游炼化一体化板块为化纤及聚酯产业链提供廉价且稳定的原材料供应，而下游新材料板块则有效的提升了大炼化产品的附加值，产品可用于可降解材料、高端纤维、工程塑料、光伏、新能源以及精细化工中间体等多个领域。


```

graph LR
    subgraph MR [主要原材料]
        CR[原油]
        CM[化工煤]
    end

    subgraph DLP [大炼化产业链]
        CR --> ROP[汽油、柴油、航空煤油、润滑油等成品油]
        CR --> NO[石脑油]
        NO --> AH[芳烃]
        NO --> OL[烯烃]
        AH --> PX[PX]
        AH --> PB[石油苯]
        OL --> DB[丁二烯]
        OL --> HDPE[HDPE]
        OL --> PP[聚丙烯]
        OL --> ST[苯乙烯]
        OL --> EG[乙二醇]
        C3C4[C3、C4] --> PP2[聚丙烯]
        C3C4 --> MTBE[MTBE]
        C3C4 --> IS[异辛烷]
    end

    subgraph PNP [聚酯、纺服及新材料产业链]
        PX --> PTA[PTA]
        PTA --> PLC[涤纶长丝]
        PTA --> BOPET[BOPET薄膜]
        PTA --> PBT[PBT树脂]
        PB --> HA[己二酸]
        PB --> PH[苯酚]
        HA --> PBAT[PBAT]
        HA --> BPA[双酚A、PC]
        PH --> BPA
        ST --> ABS[ABS、PS]
        EG --> EO[环氧乙烷]
        EO --> PG[丙二醇]
        EO --> EA[乙醇胺]
        M[甲醇] --> AC[醋酸]
        M --> F[甲醛]
        AC --> POM[POM]
        F --> POM
    end

    CR --> ROP
    CR --> NO
    NO --> AH
    NO --> OL
    C3C4 --> PP2
    C3C4 --> MTBE
    C3C4 --> IS
    CM --> CH[煤制氢]
    CH --> HNG[氢气、氮气、合成气]
    CH --> M[甲醇]
    M --> AC
    M --> F
    AC --> POM
    F --> POM

```

公司现有 2000 万吨原油以及 500 万吨原煤加工能力,并以此为基础年产 520 万吨 PX、120 万吨苯、40 万吨聚乙烯、85 万吨聚丙烯、72 万吨苯乙烯、180 万吨乙二醇、14 万吨丁二烯等产品,并拥有 1660 万吨 PTA 产能。下游聚酯、新材料方面,公司拥有 335 万吨涤纶长丝、38.6 万吨聚酯薄膜、21 万吨 PBT 工程塑料及 3.3 万吨可降解塑料产能。2023 年以来,公司在聚酯新材料板块有多个项目逐步投产或处于试生产阶段,未来有望贡献业绩弹性。

板块		产品	产能 (万吨/年)
炼化	芳烃板块	PX	520
		石油苯	120
		聚乙烯	40
	烯烃板块	聚丙烯	85
		苯乙烯	72
		乙二醇	180
		丁二烯	14
	煤化工板块	氢气	30
		液氮	12.6
		醋酸	40
甲醇			

其他	成品油	/
PTA	PTA	1660
聚酯、新材料	工业涤纶长丝	140
	民用涤纶长丝	195
	聚酯薄膜	38.6
	PBT 工程塑料	21
	PBS 可降解塑料	3.3

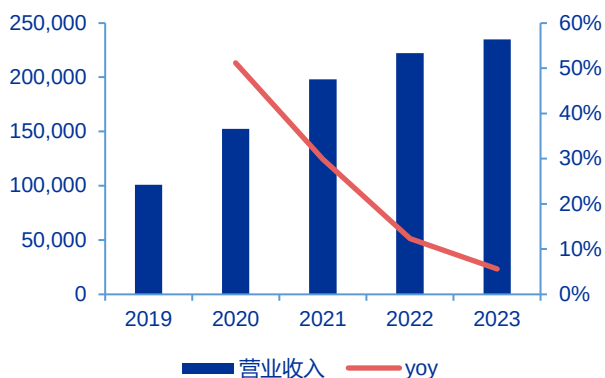
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 炼化行业底部已过，公司经营效率高

公司营收稳健增长，炼化板块贡献主要盈利。2019 年以来，随着大炼化等项目的陆续投产，公司营业收入稳健增长，2019 年至 2023 年收入复合增速达到 24%。近两年受高油价及行业供需过剩影响，公司净利润出现明显下滑，但 2023 年随着下游需求的修复与油价走势相对稳定，公司实现归母净利润 69.05 亿元，同比提升 198%。

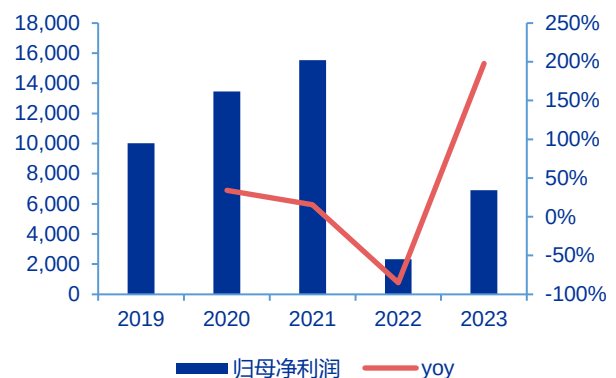
分板块看，炼化产品贡献了绝大部分利润。2023 年炼化产品占公司营收的 51%、公司毛利的 87%。聚酯产品盈利相对稳定，2023 年聚酯产品占公司营收的 15%、公司毛利的 14%。PTA 由于行业竞争激烈，2023 年仍有小幅亏损。

图 3：2019-2023 公司营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

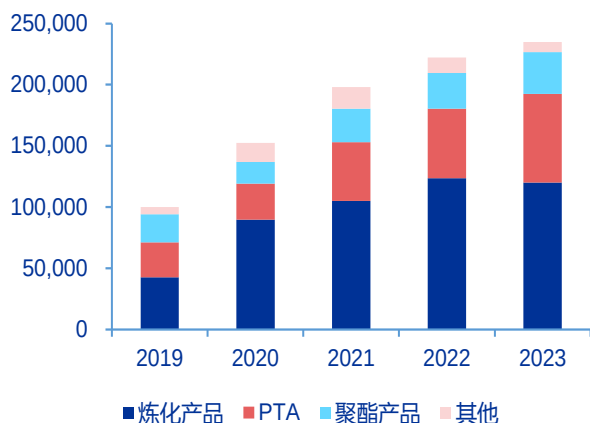
图 4：2019-2023 公司归母净利润情况（百万元）



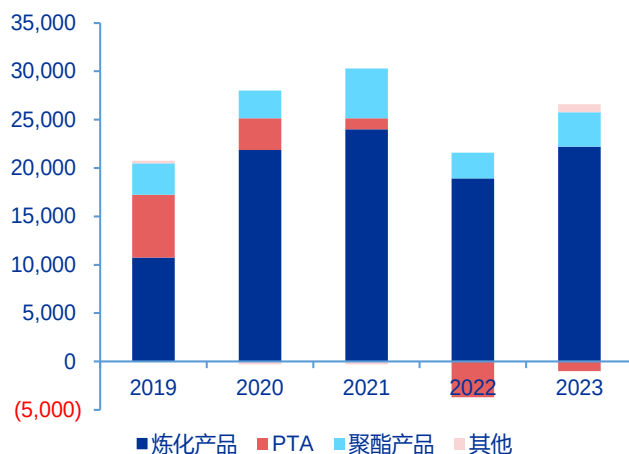
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2019-2023 公司分板块营收情况（百万元）

图 6：2019-2023 公司分板块毛利情况（百万元）



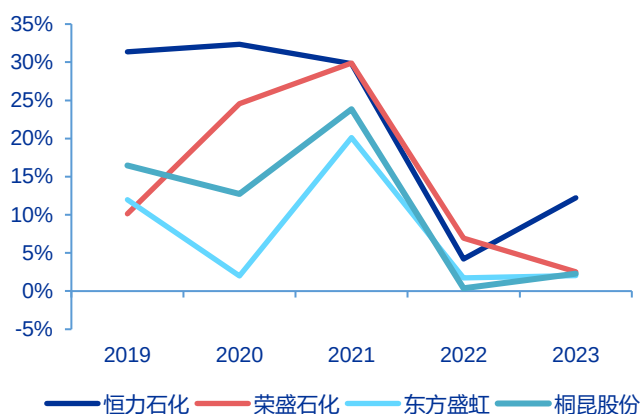
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

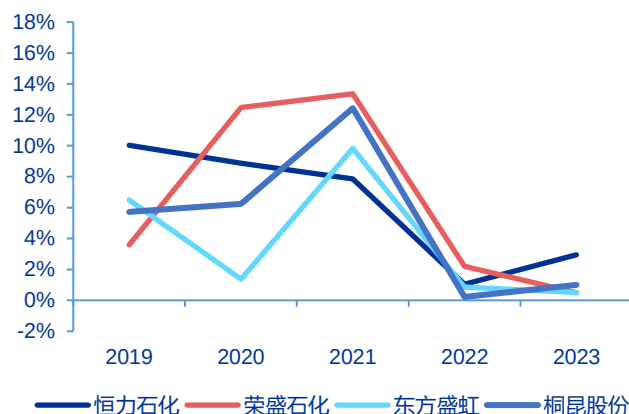
公司 ROE 处于行业领先水平。公司近 5 年平均 ROE 水平达 22%，高于行业内其他民营炼化头部企业。通过杜邦分析方法，将 ROE 拆解为销售净利率、资产周转率与权益乘数后，可以发现公司三者数据都处在行业前列水平，因此综合导致公司 ROE 水平行业领先。我们认为公司凭借优秀的产业协同、先进的一体化装置以及更加合理的产品结构，有效的控制了成本，体现了优秀的管理能力。

图 7: 2019-2023 民营炼化企业 ROE



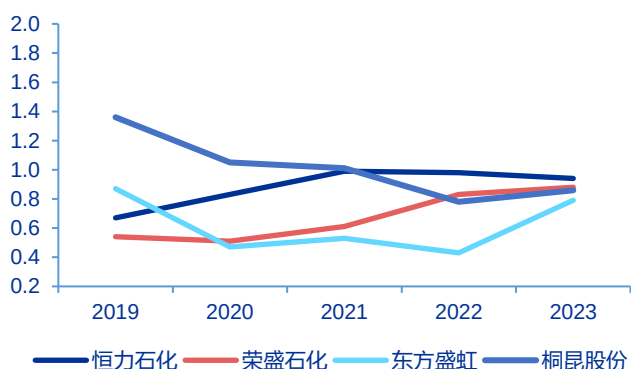
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8: 2019-2023 民营炼化企业销售净利率



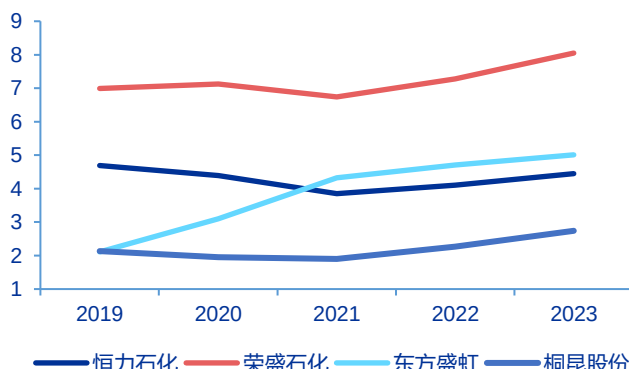
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9: 2019-2023 民营炼化企业资产周转率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10: 2019-2023 民营炼化企业权益乘数

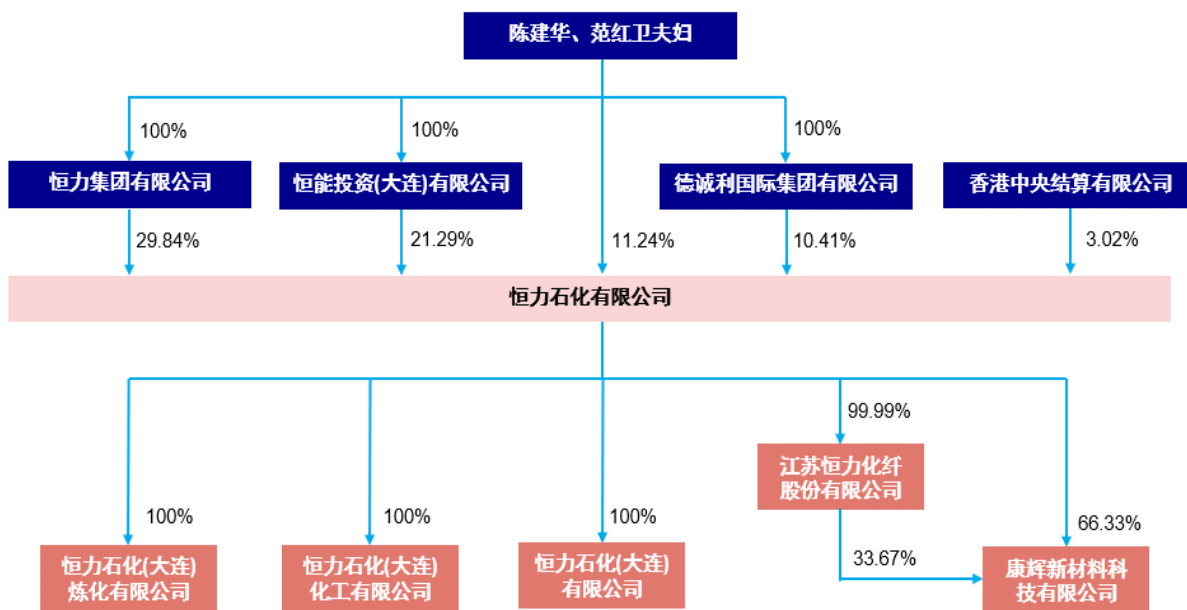


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 公司股权结构稳定

公司股权结构稳定，实控人为陈建华、范红卫夫妇，合计持股比例达到 72.78%。公司主要子公司包括：恒力石化（大连）炼化有限公司、恒力石化（大连）化工有限公司、恒力石化（大连）有限公司、江苏恒力化纤股份有限公司和康辉新材料科技有限公司。其中恒力炼化主要包括 2000 万吨/年炼化一体化项目，恒力化工主要包括 150 万吨/年乙烯项目，恒力大连主要包括 1160 万吨 PTA 项目，恒力化纤主要包括涤纶长丝项目，康辉新材主要包括聚酯薄膜及工程塑料项目。

