

东方市场（东方盛虹）：“炼化-化工-化纤”

三化一体，助推未来业绩气势如虹

纺织行情回暖，热电业务稳健经营，提供稳定现金流来源：上市公司原有热电业务持续稳健经营，受益盛泽当地纺织业行情回暖，17年公司热电业务营收达7.9亿元，毛利达3.5亿元，同时拟投资10.4亿元建设2台10万千瓦级燃机热电联产机组，项目建成后实现年发电量12.26亿度，年供热384万GJ/a，热电业务为公司提供稳定现金流来源。

高度重视研发，长丝差异化定位，抗周期风险能力强：公司常年研发投入占营收比例超3%，高于行业均值。立足差异化定位战略，当前具备长丝产能190万吨，DTY占比高达51%，能够有效对抗行业周期风险。即使在15年长丝行业进入低迷时，公司单吨丝利润超400元/吨，在建20万吨产能逐步释放将进一步增厚长丝业绩。

集团聚焦化工业务，“炼化-化纤”产业链布局齐全：虹港石化目前具备聚酯产业链上游PTA年产能150万吨，计划再上250万吨PTA。盛虹炼化原油一次加工能力为1600万吨/年，单线炼油能力居国内首位；芳烃联合装置规模为280万吨/年，PTA所需的PX可完全自给自足，并配套110万吨/年的乙烯裂解等装置。斯尔邦石化目前拥有全球最大单套MTO工厂，烯烃年产量90万吨/年，配套丙烯腈、EVA、SAP等高附加值化工产品，集团在化工新材料产品方面运营经验成熟和技术储备丰富。集团印染业务处于行业龙头地位，产能规模世界领先，为集团稳定的现金流来源。

PTA和炼化注入预期强，具备大市值公司潜质：公司先将长丝业务注入上市公司，承诺在1年内将PTA业务注入上市公司。1600万吨炼油项目在稳步推进，在庞大的资金需求下，炼化业务后续注入上市公司预期强，一旦注入将打开巨大成长空间，净利润有望达到100亿元以上，当前市值仅为200多亿元，3年能看到千亿元以上市值。

盈利预测：预计公司2018、2019和2020年归母净利润20.46、23.01和26.01亿元，EPS分别为0.51、0.57和0.60元，PE 13X、11X和10X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原油价格暴跌，资产注入不达预期。

东方市场(000301)

首次评级
增持
罗婷

luoting@csc.com.cn

010-85130437

执业证书编号：S1440513090011

邓胜(联系人)

dengsheng@csc.com.cn

021-68821600

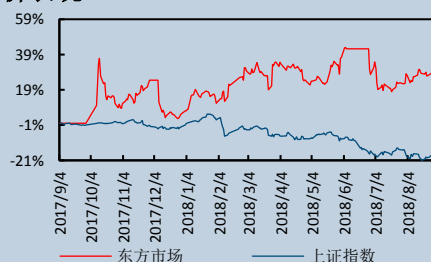
执业证书编号：S1440518030004

发布日期：2018年09月04日

当前股价：6.55元

主要数据
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	2.83/4.37	-4.17/2.28	31.69/50.75
12月最高/最低价(元)			7.4/5.11
总股本(万股)			402,905.32
流通A股(万股)			121,823.64
总市值(亿元)			263.9
流通市值(亿元)			79.79
近3月日均成交量(万)			1,113.96
主要股东			
江苏盛虹科技股份有限公司			68.71%

股价表现

相关研究报告

20180410 大炼化-化纤产业深度：中国民营化纤企业强势崛起

目录

能源业务板块：上市公司稳定利润来源	1
1.1 原上市公司主体东方市场介绍	1
1.2 热电业务为主要营收及毛利来源	3
1.3 盈利水平：热电业务区域市占率第一，业务经营稳健	4
化纤业务板块：主打差别化产品，抗周期风险能力强	7
2.1 原盛虹集团化纤业务主体国望高科公司介绍	7
2.2 化纤差别化战略带来丰厚利润回报，净利润逐年提高	8
2.3 下游客户粘性强，持续研发投入带来高品牌溢价	11
2.4 化纤行业需求端：纺织服装业回暖，聚酯库存持续下行，支撑价差扩大	14
2.5 化纤行业供给端：新增产能与新增需求基本匹配，行业集中度提升	16
石化+印染业务板块：集团与上市公司共筑“炼化-纺织”完整产业链	19
3.1 印染行业翘楚，集团优质资产	19
3.2 开拓上游炼化产业，“PX-PTA-聚酯-长丝”产业链延伸	19
3.3 巩固化工业务，构成“炼化-化工-化纤”三化一体	24
聚酯产业盈利向上游转移，炼化一体化大势所趋	26
4.1 PX 进口依赖度高，国内产能投放在即	26
4.2 PTA 实际供需改善，价差显著扩大，18-19 年无新增产能	27
4.3 聚酯产业链盈利能力持续增强，一体化项目打开企业未来增长空间	29
核心假设与盈利预测	32

图表目录

图表 1: 公司发展历程	1
图表 2: 重组前后东方市场股权结构图对比	2
图表 3: 资产重组后上市公司业务布局	2
图表 4: 近年公司营业收入变化情况	3
图表 5: 近年公司归母净利润变化情况	3
图表 6: 2017 年营业收入构成	3
图表 7: 2017 年毛利构成	3
图表 8: 热电业务是公司毛利来源	4
图表 9: 电力、热能及房地产租赁毛利率变化情况	4
图表 10: 热电业务收入、成本及增速变化	4
图表 11: 电力热能业务毛利率	4
图表 12: 热电业务营收构成	5
图表 13: 2018 年 Q1 热电业务营收构成占比	5
图表 14: 近年来外供汽生产量与销量及增速情况	5
图表 15: 近年来供电量及增速情况	5
图表 16: 国望高科成为盛虹集团化纤板块的核心主体	7
图表 17: 化纤板块核心生产经营主体 2017 年产能及业绩	7
图表 18: 国望高科、盛虹科技和中鲈科技相对地理位置	8
图表 19: 聚酯产业链布局图	8
图表 20: 公司主要差别化产品说明	9
图表 21: 近三年营业收入稳步增长（亿元）	9
图表 22: 近三年各业务营收贡献情况（%）	9
图表 23: 近三年净利润稳步增长（单位：亿元）	10
图表 24: 近三年毛利率逐年提高（%）	10
图表 25: DTY 为第一大毛利来源（亿元）	10
图表 26: 国望高科 DTY 占比随公司产能增长不断提高（单位：万吨/年）	11
图表 27: 华东市场长丝历史价格（元/吨）	12
图表 28: 近三年国望高科长丝销售单价与市场均价对比（元/吨）	12
图表 29: 公司主要自主研发项目一览	13
图表 30: 公司研发投入高于同类公司（%）	14
图表 31: 公司长丝业务毛利率高于同类公司（%）	14
图表 32: 2008-2018 年纺织品、服装等出口总额	15
图表 33: 2014-2018 年城市/农村衣着 CPI 同比增速	15
图表 34: 下游织机开工率（%）	15
图表 35: 涤纶长丝库存天数长期低位	16
图表 36: 涤纶长丝产能产量	16
图表 37: 涤纶长丝表观消费量	16
图表 38: 2018-2019 年计划新增涤纶长丝装置明细	17
图表 39: 近期涤纶长丝开工率维持高位	17

图表 40: 2016 涤纶长丝区域分布	18
图表 41: 涤纶长丝产业集中度 CR5 不断提升	18
图表 42: 涤纶长丝 POY 价格价差持续上涨	18
图表 43: 盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目建设投资	19
图表 44: 连云港石化产业基地总体规划	20
图表 45: 盛虹炼化、斯尔邦石化、虹港石化直线距离.....	21
图表 46: 盛虹炼化项目主要装置情况	21
图表 47: 盛虹炼化一体化项目产品方案（产能：万吨/年）	22
图表 48: 2017 年炼化产品供需形势	22
图表 49: 码头吞吐量一览表	23
图表 50: 炼化项目盈利预测	24
图表 51: 丙烯腈供需及进出口情况	25
图表 52: 丙烯腈价格及毛利（元/吨）	25
图表 53: 国内 PX 产能发展情况	26
图表 54: PX 需求快速增长，高度依赖进口	26
图表 55: PX 开工情况	26
图表 56: PX 开工情况（近一年）	26
图表 57: PX 拟建和在建产能统计	27
图表 58: 我国 PTA 净进口量及进口依存度变化情况	28
图表 59: PTA 历年产能及产量情况	28
图表 60: PTA 历年开工率	28
图表 61: PTA 价格及价差分析	29
图表 62: 2018-2020 年 PTA 投产计划	29
图表 63: PX-涤纶长丝产业链价差分析（单位：元/吨）	30
图表 64: 长丝产业链产能结构日趋合理	30
图表 65: 聚酯产业链相关公司业绩弹性	31
图表 66: 东方市场主要产品盈利和预测	32
图表 67: 预测和比率	32

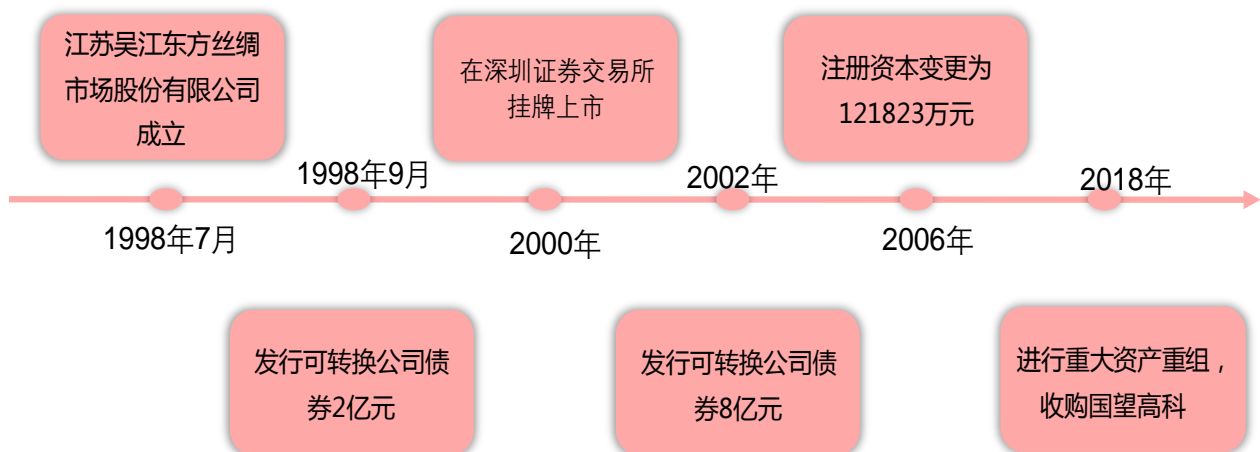
能源业务板块：上市公司稳定利润来源

1.1 原上市公司主体东方市场介绍

东方市场创立于 1998 年，地处江苏省苏南地区有“国家级丝绸星火密集区”之称的盛泽镇。经过二十年的发展，公司依靠中国东方丝绸市场在全国纺织交易市场中的影响力，结合区域纺织产业集聚优势以及自身发展的需求，确立“以市场为核心的纺织业现代综合服务商”的商业模式，以中国东方丝绸市场为载体，以区域内近万家纺织企业和纺织专业商户为服务对象，为区域产业经济提供便利的纺织生产生活配套等服务。

公司主要业务涉及对东方丝绸市场进行经营和管理，并提供电力、热能、广告等多项服务。盛泽镇是纺织产业的汇聚地，也是国内最重要的纺织品集散中心，在经过多年的经营和发展之后，形成了集当地纺织行业的生产、物流、信息及资金等各方面资源于一体的市场体系，在盛泽镇纺织行业的发展过程中发挥了重要作用，在当地经济发展格局中具有重要地位。

图表1： 公司发展历程

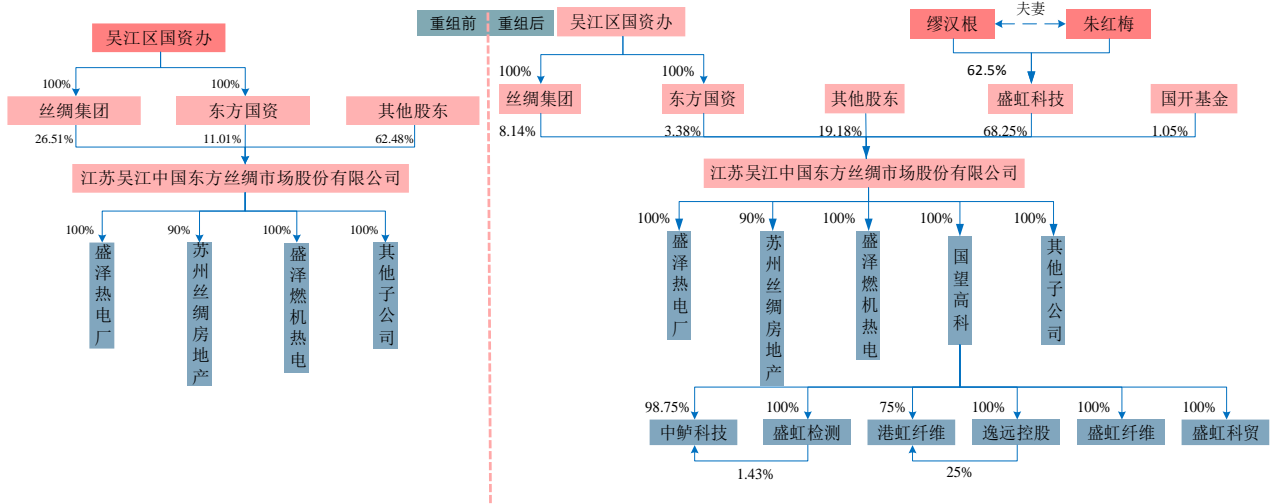


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

盛泽地区较为发达的经济环境、纺织产业的传统优势以及由此形成的中国东方丝绸市场品牌优势对公司的经营发展构成了有力的支撑，但受制于近年来经济增速放缓，公司现主营业务的增长空间较小，发展空间受限。

公司于 2017 年启动重大资产重组，向盛虹科技、国开基金发行股份购买其合计持有的国望高科 100% 股权，在原有业务的基础上，注入盈利能力较强、经营稳定、发展前景广阔的民用涤纶长丝研发、生产和销售业务，以实现公司主营业务的拓展，增强公司的盈利能力和可持续发展能力。本次重大资产重组完成前，上市公司的控股股东为丝绸集团，实际控制人为吴江区国资办。本次重大资产重组完成后，上市公司将持有国望高科 100% 的股权，公司的控股股东变更为盛虹科技，实际控制人变更为缪汉根、朱红梅夫妇。

