

审慎推荐-A (首次)

\*ST橡塑 600346.SH

目标估值: 7.00-9.00 元

当前股价: 6.27 元

2016 年 06 月 08 日

民用丝业务有亮点, 资产注入值得期待

基础数据

上证综指	2936
总股本(万股)	282569
已上市流通股(万股)	66779
总市值(亿元)	177
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	1.1
ROE(TTM)	-1.5
资产负债率	80.9%
主要股东	恒力集团有限公司
主要股东持股比例	53.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-50	-14
相对表现	-17	-45	19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

柴沁虎

010-5760 1795  
chaiqh@cmschina.com.cn  
S1090514070001

研究助理

李舜  
lishun2@cmschina.com.cn

恒力股份属于典型的大集团, 小上市公司, 上市公司的业务主要是涤纶长丝以及热电业务, 相关业务盈利较为稳定。后续应重点关注集团资产注入进度。公司 16-18 年业绩承诺 8.3/10/11.5 亿, 现价对应 PE 21.3、17.5、15.5 倍, 首次给予“审慎推荐”评级。

- 恒力股份的核心业务主要是涤纶长丝和热电业务。长丝又可以进一步分为 FDY 丝和工业丝, 由于产能投放节奏偏慢, FDY 的盈利水平优于其他类型的长丝。公司的工业丝盈利水平略逊色于同行, 但是也在迎头赶上。热电业务位于长三角禁煤区, 盈利稳定, 且负荷仍有提升空间, 中远期值得看高一线。
- 公司属于典型的大集团, 小上市公司, 资产注入值得期待。上下游一体化是 PTA 产业发展的最具竞争力的业务模式, 集团下辖的恒力石化 (PTA)、康辉石化和正在建设的 2000 万吨炼化一体化项目均有注入上市公司的可能。公司已明确承诺, 待 PTA 业务盈利转正后择机注入。当前 PTA 行业紧平衡, 新产能投放明显放缓; 行业寡头竞争格局也已经初见雏形, 但是也要看到, 翔鹭石化 615 万吨产能存在复产可能, PTA 的产业格局仍有可能反复。
- 油价震荡向上, 享受库存收益。国际油价自 2 月触底后持续震荡向上。成本支撑下, 产成品价格中枢整体上移, 库存收益明显。
- 完成业绩承诺没有问题。公司 16-18 年业绩承诺 8.3/10/11.5 亿, 现价对应 PE 21.3、17.5、15.5 倍, 估值合理, 首次给予“审慎推荐”评级。

风险提示: 国际油价大幅波动, 资产注入进程不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	876	841	15668	17318	18348
同比增长	-28%	-4%	1764%	11%	6%
营业利润(百万元)			922	1133	1295
同比增长	794%	39%	-440%	23%	14%
净利润(百万元)	-191	-243	833	1010	1146
同比增长	-1828%	27%	-443%	21%	13%
每股收益(元)	-0.66	-0.36	0.29	0.36	0.41
PE	-9.5	-17.2	21.3	17.5	15.5
PB	2.7	10.1	4.0	3.4	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、恒力股份借壳上市已经完成.....	5
1、公司简介.....	5
2、重组已经实施完毕.....	6
3、恒力股份有民用丝、工业丝和热电三大业务.....	7
二、公司是国内涤纶民用丝、工业丝双龙头.....	9
1、民用丝产品结构有特色，溢价能力强.....	9
(1) 公司民用丝产品结构以 FDY 为主，特色明显.....	9
(2) 科技含量和差别化水平高，溢价能力较强.....	11
(3) 当前涤纶民用丝产能处于调整期，集中度提高是大趋势.....	12
2、工业丝业务受益景气回升，长期看点在差别化.....	13
(1) 需求增速平稳.....	13
(2) 产能扩张将趋缓，竞争格局趋于稳定.....	14
(3) 长期看点在于差别化率提升.....	15
三、PTA 资产注入预期值得关注.....	16
1、注入 PTA 资产是必然选项.....	16
(1) 当前呈现“大集团，小上市公司”局面.....	16
(2) 解决关联交易是资产注入的出发点.....	17
2、恒力石化是世界最大的 PTA 生产商.....	17
3、当前 PTA 行业环境总体有利，短期变数在于翔鹭复产.....	18
(1) 当前 PTA 维持紧平衡.....	18
(2) PTA 新产能投放低于预期.....	19
(3) 寡头格局雏形初具，但是形成寡头竞价的模式还需要时间.....	19
(4) 翔鹭复产基本确定，但实际进展仍可能低于预期.....	20
4、公司 PTA 成本有一定优势，但关键在于何时盈利.....	21
5、注入 PTA 业务有助于完成业绩承诺.....	22
6、除 PTA 外，其他关联资产也值得关注.....	23
(1) 营口康辉石化：主攻聚酯膜和工程塑料.....	23
(2) 恒力 2000 万吨炼化一体化项目.....	24
四、盈利预测和不确定性因素.....	25

## 图表目录

图 1: *ST 资产置换前的营收和毛利情况 .....	6
图 2: *ST 橡塑资产重组过程 .....	6
图 3: *ST 橡塑最新股权结构 .....	7
图 4: 恒力股份现有业务链条 .....	8
图 5: 恒力股份生产基地分布 .....	8
图 6: 2015 年国内涤纶工业丝主要生产规模占比 .....	9
图 7: 2015 年国内涤纶民用丝主要生产规模占比 .....	9
图 8: 涤纶长丝 FDY 边际利润 (元/吨) .....	10
图 9: 涤纶长丝 POY 边际利润 (元/吨) .....	10
图 10: 同类企业涤纶民用丝产品毛利率对比 .....	10
图 11: 公司全自动生产线 .....	11
图 12: 全球涤纶工业丝下游需求结构 .....	14
图 13: 近年国内涤纶工业丝产能扩增情况 (万吨/年) .....	15
图 14: 同类企业涤纶工业丝产品毛利率对比 .....	15
图 15: 近年国内 PTA 名义和实际开工水平变化情况 .....	18
图 16: 近年我国 PTA 名义产能增长情况 (万吨) .....	19
图 17: 2015 年 PTA 主要企业名义产能占比 .....	20
图 18: 2015 年 PTA 主要企业实际产能占比 .....	20
图 19: 2014 年后 PTA 进口量明显减少 (万吨) .....	21
图 20: PTA 有转为净出口的趋势 (万吨) .....	21
图 21: 700 元/吨加工费条件下的 PTA-PX 边际利润 (元/吨) .....	22
图 22: 集团公司石化和聚酯板块主要企业分布 .....	23
图 23: 康辉公司 PBT 树脂产品 .....	24
图 24: 康辉公司 BOPET 膜产品 .....	24
图 25: 上市公司与集团业务关联性示意 .....	25
图 26: *ST 橡塑历史 PE Band .....	26
图 27: *ST 橡塑历史 PB Band .....	26
表 1: 国内主要聚酯涤纶企业产品产能构成 .....	10

表 2: 公司差别化民用丝的技术储备情况.....	12
表 3: 2016 年计划新增涤纶民用丝产能 (万吨) .....	12
表 4: 2012-2015 年国内聚酯产能退出统计 (万吨) .....	13
表 5: 涤纶工业丝各产品特性及应用领域.....	13
表 6: 车用涤纶工业丝发展的驱动因素.....	14
表 7: 公司涤纶工业丝技术储备情况 .....	16
表 8: 2015 年上半年恒力股份主要经营指标在相关板块中的占比 (亿元) .....	16
表 9: 2016 年上半年国内 PTA 名义产能分布情况 .....	17
表 10: 国内 PTA 长期停车和不稳定开车产能情况.....	18
表 11: 2016 年及以后计划新增 PTA 产能 (万吨/年) .....	19
表 12: 2012-2015H1 恒力股份 (合并) 主营业务收入组成 (万元) .....	22
表 13: 2012-2015H1 恒力股份 (合并) 各主营业务毛利率 .....	22
附: 财务预测表 .....	27

目前，\*ST 橡塑的重组进程已经完成，恒力股份实现借壳上市，民营石化寡头的轮廓已经逐渐勾勒清晰。

公司未来 1-2 年较为确定的看点主要有两点，一是公司涤纶民用丝科技含量和差异化率高，溢价能力高于同类企业，工业丝业务处于景气回升通道；二是集团 PTA 关联资产存在注入预期。

民用丝方面，公司产品结构以 FDY 为主，与 POY 和 DTY 相比，FDY 的盈利表现更为出色。公司在产品差异化方面着力很多，这是公司即使在行业低迷的条件下，盈利水平也能够胜过同类企业的根本原因。应该看到，纺织行业的消费属性很强，需求变化快，我们认为业内能够持续不断的进行研发投入，并且转化为实际产品的企业较为稀缺。从这一角度出发，公司应具备一定估值溢价。

涤纶工业丝用途广泛，发展很快，但近几年不断加剧的供需矛盾成为了制约行业发展最大障碍。当前，行业产能扩张明显放缓，需求侧也能够看到积极变化，汽车等下游高端应用领域取得了较大突破，行业整体景气程度呈现触底回升之势。公司在产品结构上方面虽存在一定不足，但我们认为从技术储备和转化能力两方面来看，可以积极看多公司在提升工业丝差异化率方面取得突破。

为彻底解决关联交易，增强上市公司独立性，公司公告承诺在 PTA 业务利润转正的前提下择机注入上市公司。无论从改善“大集团，小上市公司”格局，减少关联交易还是落实业绩承诺方面，选择注入 PTA 业务都是必然选项，但关键在于对盈利时点的把握。

当前 PTA 行业紧平衡，新产能投放明显放缓；寡头竞争格局也已初见雏形，大企业在成本方面具备明显优势。整体环境利好 PTA 业务盈利改善。但短期来看，翔鹭石化的复产是最大的不确定性因素。我们认为复产虽确定，但实际进展仍大概率慢于市场预期。