图 11：公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 资本开支进入尾声，分红水平有望提升

公司重视股东回报，当前股息率较高。公司重组上市以来，累计现金分红金额达 224 亿元，同期归母净利润合计 544 亿元，整体分红比率达 41%。此外公司于 2020 年推出了《恒力石化未来五年股东回报规划（2020-2024 年）》，结合公司盈利能力、经营发展规划确定利润分配比例，积极回报投资者。以 2023 年分红金额计算，目前股息率（TTM）约为 4.2%。

表 2：公司重组后分红情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	累计
归母净利润（亿元）	11.80	17.19	33.23	100.25	134.62	155.31	23.18	69.05	544.62
现金分红总额（亿元）	4.24	0.00	27.53	28.06	54.07	71.09	0.00	38.72	223.71
分红比率	36%	0%	83%	28%	40%	46%	0%	56%	41%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

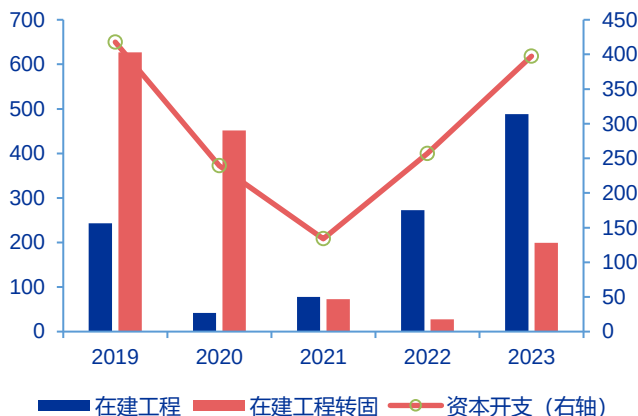
表 3：恒力石化未来五年股东回报规划（2020-2024 年）

分红条件	分红规则
资产负债率 $\geq 80\%$	每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的 35%
资产负债率（ $\geq 75\%$ < 80%）	每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的 40%
资产负债率（ $\geq 70\%$ < 75%）	每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的 45%
资产负债率 < 70%	每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的 50%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

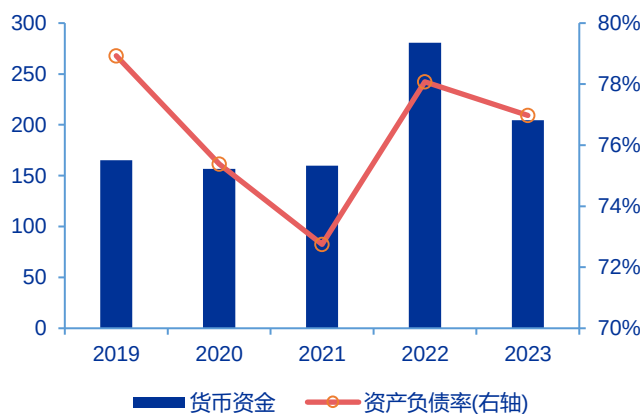
公司资本开支进入尾声，分红水平有望提升。资本开支方面，公司自 2021 年以来规划、新建了多个项目，在建工程账面价值从 2021 年的 77 亿元提升至 2023 年的 488 亿元，公司资本开支也从 2021 年的 134 亿元提升至 397 亿元。2023 年以来，新建项目陆续完工、投产或处于试生产阶段，在建工程转固金额显著增加。本轮公司资本开支高峰已过，后续公司资本开支将进入尾声。目前公司账上货币资金充足，未来随着现金流提升，公司资产负债率有望降低，分红水平有望提升。

图 12：公司在建工程及资本开支（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：公司货币资金（亿元）与资产负债率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 油价中枢下行带动炼化成本改善，芳烃有望维持高景气

2.1 油价中枢存在下行预期，炼化成本端有望改善

2.1.1 石油供需存在走宽预期，油价存在下行压力

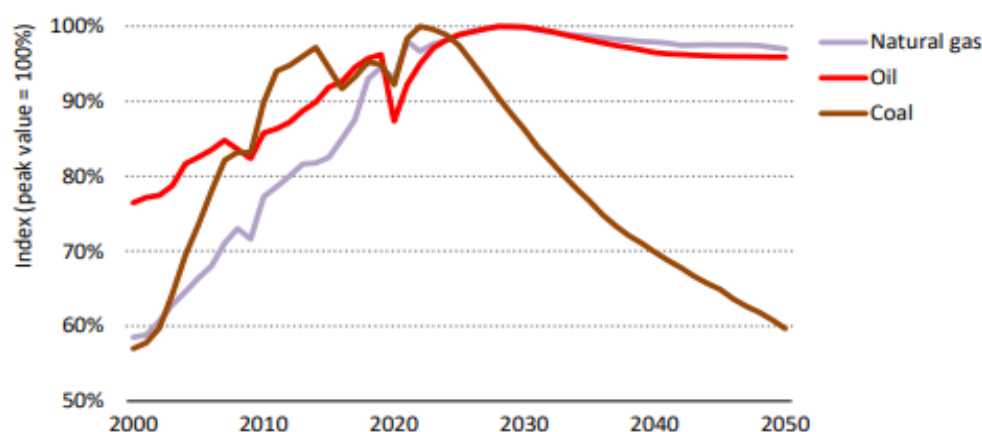
由于全球经济增速放缓及清洁能源的冲击，全球油品需求增速预期放缓。根据牛津经济研究院，2024-2030 年期间全球 GDP 增速约为 3%，包括中国在内的新兴经济体将引领全球经济增长。从石油需求上看，由于新能源产业在全球的渗透率迅速上升，电动汽车的快速发展将替代交通运输中汽柴油的需求，而 LPG、乙烷、石脑油等化工原料需求将保持稳定增长，预计 2030 年前石油需求仍将维持增长，但增速逐步放缓。

表 4：全球 GDP 增速预测

	2011-2019	2022	2023	2024E	2025E	2026-2030E
美国	2.40%	1.90%	2.50%	2.60%	1.90%	1.70%
欧盟	2.00%	3.20%	1.30%	1.50%	2.00%	1.40%
日本	0.90%	0.90%	1.90%	0.50%	0.90%	0.40%
中国	7.30%	3.00%	5.20%	4.70%	4.10%	3.70%
印度	6.80%	6.60%	7.70%	6.30%	7.40%	6.40%
非洲	3.70%	3.80%	2.50%	3.00%	3.90%	3.40%
经合组织	2.10%	3.00%	1.70%	1.60%	1.90%	1.60%
非经合组织	4.70%	3.60%	4.40%	4.10%	4.40%	3.90%
全球	3.40%	3.30%	3.20%	3.00%	3.30%	2.90%

资料来源：Oxford Economics，申万宏源研究

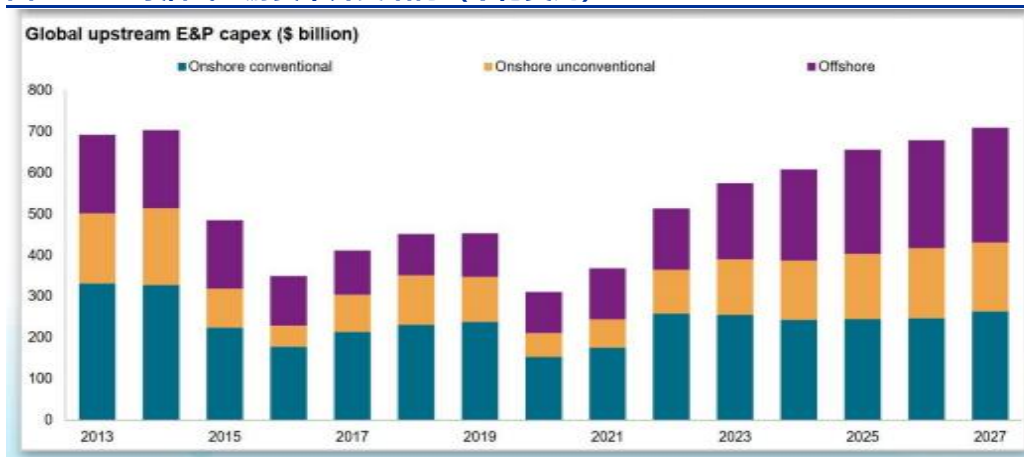
图 14：原油需求预期在 2030 年左右达峰



资料来源：IEA，申万宏源研究

全球油气上游资本开支稳健增长，非 OPEC 联盟国家主导产量提升。从资本开支上看，未来全球油气投资仍将维持增长态势，尤其海上资本开支增速较快，未来海上资源的大力发展将带动全球原油产量持续提升，其中原油供应增量主要来自于非 OPEC 联盟国家。

图 15：全球油气上游资本开支结构（十亿美元）



资料来源：Rystad Energy，申万宏源研究

表 5：非 OPEC 联盟主要国家产量增长情况（万桶/天）

国家	2024E	2025E
美国	56	56
加拿大	28	27
巴西	13	18
圭亚那	21	17
英国	-1	8
挪威	5	10
总计	122	136
非 OPEC 联盟国家总增长预期	132	135

资料来源：EIA，申万宏源研究

预计 2024 年在 OPEC 联盟减产的带动下，原油整体供需均表现为弱增长，油价中枢预期维持较高水平，但是从 2025 年二季度开始，在非 OPEC 国家产量提升的带动下，预计原油供需走宽，油价中枢存在下行压力。

表 6：国际三大机构原油供需预测（百万桶/天）

	24Q1	24Q2	24Q3E	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
国际能源署预测								
全球产量预期	101.8	102.8	103.3	103.8	103.7	104.9	105.3	105.7
-非 OPEC 产量预期	69.4	70.2	70.5	70.9	70.8	72.0	72.4	72.7
全球需求预期	101.3	103.1	104.1	103.7	102.3	103.8	105.0	104.8
美国能源署预测								
全球产量预期	101.7	102.1	102.5	102.5	103.2	104.3	105.4	105.5
-非 OPEC 产量预期	69.7	70.2	70.8	71.0	70.9	71.7	72.6	72.9
全球需求预期	102.2	103.0	103.4	103.7	104.1	104.3	104.9	105.1
欧佩克预测								
非 OPEC+产量预期	52.6	53.1	53.1	53.5	54.0	53.9	54.1	54.7
全球需求预期	102.9	103.6	104.8	105.6	104.6	105.3	106.8	107.3

资料来源：国际能源署、美国能源署、欧佩克、申万宏源研究

2.1.2 沙特官价以及 VLCC 运费回调，炼化成本压力逐步改善

受油价下行影响，今年三季度以来，沙特持续下调对亚洲地区的官价升贴水，2024 年 10 月销往亚洲的轻/中/重质石油官方价格升贴水分别达到 1.3/0.45/-0.5 美元，预期未来随着油价中旬下行，沙特官价升贴水仍有下行预期。

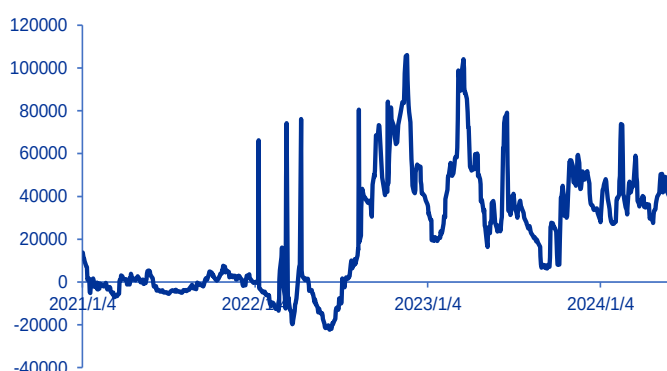
原油运价方面，2022 年下半年开始，在俄乌冲突的影响下，中东和美湾原油出口增加带动 VLCC 运费呈现出历史性的涨价行情，2023 年在红海事件影响下，VLCC 运费整体呈现震荡走势。2024 年以来，随着船运供给的提升，以及地缘摩擦的缓和，当前 VLCC 运费已经回到较低水平，炼化成本端压力已经有所缓解。