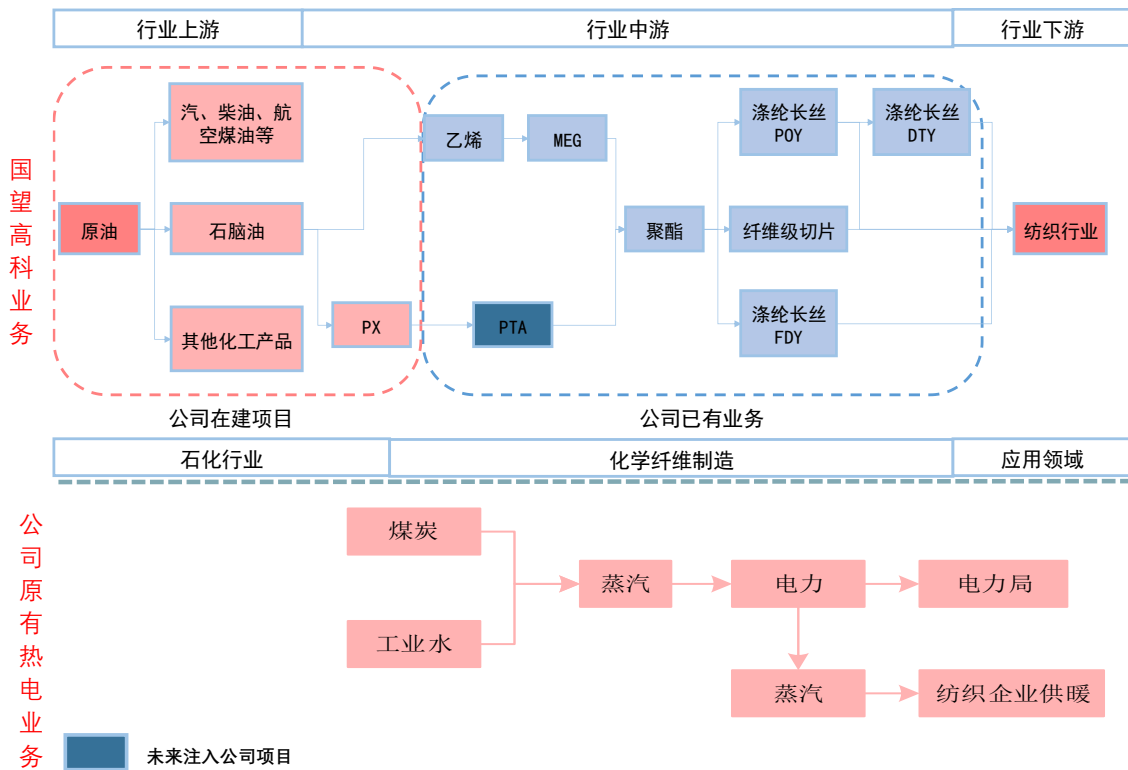
图表2：重组前后东方市场股权结构图对比



资料来源:公司公告, 中信建投证券研究发展部

本次交易完成后, 公司的主要业务变更为以民用涤纶长丝的研发、生产和销售业务为核心, 以电力、热能、营业房出租、房地产开发、平台贸易业务为补充, 上市公司原有业务占收入的比重将低于 10%。

图表3：资产重组后上市公司业务布局

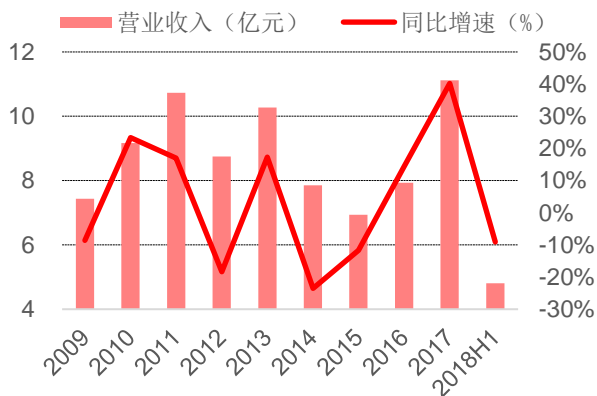


资料来源: 公司官网, 中信建投证券研究发展部

1.2 热电业务为主要营收及毛利来源

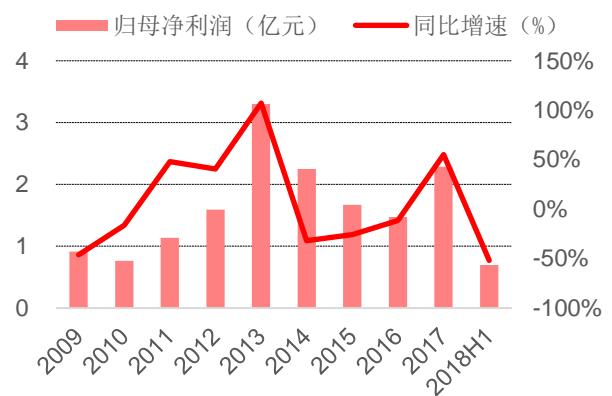
营业收入方面，近年来受益于本地纺织业行情回暖，2015-2017 年公司营收稳步增长，两年复合增长率为 26.6%。由于蒸汽收入增加及平台贸易，2017 年公司营业收入创造新高达到 11.1 亿元，较上年同期增加 40.2%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 55.0%；2018 年上半年公司营业收入 4.8 亿元，归母净利润 0.7 亿元，业绩下降主要原因系 2017 年上半年公司出售纺织城公司 80% 股份、华都石油 90% 股份和全部债券。

图表4： 近年公司营业收入变化情况



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

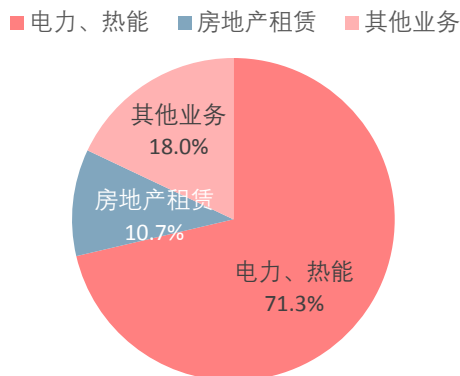
图表5： 近年公司归母净利润变化情况



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

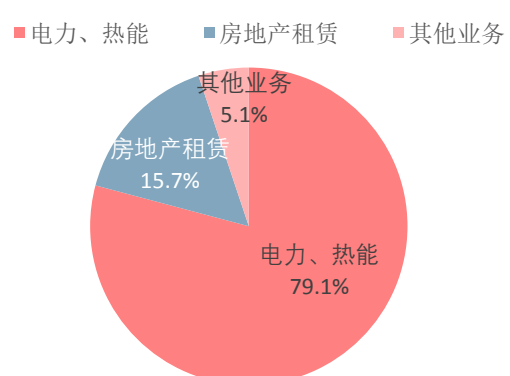
收入、毛利构成方面，2017 年公司实现营业收入 11.1 亿元，公司主营业务电力热能、房地产租赁、平台贸易三类，分别占比 71.3%、10.7%、14.2%，合计占公司收入 96%。2017 年公司实现毛利 3.5 亿元，电力热能、房地产租赁为公司主要毛利来源分别占比 79.1%、15.7%，合计占公司毛利 95%。公司超过 70% 的营收和毛利由热电业务贡献。

图表6： 2017 年营业收入构成



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表7： 2017 年毛利构成

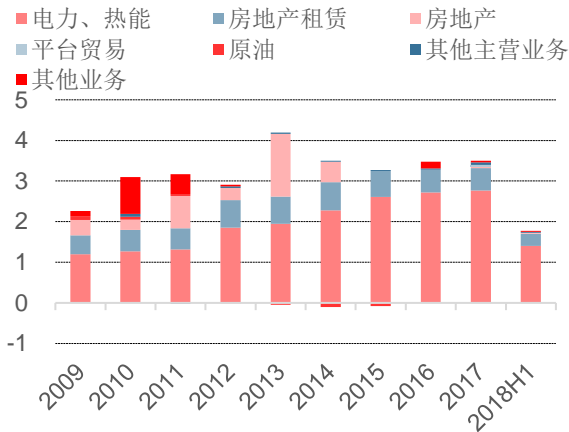


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从业务毛利率来看，电力热能业务及房地产租赁业务毛利率一直处于较高水平，2017 年电力热能、房地

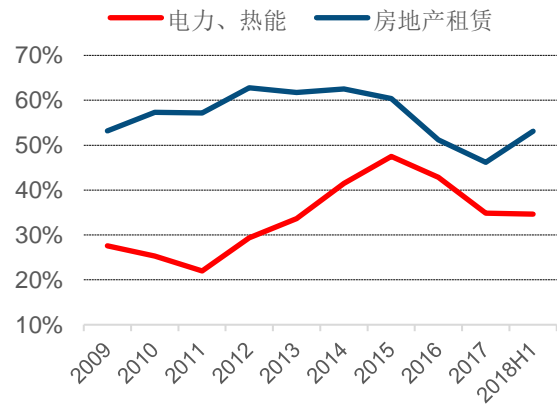
产租赁业务毛利率分别为 34.9%、46.2%。

图表8： 热电业务是公司毛利来源



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表9： 电力、热能及房地产租赁毛利率变化情况

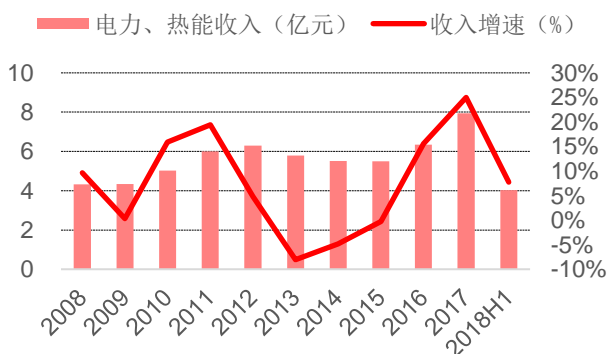


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

1.3 盈利水平：热电业务区域市占率第一，业务经营稳健

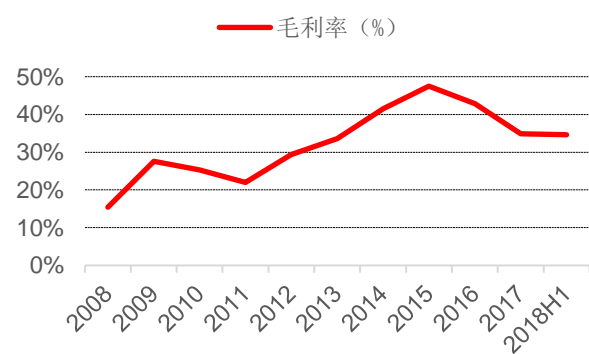
热电业务收入、毛利率较高，近年来受益于本地纺织业行情回暖，印染、涂层等企业用电、用汽量大幅增加等，公司热电业务营业收入及毛利率均保持较高增速。营业收入方面，2014 年电力、热能营业收入为 5.51 亿元；2017 年电力、热能营业收入创造新高，达到 7.94 亿元，毛利率为 34.9%；收入年复合增速为 12.8%，营业收入增加的原因主要是外供汽量、价格较以往同期增加所致。毛利率方面，2014 年年毛利率为 41.5%；2017 年毛利率为 34.9%，毛利率减小是由原料燃煤价格较以往同期大幅增加所致。2018 年上半年热电业务收入为 4.03 亿元，同比增速为 7.7%，毛利率为 34.7%。

图表10： 热电业务收入、成本及增速变化



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表11： 电力热能业务毛利率

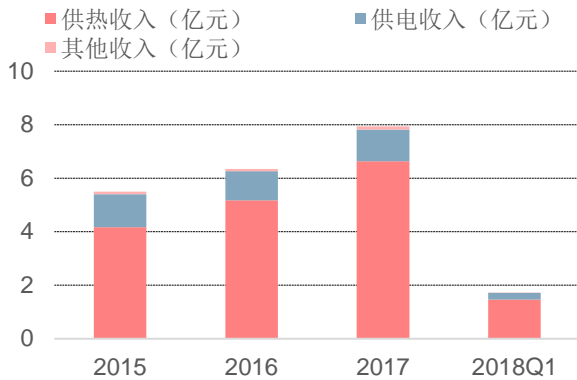


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

业务布局供热为主、供电为辅。营收构成方面，公司热电业务以热能为主、电能为辅。2018 年 Q1 供热收入占热电业务收入的 85%左右，对公司利润贡献突出。营业收入方面，2015 年供热业务收入为 4.17 亿元，2017 年供热业务收入为 6.63 亿元，两年复合增长率为 26.1%，供热业务营收增长迅速；2015-2017 年供电业务营收在

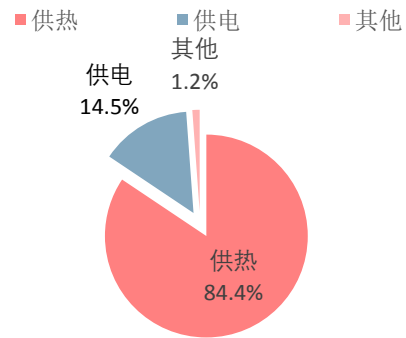
1.1 亿元左右，相对稳定。

图表12： 热电业务营收构成



资料来源：债券评级报告，中信建投证券研究发展部

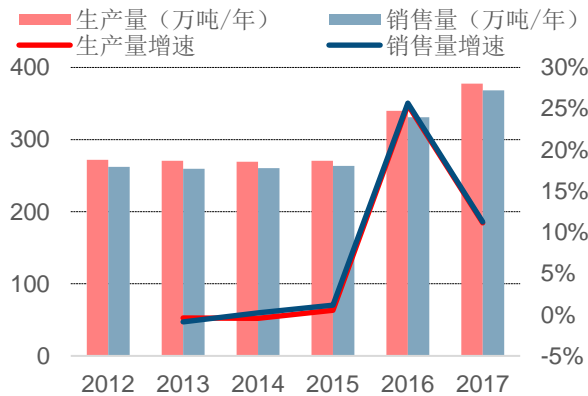
图表13： 2018年 Q1 热电业务营收构成占比



资料来源：债券评级报告，中信建投证券研究发展部

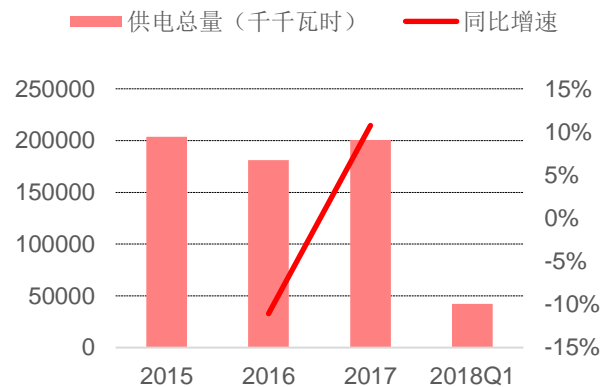
外供汽产量、销量增速明显，供电量明显增加。在保证自有热电需求的同时，公司主要为盛泽镇当地纺织企业提供电力、热能等基础配套服务。近年来由于纺织企业行情回暖，2017 年公司供电量较去年有所提升，达到 2.01 亿千瓦时，主要是由于 2016 年 9 月起新增的用电客户吴江港申纺织印染有限公司用电量达 758 万千瓦时，其他客户用电量也明显增加，公司供热范围扩大，公司供热量稳步增加，2017 年供热量达 368.11 万吨，同比增加 11.34%。