还应该注意，公司控股股东对于其炼油和康辉石化等体外资产的注入并未明确表态，虽从解决关联交易和建设资金需求方面均具有较强逻辑支撑，但鉴于实施与否尚不得而知，故我们仅对相关业务现状进行简要梳理。

## 一、恒力股份借壳上市已经完成

### 1、公司简介

大连橡胶塑料机械股份有限公司（600346，大橡塑/\*ST 橡塑），总部位于辽宁省大连市。公司 2001 年 8 月在上交所首发上市。

2015 年 9 月公司公布资产重组预案，大橡塑置出全部资产和负债，并通过发行股份和募集配套资金方式购买恒力股份 99% 股权。

资产置换前，公司主营业务是橡胶工业设备、塑料工业设备及配套件的生产及销售服务，是国内主要的橡胶塑料机械生产基地和出口基地。2014 年公司在全球橡胶机械供应商中排名第 5 位，国内第 2 位（次于软控股份）。近年来，公司主营业务表现欠佳，连续亏损。

2015 年公司实现营业收入 6.02 亿元，同比下降 2.46%；净利润为-1.81 亿元。

图 1: \*ST 资产置换前的营收和毛利情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

## 2、重组已经实施完毕

2015 年 9 月公司公布资产重组预案, 大连市国有资产投资经营集团有限公司 (大连国投)、恒力集团与\*ST 橡塑之间的资产重组拉开帷幕。总体方案为:

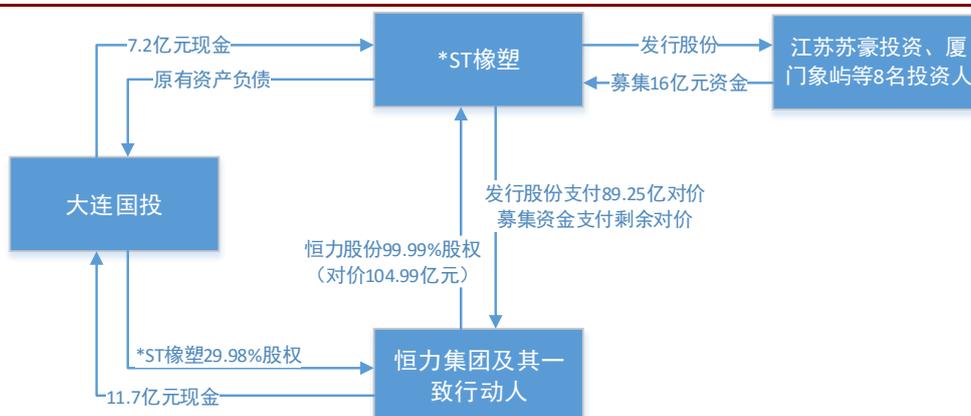
(1) 大连国投将其持有的\*ST 橡塑 29.98%股份协议转让给恒力集团, 后者以现金支付股份转让对价 (转让金额约 11.7 亿元)。

(2) \*ST 橡塑剥离其名下全部资产、负债、业务、人员, 并由大连国投新成立的全资子公司承接 (大连营辉机械制造有限公司), 后者以现金支付对价;

(3) \*ST 橡塑以发行股份及支付现金的方式购买恒力集团、海来得、和高投资、和诚利等股东 (海来得等三大股东均为恒力集团一致行动人) 持有的江苏恒力化纤股份有限公司 (以下简称“恒力股份”) 99.99%的股权, 交易总价约 104.99 亿元。其中, 通过发行股份支付 89.25 亿元对价 (发行价 4.82 元/股, 发行数量为 18.52 亿股), 剩余部分通过募集资金方式支付;

(4) 大橡塑实施定增募集配套资金, 总额不超过 16 亿元, 发行价 6.32 元/股, 募集资金全部用于支付现金对价及补流。

图 2: \*ST 橡塑资产重组过程



资料来源: 公司公告, 招商证券

16年3月，公司公告恒力股份99.99%股权已经完成划转。5月公司公告定向增发配套募集资金进程已经完成。江苏苏豪投资集团、厦门象屿股份有限公司等8名投资者以6.36元/股的价格参与完成了此次认购，合计募集资金16亿元。扣除发行成本后，募集资金净额全部用于支付现金对价。

至此，恒力股份已经完成借壳上市进程，成为\*ST橡塑的控股子公司，恒力集团成为\*ST橡塑控股股东。

图 3: \*ST 橡塑最新股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

由于重组未能在2015年度内实施完毕，按照协议，恒力方面的利润补偿承诺延至2018年度，即恒力股份2015-2018年度合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润数分别不低于7.7亿元、8.3亿元、10亿元和11.5亿元。

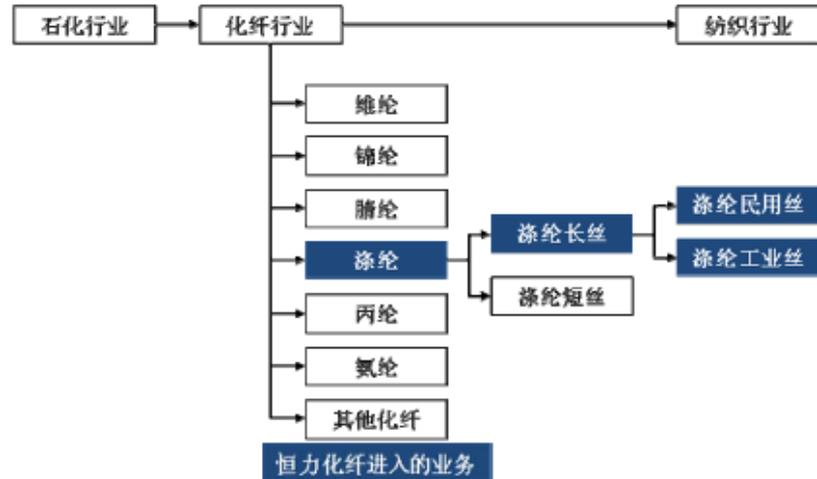
2016年一季报显示，公司完成营业收入35.68亿元，净利润1.62亿元，净利同比增长约490.37%。

### 3、恒力股份有民用丝、工业丝和热电三大业务

江苏恒力化纤股份有限公司（以下简称恒力股份）成立于2002年，总部位于江苏省吴江市盛泽镇。

目前恒力股份的主营业务由涤纶民用丝、涤纶工业丝和热电的生产与销售三大部分组成，是国内规模最大，技术最先进的涤纶民用丝、涤纶工业丝制造商之一。

图 4：恒力股份现有业务链条



资料来源：公司公告

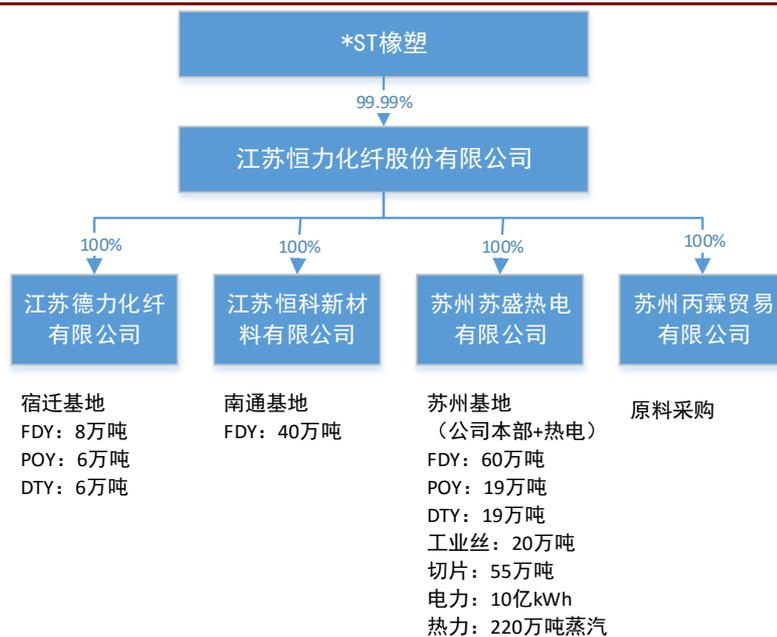
公司现有苏州吴江本部、宿迁和南通三大生产基地。

苏州本部业务实体为恒力化纤和苏州苏盛热电有限公司。聚酯涤纶业务产能大致为涤纶民用丝 100 万吨，工业丝 20 万吨，聚酯切片 55 万吨。其中，涤纶民用丝产能又细分为 FDY60 万吨，POY19 万吨，DTY19 万吨。热电公司年发电量 10 亿 kWh，并生产 220 万吨蒸汽。

宿迁基地业务实体为江苏德力化纤有限公司。公司年产涤纶民用丝 20 万吨，其中 FDY8 万吨，POY/DTY 各 6 万吨。

南通基地成立最晚，业务实体为江苏恒科新材料有限公司。公司年产涤纶民用丝 40 万吨，品种全部为 FDY。

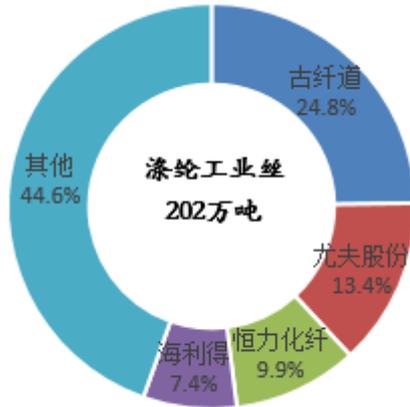
图 5：恒力股份生产基地分布



资料来源：招商证券

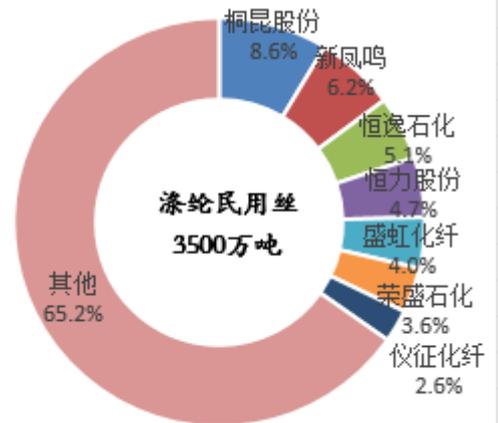
从国内民用丝、工业丝产能分布来看，恒力股份的规模优势较为明显，总体产能排名均居前。