图 16: 沙特官价升贴水 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 17: VLCC 运费 (美元/天)



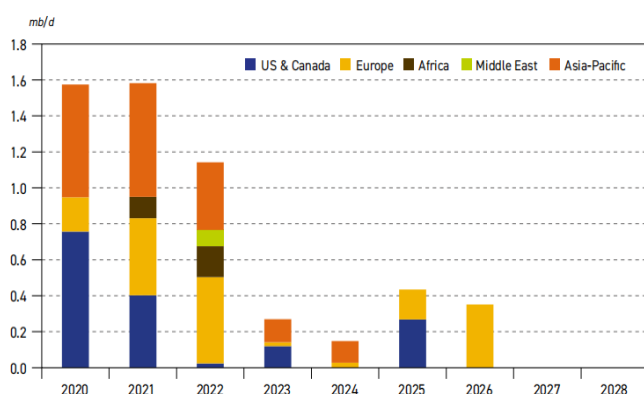
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

2.2 全球原油加工能力增速放缓，大炼化市场格局向好

欧美地区炼化产能迅速缩减，全球炼能增速放缓。2020 年以来，受疫情影响导致的需求缩减，日益严格的海外环保政策以及竞争压力等多重因素影响，全球范围内大量炼厂陷入关闭潮。据 OPEC，2020-2022 年期间全球有超过 4.3 百万桶/天的落后老产能关闭，主要集中在欧、美以及亚太地区的发达国家等。2023 年后，上述地区仍有小部分炼厂有关闭计划。

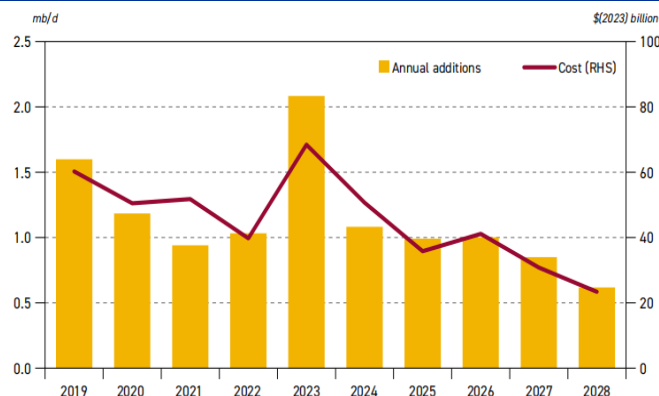
新增产能方面，2023 年由于国内与科威特大型炼厂的产能投放，新增炼化产能达到 2.0 百万桶/天的峰值。2023 年之后资本开支与新增产能有所回落，未来全球炼能增速将有所放缓。分地区看，未来主要新增产能投放将集中在中国、印度、中东、非洲等发展中地区。这主要得益于上述地区有更加强劲的需求，以及更低综合成本带来竞争优势。

图 18: 全球炼化产能关停情况 (百万桶/天)



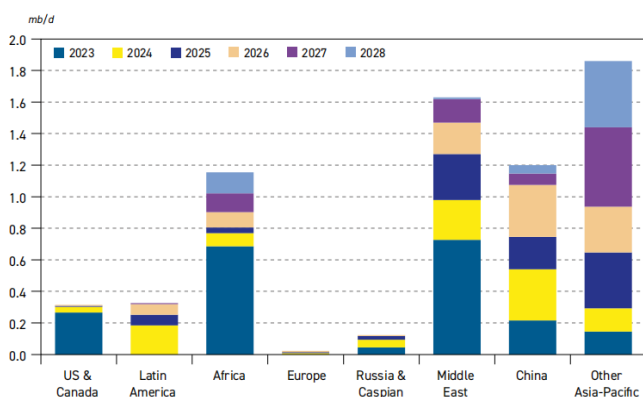
资料来源: OPEC, 申万宏源研究

图 19: 全球新增炼化产能 (百万桶/天) 及资本开支 (十亿美元)



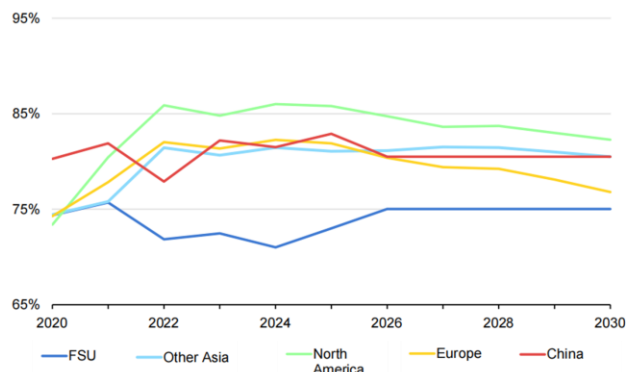
资料来源: OPEC, 申万宏源研究

图 20：2023-2028 分地区新增炼化产能情况



资料来源：OPEC，申万宏源研究

图 21：2020-2030 分地区炼厂开工率情况



资料来源：IEA，申万宏源研究

大炼化市场格局向好。除了需求与竞争因素的影响，全球范围内汽、柴油的需求降低将导致石油产品结构发生变化，这对于炼厂来说意味着更大的原油二次加工能力，因此部分落后炼厂被迫减产或关停。IEA 认为欧洲与北美的炼厂将受到更大的影响，开工率将分别从 2023 年的 81%/87%降低至 2030 年的 77%/84%，而国内近年新增的大型炼厂基本配套了完善的裂化与重整装置，未来开工率变化不大，因此我们判断欧美炼厂的关停或降幅，将为国内优质炼化企业创造更好的市场空间。

表 7：全球各地区炼化产能与产量变化

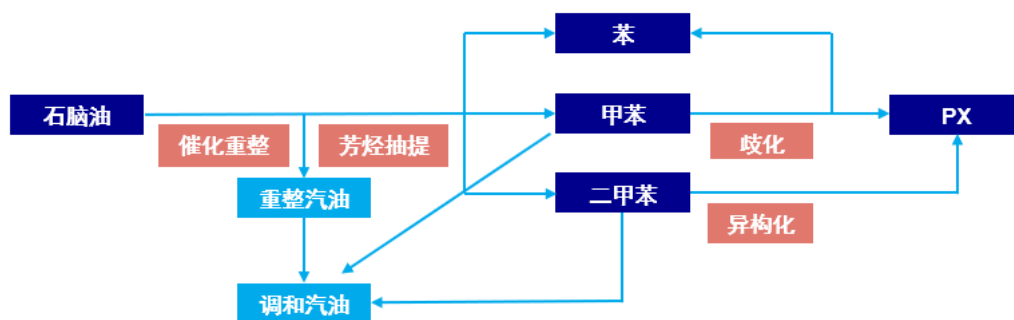
	2023	2030E	变化值	2023	2030E	变化值
	炼厂产能（百万桶/天）			炼厂产量（百万桶/天）		
美国	18.4	18.0	-0.4	16.0	15.0	-0.9
北美其他地区	3.5	3.8	0.3	2.6	2.9	0.3
欧洲	14.9	14.4	-0.5	12.1	11.1	-1.0
前苏联	9.1	9.2	0.1	6.6	6.9	0.3
中国	18.2	19.2	0.9	15.0	15.4	0.4
印度	5.8	6.8	1.0	5.2	6.1	0.9
OECD 亚太地区	5.8	6.8	1.0	5.2	6.1	0.9
亚洲其余地区	8.4	7.6	-0.8	5.6	4.8	-0.8
中东	11.2	11.9	0.6	8.8	10.0	1.2
拉美	6.0	6.1	0.1	3.8	3.9	0.1
非洲	3.0	3.7	0.8	1.6	2.4	0.7
全球总计	104.2	107.4	3.3	82.5	84.7	2.1

资料来源：IEA，申万宏源研究

2.3 供需紧平衡，芳烃有望维持高景气

芳烃板块主要产品包括对二甲苯（PX）、纯苯等。石脑油经催化重整、芳烃抽提以及歧化、异构化等一系列工艺后得到 PX 与苯，其中约 95%的 PX 用于生产 PTA，去往下游纺织产业链；约 50%的苯用于生产苯乙烯，下游应用广泛。此外甲苯、二甲苯也可用于生产调和汽油，当汽油景气度较高时，对 PX 供应存在一定程度的扰动。

图 22：芳烃产业链示意图

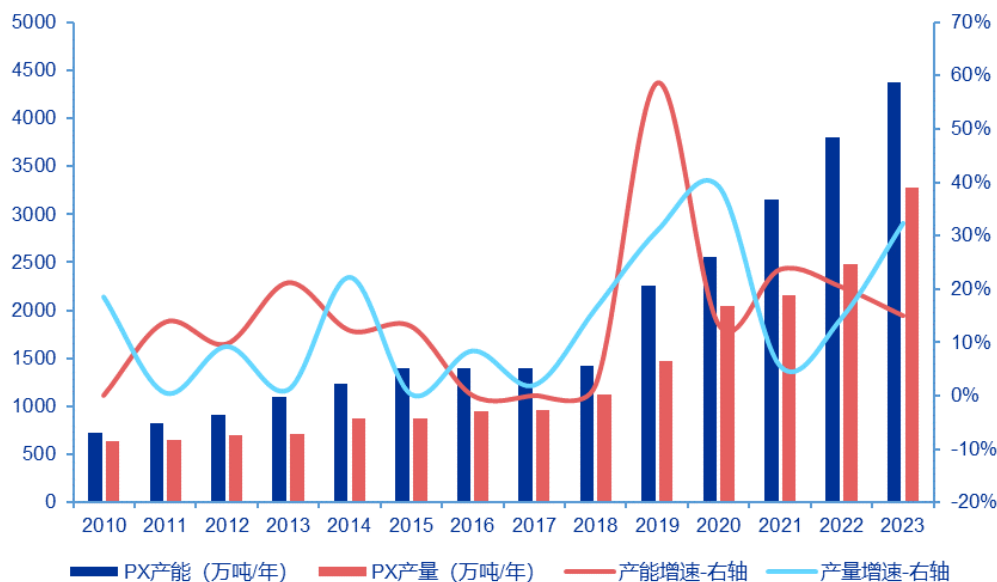


资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

2.3.1 PX 新增产能较少，供需维持紧平衡

2023 年后国内 PX 产能投放速度显著放缓。PX 作为聚酯材料的上游原料，国内常年供不应求。2019 年以来，随着民营大炼化项目的陆续投产以及国企炼化项目的逐步扩张，国内 PX 产能快速增长。截至 2023 年，国内 PX 有效产能达 4400 万吨，已增加至 2018 年的三倍。PX 投产周期已经进入尾声，近几年几乎没有新增产能（裕龙岛 300 万吨芳烃是否生产 PX 未知），2026 年开始预计将有北方华锦、九江石化、古雷石化项目投放，整体增量不大。

图 23：国内 PX 产能与产量情况



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

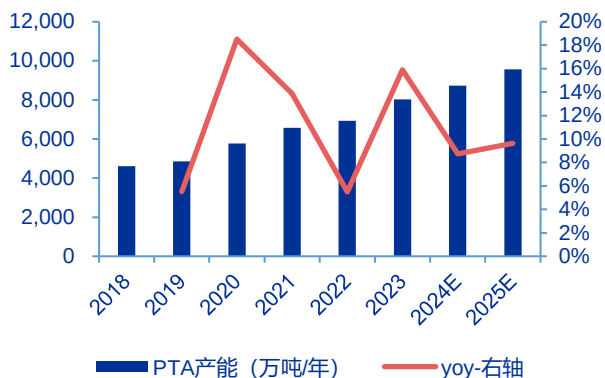
表 8：未来 PX 产能投放情况

企业名称	产能（万吨）	预计投产时间
北方华锦	200	2026 年
九江石化	150	2026 年以后
古雷石化	300	2026 年以后

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

下游 PTA 行业仍处于产能扩产周期。PTA 作为重要的大宗有机原料，主要用于生产聚酯，包括涤纶长丝、涤纶短纤、聚酯瓶片、聚酯薄膜等。2018-2023 年期间，我国 PTA 行业产能从 4608 万吨提升至 8023 万吨，年均增速高达 11.7%。目前国内 PTA 产能约 8062 万吨，产能占全球 60%以上，2023 年国内 PTA 累计产量约为 5654 万吨，同比增长 6.4%。据化纤信息网统计，未来两年 PTA 产能仍在持续扩张，2024 年及以后规划新增产能合计 2360 万吨。

图 24：我国 PTA 产能增速较快



资料来源：化纤信息网，申万宏源研究

图 25：2023 年我国 PTA 产量大幅增长



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

表 9：未来国内 PTA 投产计划

项目	装置产能 (万吨/年)	(预计) 投产进度
恒力惠州	300*2	2023 年
嘉通能源二期	250	2023 年
逸盛海南二期	250	2023 年
预计 2023 年行业增加	1100	
仪征化纤	300	2024 年
台化	150	2024 年
虹港三期	250	2024 年
预计 2024 年行业增加	700	
福海创	300	2025 年
独山能源三期	540	2025 年
三房巷	320	待定
桐昆广西	500	待定
预计 2025 年及以后行业增加	1660	