图表14： 近年来外供汽生产量与销量及增速情况



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表15： 近年来供电量及增速情况



资料来源：债券评级报告，中信建投证券研究发展部

供热业务市占率第一，供电业务客户稳定。供热业务方面，2018 年 3 月末公司占有盛泽当地供热市场份额的 65%，在盛泽镇供热市场占比排名第一。2015-2017 年及 2018 年 Q1，公司的供热客户数量分别为 368 户、391 户、398 户和 402 户，主要包括吴江港申纺织印染有限公司、盛虹集团有限公司、苏州运乾纺织整理有限公司等，前五大客户提供收入占供热总收入比重为 25%左右。供电业务方面，公司电热板块的客户全部为盛泽镇当地的企业客户。2015-2017 年及 2018 年 Q1，公司供电用户数量稳定在 13 户，主要有吴江赴东鑫立化纤有限公司、吴江赴东扬程化纤有限公司等，前五大客户贡献收入占供电总收入比重超过 83%，客户集中度高且稳定。

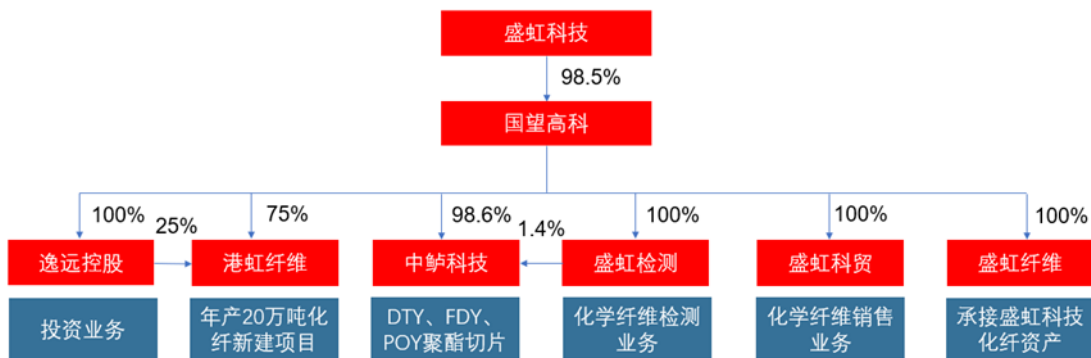
坚持热电联产，新增清洁能源发电项目。电力、热能业务由分公司盛泽热电厂负责经营和管理。公司坚持热电联产，拥有完整的热电生产、供应体系，目前发电机组 5 台，总装机容量 54MW，其中四台 1.2 万千瓦时，1 台 0.6 万千瓦时；蒸汽锅炉 8 台，供热能力 700 吨/小时。目前盛泽热电长的热网管线 120 多公里，蒸汽用户逾 400 家。公司未来拟投资 10.4 亿元，建设 2 台 10 万千瓦级燃机热电联产机组及相应辅助设施，使用清洁能源天然气替代煤炭进行发电，并配套建设电力送出线路，建设期为 1.5 年（预计在 2020 年年底建成投产），项目建成后实现年发电量 12.26 亿度，年供热 384 万 GJ/a，本项目投资内部收益率（所得税后）6.80%，资本金内部收益率 14.87%。项目建成后将替代当地小锅炉和燃煤小煤电等设备。预计未来公司电力、热能业务营收稳步增长，为公司稳定利润来源。

化纤业务板块：主打差别化产品，抗周期风险能力强

2.1 原盛虹集团化纤业务主体国望高科公司介绍

以国望高科为主体整合集团化纤资产，主攻产业链中高端化纤产品。内部资产整合后，由子公司盛虹纤维承接母公司盛虹科技 60 万吨/年的化纤资产，主攻产业链中高端的差别化、功能性纤维产品。子公司国望高科长丝产能为 120 万吨/年，设备最先进，产品差别化率及品质行业领先。子公司中鲈科技和港虹纤维主要从事聚酯切片、差别化纤维的研发生产及销售，中鲈科技化纤产能 10 万吨/年，港虹纤维年产 20 万吨化纤项目目前处于建设阶段，预计 2019 年逐步达产。

图表16： 国望高科成为盛虹集团化纤板块的核心主体



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表17： 化纤板块核心生产经营主体 2017 年产能及业绩

经营主体	产能（万吨/年）	主要产品	营业收入（亿元）	资产总额（亿元）
国望高科	120	DTY、FDY、POY	82.7	103.6
盛虹纤维	60	DTY、FDY、POY	53.0	32.8
中鲈科技	10	DTY、FDY、POY、聚酯切片	14.2	14.9
港虹纤维	20（2019年达产）	DTY、FDY、POY	-	3.7

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

内部整合提升公司内部协同效应，避免增加额外运输成本。整合完成后，由于三家公司之间运输距离较短，其内部交易的运输成本较低，三家公司之间可以对不同产品的原材料需求情况进行整合，在满足客户认证（如需）及同等质量、价格、交期条件下，通过部分原材料的内部优先供应，能够有效保证原材料供应的及时性，进一步降低整体生产成本，提高产品竞争力和整体盈利能力。

图表18： 国望高科、盛虹科技和中鲈科技相对地理位置

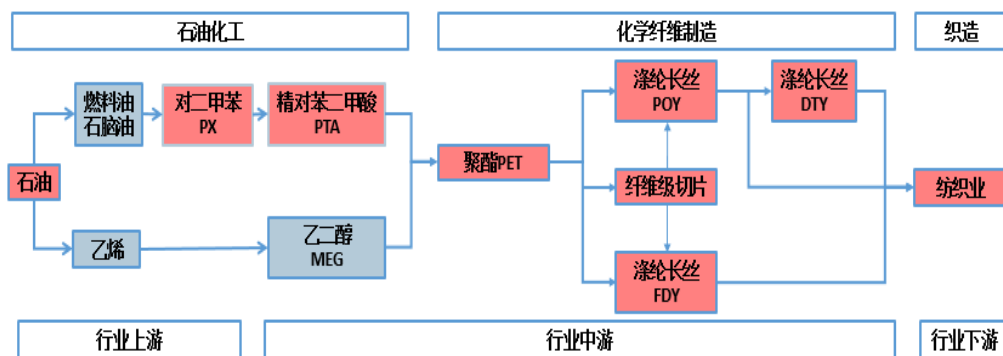


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2.2 化纤差别化战略带来丰厚利润回报，净利润逐年提高

中高端定位主打差异优势，纤维差别化率高达 85%。公司化纤业务成立于 2003 年，经营主体为子公司国望高科、盛虹科技及中鲈科技，年产涤纶长丝系列产品 190 万吨。公司秉承“不搞重复建设、不做常规产品、不采用常规生产技术”的创新思路，将发展重点放在产业链的中高端，主攻差别化、功能性纤维产品，拥有“记忆纤维”专业生产线，成为全球领先的全消光系列纤维、“阳涤复合”等系列多组份复合纤维和世界领先的超细纤维供应商。目前已形成 25 万吨大有光纤维、20 万吨直纺全消光纤维、8 万吨阳离子纤维的差别化纤维生产能力，纤维产品差别化率高达 85%，主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等下游领域。

图表19： 聚酯产业链布局图



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

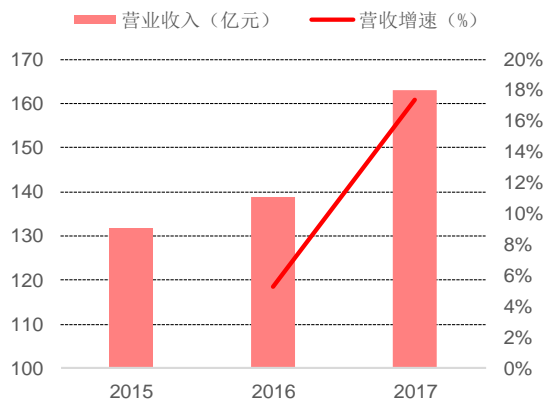
DTY 为公司主要发展方向，差别化竞争促进行业健康发展。公司定位于以高端产品 DTY 为主要发展方向，实现差别化竞争。其中恒力股份、荣盛石化以 FDY 为主，新凤鸣、桐昆股份以 POY 为主，恒逸石化以 DTY、FDY、POY 平衡发展。公司避免行业内的同质化竞争，有助于促进行业的健康发展。

图表20： 公司主要差别化产品说明

差别化类型	示意图	特性	主要用途
细旦		单丝直径极小，为真丝的 1/10，单丝数量极多，手感特别柔软，织物更加舒适	家居毛毯，女士高档服装、运动服、功能性面料
全消光		消光度好、均匀性好，光泽柔和、抗紫外线性能强	窗帘、泳装、运动服，家居毛毯、仿皮革
阳离子		使用阳离子染料染色提高涤纶长丝的染色性能，使织物颜色鲜艳、亮丽	运动 T 恤、沙发布帘窗、混纺多色织物，围巾
阳涤（舞龙纱）		阳离子涤纶长丝与普通涤纶长丝复合，可形成不同组成比例的阳涤风格，获得双色或者多色效果（包括异色，深浅）	运动 T 恤、瑜伽服、户外运动面料
海岛复合丝		通过海岛 POY 及高收缩 FDY 加弹复合后形成海岛复合 DTY。	麂皮绒面料、鞋材、擦拭布家纺
色丝		由聚酯切片和色母粒（色粉）经过高温熔融纺丝而成。	色织面料，用于服装家纺等

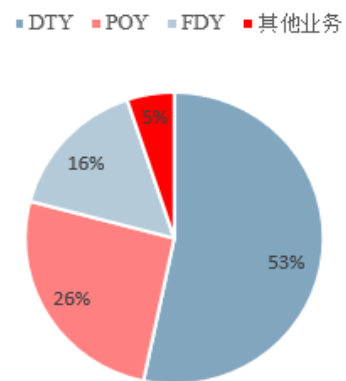
资料来源：公司公告，公开资料，中信建投证券研究发展部

图表21： 近三年营业收入稳步增长（亿元）



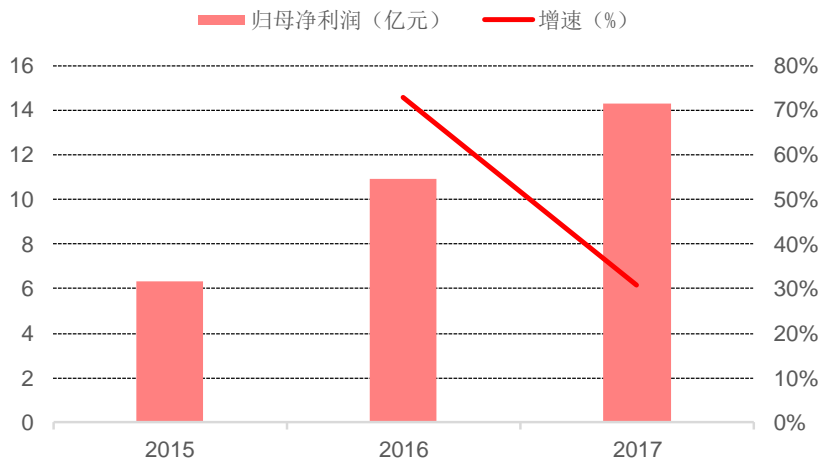
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表22： 近三年各业务营收贡献情况（%）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表23： 近三年净利润稳步增长（单位：亿元）

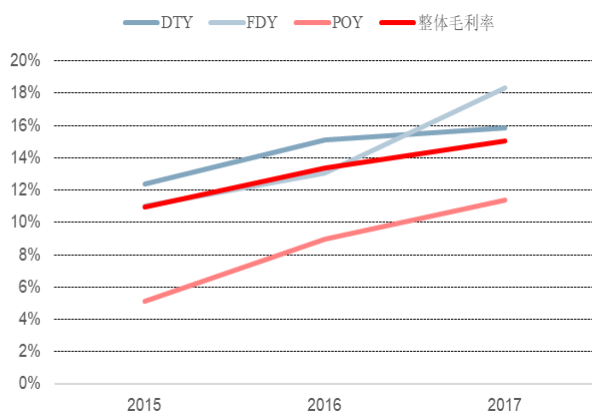


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

化纤板块近三年营收和净利稳步增长，DTY 贡献主要业绩。公司近三年来，营收稳步增长。2015-2017 国望高科营收分别达到 131.9 亿、138.9 亿和 163.0 亿元，其中因长丝景气度回升，长丝均价普遍拉涨，2017 年营收同比增幅达到 17%。2015-2017 年国望高科归母净利润分别达到 6.3 亿、10.9 亿和 14.3 亿元，其中 2016、2017 年归母净利润同比增幅分别为 73% 和 31%。2015-2017 长丝业务占比分别为 99.61%、99.55% 和 98.73%，其中 DTY 销售收入占比分别为 58%、57% 和 53%，贡献主要业绩。

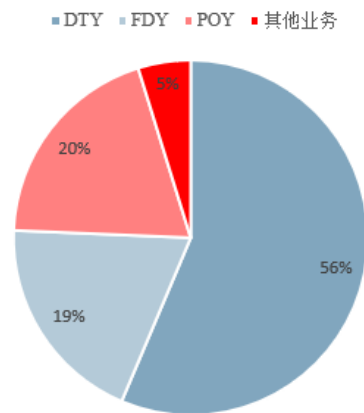
化纤整体毛利率逐年提高，差别化长丝 DTY 为第一大毛利来源。2015 年度及 2016 年度，民用涤纶长丝行业开始复苏，产品售价的下跌幅度小于原材料 PTA、MEG 价格下跌的幅度，2017 年受到下游需求旺盛的影响，产品售价开始上涨，涨幅高于原材料 PTA、MEG 价格上涨幅度，导致国望高科各主要产品毛利率不断提升，同时由于 2015 年和 2016 年国望高科部分扩产能逐步释放，因此报告期化纤各产品毛利额持续增长。毛利绝对值方面，DTY 业务为其第一大毛利来源，2015-2017 年毛利分别为 9.5 亿、11.9 亿和 13.8 亿，分别占比 66%、64% 和 56%。