图 6：2015 年国内涤纶工业丝主要生产商规模占比



资料来源：招商证券

图 7：2015 年国内涤纶民用丝主要生产商规模占比



资料来源：招商证券

## 二、公司是国内涤纶民用丝、工业丝双龙头

恒力股份具有 160 万吨民用丝，20 万吨工业丝和 55 万吨聚酯切片生产能力。民用丝、工业丝产能均居行业前列。

民用丝方面，公司产品结构以 FDY 为主，与 POY 和 DTY 相比，FDY 的盈利表现更为出色。公司在产品差别化方面着力很多，这是公司即使在行业低迷的条件下，盈利水平也能够胜过同类企业的根本原因。应该看到，纺织行业的消费属性很强，需求变化快，我们认为业内能够持续不断的进行研发投入，并且转化为实际产品的企业较为稀缺。从这一角度出发，公司应具备一定估值溢价。

涤纶工业丝在本质上是差别化的涤纶长丝，用途广泛，发展很快，但近几年不断加剧的供需矛盾成为了制约行业发展最大障碍。当前，行业产能扩张明显放缓，需求侧也能够看到积极变化，汽车等下游高端应用领域取得了较大突破，行业整体景气程度呈现触底回升之势。公司在产品结构上方面虽存在一定不足，但我们认为从技术储备和转化能力两方面来看，可以积极看多公司在提升工业丝差别化率方面取得突破。

### 1、民用丝产品结构有特色，溢价能力强

#### (1) 公司民用丝产品结构以 FDY 为主，特色明显

与行业其他同类生产商相比，公司民用丝产品结构以 FDY 为主，在公司总产能中的占比达到 45.6%，独具一格。

FDY 又叫全拉伸丝（Fully Drawn Yarn），这种长丝产品通过在纺丝过程中引入拉伸作用，以获得高取向度和中等结晶度。相比于拉伸程度更低的预取向丝 POY，FDY 的强度更高，制成的面料手感更加顺滑柔软，主要用于制作高端服装。

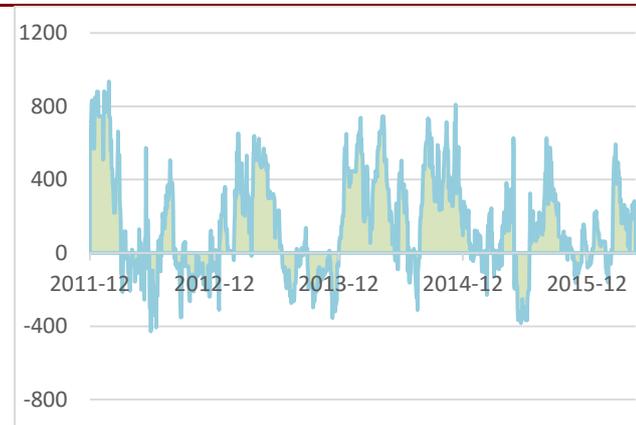
表 1: 国内主要聚酯涤纶企业产品产能构成

	恒逸石化	桐昆股份	荣盛石化	恒力股份	三房巷	仪征化纤	新凤鸣	古纤道
FDY	17.2%	20.0%	19.0%	<b>45.6%</b>	0.0%	0.0%	19.2%	0.0%
DTY	9.4%	11.7%	13.3%	10.8%	0.0%	4.5%	3.9%	0.0%
POY	25.0%	<b>68.3%</b>	15.2%	12.4%	0.0%	0.0%	<b>76.9%</b>	0.0%
聚酯切片	25.0%	0.0%	38.1%	22.8%	0.0%	35.4%	0.0%	66.2%
聚酯瓶片	19.6%	0.0%	14.3%	0.0%	66.7%	19.0%	0.0%	0.0%
涤纶短纤	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	33.0%	0.0%	0.0%
涤纶工业丝	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%	33.8%
公司总产能 (万吨/年)	319.5	300	262.5	241	240	220.5	218.5	136

资料来源: 招商证券

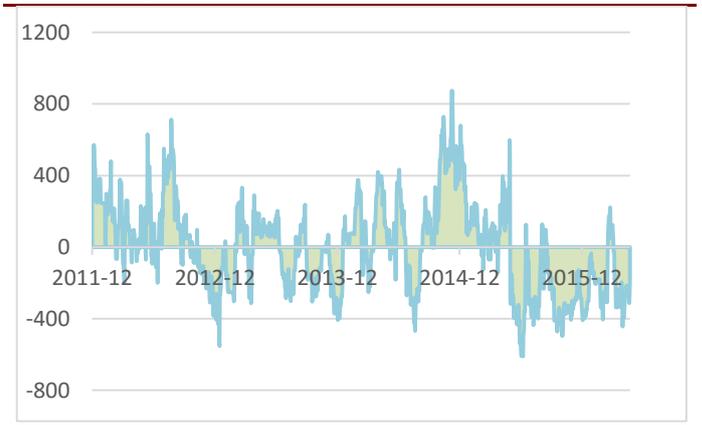
从我们监测的涤纶长丝产品盈利表现方面看,FDY 表现突出。尤其是进入 2015 年以来,FDY 的边际利润总体在正向区间运行,明显高于 POY 和 DTY。这也是公司产品平均毛利率高于同类企业的原因之一。

图 8: 涤纶长丝 FDY 边际利润 (元/吨)



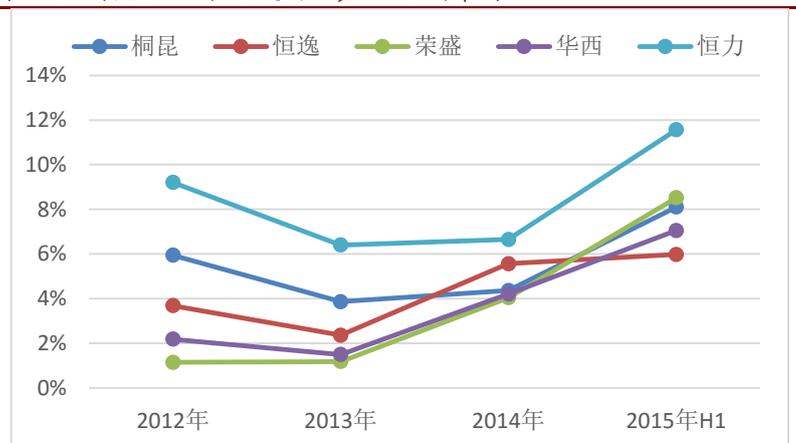
资料来源: 招商证券

图 9: 涤纶长丝 POY 边际利润 (元/吨)



资料来源: 招商证券

图 10: 同类企业涤纶民用丝产品毛利率对比



资料来源: 公司公告, 招商证券

FDY 之所以盈利超过 POY, 原因主要有两点: 一是近年投产的长丝装置基本都是生产 POY 为主, 而今年年初至今只投产了一套恒腾的装置 (FDY 11.5 万吨), 下半年新建

长丝项目并不多；二是需求因素，因 FDY 强度更高，同等织物较 POY 更轻更薄，故夏季面料以 FDY 细旦丝为主，而冬季衣物的替换率相对较低，故 FDY 产品需求总体更为旺盛。

## （2）科技含量和差别化水平高，溢价能力较强

除产品结构外，由高科技含量和差别化水平带来的产品溢价也是亮点之一。

纺织品具有消费品属性，下游用户需求热点变化快，个性化、时尚化、功能化成为发展趋势。我们认为公司自下游织造行业起家，对于纺织品需求变化更为敏感，产品开发的针对性很强。公司开发的 ABA 型涤纶复合丝产品、熔体直纺 8 字形中空涤纶 FDY、汽车安全气囊用涤纶工业长丝、熔体直纺 288 孔超细旦超亮光涤纶 FDY 等适销对路产品，都已处于大批量生产阶段。仿天然纤维、仿纤维素纤维、仿生纤维；各类弹性纤维、功能性纤维、阳涤复合丝等产品也实现了批量生产。

公司涤纶 FDY 产品规格以纤度较小的 20D-100D 为主，其中 10D/6F 规格产品为国内唯一；公司也是目前国内唯一实现量产 20D/72F 和 15D/12F 规格 DTY 的生产商。100D 以下产品占比达到六成以上。

相较于常规品种，细旦和超细旦产品应用效果好，实际使用领域也已经超出了一般织物范畴。同样编织密度下，细旦产品的重量更轻，织物更加柔顺并被赋予一定功能性。

例如，采用超细防钻绒纤维生产的面料应用于羽绒服，无需在面料反面涂胶就能保证羽绒的密闭性，彻底解决了由于涂胶导致的羽绒产品透气、透湿差，涂胶老化后钻绒的问题。针对手机触屏玻璃、汽车夹胶玻璃普遍存在的牢度不够等问题，公司开发出 10dtex/8F 超细亮光丝，用此织成的布仅 20 微米厚并完全透明，贴附于超薄玻璃下能够很好地解决玻璃强度问题，吨产品价格是普通产品的 2-3 倍。公司生产的新型亮光保暖轻盈性纤维，不仅纤度小，而且中空率达到 15%，吨产品单价较同类产品高 1 万元以上。