资料来源：化纤信息网，申万宏源研究

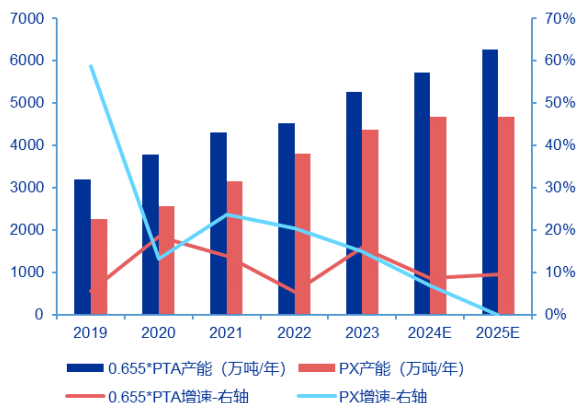
PX 供需维持紧平衡，景气有望持续保持较高水平。我国 PTA 产能所对应的 PX 需求与国内 PX 供应之间长期存在缺口，2019 年以来随着 PX 产能的加速投放，供需缺口由 1516 万吨降至 2023 年的 762 万吨。由于 2024 年以来 PX 产能投放有所放缓，而 PTA 仍处于产能扩张周期，供应缺口预计将进一步扩大。

另一方面，调油需求也会影响 PX 的供给。从工艺看，由于重整汽油可以直接调和汽油，也可以通过芳烃抽提得到芳烃进行后续的 PX 生产；而甲苯与二甲苯由于辛烷值较高，可以参与到调油生产中，也可以通过烷基化或异构化得到 PX。因此当生产调和汽油经济性更高

时，炼厂有动力调整工艺得到更多的汽油，并减少 PX 产品的产出。2021-2023 年，北美汽油价格高企，调油需求旺盛，引起混合芳烃供应紧张，海外企业 PX 产量随之减少。

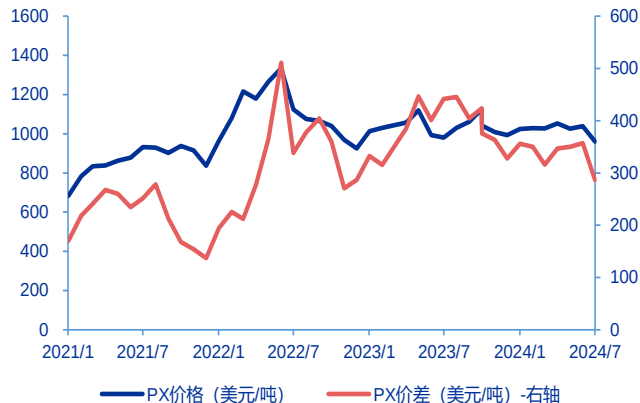
整体来看，虽然 2024 年以来芳烃调油需求有所下降，但对 PX 的供给影响不大，后续随着 PTA 产能的逐步投放，PX 高景气或将延续。

图 26：国内 PX 与 PTA 产能投放对比



资料来源：钢联数据，化纤信息网，申万宏源研究

图 27：PX 价差情况

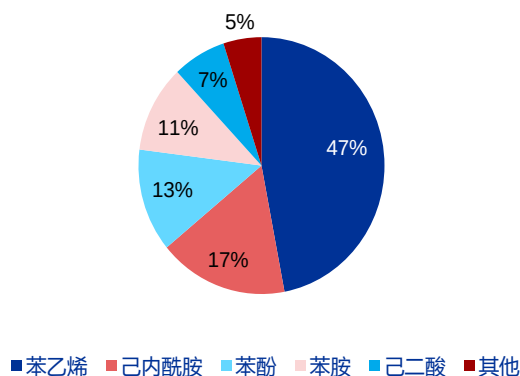


资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

2.3.2 纯苯供需偏紧，价格处于历史高位

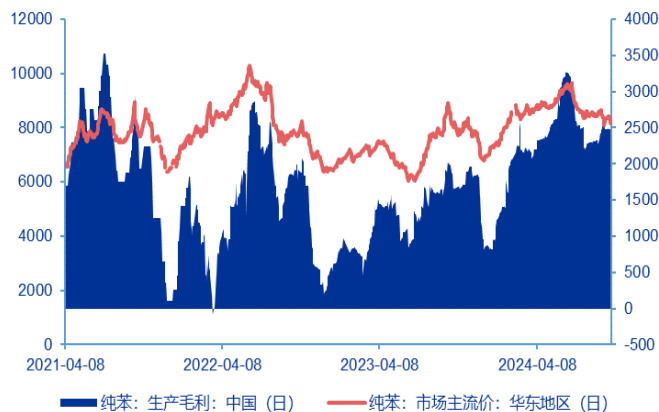
2024 年以来纯苯供需偏紧，纯苯盈利水平快速抬升。纯苯主要下游包括苯乙烯、己内酰胺、苯酚、苯胺、己二酸等。下游应用广泛，终端包括纺服、建筑、汽车、包装、电子等众多领域。2024 年以来，下游苯乙烯产能持续扩张、己内酰胺需求强劲、苯酚产能集中投产、苯胺及聚合 MDI 开工均处高位，纯苯整体下游需求旺盛。供给端 2024 年纯苯春检规模高于往年，新增产能投放较少，供需偏紧格局下，纯苯价格与盈利持续上行，目前已经达到历史高位。

图 28：纯苯的下游应用



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 29：纯苯价格与毛利（元/吨）



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

2024 年纯苯下游产品投产较多，纯苯或将继续保持紧平衡状态。未来纯苯国内新增项目较多，但其中大多数现有装置的扩建升级项目，大型项目较少。而纯苯下游产品苯乙烯、己内酰胺等未来仍处于产能投放周期，预期将大幅拉动纯苯需求提升，从而导致纯苯供需维持紧平衡，盈利有望维持高位。

表 10：国内纯苯投产计划（万吨/年）

企业名称	产能（万吨）	预计投产时间
中汇新能源	12	2024 年
金诚石化	10	2024 年
锦西石化	5	2024 年
恒力石化	40	2024 年
天津英力士	14	2024 年
锦州石化	5	2024 年
裕龙石化	140	2024 年
京博石化	10	2024 年
2024 年合计	236	
万华化学	15	2025 年
吉林石化	18	2025 年
大榭石化	10	2025 年
埃克森美孚（惠州）	20	2025 年
北方华锦	65	2025 年
山东友泰	6	2025 年
广西石化	18	2025 年
巴斯夫（广东）	15	2025 年
2025 年合计	167	
洛阳石化	14.8	2026 年
独山子石化	16	2026 年
石家庄炼化	40	2026 年
中海壳牌	22	2026 年
2026 年合计	92.8	
2024-2026 年合计	495.8	

资料来源：钢联数据，申万宏源研究

表 11：纯苯下游新增产能情况（万吨）

	2024E	2025E
苯乙烯	117.5	175
己内酰胺	135	120
苯酚	22	124
苯胺	0	66
己二酸	104	45
合计拉动纯苯需求	342	470

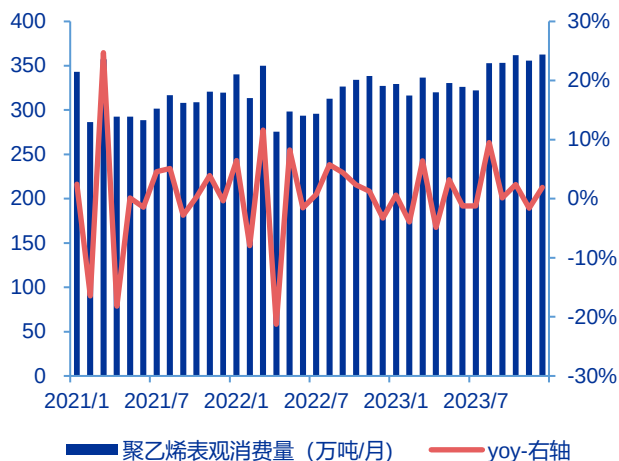
资料来源：钢联数据，申万宏源研究

2.4 烯烃盈利底部震荡，中长期有望反转

国内聚烯烃产能迅速扩张，短期供大于求。PE 与 PP 性能优异、用途广泛，需求量随经济增长而逐步提升，2023 年国内聚乙烯和聚丙烯的表观消费量分别约为 4068 万吨和 3474 万吨，分别提升 6.9%和 5.6%，维持较快增速。供给端自 2019 年以来，由于民营炼化企业和煤质烯烃项目的集中投放，国内聚乙烯、聚丙烯产能均迅速增长， - 年

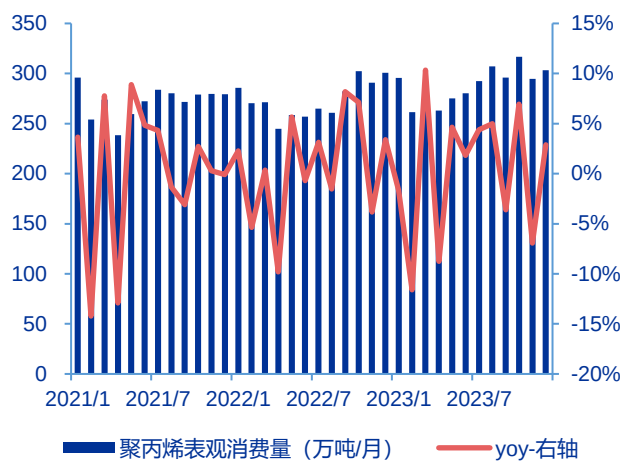
两者产能复合增速均为 12%左右，预计未来几年国内仍有大量炼化项目、煤质烯烃、轻烃项目投放，预期烯烃供需仍然过剩，但行业整体资本开支预计在 2026 年进入尾声，2027 年以后烯烃供需格局有望反转。

图 30：国内聚乙烯表观需求量



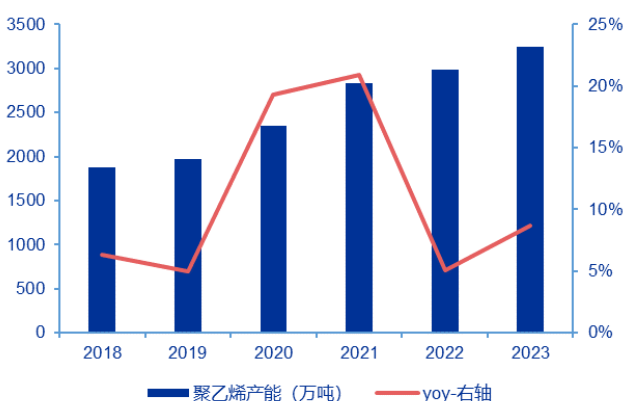
资料来源：钢联数据，申万宏源研究

图 31：国内聚丙烯表观需求量



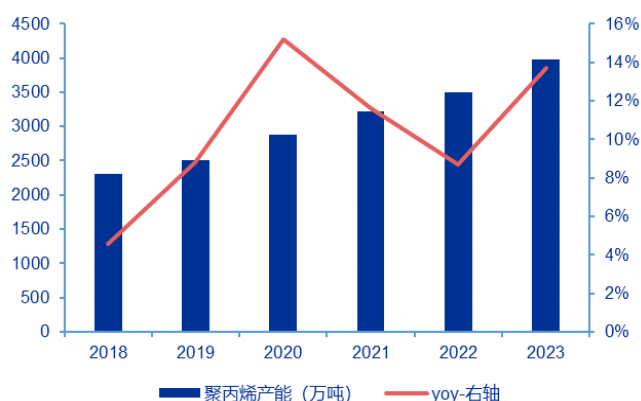
资料来源：钢联数据，申万宏源研究

图 32：国内聚乙烯产能情况



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

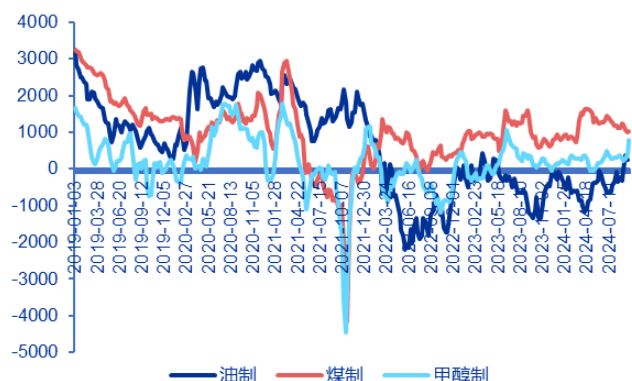
图 33：国内聚丙烯产能情况



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

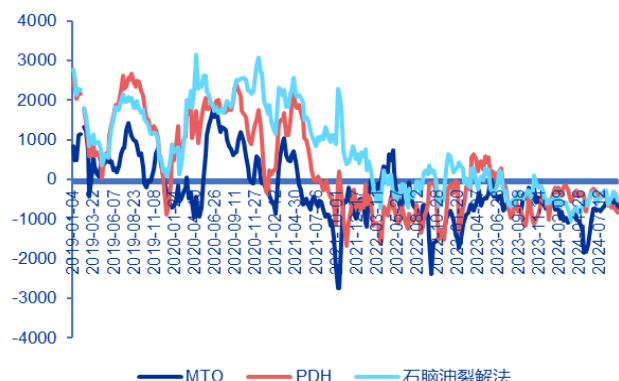
油价下行背景下，油制烯烃路线盈利存在修复预期，2027 年预期进入上行大周期。聚烯烃的制备路线可主要分为油头（蒸汽裂解）、煤头（MTO、CTO）、气头（乙烷、PDH）三种。2021 年下半年以来，随着煤价、油价走高，且疫情下需求受到一定抑制，烯烃盈利整体表现较弱。目前来看烯烃利润仍在修复之中，在成本优势下，煤头路线、气头路线仍可实现盈利，但产能占比最大的油头路线目前仍处于亏损。展望后市，预期随着油价中枢下行，油头路线盈利存在修复预期，且 2027 年以后随着供需格局反转，烯烃盈利有望迎来向上的大周期。