图表24： 近三年毛利率逐年提高（%）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

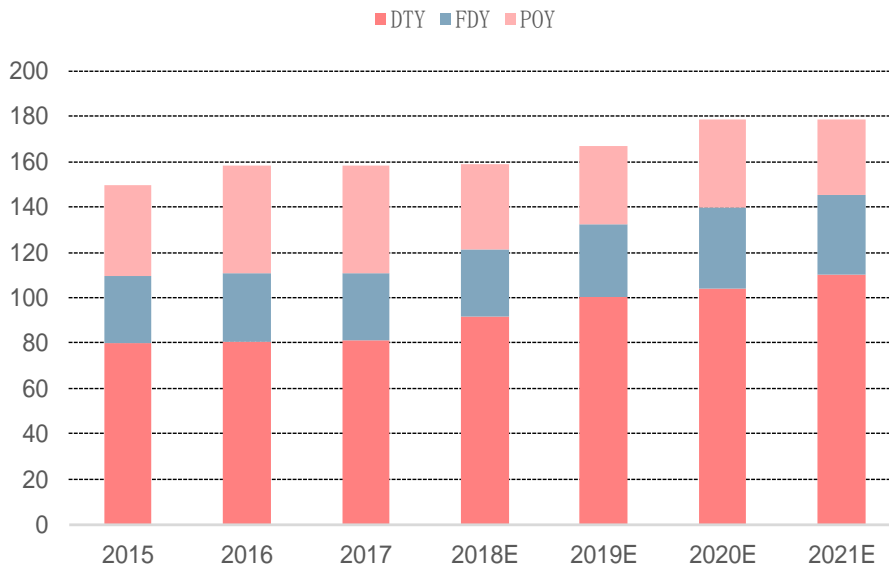
图表25： DTY 为第一大毛利来源（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司 DTY 市占率第一，未来 DTY 产能占比不断提高，盈利可期。2017 年，国望高科 DTY 产量达到 81 万吨，市场占有率行业第一。随着港虹纤维年产 20 万吨差别化化学纤维项目逐步投产以及公司预计采购的 108 台加弹机逐步投入使用，公司长丝产能有望进一步扩张。同时，DTY 产能占比稳步增长，2018-2021 年 DTY 产能预计分别达到 92、100、104 和 110 万吨，产能占比从 2017 年的 51% 将提升至 2021 年的 62%，显著利好公司未来业绩。

图表26： 国望高科 DTY 占比随公司产能增长不断提高（单位：万吨/年）



资料来源:公司公告, 中信建投证券研究发展部

2.3 下游客户粘性强，持续研发投入带来高品牌溢价

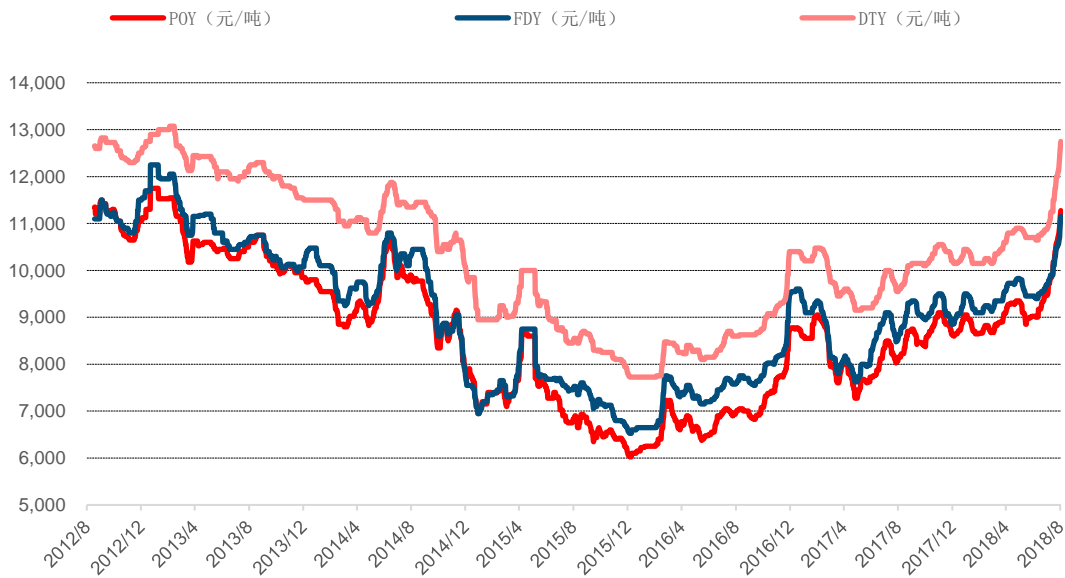
首创直面终端营销模式，与成衣品牌合作提前准确把握市场动向。公司国内首创直面终端的营销模式，摆脱了涤纶长丝行业传统的“纺丝-织造-制衣-成衣品牌”的固有产业链条，直接与产业链终端的成衣品牌进行合作，目前与公司开展深度合作的成衣品牌包括迪卡侬、H&M、优衣库、耐克、阿迪达斯。成衣品牌作为整个产业链的终端，直接面对消费者，掌握了市场流行动态及发展趋势。与成衣品牌进行合作能够帮助公司提前准确把握市场动向，合理安排产能，并积极研发、布局新产品。

差别化产品提高客户忠诚度及公司议价能力。同时，由于差别化产品在品质、功能、手感、色泽、花型等方面均具有独特性，替代成本较高，与终端成衣品牌开展长期合作，能够明显提高客户忠诚度，并进一步提升公司的议价能力，有利于公司保持较高的利润水平。未来国望高科将继续开拓终端成衣品牌，通过自主创新、合作研发等方式进一步增强客户的忠诚度，保证国望高科的盈利能力。

公司长丝销售单价高于市场均价近千元，抗周期性风险强。最近 5 年，由于产能扩张失序及供给侧结构性改革，涤纶价格呈现先下降后上升的趋势，公司销售单价变化趋势与行业周期一致。在 2015 年行业低谷期，公司长丝销售单价仍高于市场均价 600（POY 类型）-2000（DTY 类型）元/吨，显示出较强的抗周期性。17 年景气度恢复后，公司 DTY 单价高于市场均价 2545 元/吨，FDY 单价高于市场均价 1215 元/吨，POY 单价高于市场

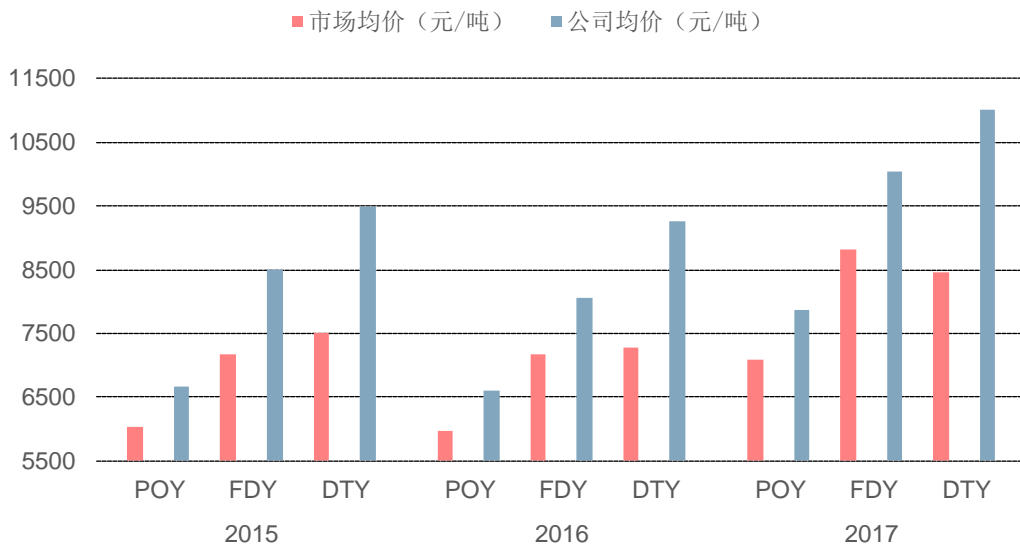
均价 781 元/吨，行业景气有助于公司业绩表现进一步提高。

图表27： 华东市场长丝历史价格（元/吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表28： 近三年国望高科长丝销售单价与市场均价对比（元/吨）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

研发新产品为集团内生基因，品牌效应触达产业链终端。集团自 2003 年化纤业务成立之初，先后成功研发了超细纤维、记忆纤维及吸湿纤维等多种高附加值化纤产品，自主开发的熔体直纺全消光涤纶长丝技术及产品

具有质量稳定、生产成本低等特点，获得了市场及客户的认可。并成功创立自我品牌盛虹®、舞虹纱、冰红丝®、富达纶、SHTHERMAL™、记忆纱 MEMORY™ 和雅爽丝等，与产业链终端成衣品牌建立长期稳定合作关系。同时建立了盛虹纺织品检测中心和化纤检测中心，具有第三方检测机构的法律效力，通过产品检测在国际市场上牢牢掌握话语权。

图表29： 公司主要自主研发项目一览

项目名称	生产技术阶段	技术水平
16.5-33.3dtex / 96-144f 系列超极细涤纶长丝	小规模生产	国际领先
抗菌功能性纤维	试生产	国际先进
阳离子染料可染改性涤纶牵伸丝	大规模生产	国内领先
仿棉系列涤纶长丝	大规模生产	国内领先
大容量高性能加弹机生产阳涤复合低弹丝	大规模生产	国内领先
直接纺环吹风 20D 系列涤纶全牵伸丝	大规模生产	国内领先
“S+Z”无捻合股涤纶长丝	大规模生产	国内领先
高效新型卷绕机生产超极细 FDY	大规模生产	国内领先
“S+Z”双捻向合股丝低弹丝	大规模生产	国内领先

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

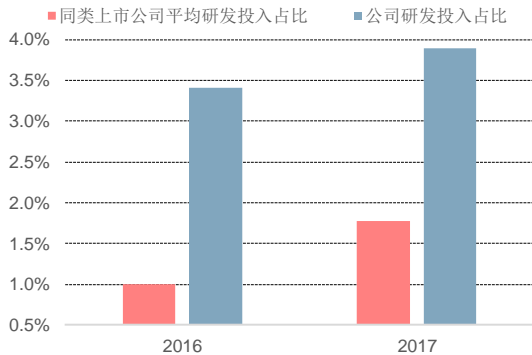
超细纤维全球最大生产基地，掌握单丝 0.15dpf 国际领先技术。超细纤维直径是头发的 1%，具有极强的抗老化性，使用寿命是纯棉制品的 5 倍。目前集团掌握国际领先的单丝 0.15dpf 最新技术，成功跻身新材料领域，产品不仅适用于高级面料，还可应用于气体过滤材料、保温材料、功能纸、电池隔膜等广泛领域。2007 年 7 月，集团盛虹化纤二期 40 万吨熔体直纺超细纤维生产项目成功投产，盛虹化纤超细纤维总生产能力达到 60 万吨/年，超过欧美、日韩等国家和地区的总产量，成为全球最大的超细纤维生产基地。目前在印度等国家，生产的规格基本还集中在 1.0dpf 左右，而盛虹项目目前的生产规格集中于 0.2~0.5dpf。和一般的化纤产品比起来，超细纤维的利润能提高 50%；而采用超细纤维的纺织制品，虽然成本稍有提高，但利润率能提高 20%~30%。

记忆纤维 PTT 切片全球第三个生产基地，提高中国高端服装出口比例。记忆纤维 PTT 为新型改性纤维，具有优异的柔软性和弹性回复性，其制品易洗、快干、免烫，是高档服饰、泳装、运动服的理想面料。2008 年 7 月，中鲈科技顺利投产世界首条 PTT 生产线，形成 3 万吨年产能，成为继壳牌公司和杜邦公司后全世界第三个 PTT 切片生产基地，形成记忆纱 MEMORY™ 品牌，纺丝采用德国巴马格设备，加弹采用日本 TMT 设备，大幅提高中国出口高档服装比例。

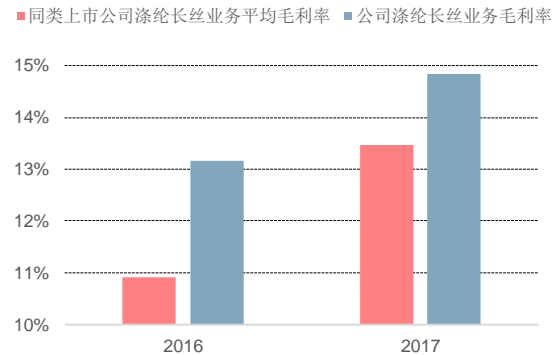
吸湿纤维打造“冰红丝”品牌，与成衣品牌建立稳定合作关系。吸湿纤维面料能够快速吸收汗液并调节衣服内温度，集团以其技术优势成功研制出各类异型细旦吸湿纤维，年产量达 2 万吨/年，并形成知名品牌“冰红丝”，与耐克、阿迪达斯、李宁等国内外知名品牌签订长期使用协议。

持续研发优化成本端，提升差别化产品销售占比，高附加值产品带来高毛利率。**成本端优化：**通过信息化、智能化改造，与传统企业相比，公司可节约 40%-70% 的仓储占地面积，大幅降低土地成本；同时大大减少对人工的需求并有效降低工人的劳动强度，提高劳动效率，节约人工成本 50% 左右，每年能为国望高科新增利润近 4,000 万元。**高毛利率：**目前公司做到了市场上差别化产品的 100% 覆盖，全行业领先。公司差别化产品销售占比高达 80% 以上，其毛利率是常规产品毛利率的 2 倍多。公司研发投入占营收比例在 3.4% 以上高于同类公司平

均研发投入 2 个百分点左右，对应毛利率 2017 年高于同业平均水平 1.3%。

图表30： 公司研发投入高于同类公司（%）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表31： 公司长丝业务毛利率高于同类公司（%）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2.4 化纤行业需求端：纺织服装业回暖，聚酯库存持续下行，支撑价差扩大

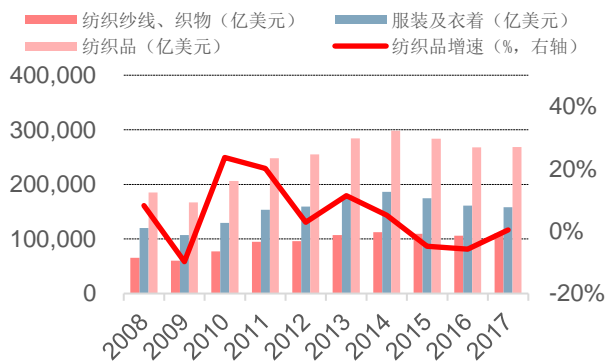
目前，涤纶下游需求有 52% 来自服装，33% 来自家纺，还有 15% 来自产业。涤纶具有结实耐用、弹性好、耐腐蚀、耐光性好、易洗快干等特点，用途非常广泛，不仅可以纯纺，还可以与各种纤维混纺或交织。

纺织行业产能和供给结构不断优化调整，生产增速放缓，国内外销售回暖。根据国家统计局数据，2017 年规模以上纺织企业工业增加值同比增长 4.8%，低于 2016 年同期增速 0.1 个百分点。行业出口呈现企稳回升态势，根据海关数据，2017 年纺织品服装出口总额达 2745.1 亿美元，同比增长 1.6%，较上年同期回升 8.8 个百分点。内需市场继续保持平稳增长，网络消费仍增长较快，2017 年全国限额以上服装鞋帽针纺织品零售额同比增长 7.8%，增速较上年同期提高 0.8 个百分点，全国网上穿着类商品零售额同比增长 20.3%，较上年同期加快 2.2 个百分点。