另一方面，细旦和超细旦产品对于生产设备、参数设计和实际运行控制的要求较高。通常采用大容量自动化生产技术，初始投资相对较高，无形中形成了较高的进入门槛。

2013 年，公司投资 55 亿元建设的南通基地一期 40 万吨 DTY 项目实现投产，产品种类达到 300 多种，整体差别化率超过 60%。

图 11：公司全自动生产线



资料来源：公司官网

表 2: 公司差别化民用丝的技术储备情况

序号	产品	生产技术所处阶段
1	20D-30D 重网/轻网涤纶长丝	大批量生产
2	新型涤纶仿棉纱	大批量生产
3	ABA 型涤纶复合丝产品	大批量生产
4	熔体直纺 W 形功能性涤纶 FDY	小批量试制
5	熔体直纺 8 字形中空涤纶 FDY	小批量试制
6	多孔超细旦超亮光涤纶 FDY	大批量生产
7	33dtex 超亮光异形涤纶 FDY	大批量生产
8	熔体直纺超亮光细旦四连环异形丝	小批量试制
9	熔体直纺 288 孔超细旦超亮光涤纶 FDY	大批量生产
10	熔体直纺高异形度钻石丝 FDY	大批量生产
11	熔体直纺异步法复合丝 HFY	大批量生产
12	超亮光涤纶复合丝	大批量生产

资料来源: 公司公告

### (3) 当前涤纶民用丝产能处于调整期, 集中度提高是大趋势

截至 2015 年底, 国内涤纶民用丝总产能约为 3500 万吨/年, 当年新增产能约 245 万吨, 产能同比增长约 7.5%。增速已经明显放缓。

2016 年计划新增的涤纶民用丝产能约为 170 万吨。从上半年情况看, 桐昆恒腾 50 万吨产能在去年已经建成, 属推迟投产, 加上新凤鸣中盈项目, 实际投产规模约 80 万吨。下半年或将投产的产能约 90 万吨, 不排除部分产能出现推迟投产。估计全年实际投产产能在 150 万吨左右, 增速继续放缓。

表 3: 2016 年计划新增涤纶民用丝产能 (万吨)

企业名称	产能	投产/预计投产时间	主要产品
桐昆恒腾	50	2 月	涤纶长丝
新凤鸣中盈	30	4 月下旬	涤纶长丝
泗阳海欣	50	6 月	涤纶长丝
福建经纬	20	三季度	涤纶长丝
福建山力	20	三-四季度	涤纶长丝
合计	170		

资料来源: 中纤网

值得注意的是, 2015 年国内老牌聚酯长丝厂商浙江萧山红剑以及太仓明辉化纤相继破产。当前, 聚酯涤纶产业相对缺乏龙头引领, 行业竞争烈度较高。在上游议价能力增强, 利润重心前移的背景下, 具备一体化优势的企业将脱颖而出。

虽然当前整体产能仍有增长, 但后发优势决定了新产能在技术水平和成本方面更为领先, 具备一定的挤出效应。

此外, 下游需求升级速度很快, 能够持续投入新产品开发的企业将获得更大市场空间, 在持续投入方面, 大企业更具有优势。总之, 不排除后续仍将有缺乏竞争优势的企业陆续退出。

表 4: 2012-2015 年国内聚酯产能退出统计 (万吨)

企业名称	退出产能	退出时间	主要产品
浙江化纤联合股份有限公司	30	2012 年二季度	涤纶长丝
江苏三鑫化纤有限公司	10	2012 年底	涤纶长丝
浙江建杰聚合物有限公司	10	2013 年 7-8 月	涤纶长丝
龙达集团有限公司	18	2014 年 2 月	涤纶长丝
江苏神羊化纤有限公司	20	2014 年 1 月	涤纶长丝
上海联吉合纤有限公司	30	2014 年 4 月	涤纶短纤
浙江赐富化纤有限公司	40	2014 年 8-9 月	涤纶长丝
浙江华鑫化纤有限公司 (老聚合)	20	2014 年 9 月	涤纶长丝
浙江红剑集团有限公司	20	2015 年 8 月	涤纶长丝
明辉化纤科技股份有限公司	24	2015 年 11 月	涤纶长丝
合计	222		

资料来源: 安迅思

## 2、工业丝业务受益景气回升，长期看点在差异化

涤纶工业丝从本质上是涤纶长丝的一个差别化品种，用途广泛，发展很快。近年来不断加剧的供需矛盾是制约行业发展的最大障碍。当前，行业供给侧产能扩张明显放缓，需求侧也能够看到积极变化，汽车等下游高端应用领域取得了较大突破，整体景气程度呈现触底回升之势。

公司在产品结构上方面虽存在一定不足，但我们认为从公司的技术储备和技术转化能力来看，可以积极看多公司在提升工业丝差别化率方面取得突破。

### (1) 需求增速平稳

涤纶工业丝依据其性能主要分为四大类：高强度型（HT），（超）低收缩型（LS/SLS），高模低缩型（HMLS）和特殊功能型。我国涤纶工业丝产业起步于上世纪 90 年代初，进入本世纪后，步入发展快车道。由于涤纶工业丝具备突出的性价比，其下游应用发展速度很快。

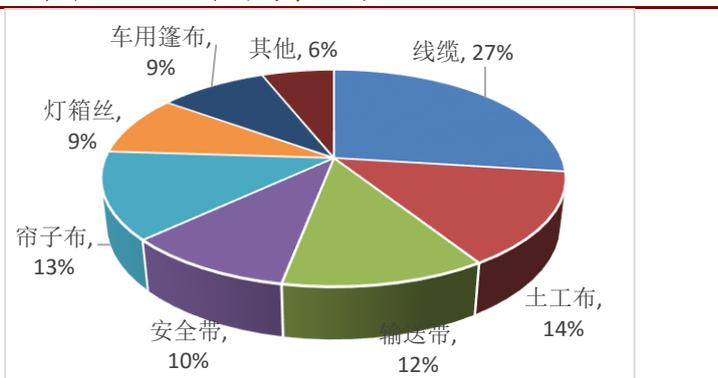
表 5: 涤纶工业丝各产品特性及应用领域

产品大类	细分种类	特点	应用领域
高强度型	普通型/标准型	高强度、低伸长、高收缩	输送带骨架材料（EP 帆布）、矿用振芯带、三角带线绳、各类胶
（超）低收缩型	低收缩型	高强度、高伸长、低收缩	灯箱广告布、蓬盖布等涂层织物、工业缝纫线、膜结构材料、特
高模低缩型	超低收缩型	高强度、高伸长、超低收缩	防水布、灯箱广告布、泳池面料、蓬盖材料
	高模低收缩型	高强度、高模量、低伸长、低收缩	轻卡和轿车子午线轮胎、三角带硬线绳、高档土工格栅
特殊功能型	拒海水型	高强度、低伸长、耐海水腐蚀	海洋缆绳、海洋平台纤绳
	阻燃型	高强或是低缩、阻燃	应用领域广阔，特别在于室内用品、矿用产品等
	耐磨型	高强度、低伸长、高收缩、孔数少	汽车安全带、飞机安全带、高档吊装带、牵引带
	抗芯吸型	高强度、高伸长、低收缩、不吸水	高档灯箱广告布、泳池面料、防水布
	活化型	高强度、低伸长、高收缩、表面活化	一浴法浸胶的三角带线绳、输送带帆布、子午线轮胎、帘子布

资料来源: CNKI

2015 年我国涤纶工业丝消费量约为 120 万吨，占全球总消费量的一半左右，近三年平均需求增速约 18%。下游消费增长与工业、建筑、机械、汽车等行业关联紧密。

图 12: 全球涤纶工业丝下游需求结构



资料来源: 中纤网, 招商证券

以汽车为例，汽车是涤纶工业丝的高端应用领域，市场容量增长较快。涤纶工业丝的主要应用情景有安全带、安全气囊和轮胎帘子布等。

2015 年我国汽车产销分别完成 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，同比增长 3.3% 和 4.7%；其中乘用车产销分别完成 2107.94 万辆和 2114.63 万辆，同比增长 5.8% 和 7.3%。车用工业丝的总消费增速与汽车销量基本同步，但是细分品种的驱动因素有所不同，相较而言，安全气囊丝的增速最快。

虽然汽车产业已经从高增长步入中低速增长阶段，但产销总量基数较大，实际需求依然可观，将稳定拉动涤纶工业丝的消费。

表 6: 车用涤纶工业丝发展的驱动因素

汽车用丝品种	现状	驱动因素
安全带丝	全球安全带丝需求约为 10 万吨，	汽车销量增长，增速 5%-10%，与销量增长基本同步
安全气囊丝	全球每年气囊丝的需求超过 12 万吨，其中涤纶气囊丝市占率不足 10%	单辆汽车所需配套安全气囊数目增加；替代尼龙 66
轮胎用丝	每万条子午线轮胎需耗用帘子布 4 吨，其中 90% 为涤纶帘子布，全球总量约为 50 万吨；我国总体子午化率约为 60%	轮胎子午化率提升

资料来源: 中纤网, 招商证券

## (2) 产能扩张将趋缓，竞争格局趋于稳定

供给侧来看，进入本世纪后，我国涤纶工业丝发展开始加速，由 2001 年的 7.4 万吨增长至 2010 年的 106.5 万吨。随后 2011 年、2013 年和 2015 年又经历了几次集中扩产，总产能已经达到 203 万吨/年。从 2016-17 年计划新增产能来看，增速已经呈现出明显放缓态势。