图 34：聚乙烯不同路线利润（元/吨）



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

图 35：丙烯不同路线利润（元/吨）

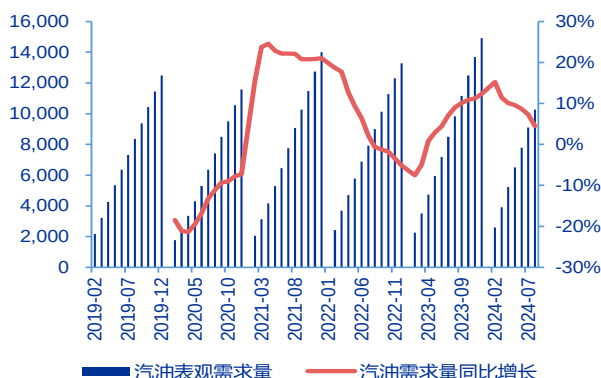


资料来源：钢联数据，申万宏源研究

2.5 成品油盈利有望维持合理水平

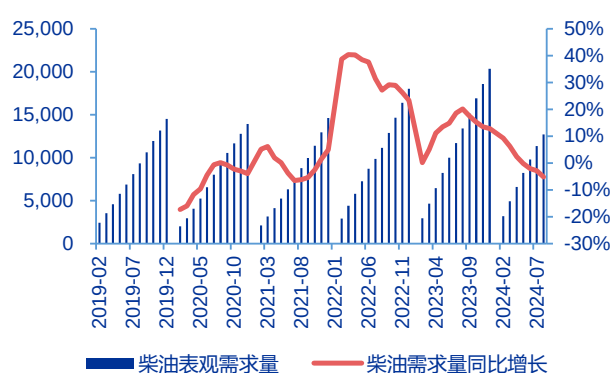
国内汽柴油需求较弱，国内成品油利润走弱。在 2023 年的低基数下，2024 年上半年国内汽油表观消费量同比增长 8.6%，而柴油需求受天然气替代较大，上半年表观消费量同比下滑 2.1%。受到高油价及需求较弱影响，24 年以来国内炼油主要产品价差较低，地炼开工率与主营产能利用率均有所下滑。

图 36：国内汽油表观需求量累计值（万吨）



资料来源：国家统计局，中国海关，申万宏源研究

图 37：国内柴油表观需求量累计值（万吨）



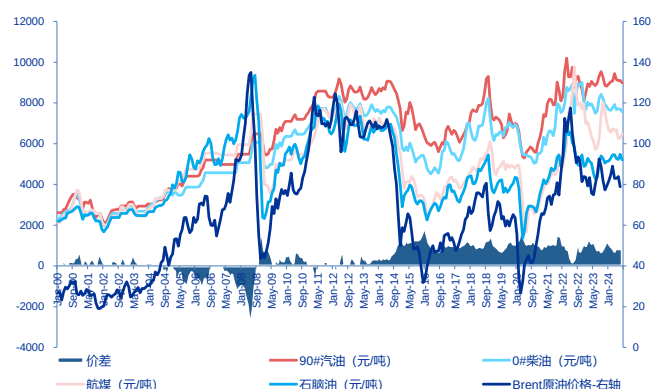
资料来源：国家统计局，中国海关，申万宏源研究

图 38：国内汽柴油炼厂开工率（%）



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

图 39：国内炼油主要产品价差



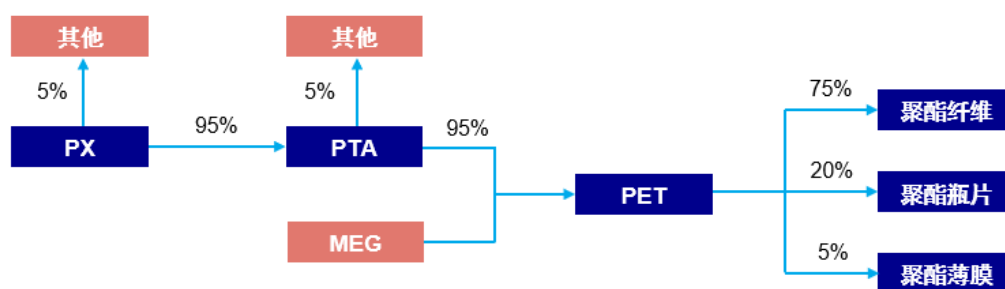
资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

成品油消费税征收不断趋紧，头部企业市场竞争格局向好。近年来，随着成品油消费税征收日益规范，倒闭不合规经营的小企业逐步退出市场。成品油消费税目前的征收方式是由炼厂代缴，随后由消费者在终端消费时支付，即消费税当前由炼厂缴纳，成品油出厂价中包含消费税，加油站环节的采购和销售价格相应也包含消费税。如果消费税后置，即缴费环节由炼厂转为加油站，对于炼厂而言，市场竞争格局将有所好转，过去依靠不交消费税生存的小企业将逐步淘汰，优质企业的市场份额逐步扩大，并且产品定价权也将逐步提升。预期未来在落后产能淘汰的背景下，成品油盈利预期维持合理区间。

2.6 涤纶长丝产能扩张放缓，聚酯利润逐步修复

聚酯是由多元醇和多元酸通过缩聚得到的聚合物的总称，主要指聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），由对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（EG）经过缩聚产生。聚酯产品主要包括了涤纶长丝、涤纶短纤，以及聚酯瓶片和聚酯薄膜等。聚酯产业链连接了上游石油化工行业与下游服装纺织行业。

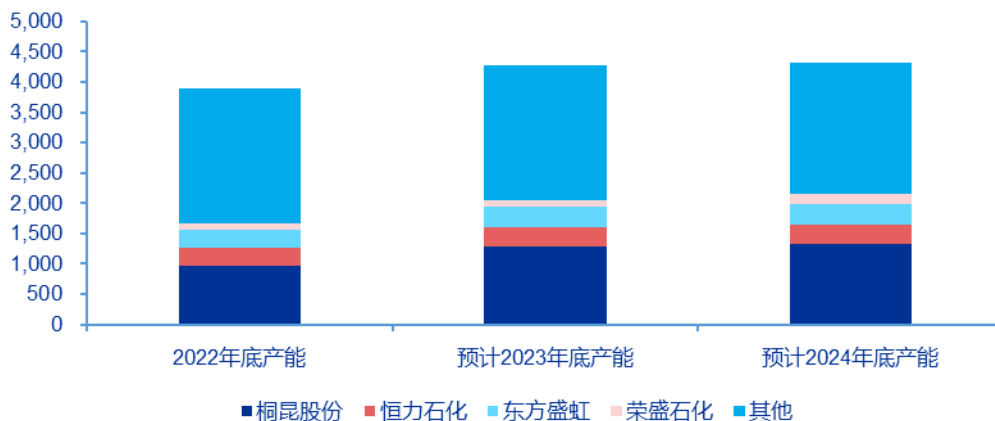
图 40：聚酯产业链示意图



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

涤纶长丝行业集中度持续提升。根据钢联数据，2017-2023 年期间，我国涤纶长丝行业产能快速扩张，产能复合增速为 10%，且多为具有规模优势的企业进行扩产。但从今年来看，长丝行业产能增速将放缓至 1.3%。2022 年，国内涤纶长丝行业集中度 CR6 达到 77%，2023 年 CR6 进一步提升至 81%，预计 2024 年行业 CR6 将达到 82%，行业集中度进一步提升，头部企业更加掌握定价权。

图 41：国内涤纶长丝行业集中度提升（万吨/年）



资料来源：公司公告，钢联数据，申万宏源研究

过去几年行业落后产能加速退出，24 年行业扩产速度明显放缓。根据 CCF 统计，我们预计 2023、2024 年我国涤纶长丝行业新增产能分别为 467、141 万吨，近两年受行业景气低迷影响，长丝价差处于历史相对低位，行业落后产能加速退出。据 CCF 统计，2023 和 2024 年行业退出产能分别为 96、88 万吨，其中逸曠 70 万吨为厂区搬迁暂时关停，所以预计 23、24 年行业净增加产能分别为 371、53 万吨，行业扩产速度明显放缓。

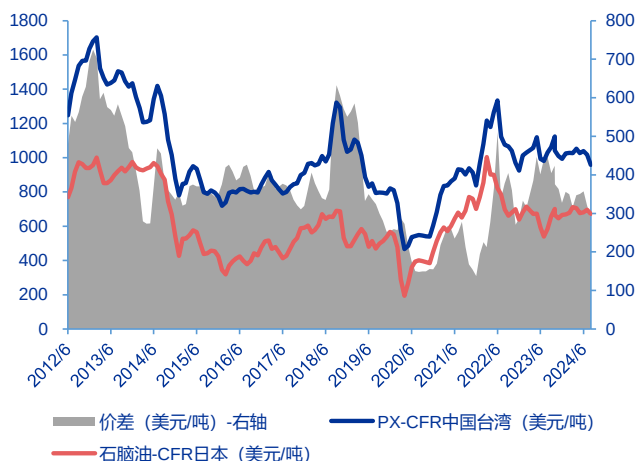
表 12：国内涤纶长丝产能及投放进度

项目	装置产能 (万吨/年)
桐昆恒阳	120
桐昆恒超	60
新拓	72
港虹纤维	20
恒科轩达	25
桐昆宇欣	30
恒鸣	20
嘉通能源	120
绿宇	-7
华成	-10
金鑫	-18
宏泰	-25
华祥	-36
2023 年行业净增加	371
嘉通能源	30
新拓	36
荣盛	50
盛虹	25
联达	-18
逸曠	-70
预计 2024 年行业净增加	53

资料来源：隆众资讯，化纤信息网，申万宏源研究

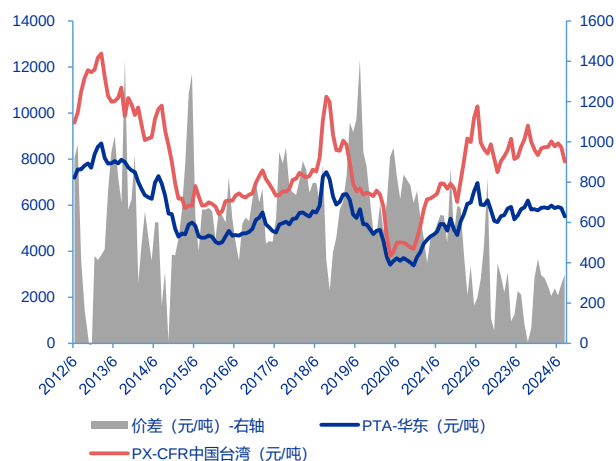
“一口价”模式为涤纶长丝带来底部利润保障，油价下跌也将带动成本改善。今年 5 月底以来，行业定价策略由市场化定价，逐步转向成本加成定价，头部企业按照 200 元/吨以上加工费定价，盈利存在更强保障。盈利方面，PX-石脑油、PTA-PX、涤纶长丝-PTA 三个环节的价差决定了聚酯产业链的盈利空间。2019 年以来，随着我国聚酯产业链高速发展，各个环节均有大量新增产能投放。但短期供需错配的扰动导致了产业链利润的分配不均。目前 PX-石脑油环节利润最好，PTA 盈利承压。未来随着油价中枢下行，聚酯成本端压力有望逐步缓解，盈利存在修复预期。

图 42：石脑油-PX 价差



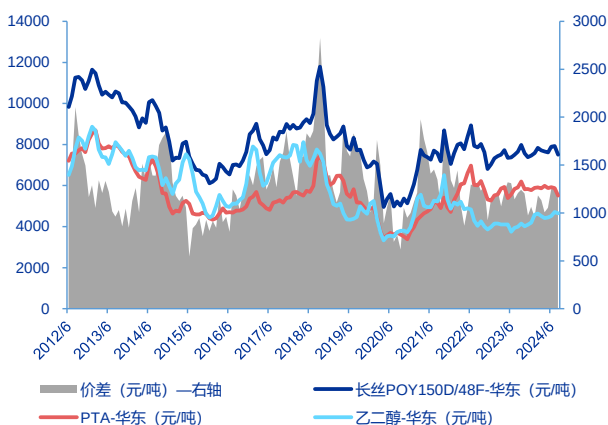
资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

图 43：PX-PTA 价差



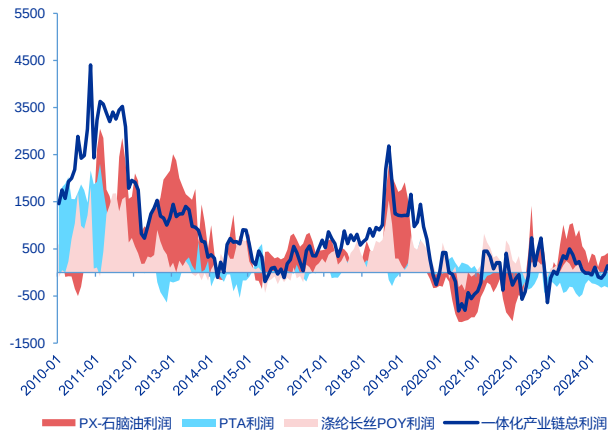
资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