纺织行业业绩增速良好，转型升级投入持续增加。2017 年，规模以上纺织企业累计实现主营业务收入 68935.6 亿元，同比增长 4.2%，增速较上年提高 0.1 个百分点；实现利润总额 3768.8 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年提高 2.4 个百分点。规模以上企业销售利润率为 5.5%，高于上年同期 0.2 个百分点；产成品周转率为 20.8 次/年，总资产周转率为 1.5 次/年，均与上年同期基本持平；三费比例为 6.5%，略高于上年同期 0.1 个百分点。2017 年全行业 500 万元以上项目固定资产投资完成额达 13507.3 亿元，同比增长 5.2%。其中，东部地区投资额同比增长 7.9%，较上年同期加快 2.4 个百分点，占全国投资增量的 87.2%，由于东部新增产能较少，投资增长较快表明企业转型升级投入积极性较高。

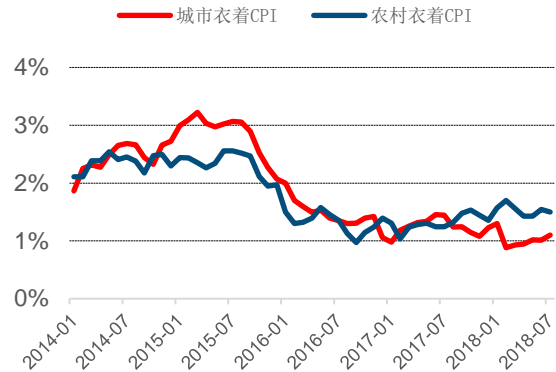
纺织行业景气度回升，下游织物及服装的出口额增速都呈现复苏态势，其中纺织纱线、织物及制品的出口额增速更是扭负为正。服装 CPI 指数呈分化，受消费降级影响，农村衣着 CPI 大幅提升，城市衣着 CPI 先扬后抑。纺织服装行业出口回暖；内需增强，有望稳步复苏，进而拉动上游纤维的需求。下游织机开工率保持在 80% 左右。

图表32： 2008-2018 年纺织品、服装等出口总额



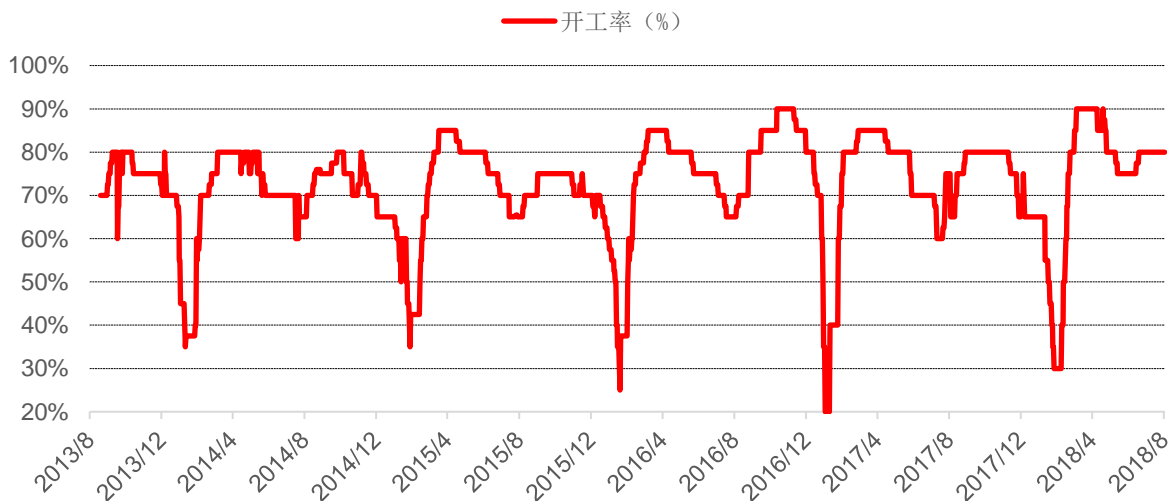
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表33： 2014-2018 年城市/农村衣着 CPI 同比增速



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

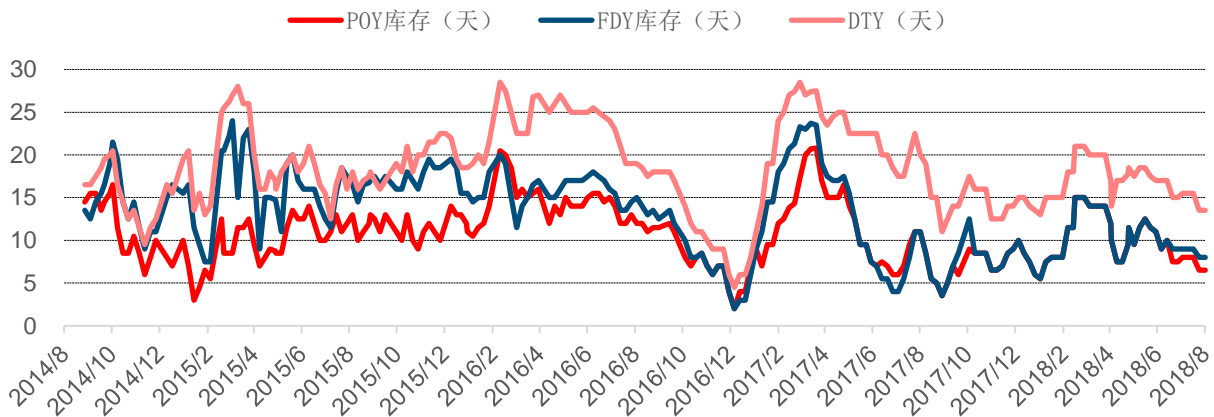
图表34： 下游织机开工率（%）



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

长丝库存低位，供需紧平衡状态，价格进入上行通道。经历 12 年到 16 年上半年长达 4 年的调整，在下游旺盛需求的带动下，2016 年末涤纶长丝库存处于近几年同期低位，涤纶长丝各产品库存下降至历史低位，2016 年四季度长丝迎来价格的大幅度上涨；2017 年 2、3 月份受春节影响，下游纺织业开工率低，而涤纶企业在春节期间照常生产，涤纶长丝库存累积，4 月以来，市场产销情况良好，库存水平不断降低，6 月末 POY, FDY 库存下降至 6 天左右，相比于去年同期低了 8-10 天，9 月份库存创了近几年同期新低。2018 年一季度受到春节效应的影响库存有所累积，但整体还是低于 17 年同期，随着下游织布开工率上升，长丝库存仍将低于往年同期水平，尤其是 POY 库存显著低于其他类型长丝，有力支撑价格上行。

图表35： 涤纶长丝库存天数长期低位



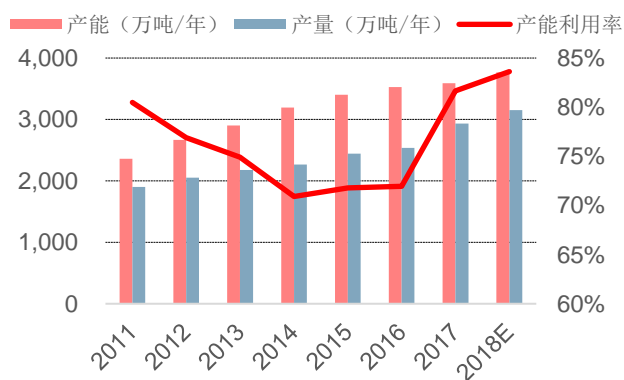
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

2.5 化纤行业供给端：新增产能与新增需求基本匹配，行业集中度提升

我国涤纶长丝需求增长旺盛，近两年复合增速 10.6%：我国涤纶长丝的产能从 2011 年的 2361 万吨增长至 2017 年的 3592 万吨，复合增长率为 7.2%，其中近 2 年复合增速 2.7%。涤纶长丝的消费量从 2011 年的 1820 万吨增长至 2017 年的 2739 万吨，复合增长率为 7.1%，其中近 2 年复合增速达到 10.6%，近 2 年需求复合增速明显高于产能增速。

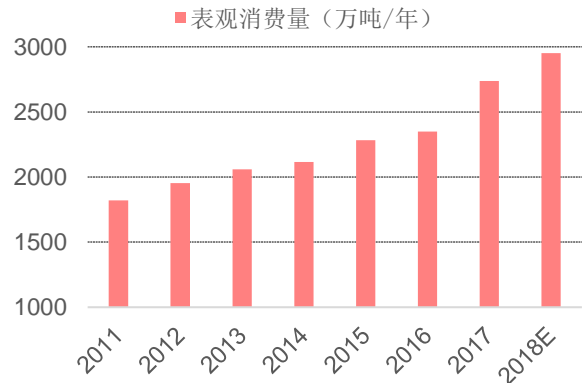
高景气度下，实际开工率接近满负荷：2017 年涤纶长丝景气度非常高，但是涤纶长丝的开工率在 80% 左右，主要原因在于涤纶长丝中高成本的切片法开工率偏低所导致，熔体直纺节省成本 200~300 元/吨，拥有较高比例熔体直纺技术的企业，盈利空间相对较大，市场竞争优势相对明显。据不完全统计，目前我国切片纺工艺的产能占比在 25% 左右（产能约 800 万吨），考虑到切片纺开工率在 50% 左右，测算熔体直纺的开工率在 90% 左右。2018 年 H1 涤纶长丝的开工率维持 86% 左右，实际开工率接近满负荷，18-19 年景气度有望保持。

图表36： 涤纶长丝产能产量



资料来源: Wind, 中纤网, 中信建投证券研究发展部

图表37： 涤纶长丝表观消费量



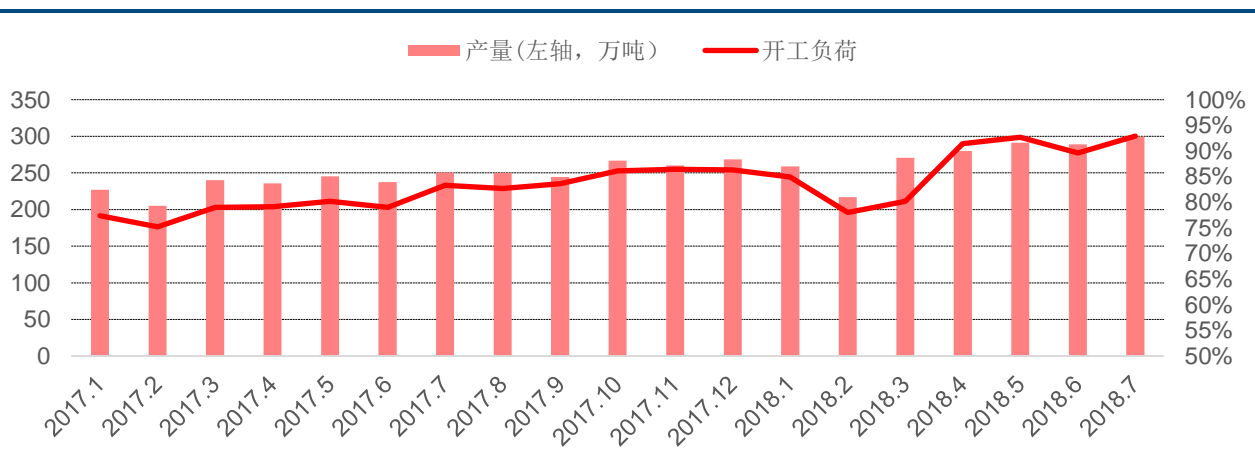
资料来源: 百川资讯, 中纤网, 中信建投证券研究发展部

图表38： 2018-2019 年计划新增涤纶长丝装置明细

企业	新增产能（万吨/年）	产品	计划投产时间
盛虹国望	20	阳离子 POY	Q4
桐昆嘉兴石化	30	FDY	2 月（已投产）
桐昆恒邦三期	20	POY/DTY	3 月（已投产）
新凤鸣中石一期	30	FDY100D 以下	3 月（已投产）
泗阳海欣纤维二期	25	POY	3 月（已投产）
福建山力	25	POY、FDY 各半	7 月（已投产）
新凤鸣中石二期	30	POY	5 月（已投产）
桐昆恒腾三期	60	FDY/POY	6 月（已投产）
新凤鸣中欣	30	POY	18 年 9 月
新凤鸣中维	4	差别化	2019 H2
桐昆恒优	60	POY	2019 H2
桐昆恒邦四期	30	POY	2019 H2
新凤鸣中跃化纤	30	POY	2019 H2
新凤鸣中益化纤	60	差别化	2019 H2
恒逸嘉兴逸鹏	50		2019 H1、H2 各 25 万吨
恒逸海宁项目一期	50		2019 H2
恒力南通	60		2019 H2
计划投产	619		

资料来源：中纤网，卓创资讯，中信建投证券研究发展部

图表39： 近期涤纶长丝开工率维持高位

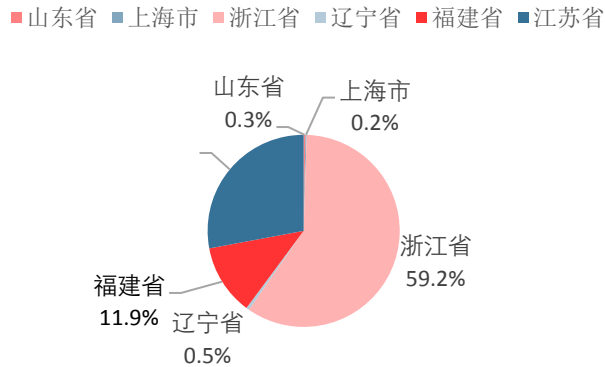


资料来源:Wind, 中纤网, 中信建投证券研究发展部

长丝龙头话语权增强，避免产能无序扩张。长丝细分产品中 POY 集中度已经较高，2017 年全国直纺 POY 产能为 1223 万吨，其中前五大企业桐昆、新凤鸣、盛虹、恒逸和双兔合计产能 572 万吨，占社会总产能的 47%，经过一年的并购整合与龙头扩产，2018 前四家桐昆、新凤鸣、恒逸和盛虹的 POY 有效市占率达到 65%，2019

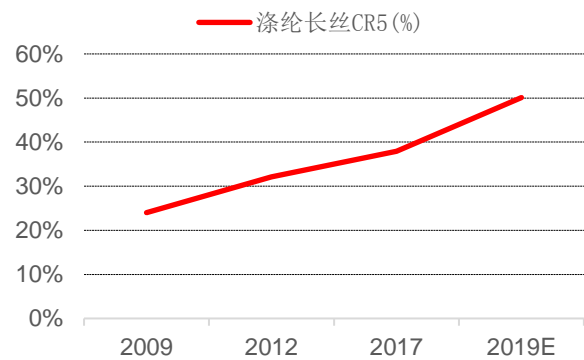
年有望达到 70%。未来随着产能集中度的进一步提高，POY 联盟企业的话语权和定价权将进一步增强，龙头企业议价能力将成为不容忽视的行情支撑点。相较于 2011 年扩产能周期，此次产能扩张集中在行业龙头，新增产能工艺水平更高，综合成本更低，扩张壁垒较高，有效避免中小企业无序扩产，加之龙头企业的规模效应，盈利能力大幅提升。