当前国内涤纶工业丝市场以及基本饱和，新产能的消化已经转向出口市场，出口量从 2005 年的 3 万吨增长至 2015 年的 38 万吨。

再者，涤纶工业丝市场在涤纶纤维中的占比不大，市场空间有限。新进入者虽然可能具备一定的后发优势，但中高端市场（如汽车）的严苛准入门槛很难逾越，对新进入者的吸引力一般。故我们认为国内涤纶工业丝供给侧或将就此步入中低速增长的新常态。

图 13：近年国内涤纶工业丝产能扩增情况（万吨/年）



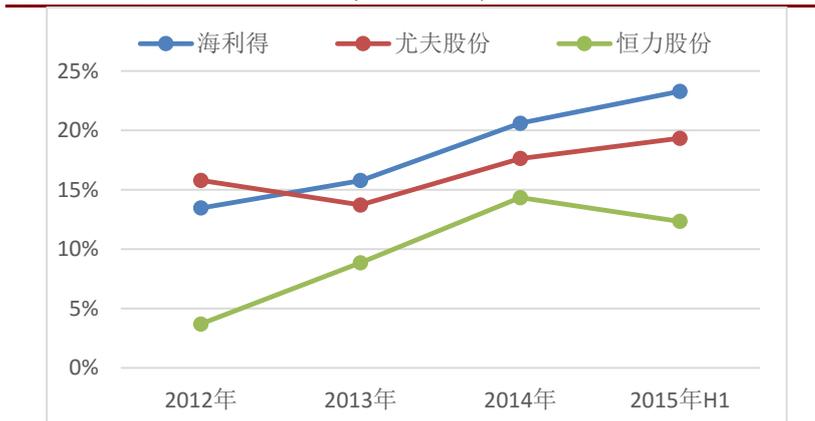
资料来源：中纤网，招商证券

### （3）长期看点在于差别化率提升

横向比较来看，公司涤纶工业丝业务毛利表现并不占优，很大程度上与产品结构相关。海利得和尤夫股份的差别化丝，尤其是车用丝比例相对较高。

以海利得为例，公司一直专注于技术壁垒较高的差别化车用丝生产开发，陆续通过了下游汽车厂商以严苛著称的供应体系认证。在安全气囊丝方面率先实现量产，安全带丝也于国际主要的安全带生产商建立了稳定合作关系。依靠技术壁垒构筑了较高的护城河。

图 14：同类企业涤纶工业丝产品毛利率对比



资料来源：公司公告，招商证券

公司目前涤纶工业丝总体规模位居前列，我们认为从技术储备和在民用丝领域表现出的技术转化能力来看，可以积极看多公司在涤纶工业丝领域取得突破。下游认证可能是影响实际进展的重要因素之一。

表 7: 公司涤纶工业丝技术储备情况

序号	产品	生产技术所处阶段
1	高强耐磨型涤纶工业丝	大批量生产
2	超高强涤纶工业丝	小批量生产
3	高模低缩型涤纶工业丝	大批量生产
4	高效多品种活化型涤纶工业长丝	大批量生产
5	高强车模丝	小批量生产
6	汽车安全气囊用涤纶工业长丝	小批量试制
7	高等级公路防护栏骨架用工业丝	小批量生产
8	有色涤纶工业丝	大批量生产
9	特超低缩型涤纶工业丝	小批量试制
10	环保过滤用涤纶工业丝	小批量试制

资料来源: 公司公告, 招商证券

### 三、PTA 资产注入预期值得关注

为彻底解决关联交易, 公司公告承诺在 PTA 业务利润转正的前提下择机注入上市公司。无论是从改善“大集团, 小上市公司”格局, 减少关联交易还是落实业绩承诺角度出发, 选择注入 PTA 业务都是必然选项。但关键在于对盈利时点的把握。

当前 PTA 行业紧平衡, 新产能投放明显放缓; 行业寡头竞争格局也已经初见雏形, 大企业在成本方面具备明显优势。整体环境利好 PTA 业务盈利改善。但短期来看, 翔鹭石化的复产是最大的不确定性因素。我们认为复产虽确定, 但实际进展仍大概率慢于市场预期。即使项目复产, PTA 短期虽压力较大, 但总体仍有一定的缓冲空间。

还应该注意到, 公司控股股东对于其炼油和康辉石化等体外资产的注入并未明确表态, 虽从解决关联交易和建设资金需求方面均具有较强逻辑支撑, 但鉴于实施与否尚不得而知, 故我们仅对相关业务现状进行简要梳理。

#### 1、注入 PTA 资产是必然选项

##### (1) 当前呈现“大集团, 小上市公司”局面

恒力集团有限公司前身为成立于 2002 年的吴江春晨织造有限公司, 初始业务为织造。经过多年的发展壮大, 公司现有业务横跨石化、聚酯新材料、地产和织造四大板块, 同时涵盖热电、机械、金融、酒店等多元化业务。2015 年集团实现总营收 2120 亿元。

此次实现借壳上市的江苏恒力化纤股份有限公司是恒力集团的核心业务主体。根据公司披露的 2015 年上半年经营数据, 恒力股份营业收入约占石化、聚酯板块的 32.5%, 占集团总营收的 8%, 是典型的“大集团, 小上市公司”。

表 8: 2015 年上半年恒力股份主要经营指标在相关板块中的占比 (亿元)

项目	恒力股份	恒力石化	康辉石化	恒力炼化	小计	恒力股份占比
资产总额	160.17	325.3	43.11	7.24	535.82	29.89%
营业收入	75.08	143.2	12.87	-	231.22	32.47%
利润总额	4.74	-0.123	0.177	-	4.79	98.89%
净利润	3.68	-0.123	0.177	-	3.74	98.58%

资料来源: 公司公告, 招商证券

## (2) 解决关联交易是资产注入的出发点

恒力股份在满产情况下，年生产需要消耗约 188 万吨 PTA，其中绝大部分来自关联方恒力石化（大连）有限公司。恒力股份上市后，日常生产经营活动存在大量关联交易。

公司公告显示，为彻底解决关联交易，增强上市公司独立性，实际控制人陈建华、范红卫夫妇承诺：本次交易完成后，在恒力石化年度经审计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为正且符合相关法律法规条件下，愿将恒力石化整体注入上市公司。预计恒力石化整体注入上市公司后，采购 PTA 的关联交易也将不再发生。

## 2、恒力石化是世界最大的 PTA 生产商

恒力石化（大连）有限公司位于大连长兴岛，现业务为精对苯二甲酸 PTA 的生产销售。

项目先期规划 10 平方公里，分两期建设，总投资 340 亿元。一期投资 250 亿元，建设的 2\*220 万吨/年 PTA 生产线，已于 2012 年 9 月投产；2013 年新增投资 90 亿元建设一条 220 万吨/年 PTA 生产线，已于 2015 年 2 月投产。

无论是 660 万吨的单企业规模还是 220 万吨的单线生产规模，恒力石化均为世界最大。产能占 2016 年上半年国内名义产能的 13.5%。

**表 9：2016 年上半年国内 PTA 名义产能分布情况**

企业名称	产能（万吨/年）
恒力石化(大连)有限公司	660
翔鹭石化企业（厦门）有限公司	615
逸盛大化石化有限公司	595
绍兴远东石化有限公司	320
浙江逸盛石化有限公司	540
汉邦（江阴）石化有限公司	280
三房巷集团江苏海伦石化有限公司	260
海南逸盛石化有限公司	210
珠海碧阳化工有限公司	285
浙江桐昆集团嘉兴石化有限公司	150
江苏虹港石化有限公司	150
扬子石油化工有限公司	135
台化兴业(宁波)有限公司	120
仪征化纤股份有限公司	99
重庆蓬威石化有限公司	90
中石油辽阳石化分公司	80
亚东石化（上海）有限公司	75
宁波三菱化学有限公司	60
福建佳龙石化纺织有限公司	60
上海石油化工股份有限公司	40
中石化天津分公司	34.4
中石化洛阳分公司	32.5
中石油乌鲁木齐石化	7.5
名义产能合计	4898.4

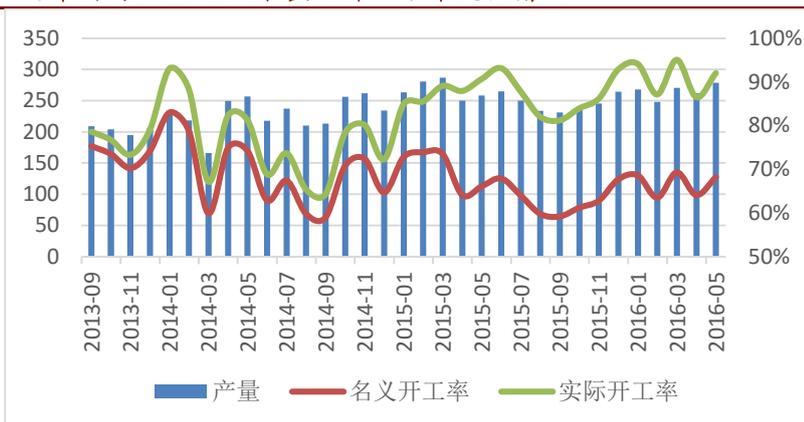
资料来源：招商证券

### 3、当前 PTA 行业环境总体有利，短期变数在于翔鹭复产

#### (1) 当前 PTA 维持紧平衡

截至 2015 年底，国内 PTA 名义产能为 4688.4 万吨/年。2016 年上半年，江阴汉邦 220 万吨新产能实现投产，PTA 名义产能达到 4898.4 万吨/年，扣除长期停车的闲置产能 1270 万吨，实际产能约 3628.4 万吨/年。