图 44：涤纶长丝价差



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

图 45：涤纶长丝产业链利润模拟



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

3.成本优势显著，新产品放量贡献业绩增量

3.1 炼化一体化成本端优势明显

3.1.1 先进重油加工能力降本增效

采用沸腾床加氢裂化工艺，重油加工能力强。相比传统炼厂，新型大炼化以少产成品油，多产化工品为主，因此加氢裂化成为转化重质组分的主要方式。相对于传统的炼化工艺，恒力石化没有催化裂化单元，而是采用沸腾床加氢裂化。相较于其他渣油加工工艺，该工艺具有原料适应性广，操作灵活，渣油转化率高等特点，可将渣油中较多的重馏分转化为轻质蜡油、柴油和石脑油等馏分，并进入后续加氢裂化装置。

表 13：主要大炼化公司的核心产能规模

工艺装置	浙江石化	恒力石化	东方盛虹	行业其他可比公司
	万吨/年			
常减压蒸馏装置	4000	2000	1600	2300
渣油加氢裂化装置	760	600 (沸腾床)	330 (沸腾床)	260 (沸腾床)
重油催化裂化装置	840			460
蜡油加氢裂化装置	760	760	710	270
柴油加氢裂化装置	1600	600		560
连续重整	1600	960	640	200
焦化	420		200	150
PX 装置	880	520	280	60
乙烯装置	420	150	110	100
聚乙烯	120	40		45
聚丙烯	180	40		30
乙二醇	140	180		65
苯乙烯	180	72		60

资料来源：公司公告，申万宏源研究

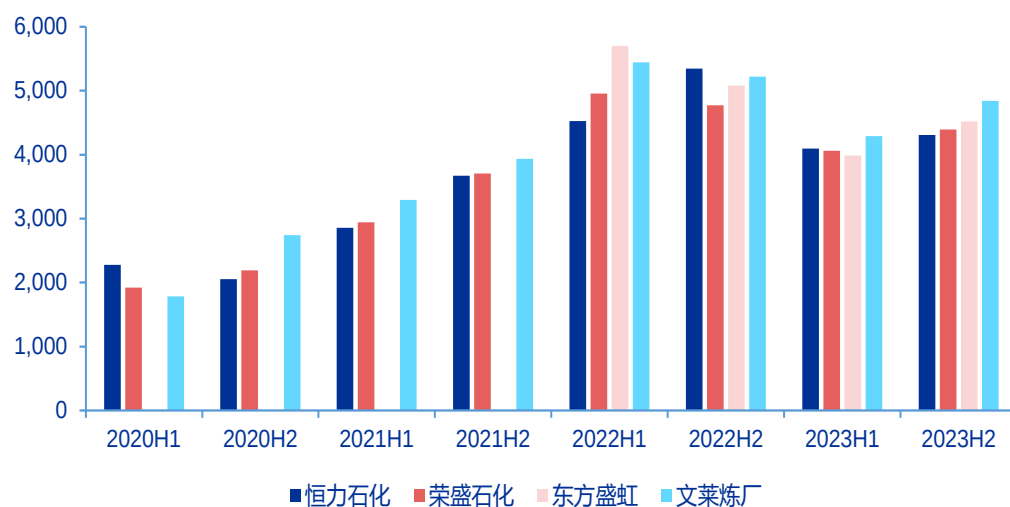
进料中重油占比高，采购成本低。由于配备了先进的重油加工装置，恒力石化所用原料中的劣质油、重质油占比较高，原油平均采购价格低于行业平均值。从原油采购单价来看，恒力石化、荣盛石化（浙石化）、盛虹炼化由于设计油种中的重油比例均较高，平均采购基本价格相当。而文莱炼厂设计油种中轻质原油占比高，因此采购单价显著高于其他民营炼化企业，2020-2023 年原油采购价格相比恒力石化高约 300 元/吨。

表 14：主要大炼化公司的进油原料

炼厂	常减压规模（万吨）	设计油种
文莱炼厂	800	40%文莱轻油、40%卡塔尔、20%中东凝析油
恒力炼化	2000	30%沙中、60%沙重、10%卡塔尔马林
浙石化一期	2000	25%沙中、25%伊轻、35%伊重、15%巴西弗雷德
浙石化二期	2000	50%沙轻、50%沙重
盛虹炼化	1600	50%沙轻、50%沙重
广东石化	2000	50%委内瑞拉 Merex16、50%中东混合原油
裕龙岛炼化	2000	50%沙轻、50%科威特

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 46：国内民营炼化公司原油采购价格（元/吨）



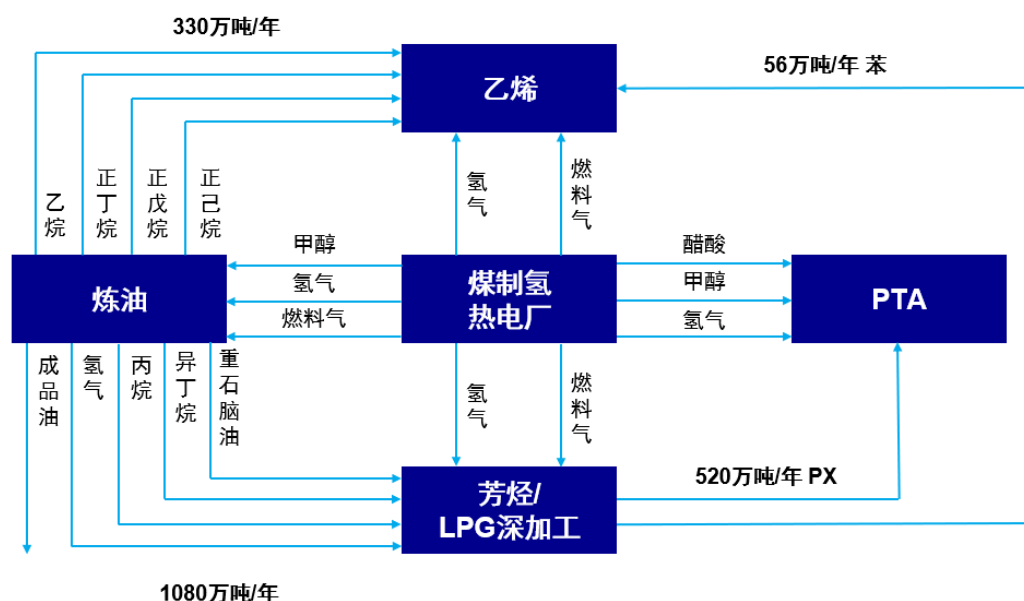
注：恒力石化 H2 采购价格根据全年价格估算得到

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

3.1.2 一体化配套提供成本支持

园区上下游高度关联，物料互供、降本增效。园区中的芳烃原料、乙烯原料、PX、醋酸、甲醇等大宗化工产品均在园区自产自用，通过管道输送，大幅节省物流、仓储及损耗费用；生产、经营具有很强的灵活性。公司自备煤制氢联产醋酸装置，为炼化环节提供了低成本氢气、甲醇以及燃料气；为乙烯环节提供低成本氧气与燃料气；为 PTA 环节提供醋酸，并为园区提供低成本氮气。将煤制氢流程与炼油、化工联合，综合降本增效，实现了油、煤、化一体化的工厂模式。

图 47：公司配套煤制氢项目为炼化项目提供深度配套



资料来源：公司公告，申万宏源研究

煤制氢气成本优势显著。从两种炼厂常见的制氢工艺对比来看，以天然气价格 3.5 元/立方米计算，天然气制氢单吨成本约为 16432 元/吨；以烟煤价格 800 元/吨计算，煤制氢单吨成本约为 12608 元/吨，因此煤制氢气单吨成本低 4000 元左右，优势显著。目前公司煤制氢联产醋酸装置年耗煤量约为 1200 万吨，考虑到目前煤炭低位震荡，公司成本端有望继续保持竞争优势。

表 15：煤制烯烃与天然气制烯烃成本比较

项目	成本（元/立方米）	
	天然气制氢	煤制氢
原料（天然气/煤炭）	1.173	0.604
氧气	/	0.21
辅助材料	0.014	0.043
燃料动力能耗	0.184	0.069
——电	0.02	0.024
——循环水	0.002	0.008
——新鲜水	0.001	0.001
——脱盐水	0.022	0.036
——蒸汽	-0.018	/
——燃料气	0.157	/
直接工资	0.012	0.012
制造费用	0.065	0.135
财务及管理费用	0.029	0.06
体积成本	1.477	1.133
折吨成本（元/吨）	16432	12608

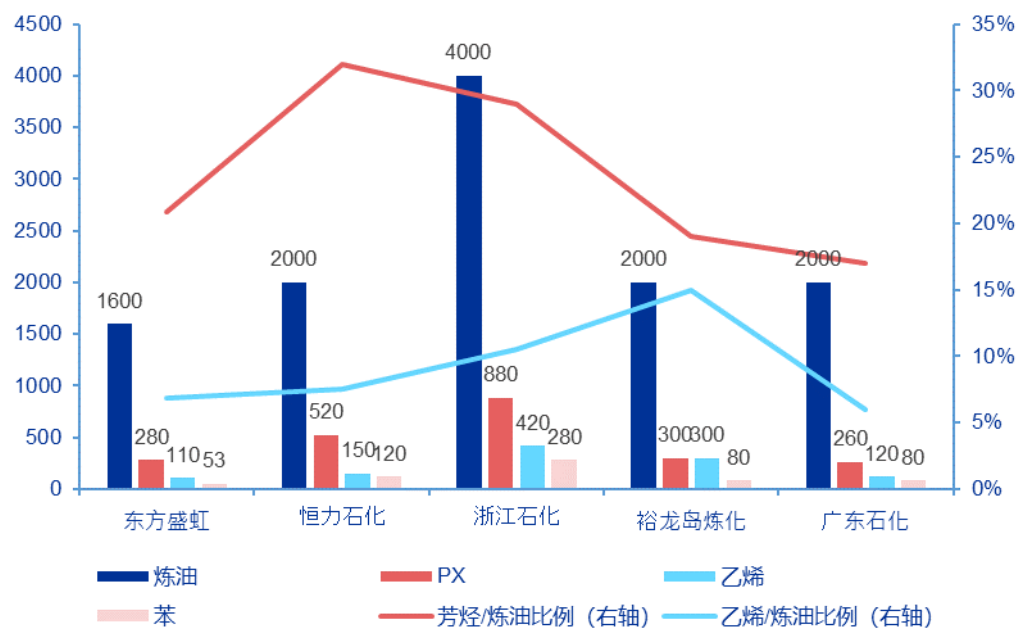
资料来源：石油炼制与化工，申万宏源研究

公司热电厂、储运系统等配套设施完善。公司热电厂总发电能力 75 万 KW，供热 4000 万吨/年，发电煤耗 160 克标煤/千瓦时。热电厂锅炉通过余热利用系统，充分回收尾部烟气热量，提高锅炉效率；热电厂采用七个压力等级梯阶供热方式，高效利用背压机组。另自备码头 15 个；其中，两个 30 万吨级原油码头，具备 3500 万吨/年原油通过能力。原油罐区可存储原油 680 万方（32 个 10 万方+24 个 15 万方），中间原料罐区和产品罐区配套齐全。为炼化一体化项目提供全方位配套支持。

3.1.3 工艺领先带来竞争优势

公司炼化产品中芳烃比例高，充分受益于芳烃景气。由于未来成品油的需求减弱，原油在炼制环节应以尽可能增加化工品的比例。乙烯与 PX 的收率一定程度上代表了化工品的比例。公司在炼油装置中最大化重整装置，即芳烃生产装置，在年炼化 2000 万吨原油的基础上可以得到 520 万吨 PX 与 120 万吨石油苯。公司芳烃产品占炼油产能比例位居国内前列，在当前芳烃产品高景气的背景下充分受益。

图 48：炼化企业化工品占炼油产能比例（万吨/年）



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

新 PTA 装置成本优势显著。恒力石化 PTA-4/5#装置采用 Invista P8+技术，一方面原料单耗相比现有项目更低，节约原料端成本。另一方面，依托原有的公用工程，进一步降低综合成本。从 PTA 吨产品总成本来看，恒力石化老 PTA 装置成本低于同行约 37 元/吨，新建 PTA-4/5 装置成本低于竞争对手超过 150 元/吨，在行业内极具竞争优势，处于成本曲线左侧。

表 16：PTA 项目成本优势

项目	原辅料			公用工程		单吨成本 (元/吨)
	PX	醋酸	高压蒸汽	用电量	码头装卸费	
单价 (元/吨)	9000	3500	80	0.36	20	
PTA-4/5 单耗 (吨/吨)	0.65	0.029	0.48	-105	0	5952.1
PTA-1/2/3 单耗 (吨/吨)	0.656	0.033	0.67	20	0	6080.3
可比公司单耗 (吨/吨)	0.656	0.033	0.8	20	0.655	6103.8
PTA-4/5 相比老装置优势 (元/吨)	54.0	14.0	15.2	45.0	0.0	128.2
PTA-4/5 较同行优势 (元/吨)	54.0	14.0	25.6	45.0	13.1	151.7