图表40： 2016 涤纶长丝区域分布



资料来源：中纤网，中信建投证券研究发展部

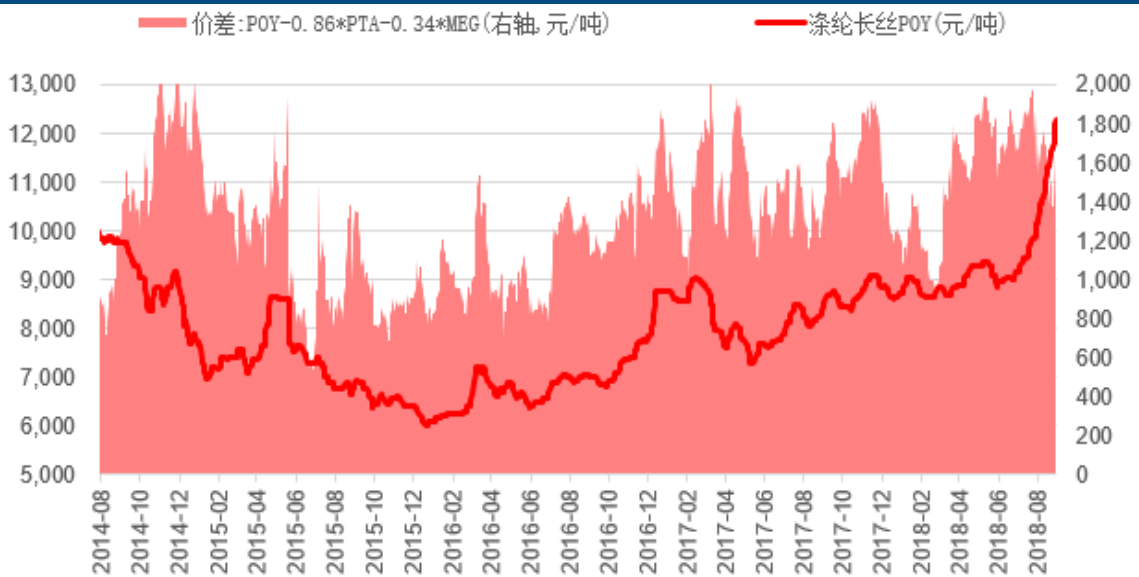
图表41： 涤纶长丝产业集中度 CR5 不断提升



资料来源：中纤网，中信建投证券研究发展部

旺季将至，涤纶长丝行业有望实现大幅盈利：近期涤纶长丝 POY 主流产品报价 12000 元/吨，创 4 年新高。2018 年 7 月市场 POY 均价和价差分别为 9553 元/吨和 1819 元/吨，较去年同期增长 15.4% 和 25.4%。涤纶长丝具有明显的季节性，下半年旺季将至，价格及价差将进一步扩大；同时受近期原油市场影响，原料 PX 及 PTA 价格涨势迅猛，为涤纶长丝价格提供有力支撑。

图表42： 涤纶长丝 POY 价格价差持续上涨



资料来源:Wind，中信建投证券研究发展部

石化+印染业务板块：集团与上市公司共筑“炼化-纺织”完整产业链

3.1 印染行业翘楚，集团优质资产

印染年加工能力 25 亿米，为集团优质资产。盛虹印染是盛虹集团发展的核心主业之一，成立于 1992 年。而集团先后从韩国、日本、奥地利、意大利、瑞士、德国、台湾等国家和地区引进国际先进的生产设备，拥有 25 亿米的世界领先产能，为集团稳定的现金流来源（同行航民股份 10 亿米加工能力，净利润为 5.7 亿元），产品远销美国、德国、土耳其、法国等国家。

“一厂一品”大幅提升企业效率及产品附加值。集团印染工厂经由“一厂一品”战略调整，由原先小规模、低层次的过度竞争转为高效竞争。旗下 20 个分厂均有各自特色的拳头产品，几乎涵盖了中国东方丝绸市场的所有产品门类，使得盛虹印染不仅具有规模优势，并逐步形成了专业化、规模化、标准化的生产格局，产品质量、产品档次和附加值在行业内遥遥领先。

“创新+环保”推动企业不断转型升级。除传统印染工艺外，集团积极研发数码印花工艺，成功开发出几十种数码机印印花。其自主开发的数码机印印花，不仅生产过程短、接单速度快，价格是同类产品的三分之一，而产能提升了 100 倍。同时集团加快调整产品结构，淘汰落后的高耗能、高耗水、低效率设备，并加大节水减排工程的投入，进行节能技术改造，提高水资源的利用效率，减少印染废水产生量。2007 年自主设计、建设日回用 8000 吨的印染废水处理设施，中水回用率达 40%。2011 年底又投资 4000 万元建设中水回用二期，总回用量达 16000 吨/日，大幅度减轻环境压力，提升了印染行业的水利用率。

3.2 开拓上游炼化产业，“PX-PTA-聚酯-长丝”产业链延伸

盛虹炼化 1600 万吨/年炼化一体化项目，总投资 776 亿元，其中建设投资 697 亿元。原油一次加工能力为 1600 万吨/年，芳烃联合装置规模为 280 万吨/年，同时还配有 110 万吨/年的乙烯裂解装置。盛虹炼化一体化项目建成后，每年可生产 PX280 万吨以及汽柴油和航空煤油等产品，盛虹集团的全资子公司虹港石化 150 万吨 PTA 的原料供应将得到进一步保障。根据生产 1 吨 PTA 需要 0.655 吨 PX 计算，盛虹炼化一体化项目建成投产后，虹港石化所需的 PX 可完全实现自给自足。

图表43：盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目建设投资

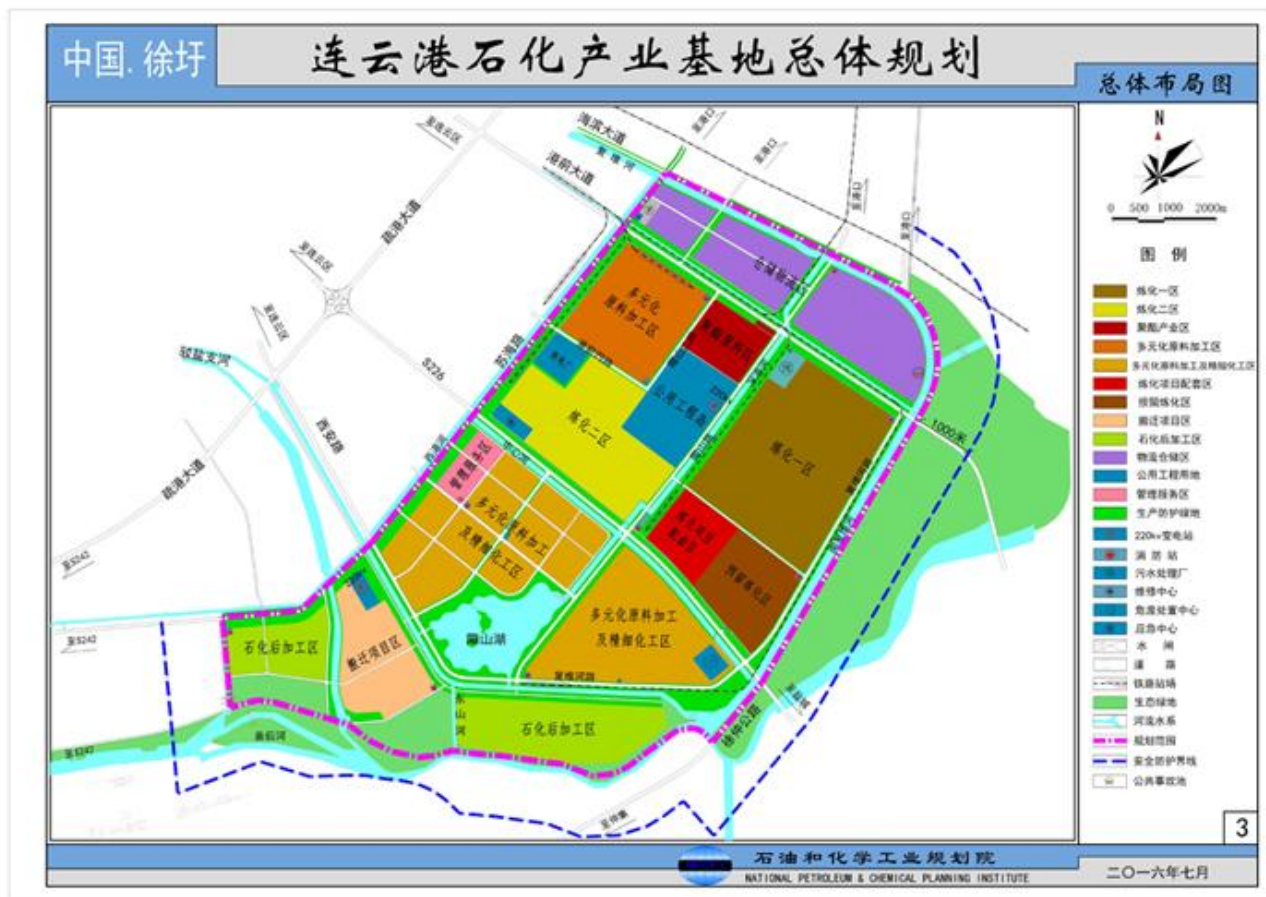
项目	数值(亿元)	占总投资比例
建设投资	697	89.7%
不含增值税建设投资	620	79.8%
建设期利息	36.5	4.70%
流动资金	43.3	5.58%
总投资	776	100%

资料来源：盛虹炼化一体化项目环境影响报告书，中信建投证券研究发展部

项目建成后，盛虹集团产品结构将得到升级，产品种类将更加多元化，产品将涵盖整条产业链。其中，盛虹炼化除了生产汽柴煤油以外，配套 280 万吨 PX 和 110 万吨乙烯等化工产品；而 PX 作为 PTA 的重要原料，虹港石化所需 PTA 生产原料可以完全实现自给自足，减少对外采购 PX 的中间环节，降低采购成本；在 PTA 行业向好的大背景下，其有助于公司盈利提升。

区域优势叠加产业链一体化优势，降低原料运输成本。连云港石化产业基地是国家规划布局的七大石化产业基地之一，位于作为“一带一路”中“丝绸之路经济带”的起始点，具有显著的区域优势，通过铁路直联欧洲，通过海运对接日韩，将为公司的进出口业务保驾护航。同时盛虹集团旗下子公司虹港石化、斯尔邦石化以及在建的盛虹炼化项目均位于基地内，直线距离小于 15km，可高效实现“炼化-化工-化纤”产业链一体化联动，由盛虹炼化向虹港石化及斯尔邦石化提供原料，显著降低原料运输成本。

图表44：连云港石化产业基地总体规划



资料来源：连云港石化基地官网，中信建投证券研究发展部

图表45： 盛虹炼化、斯尔邦石化、虹港石化直线距离



资料来源：公司公告，公开资料，中信建投证券研究发展部

采用国内外先进成熟工艺，为炼化项目夯实基础。盛虹炼化项目包括 1600 万吨常减压和 1040 万吨重油加氢装置(包括 2 套加氢裂化装置和 1 套沸腾床渣油加氢装置)，280 万吨芳烃联合装置，110 万吨乙烯裂解装置；采用了 Axeus、CLG、Dupont、Lyonedel Basell、SHELL 等国外先进工艺包以及国内中石化、中国寰球公司、吉林设计院等成熟技术，工艺流程得到保障。

图表46： 盛虹炼化项目主要装置情况

装置名称	规模	装置名称	规模
常减压整流装置	1600 万吨/年	裂解汽油加氢装置	42 万吨/年
轻烃回收装置	400 万吨/年	芳烃抽提装置	29 万吨/年
煤油加氢装置	180 万吨/年	丁二烯抽提装置	15 万吨/年
焦化装置	200 万吨/年	EVA 装置	30 万吨/年
重油加氢装置	1040 万吨/年	醋酸乙烯装置	30 万吨/年
润滑油异构脱蜡装置	70 万吨/年	EO/EG 装置	60 万吨/年
汽柴油加氢装置	300 万吨/年	苯乙烯装置	60 万吨/年
烷基化装置	30 万吨/年	丙烯腈装置	26 万吨/年
PSA 装置	44 万标准立方米/小时	甲基丙烯酸甲酯装置	9(含 18 万吨/年 SAR)
硫磺回收 (含酸性水汽提、溶剂再生)装置	2240 吨/小时	丙烯酸及酯装置	30 万吨/年/18 万吨/年
芳烃联合装置	280 万吨/年	SAP 装置	24 万吨/年
乙烯裂解装置	110 万吨/年		

资料来源：盛虹炼化一体化项目环境影响报告书，中信建投证券研究发展部

生产工艺方面，盛虹炼化项目原油一次加工能力为 1600 万吨/年，建成后将超越云南石化 1300 万吨/年原油加工能力，单线原油加工能力有望居国内首位；芳烃联合装置规模为 280 万吨/年，加工原油为沙特轻质原油和沙特重质原油的混合原油，其混合比例为 1:1。其混合原油平均硫含量为 2.51%wt，酸酯为 0.14mg KOH/g。项目采用常减压+加氢裂化/渣油加氢+芳烃的工艺路线，具有产品质量好、液体产品收率高等优点。

图表47： 盛虹炼化一体化项目产品方案（产能：万吨/年）

产品	产能	占比	产品	产能	占比	产品	产能	占比	产品	产能	占比
成品油			化工产品						其他产品		
国 VI 汽油	240.0	16.00%	苯乙烯	63.5	4.23%	甲基丙烯酸甲酯(MMA)	8.67	0.58%	润滑油基础油	61.6	4.11%
航空煤油	150.0	10.00%	一乙二醇(MEG)	57.0	3.80%	乙烯 C5	8.17	0.54%	分子筛料	50.6	3.37%
国 VI 柴油	200.0	13.33%	丙烯腈	27.0	1.80%	二乙二醇(DEG)	5.77	0.38%	硫磺	42.9	2.86%
小计	590	39.3%	高分子吸水树脂(SAP)	24.0	1.60%	丙烯	4.19	0.28%	7#工业级白油料	25.3	1.69%
石油芳烃			醋酸乙烯	22.6	1.50%	乙烯 C9	2.6	0.17%	D130 溶剂油料	19.0	1.27%
对二甲苯	280.0	18.67%	普通 EVA	20.0	1.33%	乙腈	0.74	0.05%	200#溶剂油	17.7	1.18%
C9+芳烃	22.7	1.51%	丙烯酸丁酯	18.0	1.20%	三乙二醇(TEG)	0.4	0.03%	5#工业级白油料	12.7	0.84%
苯	20.7	1.38%	丁二烯	15.2	1.02%	小计	314.84	20.99%	戊烷发泡剂	10.0	0.66%
小计	323.39	21.56%	环氧乙烷(EO)	15.0	1.00%				D110 溶剂油料	6.32	0.42%
			乙烯	12.0	0.80%				液化石油气	5.57	0.37%
			高 VA 含量 EVA	10.0	0.67%				小计	251.69	16.78%
总计	1480	100%									