图 15: 近年国内 PTA 名义和实际开工水平变化情况



资料来源：招商证券

除长期闲置停车的装置外，还有部分偶尔开车的边缘产能，合计约 160 万吨。由于装置并未退出，故我们暂且不将这一部分从实际产能中剔除。

下游方面，2015 年国内涤纶纤维产量约为 3900 万吨，对应的 PTA 需求为 3350 万吨，考虑到 PTA 产能检修等因素，实际开工约九成，PTA 供需已经呈现紧平衡状态。

表 10: 国内 PTA 长期停车和不稳定开车产能情况

企业/装置名称	产能 (万吨/年)	停车时间
辽阳石化 1#	27	2012 年 10 月
辽阳石化 2#	53	2013 年 5 月
扬子石化 1#	35	2014 年 11 月
远东石化 1#	60	2013 年 7 月
远东石化 2#	60	2014 年 9 月
远东石化 3#	60	2015 年 3 月
远东石化 4#	60	2015 年 3 月
宁波逸盛 2#	65	2013 年 12 月
蓬威石化	90	2014 年 1 月
珠海 BP1#	65	2014 年 1 月
翔鹭石化 1#	165	2015 年 1 月
翔鹭石化 2#	450	2015 年 4 月
<b>闲置装置小计</b>	<b>1270</b>	
扬子石化 2#	35	
宁波逸盛 1#	65	
福建佳龙石化 1#	60	
<b>偶尔开车装置小计</b>	<b>160</b>	
<b>名义产能合计</b>	<b>4898.4</b>	
<b>实际产能合计 (不剔除偶尔开车装置)</b>	<b>3628.4</b>	

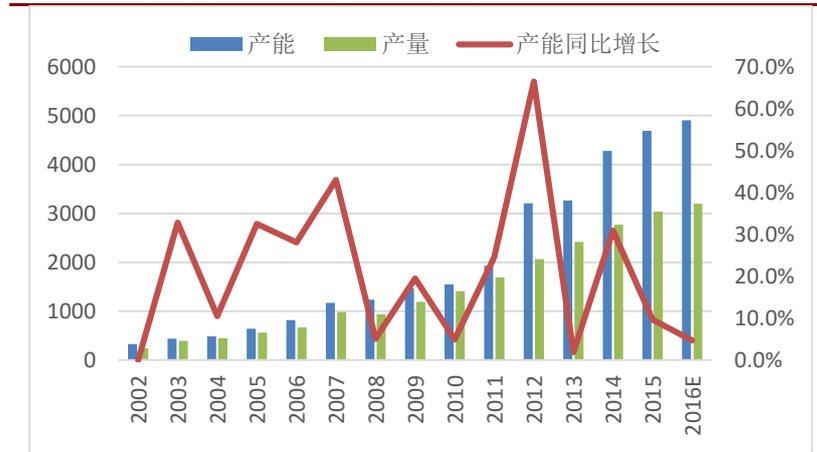
资料来源：一德能化，招商证券

### (2) PTA 新产能投放低于预期

经历了 2012-2014 年的高增长阶段后，目前国内 PTA 产能增速已经大幅放缓。2015 年国内新投产的 PTA 产能为恒力石化三期 220 万吨和珠海 BP 三期 125 万吨装置，新增总产能 345 万吨。2016 年计划新增产能为江阴汉邦 220 万吨和四川晟达 100 万吨装置。目前情况来看，年内实际投产的可能只有江阴汉邦 220 万吨装置。

拟在建项目方面，不少项目已经更改了建设意向，实际投产时间将无限期推迟。

图 16: 近年我国 PTA 名义产能增长情况 (万吨)



资料来源：招商证券

表 11: 2016 年及以后计划新增 PTA 产能 (万吨/年)

企业名称	产能	计划建成时间	实际进度
汉邦 (江阴) 石化有限公司	220	2016 年	已建成投产
四川晟达化学新材料有限公司	100	2016 年	已建成, 未投产
桐昆集团嘉兴石化有限公司	120	2017 年	在建
宁夏宝塔化纤有限公司	120	2017-2018 年	在建
远东仪化石化 (扬州) 有限公司	200	不明确	未建, 仅宣称
台化兴业 (宁波) 有限公司二期	150	不明确	未建, 仅宣称
中石油乌鲁木齐石化	120	不明确	未建, 仅宣称
新疆中泰化学股份有限公司	120	不明确	未建, 仅宣称
洛阳龙宇化工有限公司	100	不明确	未建, 仅宣称
三菱 (宁波) 二期	120	不明确	未建, 仅宣称
福建佳龙石化化纤有限公司二期	110	不明确	未建, 仅宣称

资料来源：招商证券

### (3) 寡头格局雏形初具，但是形成寡头竞价的模式还需要时间

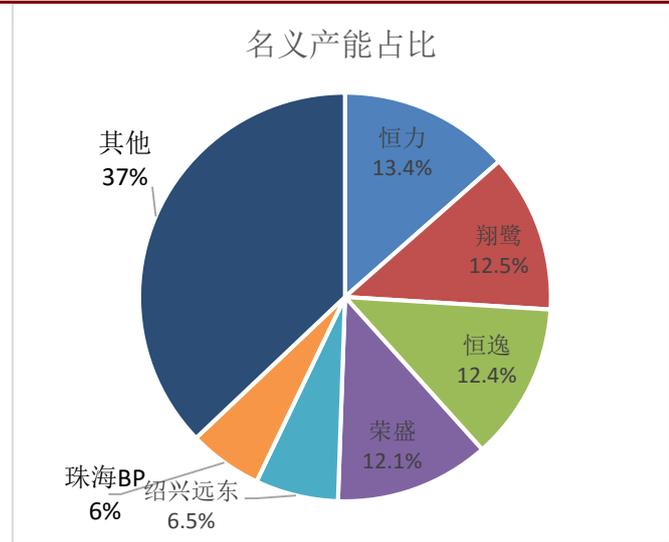
民营企业在这一波产能扩张大潮中显示出了非常明显的后发优势，无论是规模还是技术的先进性都后来居上，在目前位居行业前列的几家公司身上表现得更加突出。

从实际产能来看，恒逸+荣盛的有效产能约占全国总产能的 31.3%，行业前三名企业的

合计有效产能占据总产能的半壁江山，寡头态势已经凸显。

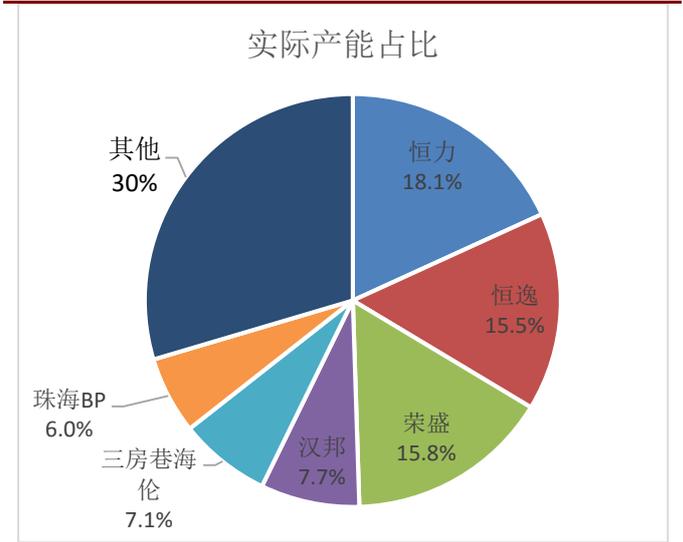
目前国内 PTA 行业的吨产品平均加工费用在 700 元/吨左右，部分中小企业的实际加工成本在 800-1000 元，领先企业的实际加工费用能够控制在 500 元/吨。单套产能 60 万吨及以下装置已经不具备经济性。由于大企业的价格影响力强，我们认为今后 PTA 价差维持在产能出清水平之下的可能性较大。

图 17: 2015 年 PTA 主要企业名义产能占比



资料来源: 招商证券

图 18: 2015 年 PTA 主要企业实际产能占比



资料来源: 招商证券

#### (4) 翔鹭复产基本确定，但实际进展仍可能低于预期

仔细观察长期停车的产能，可以粗略分为三类：一类是长期停车的中小产能和老旧产能，由于成本问题，基本无望重启。

一类是已经申请破产清算的大型企业，即浙江远东石化，低景气度环境下，实施重组的机会不大。远东共有四套装置合计产能 320 万吨/年（60\*3+140），其中一套 60 万吨产能自 2013 年就处于停车状态，一套 60 万吨产能自 2014 年 9 月起停车，其余 200 万吨产能自 2015 年 3 月起停车。2016 年 4 月-5 月，远东石化装置连同土地使用权等资产进行了两次司法拍卖，结果不出意料流拍。

最后一类是受事故影响短期无望重启的大型企业，即翔鹭石化。

在有关方面协调下，翔鹭石化的重组进程得以推进，装置复产基本可以确定，但复产进度仍有很大可能低于预期。

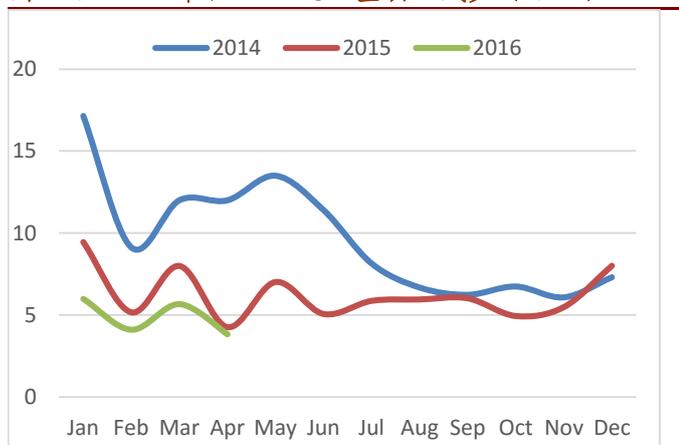
**腾龙芳烃整改难度极大。**2015 年 4 月 6 日古雷腾龙芳烃发生爆燃事故，由于公用工程与腾龙芳烃相连，翔鹭石化 615 万吨 PTA 随后宣布不可抗力。事故原因是二甲苯装置开工引料过程中出现压力和流量波动引发液击，存在焊接质量问题的管道焊口最薄弱处发生断裂，致使物料泄漏并发生连串爆炸。事故调查过程中还发现腾龙芳烃还存在违规超核准规模建设的现象（核准 80 万吨，实际 160 万吨），装置管道焊接质量问题十分普遍，整改难度极大。