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 新材料项目投产在即，有望贡献业绩增量

3.2.1 康辉新材新增产能投产在即，达产后空间广阔

康辉新材产品主要包括聚酯薄膜、工程塑料、可降解塑料与锂电隔膜。以 BDO 与聚酯产品为基础向下游延伸出 BOPET、PBT、PBS 等高附加值产品。康辉新材现有聚酯薄膜产能 . 万吨；PBT 产能 万吨；PBS 产能 . 万吨；锂电隔膜产能 . 亿平方面。

年预计将有多个项目投产或达产，包括 47 万吨聚酯薄膜将于 2024 年下半年投产；50 万吨功能性聚酯薄膜、45 万吨 PBS、15 亿平米锂电隔膜生产线和 6 亿平米锂电隔膜涂布线将于 2024 年陆续投产放量。

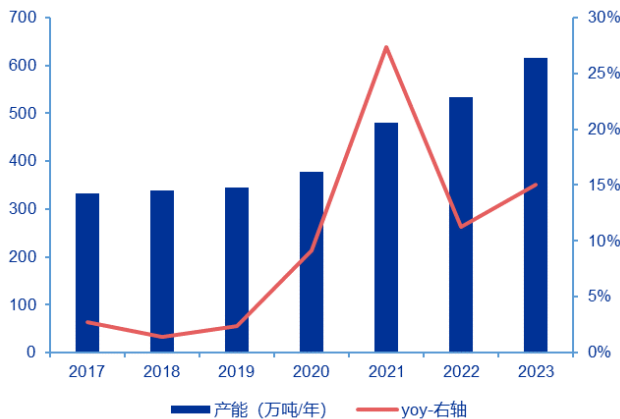
表 17：康辉新材现有产能与在建产能

类别	现有产能	在建产能	预计投产时间
聚酯薄膜	38.6 万吨		
		聚酯薄膜 47 万吨	2024 年下半年达产
		聚酯薄膜 50 万吨	2024 年下半年投产
工程塑料	PBT 21 万吨		
可降解塑料	PBS 3.3 万吨		
		PBS 45 万吨	2024 年上半年投产
锂电隔膜	4.4 亿平米		
		15 亿平米生产线	2024 年下半年投产
		6 亿平米涂布线	2024 年下半年投产

资料来源：公司公告，申万宏源研究

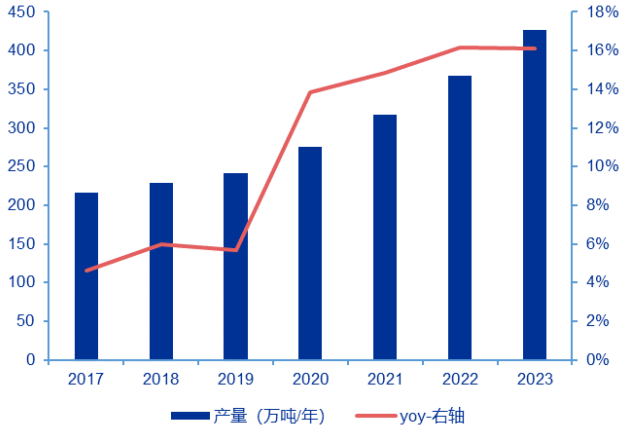
聚酯薄膜需求迅速扩张，竞争激烈。双向拉伸聚酯薄膜（BOPET）是一种综合性能优良的薄膜材料，用途广泛，市场广阔。除包装印刷等基础用途外，在太阳能背板、光学膜、电子电器用膜等方面都发展了功能型 BOPET 膜，需求迅速扩张。2020 年以来国内 BOPET 产能、产量快速提升。目前国内竞争格局相对激烈，CR6 约为 50%，产能扩张以头部企业为主。

图 49：BOPET 产能及增速情况（万吨）



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

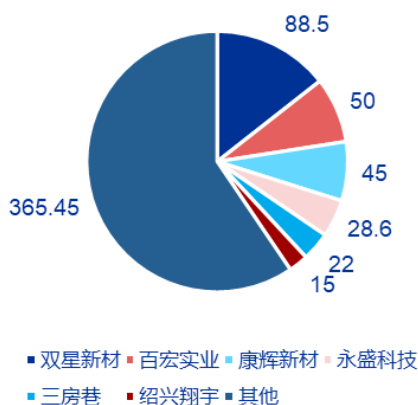
图 50：BOPET 产量及增速情况（万吨）



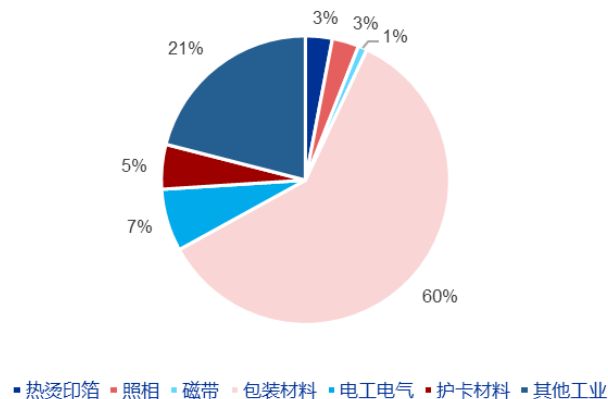
资料来源：钢联数据，申万宏源研究

图 51：BOPET 国内产能集中度

图 52：BOPET 下游应用



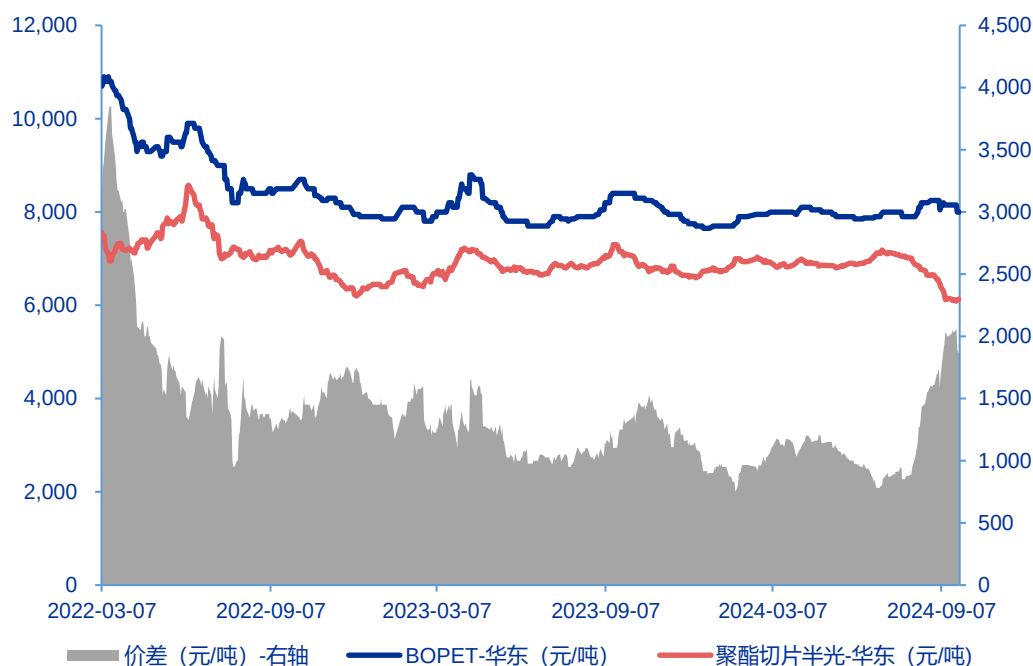
资料来源：隆重资讯，卓创资讯，申万宏源研究



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

BOPET 价格相对稳定。从产品价格与价差来看，近一年来普通 BOPET 产品价格整体平稳维持在 8000 元/吨左右水平，而主要原料聚酯切片过去基本维持在 7000 元/吨左右水平，今年三季度以来在成本下行背景下，BOPET 盈利上行。

图 53：BOPET 与聚酯切片价差情况（元/吨）



资料来源：钢联数据，申万宏源研究

康辉新材现有产能有望贡献 60 亿元营收，远期项目达产后可贡献 280 亿元营收。根据康辉新材主要产品过去一年均价测算，假设聚酯薄膜与锂电隔膜竞争激烈，毛利率为 15%，PBT 与 PBS 盈利能力稍好，毛利率为 20%，预计现有产能可贡献约 60 亿元营收，11 亿元毛利。在建产能中，47 万吨聚酯薄膜将于 24 年下半年达产，有望在近期贡献约 40 亿元营收，8 亿元毛利；45 万吨 PBS 将于 2024 年上半年投产，产能放量或仍需等待政策进一步催化。远期看，所有在建项目达产后，若按照当前产品价格测算，康辉新材整体预计可实现 280 亿元营收，49 亿元毛利，为公司远期业绩成长提供保障。

表 18：康辉新材盈利测算

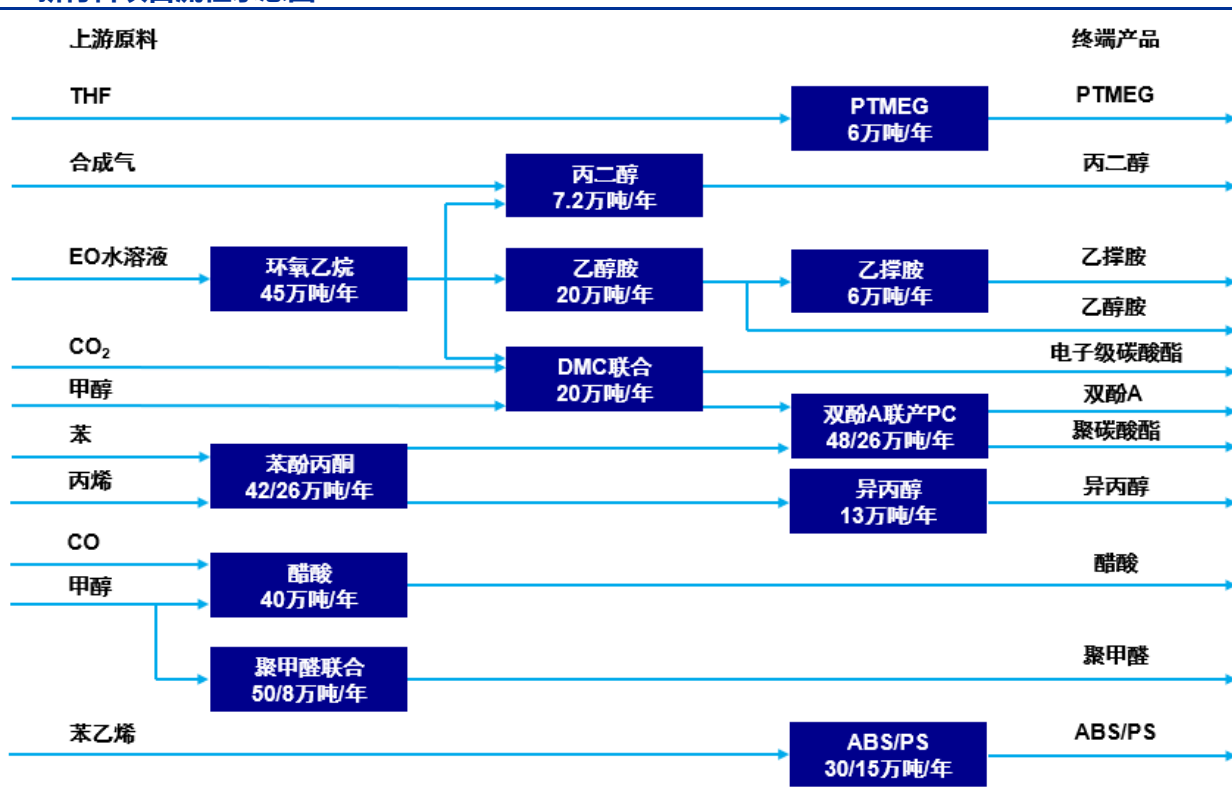
	项目	产能 (万吨)	单价 (万元/吨)	对应营收 (亿元)	毛利率	对应毛利 (亿元)
现有产能	聚酯薄膜	38.6	0.8	30.9	15%	4.6
	PBT	21	0.9	18.9	20%	3.8
	PBS	3.3	2.5	8.3	20%	1.7
锂电隔膜		4.4 亿平米	1.2 元/平米	5.3	15%	0.8
现有产能合计				63.3		10.9
在建产能	聚酯薄膜	97	0.9	87.3	15%	13.1
	PBS	45	2.5	112.5	20%	22.5
	锂电隔膜	15 亿平米	1.2 元/平米	18.0	15%	2.7
总计				281.1		49.1

资料来源：公司公告，百川盈孚，申万宏源研究

3.2.2 年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目投产，拓展炼化下游

恒力石化年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目计划于 2024 年二季度开始逐步投产。项目总投资达 200 亿元，以恒力炼化一体化产的石脑油、C5 馏分、抽余液、C4 炔烃、苯等为主要原料，生产包括 PC、ABS、聚苯乙烯在内的高性能树脂，以及乙撑胺、电子级 DMC 等高性能材料。该项目有望将基础化工品转化为高端化、精细化、差别化、功能化高附加值产品，提升公司盈利能力，打造公司第二成长曲线。