资料来源：盛虹炼化一体化项目环境影响报告书，中信建投证券研究发展部

炼化一体化项目产品对外依存度高，前景大好。盛虹炼化一体化项目主要产品如硫磺、EVA 树脂、乙二醇、PX 等的对外依存度均超过 50%，炼化一体化项目建成后，将极大地缓解这一状况。

图表48： 2017 年炼化产品供需形势

品种	产能 (万吨/年)	产量 (万吨/年)	净进口量 (万吨/年)	表观消费量 (万吨/年)	自给率 (%)	开工率 (%)	对外依存度 (%)
硫磺	1028.2	570	1118.9	1695.3	34.10%	55.80%	65.9%
EVA 树脂	97.2	55	97	152	36.20%	56.60%	63.8%
乙二醇	748	610	873	1483	41.10%	81.60%	58.9%
PX	1440	1027	806.8	2327.5	43.97%	71%	56.0%
苯乙烯	845.7	746	315	1061	70.30%	88.30%	29.7%

品种	产能 (万吨/年)	产量 (万吨/年)	净进口量 (万吨/年)	表观消费量 (万吨/年)	自给率(%)	开工率(%)	对外依存度 (%)
苯	1216.4	897.7	251.9	1159.3	78.60%	74.10%	21.4%
丙烯腈	195	172.5	25.9	200.1	86.60%	88.70%	13.4%
丁二烯	371.5	264.2	35.5	302.4	88.30%	71.60%	11.7%
MMA	84.2	59.6	6.6	65.4	89.90%	69.20%	10.1%
醋酸乙烯	346.8	182	8	190	96.10%	52.60%	3.9%

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

自建 30 万吨原油码头，大幅削减运输成本。盛虹炼化一体化项目配有一个 30 万吨级原油码头，共 5 个泊位，其中 1 个泊位是原油泊位，泊位长度 412m，满足停靠 10 万吨级~30 万吨级原油船的要求，设计吞吐量 1600 万吨/年；另有 4 个 5 万吨级液体化工泊位，泊位码头总长度为 1258m，宽度 25m。考虑到每年原油进口、成品油及其他化工品出口的码头吞吐量，自建原油码头作业成本与外租码头成本相比具备较大的成本优势，有望大幅节约码头相关成本。

图表49： 码头吞吐量一览表

货种	进港(万吨/年)	出港(万吨/年)	总计(万吨/年)
原油	1600		1600
醋酸	21.84		21.84
正丁醇	10.94		10.94
丙酮	5.66		5.66
国 VI 汽油		144	144
航空煤油		90	90
柴油		120	120
润滑油基础油		36.97	36.97
苯		14.52	14.52
对二甲苯		96	96
乙二醇		34.2	34.2
苯乙烯		38.08	38.08
丙烯腈		10.82	10.82
丙烯酸丁酯		10.8	10.8
丁二烯		7.61	7.61
总计	1638.44	603	2241.44

资料来源：盛虹炼化一体化项目环境影响报告书，中信建投证券研究发展部

具备产业链扩展基础，炼化项目展翅待飞。项目实施后，年均可实现营业收入 722 亿元，利润总额 101 亿元，上缴增值税、营业税金及附加所得税 153 亿元，净利润 75.6 亿元，折合单位炼油净利润 472 元，吨油加工成本为 996 元，税后财务内部收益率为 14.02%，税后投资回收期为 8.46 年。**全面建成后，将助推集团历史性迈入“世界 500 强”行列。**

图表50：炼化项目盈利预测

财务项目	数值	备注
年均营业收入	722.10 亿元	生产期内平均
年均总成本费用	512.63 亿元	生产期内平均
年均增值税	44.63 亿元	生产期内平均
年均营业税金及附加	108.70 亿元	生产期内平均
年均利润总额	100.76 亿元	生产期内平均
年均总税前利润(EBIT)	109.51 亿元	生产期内平均
年均所得税	25.19 亿元	生产期内平均
年均净利润	75.57 亿元	生产期内平均
吨原油利润	472.33 元	
炼化一体化吨原油加工成本	996.14 元	不含其他原料

资料来源：盛虹炼化一体化项目环境影响报告书，中信建投证券研究发展部

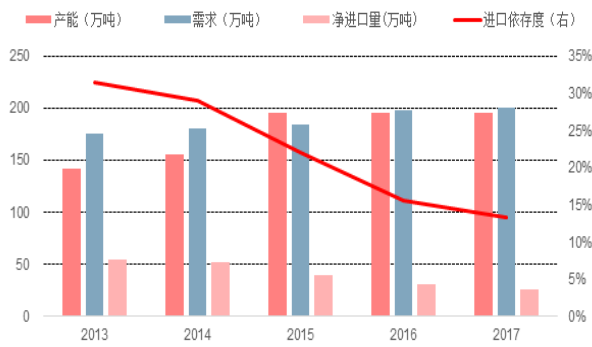
3.3 巩固化工业务，构成“炼化-化工-化纤”三化一体

虹港石化产品升级，为集团长丝产业添砖加瓦。由于产品指标以及缺乏竞争力的问题，公司于 2017 年底完成了对之前 150 万吨 TPA(纤维级对苯二甲酸)项目的改建,改建完成后每年可生产 150 万吨 PTA(精对苯二甲酸)，增强了产品的市场竞争力，同时为盛虹集团旗下的化纤产业提供原料，转产后经济效益明显。盛虹石化 240 万吨/年 PTA 改扩建项目也已完成第一次环评公示；同时，为了彻底解决国望高科的 PTA 关联采购问题，承诺一年内启动将虹港石化整体注入上市公司的工作。

斯尔邦石化全球最大单套 MTO 工厂，昂首进军 C2、C3 产业。斯尔邦石化拥有全球最大单套 MTO 工厂，单线年消耗甲醇 240 万吨，烯烃年产量达 90 万吨/年。工艺采用霍尼韦尔旗下 UOP 公司 MTO 技术，该技术单吨烯烃的甲醇原料能耗比传统的甲醇制烯烃工艺低，平均每吨能耗降低 50 个千克标煤。同时可以根据市场供需盈利前景灵活调节丙烯/乙烯产品比，以帮助企业更好地应对市场需求变化。此外，下游配套 86.7 万吨烯烃下游衍生物产品，标志着**盛虹已具备运营高度复杂石化装置的能力和关键技术储备。**

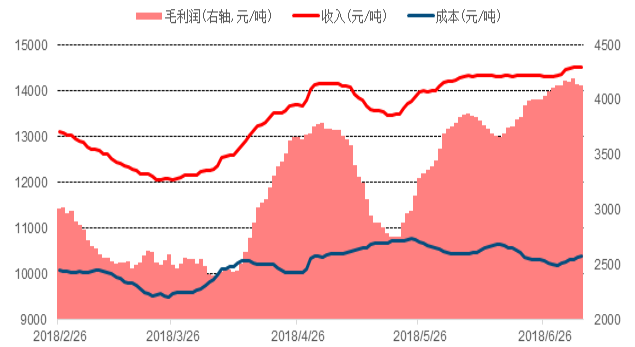
产品附加值高，盈利能力可观。公司以甲醇制烯烃为龙头，利用乙烯、丙烯为原料生产其下游高附加值产品，包括乙烯-醋酸乙烯共聚树脂 (EVA)、环氧乙烷及衍生物、丙烯腈、甲基丙烯酸甲酯 (MMA)、丁辛醇、丙烯酸及酯、高吸水树脂 (SAP) 等产品。其中，由于国内**丙烯腈供需紧张，丙烯腈行情持续向好**，公司已有**26 万吨丙烯腈产能，盈利能力可观。**该项目 2012 年 10 月动工，已于 2017 年全部建成投产，项目预计可实现年销售收入 300 亿元。

图表51: 丙烯酸供需及进出口情况



资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

图表52: 丙烯酸价格及毛利 (元/吨)

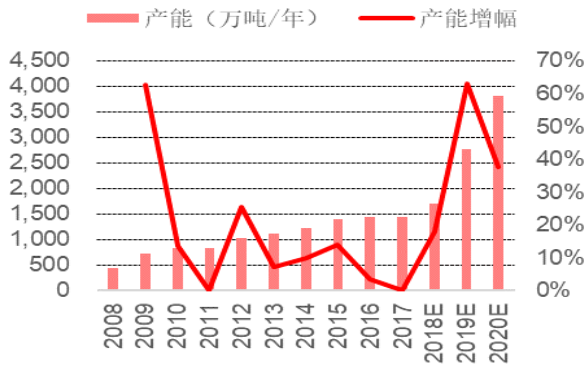


资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

聚酯产业盈利向上游转移，炼化一体化大势所趋

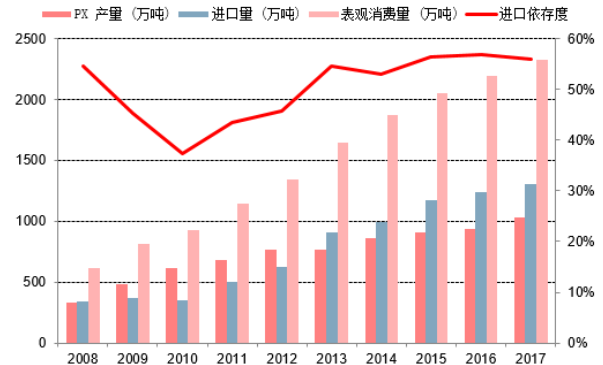
4.1 PX 进口依赖度高，国内产能投放在即

图表53：国内PX产能发展情况



资料来源：中纤网，中信建投证券研究发展部

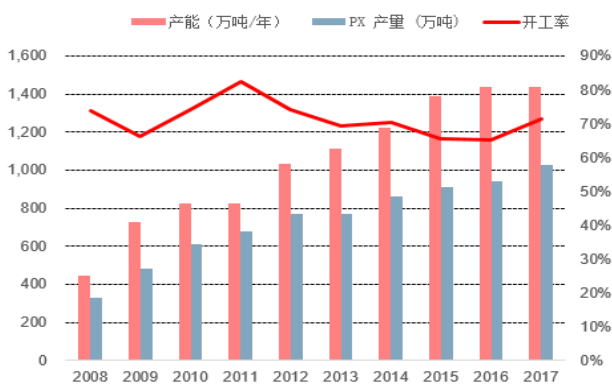
图表54：PX需求快速增长，高度依赖进口



资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

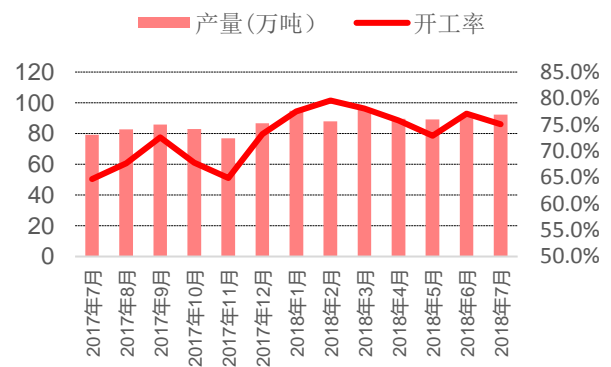
我国PX供应紧张，2017进口依赖度56%，PX产能缺口不断增大：2009-2016年，PX复合产能增速为9%，表观消费量复合增速13%，需求增加旺盛；截至2017年年底，中国PX产能1440万吨/年，产量为1027万吨，而对PX需求量为2327.5万吨/年，供需缺口1300万吨/年，进口依赖程度达56%。从2001年到2010年，中国PX产能发展较为迅速，平均增速在20%附近，生产能力成为全球第一。2009年，由于福佳大化、中海油惠州以及上海石化二期集中投产，PX产能增速达到了63%的高位。但在2011年和2013年，中国都没有新增PX产能。近年国内PTA产能持续走高，而PX建设步伐放缓，产能开始无法满足需求，2018年7月国内PX开工率为75%。

图表55：PX开工情况



资料来源：中纤网，中信建投证券研究发展部

图表56：PX开工情况（近一年）



资料来源：中纤网，中信建投证券研究发展部

PX新增产能投放在即，供应紧张将得到缓解：“十三五”规划中PX作为重点发展行业中的焦点产品，预计至2020年，自给率将提高至65-70%。19年以后有恒力石化、浙江石化等将近1600万吨投产（具体要看实际投

产情况)，未来国内 PX 的供需缺口会逐步收窄。随着这些项目在 19 年底和 20 年陆续达产，我国 PX 必将实现自给，PX-PTA 供需关系发生改变，PX 议价能力也有望降低，国内企业也实现了“炼油-PX-PTA-聚酯-涤纶长丝”产业链全产业链覆盖，原材料成本的降低利好现有的 PX 下游 PTA 和涤纶长丝生产企业。

图表57：PX 拟建和在建产能统计

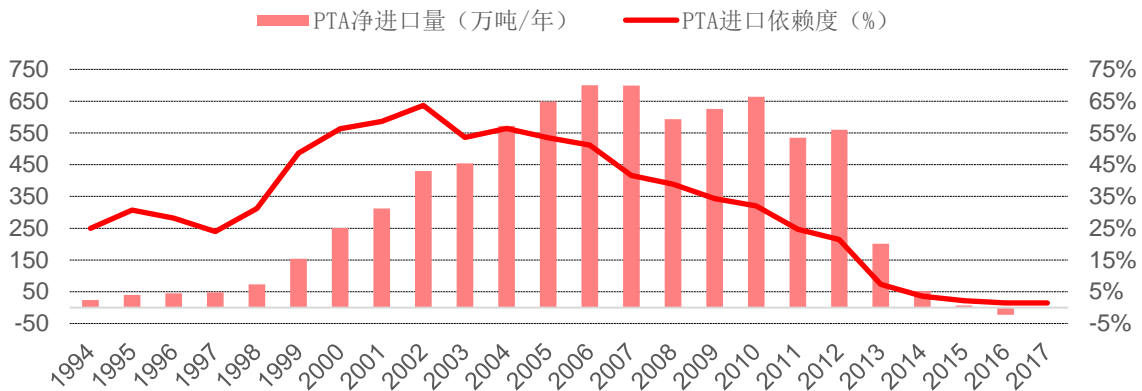
省市	企业	产能（万吨）	投产时间
福建	腾龙芳烃（复产）	160	2018Q4 复产
广东	中海油惠州石化	100	2019
海南	中石化海南炼化	60	2019
福建	中化泉州	80	2019
辽宁	恒力石化	450	2019
浙江	浙石化一期	400	2019
河北	玖瑞化工	80	2019
浙江	中金石化二期	200	2020 以后
江苏	盛虹石化	280	2020 以后
天津	汉邦石化	160	2020 以后
浙江	浙石化二期	400	2020 以后