翔鹭石化资产质量尚可，实际复产进度或低于预期。翔鹭石化 PTA 总生产规模 615 万吨，其中 1#装置 165 万吨，于 15 年 3 月正常停车检修，2#装置 450 万吨受事故影响，

随后 2 套装置宣布无限期停车。我们认为翔鹭石化复产进度取决于两大因素：一是腾龙芳烃项目整改情况，若要达到长期安全平稳运行的要求，其难度不亚于新建项目；二是整改投资和资产权益的协调落实情况，即使是从顾大局的角度出发，我们也倾向于认为中石化方面不会照单全收。

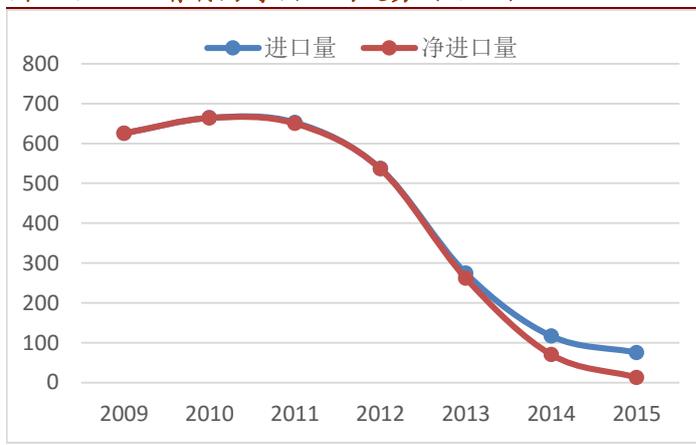
**若项目复产，PTA 短期压力较大，但总体可控。**翔鹭 PTA 产能占 16 年国内名义产能的 12.6%，有效产能的 17%。若按 75% 开工计算，年均新增货源 450 万吨左右，对于 PTA 市场的短期冲击较大，但中长期影响不必过度反应。首先，当前聚酯需求稳定增长，PTA 总体维持紧平衡，开工 9 成以上，负荷调整空间较大；其次，PTA 仍有 60-70 万吨的进口，出口也在快速增长，预计很快将转为净出口；最后，翔鹭回归将使产能集中度进一步提升，产能最大的 4 家企业合计占比预计将超过 65%，对于中小企业的挤出效应明显。

图 19: 2014 年后 PTA 进口量明显减少 (万吨)



资料来源：招商证券

图 20: PTA 有转为净出口的趋势 (万吨)



资料来源：招商证券

#### 4、公司 PTA 成本有一定优势，但关键在于何时盈利

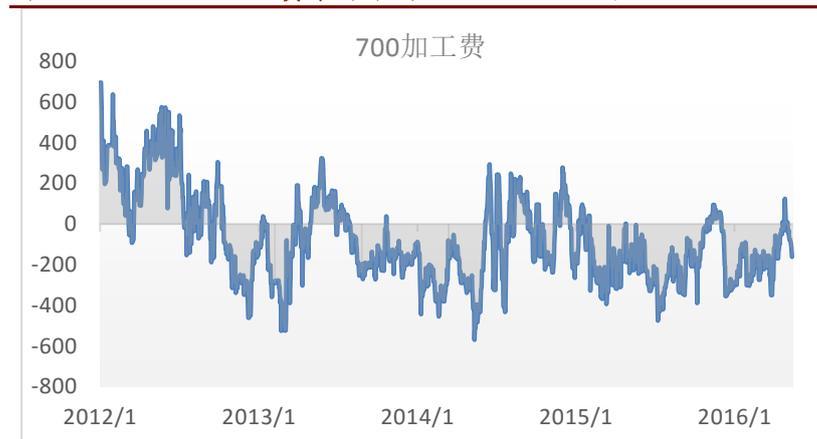
同样作为排名居前的生产商，与逸盛石化相比，恒力 PTA 还具备一定成本优势。

一是恒力大连基地有自备电力，单位电力成本仅为市场价格的 1/2-1/3。目前先进 PTA 装置的单位电耗水平在 80-120kWh 范围内。粗略计算恒力吨产品电力成本优势约为 28-40 元/吨。

二是恒力无论单企业还是单线产能都是业内最大，且布局相对集中，与福佳大化实现隔墙供应。相对而言逸盛部分产能建成时间较早，如浙江逸盛存在部分 60 万吨级的无效和不稳定开车产能，且逸盛三个基地相对比较分散，不能分摊公用工程费用。但应该注意到，逸盛大化已经超出折旧年限，折旧和财务费用成本低；浙江基地背靠宁波中金，PX 供应稳定。

比照浙江逸盛和大连逸盛大化，我们估计恒力加工费水平稍低，大体位于 450-500 元/吨范围内。考虑行业目前处于产能出清进程中，企业实际盈利可能在一定时间内徘徊在盈亏平衡水平附近。具体注入时点可能还需要考虑外部环境等一系列因素。

图 21: 700 元/吨加工费条件下的 PTA-PX 边际利润 (元/吨)



资料来源: 招商证券

### 5、注入 PTA 业务有助于完成业绩承诺

结合公司披露的 2012-2015 年上半年的主营业务收入组成、毛利率和产品产能, 我们估算了公司历史产品销售价格和吨产品净利, 并参考相关产品的实际市场价格进行了一定修正。由于相关产品整体供大于求, 短期在供需基本面不会出现根本逆转, 故我们按照近年平均盈利水平合理外推未来 1-2 年的吨产品盈利。

在维持现有业务规模的前提下, 我们认为公司 17-18 年的业绩承诺稍显乐观。这也从一个侧面印证了注入 PTA 资产的必要性。

当前公司 PTA 产能 660 万吨, 按平均 8 成开工率估算, 年产销量超过 530 万吨。PTA 产品价差每增加 100 元, 按 15% 增值税率估算, 年净利预计将至少增厚 4.5 亿元。

表 12: 2012-2015H1 恒力股份 (合并) 主营业务收入组成 (万元)

业务	2012	2013	2014	2015H1
FDY	692935.68	752339.73	895546.92	370034.29
DTY	308810.88	295825.51	277967.95	126833.29
POY	33038.42	40852.1	35437.06	6950.8
工业丝	166497.57	180239.21	163186.98	63619.38
切片	445243.88	408629.6	372347.68	141524.21
热电	63355.09	57764.65	55050.85	26855.11
物流运输	-	-	35.75	219.48

资料来源: 公司公告

表 13: 2012-2015H1 恒力股份 (合并) 各主营业务毛利率

业务	2012	2013	2014	2015H1
FDY	10.21%	5.18%	4.82%	9.57%
DTY	6.92%	9.50%	12.54%	17.37%
POY	5.31%	2.92%	5.81%	8.15%
工业丝	3.69%	8.85%	14.33%	12.33%
切片	-1.33%	-2.94%	-2.45%	-0.23%
热电	18.72%	31.34%	39.09%	39.10%
物流运输	-	-	6.35%	13.59%

资料来源: 公司公告

## 6、除 PTA 外，其他关联资产也值得关注

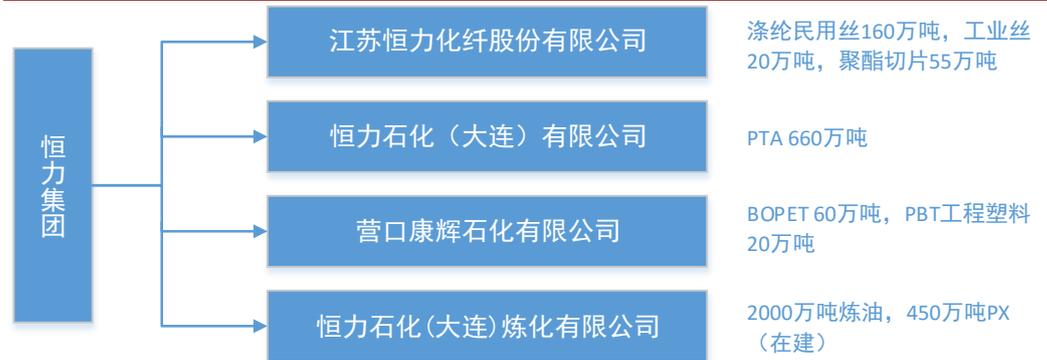
对恒力集团石化和聚酯业务稍加梳理，不难看出恒力已经完成了从 PTA-聚酯-纤维（工程塑料、膜）-织造（下游应用）的完整产业链布局。

当前恒力集团正着手向上游发展，未来几年，恒力 2000 万吨炼化一体化项目将是集团业务布局的重中之重。

假设 PTA 业务顺利注入上市公司，未来其 PX 采购仍将存在大量关联交易问题；另外，炼油项目重资产属性，流动资金需求量大，利用上市平台进一步拓宽资金来源渠道也显得尤为必要。