图 54：新材料项目流程示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

项目达产后可贡献 200 亿元营收，31 亿元毛利。根据高性能树脂及新材料项目主要产品过去一年的均价测算，项目达产后可贡献约 亿元的营收，根据当前行业盈利情况，

假设产品平均毛利率为 15%左右，预计项目可贡献 31 亿元的毛利。考虑到近年来化工品盈利处于历史较低水平，未来随着产品盈利回暖，该项目有望进一步提升业绩贡献。

表 19：160 万吨高性能树脂及新材料项目盈利测算

项目	产能 (万吨/年)	单价 (万元/吨)	对应营收 (亿元)
PTMEG	6	1.7	10.2
丙二醇	7.2	0.8	5.8
乙醇胺	20	0.7	14.0
乙撑胺	6	1.1	6.6
碳酸酯	20	0.45	9.0
双酚 A	48	1	48.0
PC	26	1.4	36.4
异丙醇	13	0.8	10.4
醋酸	40	0.35	14.0
聚甲醛	8	0.5	4.0
聚苯乙烯	30	1	30.0
ABS	15	1.1	16.5
营收合计 (亿元)		204.9	
毛利率		20%	
毛利 (亿元)		30.7	

资料来源：公司公告，百川盈孚，申万宏源研究

3.3 与沙特签署合作协议，拓展长期发展空间

公司控股股东恒力集团与沙特阿美签署《谅解备忘录》。《谅解备忘录》主要内容包括：双方正在讨论（1）沙特阿美（或其控制的关联方）拟向恒力集团收购其所持有的公司已发行股本 10%加一股的股份；（2）公司（及/或其控制的关联方）与沙特阿美（及/或其控制的关联方）在原油供应、原料供应、产品承购、技术许可等方面进行战略合作。

自 2022 年以来，沙特阿美在中国的布局全面提速，代表举措之一即为对中国民营炼化企业的积极投资。除股权投资外，还会与民营炼化企业就多个方面进行战略合作。长期看，该举可为公司提供稳定的原油及其他化工原料供应，有望进一步拓展化工产品的海外销售渠道、保障石化产品产业链的稳定性。同时，双方将在多个领域加强合作，进行技术优势互补、资源共享等，为公司长期发展拓展空间。

表 20：沙特阿美与国内民营炼化企业合作情况

公司	公告时间	公告主要内容
荣盛石化	2023 年 3 月	荣盛石化控股股东荣盛控股与沙特阿美全资子公司 AOC 签署了股份转让协议，AOC 将以 24.3 元/股受让上市公司 10.1255 亿股股份，约占上市公司总股本的 10%，溢价接近九成。并就原油采购、原料供应、化学品销售、精炼化工产品销售、原油储存及技术分享等方面进行合作
	2024 年 4 月	荣盛石化就拟收购沙特阿美朱拜勒炼化公司 50%股权，与对方签署了合作框架
东方盛虹	2023 年 9 月	沙特阿美拟成为东方盛虹全资子公司江苏盛虹石化集团战略投资者，持有其少量股权
恒力石化	2024 年 4 月	沙特阿美拟向恒力集团收购其所持有的恒力石化已发行股本 10%加一股的股份
裕龙石化	2023 年 10 月	沙特阿美拟收购山东裕龙石化有限公司 10%战略股权

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

从今年投产和未来在建项目来看：2024 年,除 160 万吨高性能树脂及新材料项目外,我们预计还有 45 万吨 PBS 和 47 万吨聚酯薄膜产能计划投产；2025 年,根据现有规划,我们预计还有 50 万吨锂电薄膜产能将在年内投产,为公司贡献业绩增量。

聚酯板块：考虑到公司聚酯板块主要产品为民用丝,今年开始涤纶长丝行业新增产能明显放缓,且今年行业采取减产提价策略,长丝价差提升显著,我们预计对应 2024-2026 年公司聚酯板块毛利率持续提升。

PTA 板块：今年长丝景气修复支撑上游 PTA 需求,价差同比好转,但考虑到未来 2-3 年国内 PTA 行业仍处于扩产周期中,预计 PTA 毛利率将维持在较低的水平。

炼化板块：考虑到 OPEC+ 未来将逐步退出此前减产政策的影响,油价存在下跌预期,环节成本端压力。此外,《炼油行业节能降碳专项行动计划》提出,2025 年底全国原油一次加工能力应控制在 10 亿吨以内,未来炼化行业新增产能较少,行业景气有望修复,预计 24-26 年公司炼化板块毛利率将稳步提升。

新材料板块：公司新材料板块业务主要为 160 万吨高性能树脂及新材料和配套项目,上述项目在今年二季度开始逐步投产,预期三季度开始逐步达产。考虑到产能爬坡和产品稳定性,预计未来公司新材料业务毛利率将逐渐提升。

表 21：公司主要产品盈利预测拆分（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	2224	2349	2529	2582	2572
聚酯	291.4	341.2	394.3	433.4	465.8
PTA	566.4	726.1	795.0	772.5	757.5
炼化	1236.8	1199.6	1170.5	1131.1	1103.7
新材料			88.9	164.7	164.7
其他业务	129.3	81.8	80.0	80.0	80.0
总成本	2033	2084	2244	2255	2221
聚酯	264.9	305.7	347.9	372.9	390.9
PTA	603.1	735.9	791.2	764.8	747.3
炼化	1039.9	977.4	956.0	904.4	873.6
新材料			78.4	143.2	138.8
其他业务	125.3	64.9	70.0	70.0	70.0
总毛利	190	265	285	326	351
聚酯	26.4	35.5	46.4	60.5	75.0
PTA	-36.8	-9.9	3.8	7.7	10.2
炼化	196.9	222.2	214.5	226.6	230.0
新材料			10.5	21.4	25.9
其他业务	3.9	17.0	10.0	10.0	10.0
毛利率	.%	.%	.%	.%	.%
聚酯	9.1%	10.4%	11.8%	14.0%	16.1%

PTA	-6.5%	-1.4%	0.5%	1.0%	1.3%
炼化	15.9%	18.5%	18.3%	20.0%	20.8%
新材料			11.8%	13.0%	15.7%
其他业务	3.0%	20.7%	12.5%	12.5%	12.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 公司估值

恒力石化作为国内民营炼化领先企业，采取“油、煤、化”融合的策略，布局 2000 万吨炼化、500 万吨煤化工、150 万吨乙烯和 1200 万吨 PTA 产能。公司依托大化工平台，向下游新材料业务延伸，160 万吨/年高性能树脂及新材料项目预计于今年二季度实现全面投产，为公司提供长期成长性。考虑到未来原油供需偏宽松，油价存在下跌预期，炼化端存在一定库存损失，并且需求复苏情况略低于我们预期，因此我们下调 2024-2026 年盈利预测至 81、105、125 亿元（原值为 95、126、140），对应 PE 估值为 13X、10X、8X。2024 年公司 PE 较可比公司有 20%以上的增长空间，维持“买入”评级。

我们选取的可比公司为民营炼化优质企业荣盛石化、东方盛虹、桐昆股份，与可比公司相比：1) 公司作为最先投产的民营大炼化项目，实现自上而下的一体化平台布局，与仍在扩张的其他炼化企业不同，公司未来资本开支逐步减少，高分红有望维持；2) 受 2025 年国内炼能 10 亿吨政策要求，未来国内炼化新增产能较少，且油价中枢下行预期下，成本端压力有望减弱，我们预计未来炼化行业景气有望改善。

表 22：可比公司估值表

简称	代码	2024/9/27	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB
		收盘价 (元)		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
荣盛石化	002493.SZ	9.65	977	0.12	0.40	0.70	0.90	80	24	14	11	2.2
东方盛虹	000301.SZ	8.55	565	0.11	0.78	1.10	1.33	78	11	8	6	1.7
桐昆股份	601233.SH	12.37	298	0.34	1.05	1.62	2.21	36	12	8	6	0.8
行业平均								65	16	10	8	
恒力石化	600346.SH	14.46	1018	0.98	1.14	1.49	1.77	15	13	10	8	1.7

资料来源：万得，申万宏源预测，申万宏源研究

5. 风险提示

1、原油价格大幅波动。公司炼化主业的生产经营与原油相关性较大，原油价格波动可能影响公司的库存管理策略和下游产品价格等。若后续原油价格大幅波动，则可能影响公司的经营稳定性以及业绩表现。

2、下游需求复苏不及预期。炼化行业下游需求受经济环境以及淡旺季等影响，如果下游需求恢复不及预期，可能影响公司产品产销量和业绩表现。

3、项目进度不及预期。根据公司年报，公司计划在今年二季度开始实现 160 万吨新材料项目的逐步投产，但考虑到产品验证和产能爬坡等仍需时间，若项目进展不及预期，可能影响项目利润贡献。

4、公司分红不及预期。当前市场环境下，市场对于高股息企业偏好有所提升，如果公司分红不达预期，可能对估值上造成一定影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	222,373	234,866	252,867	258,160	257,163
营业收入	222,324	234,791	252,867	258,160	257,163
营业总成本	218,463	226,611	242,912	244,654	240,921
营业成本	204,078	208,384	224,353	225,530	222,055
税金及附加	6,631	9,201	8,850	9,036	9,001
销售费用	393	293	379	516	514
管理费用	1,889	1,997	2,276	2,323	2,314
研发费用	1,185	1,371	1,517	1,549	1,543
财务费用	4,287	5,365	5,536	5,699	5,493
其他收益	1,596	1,016	867	591	487
投资收益	0	-37	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-46	371	0	0	0
信用减值损失	-2	-108	0	0	0
资产减值损失	-3,129	-594	0	0	0
资产处置收益	-3	-3	-3	-3	-3
营业利润	2,325	8,900	10,819	14,094	16,726
营业外收支	85	-27	0	0	0
利润总额	2,410	8,873	10,819	14,094	16,726
所得税	92	1,969	2,705	3,523	4,181
净利润	2,318	6,904	8,114	10,570	12,544
少数股东损益	0	0	65	85	105
归母净利润	2,318	6,905	8,050	10,486	12,439

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,318	6,904	8,114	10,570	12,544
加：折旧摊销减值	12,640	10,399	7,223	7,669	8,065
财务费用	4,444	4,641	5,536	5,699	5,493
非经营损失	-636	133	3	3	3
营运资本变动	7,267	1,236	-10,897	-121	149
其它	-77	329	-48	0	0
经营活动现金流	25,954	23,536	9,933	23,820	26,255
资本开支	25,708	39,722	14,976	10,750	7,916
其它投资现金流	-589	907	-3	-3	-3
投资活动现金流	-26,297	-38,814	-14,979	-10,753	-7,919
吸收投资	6	0	0	0	0
负债净变化	23,267	13,806	8,848	-3,026	-7,659
支付股利、利息	12,121	5,773	8,989	9,724	10,736
其它融资现金流	-747	1,877	-109	0	0
融资活动现金流	10,405	9,910	-250	-12,750	-18,395
净现金流	10,734	-5,298	-5,297	318	-60

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	76,344	66,083	78,328	78,956	78,187
现金及等价物	28,681	20,768	15,471	15,788	15,729
应收款项	5,359	7,253	11,192	11,267	11,253
存货净额	37,836	31,268	44,871	45,106	44,411
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,469	6,794	6,794	6,794	6,794
长期投资	580	646	646	646	646
固定资产	146,006	178,811	186,565	189,646	189,497
无形资产及其他资产	18,501	15,058	15,058	15,058	15,058
资产总计	241,430	260,599	280,597	284,306	283,388
流动负债	125,853	123,862	139,654	138,037	130,964
短期借款	78,666	80,493	89,641	87,834	81,322
应付款项	30,986	29,541	36,186	36,376	35,815
其它流动负债	16,201	13,827	13,827	13,827	13,827
非流动负债	62,657	76,739	76,391	75,172	74,026
负债合计	188,510	200,600	216,045	213,209	204,990
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	18,687	18,764	18,764	18,764	18,764
其他综合收益	-50	-10	-10	-10	-10
盈余公积	906	995	1,100	1,236	1,398
未分配利润	26,280	33,095	37,587	43,912	50,947
少数股东权益	58	6	71	156	261
股东权益	52,920	59,999	64,551	71,097	78,399
负债和股东权益合计	241,430	260,599	280,597	284,306	283,388

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.98	1.14	1.49	1.77
每股经营现金流	3.69	3.34	1.41	3.38	3.73
每股红利	0.00	0.00	0.49	0.57	0.74
每股净资产	7.51	8.52	9.16	10.08	11.10
关键运营指标(%)					
ROIC	3.9	5.6	5.7	6.8	7.6
ROE	4.4	11.5	12.5	14.8	15.9
毛利率	8.2	11.2	11.3	12.6	13.7
EBITDA Margin	7.3	10.2	9.3	10.6	11.8
EBIT Margin	3.0	6.1	6.5	7.7	8.6
营业总收入同比增长	12.3	5.6	7.7	2.1	-0.4
归母净利润同比增长	-85.1	197.8	16.6	30.3	18.6
资产负债率	78.1	77.0	77.0	75.0	72.3
净资产周转率	4.21	3.91	3.92	3.64	3.29
总资产周转率	0.92	0.90	0.90	0.91	0.91
有效税率	3.8	22.1	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	3.6	4.1	5.4
估值指标(倍)					
P/E	43.9	14.7	12.6	9.7	8.2
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/Sale	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	15.0	10.8	11.4	9.7	8.5
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。