资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

4.2 PTA 实际供需改善，价差显著扩大，18-19 年无新增产能

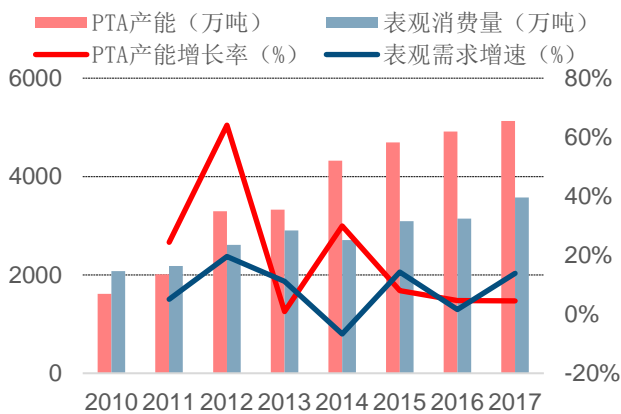
产能过剩导致低端产能清退，PTA 供需关系改善，开工率回暖：10-11 年 PTA 处于暴利状态，进口依赖度比较大，在利益的驱动下，国内 PTA 产能从 2010 年的 1600 万吨激增至 2012 年的 3200 万吨，2 年全行业产能翻一倍，行业很快由暴利状态进入亏损状态；还有 1000 多万吨推迟到 14 年才投产，14 年达到 4320 万吨，产能增长率也达到 33%。2010-2017 PTA 产能复合增速 15%，大量产能投放让我国摆脱了 PTA 进口的局面，然而产能过剩导致 PTA 企业开工率不足，2014 以后 PTA 产能增速放缓；2010-2017 PTA 表观消费量复合增速 7%，14 年后供需关系改善，消费量增长速率大于新建产能，落后产能逐步出清，开工率稳步提升。2017 年开工率为 76.13%，相对于 15 年的 65% 开工率已有大的提高，2018 年 Q1 开工率突破 80%，高达 84.04%。

图表58：我国PTA净进口量及进口依存度变化情况



资料来源：化纤工业协会，公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表59：PTA 历年产能及产量情况



资料来源：中纤网，中信建投证券研究发展部

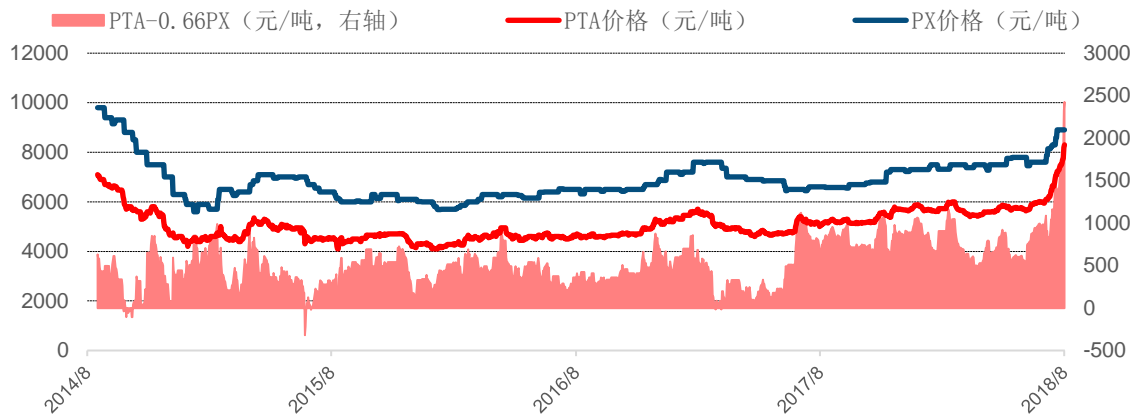
图表60：PTA 历年开工率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

PTA 行业持续亏损长达 5 年，2017 年下半年以来 PTA 价差显著扩大。PTA 价格从 12-13 年 8000-9000 元/吨，一路下跌到只有 4000 多元/吨，PTA 行业持续亏损长达 5 年。伴随着 PTA 持续的亏损远东石化申请破产，翔鹭石化 15 年上半年因 PX 发生爆炸被迫停产，行业长期停产的产能多达 1300 多万吨，而下游聚酯维持稳定增长（6-7%），PTA 行业供需格局开始好转，2017 年二季度 PTA 价差触底（二季度平均价差在 300 元/吨），2017 年下半年 PTA 的价差维持在 800-900 元/吨。进入 2018 年，受下游涤纶长丝需求保持旺盛、PTA 生产设备检修以及原油维持成本高位的影响，PTA 价格维持在高位。

图表61: PTA 价格及价差分析



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

2018-2019 年 PTA 将迎来盈利黄金时代。截至 2016 年 6 月中国处于关停状态的 PTA 装置产能超过 1400 万吨/年, 接近 PTA 总产能的 1/3。与此同时, 新投产产能增速也有所放缓, 2017 年上半年, 仅有蓬威石化 90 万吨装置开车, 在 7 月恒力 1 号生产线检修刺激下, PTA 价格大涨。即使远东和翔鹭相继复产(这 2 家复产合计近 600 万吨), 桐昆股份的 200 万吨自用 PTA 于 12 月底顺利投产, 2017 年下半年到 2018 年一季度 PTA 价格仍然表现强劲的上涨势头。目前加工费维持较高水平, 表明下游需求非常强劲。从目前公布的新投产产能情况, 18-19 年 PTA 行业基本没有新增产能, 而下游聚酯产能投放速度为 6%, 我们判断 18-19 年 PTA 将迎来盈利黄金时代, 近期 PTA 的高盈利验证了此前在大炼化深度报告中观点。

图表62: 2018-2020 年 PTA 投产计划

企业	地区	设计产能(万吨/年)	预计投产时间
晟达石化	四川	110	2018 年四季度
新凤鸣	浙江	250	2019 年三季度末
恒力石化	辽宁	250	2019 年年底
虹港石化	江苏	250	2020 年后
逸盛宁波	浙江	330	2020 年
宁波台化	浙江	150	2020 年
福建百宏	福建	250	2020 年
华彬石化	浙江	220	2021 年
江阴汉邦	天津	220	2022 年

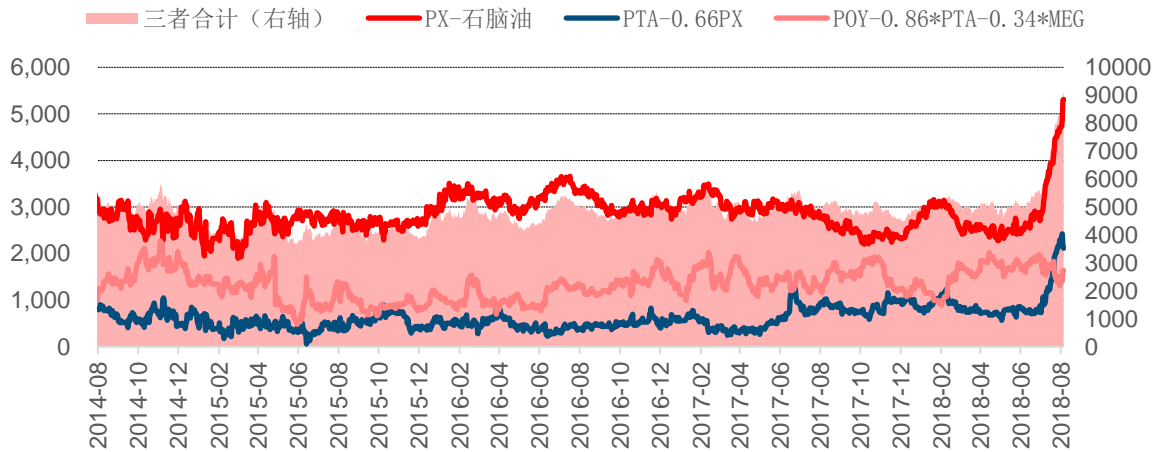
资料来源: 卓创资讯, 中纤网, 中信建投证券研究发展部

4.3 聚酯产业链盈利能力持续增强, 一体化项目打开企业未来增长空间

“PX-PTA-涤纶长丝”产业链盈利稳步上涨。从 2016 年开始, “PX-PTA-涤纶长丝”产业链景气度回暖, 盈利能力逐步改善震荡向上; 涤纶长丝至石脑油价差总和从 2015 年的约 3800 元/吨上升至 2016 年约 4400 元/吨, 2017 年到达约 4600 元/吨。随着涤纶长丝下游需求的进一步提高, 以及国际油价变动导致的 PX, PTA 价格上涨, 2018 年涤纶长丝产业盈利稳步上涨, 上半年长丝至石脑油价差总和达到 5000 元/吨。近期总价差上升至 9000

元/吨。因此发展一体化炼化项目可以获取整个“PX-PTA-涤纶长丝”产业链利润，同时可加强公司上下游议价权和抗风险能力。

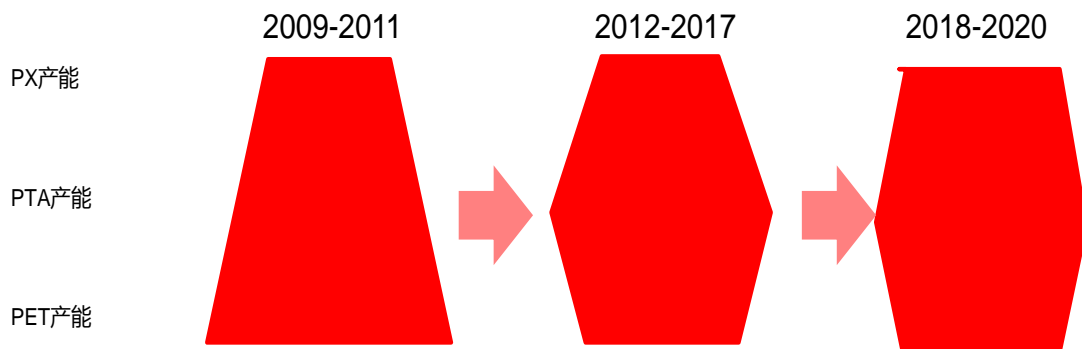
图表63： PX-涤纶长丝产业链价差分析（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

聚酯产业链产能结构日趋合理：总体而言，2018-2019年聚酯产业链产能结构日趋合理，供需结构也趋于良性疏导，产业链上下游价格传导更加顺畅，而且国内逐步形成了5-6家“炼化-化纤”产业链一体化的企业，告别过去单个产品高度竞争的格局，而且长丝占到整个纺织服装企业成本偏低，产业链整体利润水平有望大幅度提高。

图表64： 长丝产业链产能结构日趋合理



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表65： 聚酯产业链相关公司业绩弹性

企业	PTA 产能 (万吨)	涤纶产能 (万吨)	炼化 权益产能 (万吨)	市值 (亿元)	PTA 市值弹性 (万吨/亿元 亿)	长丝 市值弹性 (万吨/亿 元)	炼化 市值弹性(万 吨/亿元)	PTA 业绩弹性 (上涨 100 元 /吨, 亿元)	长丝业绩弹 性(上涨 100 元/吨, 亿元)
桐昆股份	400	580	400	331	1.21	1.75	1.21	2.56	3.72
恒逸石化	615	170	560	387	1.59	0.44	1.45	3.94	1.09
荣盛石化	600	100	1020	723	0.83	0.14	1.41	3.85	0.64
恒力股份	660	140	2000	824	0.80	0.17	2.43	4.23	0.90
新凤鸣	0	333	0	189	0.00	1.76	0.00	0.00	2.13
东方市场	150 (待注入)	190	1600 (注入预期)	264	0.57	0.72	6.06	0.96	1.22

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

核心假设与盈利预测

核心假设：1) 18年涤纶预取向丝(POY)由于产能转移减少产能10万吨，涤纶加弹丝(DTY)新增产能10万吨；19年涤纶预取向丝(POY)减少产能3万吨，涤纶加弹丝(DTY)新增产能9万吨，涤纶牵引丝(FDY)新增产能2万吨；2020年涤纶预取向丝(POY)新增产能10万吨，涤纶加弹丝(DTY)新增产能4万吨，涤纶牵引丝(FDY)新增产能6万吨。2) 暂不考虑PTA和炼化业务注入

图表66： 东方市场主要产品盈利和预测

产品		2017	2018E	2019E	2020E
涤纶预取向丝(POY)	销售额(百万)	4197.28	3298.28	3188.02	3768.45
	毛利率(%)	11.40%	11.00%	11.00%	11.00%
	毛利(百万)	478.49	362.81	350.68	414.53
涤纶牵引丝(FDY)	销售额(百万)	2575.51	2835.45	3235.63	3805.56
	毛利率(%)	18.33%	17.50%	17.50%	17.50%
	毛利(百万)	472.09	496.20	566.24	665.97
涤纶加弹丝(DTY)	销售额(百万)	8691.68	11780.94	13507.53	14716.64
	毛利率(%)	15.88%	15.67%	15.63%	15.97%
	毛利(百万)	1380.24	1846.07	2111.23	2350.25
电力、热能业务	收入(百万)	793.67	833.35	875.02	918.77
	毛利率(%)	34.86%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利(百万)	276.65	291.67	306.26	321.57
房地产业务	收入(百万)	136.91	143.76	150.94	158.49
	毛利率(%)	42.74%	46.00%	46.00%	46.00%
	毛利(百万)	58.51	66.12	69.43	72.90

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利预测：预计公司2018、2019和2020年归母净利润20.5、23.0和26.0亿元，EPS 0.51、0.57和0.65元，PE 12.9X、11.5X和10.2倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表67： 预测和比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	793.11	1,112.02	19,915.81	22,073.58	24,565.67
主营收入增长率	14.27%	40.21%	1690.95%	10.83%	11.29%
EBITDA(百万元)	288.82	373.33	3,314.78	3,642.74	4,030.31
EBITDA增长率	-8.94%	29.26%	787.90%	9.89%	10.64%
净利润(百万元)	147.38	228.47	2,045.67	2,301.26	2,601.25
净利润增长率	-11.79%	55.02%	795.39%	12.49%	13.04%
ROE	4.26%	6.37%	17.96%	17.39%	16.99%
EPS(元)	0.12	0.19	0.51	0.57	0.65
P/E	75.79	48.26	12.90	11.47	10.15
P/B	2.30	2.23	2.32	1.99	1.72
EV/EBITDA	27.18	20.33	8.62	7.83	7.06

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

罗婷：北京科技大学材料加工专业硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业研究经验，专注于从行业供需格局和公司成长性等角度发现和挖掘投资机会。2012 年、2017 年新财富基础化工入围、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名、万得金牌分析师第二名。

邓胜：CFA，华东理工大学材料学博士，《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余篇，3 年化工行研经验，曾任职于浙商证券研究所，18 年 1 月加入中信建投化工组。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859