由于相关事项均基于事实假设，是否具体实施尚不得而知。故在此不做进一步讨论，仅将相关项目情况做一个简要梳理。

图 22：集团公司石化和聚酯板块主要企业分布



资料来源：招商证券

### （1）营口康辉石化：主攻聚酯膜和工程塑料

该项目位于营口仙人岛能源化工区。康辉石化项目计划总投资 100 亿元，分期建成年总产能 80 万吨的新型聚酯产品生产基地，包括 60 万吨新型双向拉伸聚酯薄膜及 20 万吨 PBT 聚酯工程塑料。现已投产 21 万吨 BOPET 和 16 万吨 PBT 产能。

BOPET 膜具有强度高、刚性好、透明、光泽度高等特点；无嗅、无味、无色、无毒；拉伸性、耐磨性、耐折叠性，抗收缩性、阻隔性较为突出。广泛应用于电工绝缘、护卡膜、印刷包装、食品包装、太阳能光伏基膜等领域。当前我国 BOPET 产能超过 270 万吨，市场需求在百万吨级。

PBT 又名聚对苯二甲酸丁二醇酯。PBT 分子具备高度几何规整性，刚性部分使聚合物具有高的机械强度，突出的耐化学试剂性，耐热性和优良的电性能；分子中没有侧链，结构对称，从而使这种聚合物有高度的结晶形和高熔点。虽然 PBT 发展起步较晚，但发展速度很快。经过增强改性的 PBT 产品主要用于电子电器、汽车、机械、光纤光缆等领域。当前我国 PBT 产量在 40 万吨左右，市场需求 50-60 万吨。

图 23: 康辉公司 PBT 树脂产品



资料来源: 公司官网

图 24: 康辉公司 BOPET 膜产品



资料来源: 公司官网

## (2) 恒力 2000 万吨炼化一体化项目

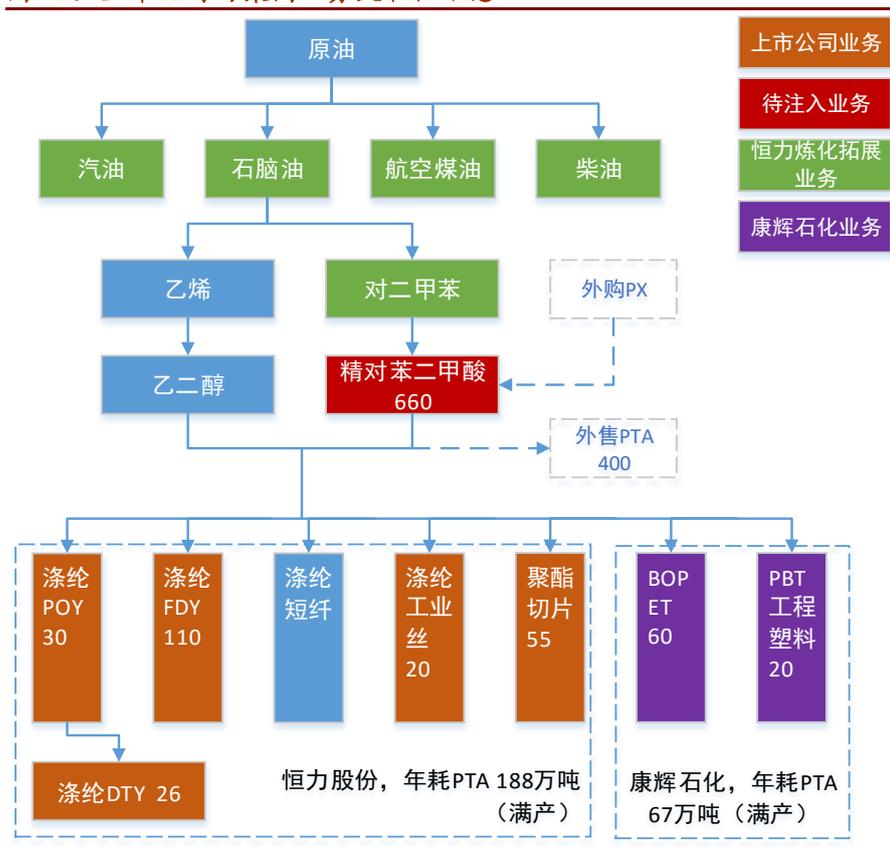
15 年 12 月, 恒力石化(大连)炼化有限公司 2000 万吨炼化一体化项目正式开工。项目位于大连长兴岛, 计划投资 690 亿元, 建设以 450 万吨/年芳烃联合装置为核心的 2000 万吨/年炼油化工装置、公用工程及辅助生产设施和码头工程, 建设期 2 年半。

主要装置配置有: 1#1000 万吨/年常减压、2#1000 万吨/年常减压、450 万吨/年轻烃回收、200 万吨/年煤油加氢精制、600 万吨/年柴油加氢裂化、1150 万吨/年重油加氢裂化(含蜡油加氢裂化、渣油加氢裂化和溶剂脱沥青)、60 万吨/年润滑油异构脱蜡、450 万吨/年芳烃联合(含石脑油加氢)、50 万吨/年异构化、100 万吨/年 C3/IC4 混合脱氢、30 万吨/年聚丙烯、82 万吨/年 MTBE、73 万标准立方米/时 PSA 氢气提浓、65.4 万吨/年硫磺回收(含酸性水汽提、溶剂再生)、产品精制和 50 万标准立方米/时煤制氢联产醋酸等 16 套炼化生产装置。

2014 年 8 月 8 日, 国务院下发的《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》文件精神中指出:“地方和企业要做好恒力炼化一体化项目前期工作并力争尽早开工。”15 年 8 月 5 日, 辽宁省环保厅批复恒力石化炼化一体化项目环境影响报告书, 9 月 9 日, 辽宁省发改委核准恒力石化炼化一体化项目。12 月 9 日, 项目正式开工。

该项目原料计划采用阿拉伯中重质原油, 采用全加氢流程, 重点生产高品质清洁油品和芳烃。

图 25: 上市公司与集团业务关联性示意



资料来源: 招商证券

#### 四、盈利预测和不确定性因素

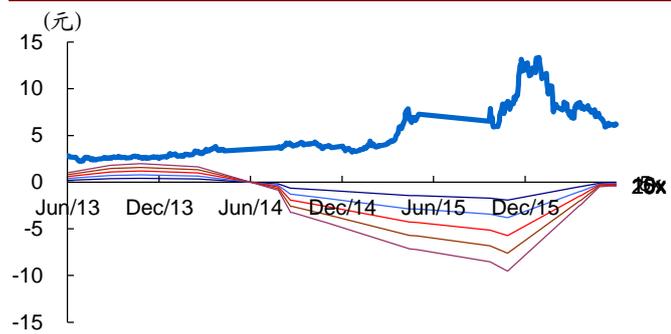
公司 2016-2018 年承诺扣非净利润分别为 8.3 亿、10 亿元和 11.5 亿元，对应最新增发后股本的 EPS 为 0.29、0.36 和 0.41 元。结合一季报数据，我们认为公司 16 年完成业绩承诺的可能性大。17-18 年完成业绩承诺稍有压力。

PTA 资产注入可基本确定，但具体时间存在一定不确定性。综合考虑行业现状，我们估计实施当年，该业务对整体业绩可能仅略有贡献，但其业绩弹性非常可观。PTA 产品价差每增加 100 元，预计增厚净利达 4.5 亿元以上，具备超预期的可能性。

恒力炼化一体化项目和营口康辉石化等关联业务是否注入有较大不确定性，暂不考虑。

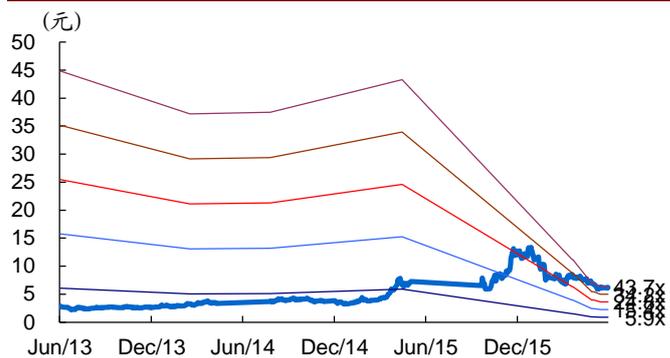
不确定性因素在于国际油价大幅波动带来的库存损益，资产注入进程不及预期。

图 26: \*ST 橡塑历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 27: \*ST 橡塑历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1304	1267	4406	4554	4815
现金	222	192	1475	1349	1421
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	37	32	110	121	128
应收款项	299	302	704	779	825
其它应收款	6	6	392	433	459
存货	613	651	1318	1430	1514
其他	127	85	408	442	468
<b>非流动资产</b>	1701	1630	18452	18368	18285
长期股权投资	3	3	10808	10808	10808
固定资产	1456	1457	7384	7310	7237
无形资产	140	133	223	213	203
其他	102	37	37	36	36
<b>资产总计</b>	<b>3005</b>	<b>2897</b>	<b>22858</b>	<b>22922</b>	<b>23100</b>
<b>流动负债</b>	1765	1930	18338	17641	16976
短期借款	785	742	12903	12426	11702
应付账款	416	497	815	737	780
预收账款	245	176	1223	1268	1280
其他	319	515	3397	3210	3215
<b>长期负债</b>	486	476	23	23	23
长期借款	258	253	23	23	23
其他	227	223	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>2251</b>	<b>2405</b>	<b>18361</b>	<b>17664</b>	<b>16999</b>
股本	290	668	2825	2825	2825
资本公积金	578	194	1543	1543	1543
留存收益	(206)	(449)	50	811	1654
少数股东权益	91	79	79	79	79
归属于母公司所有者权益	662	413	4418	5179	6022
<b>负债及权益合计</b>	<b>3005</b>	<b>2897</b>	<b>22858</b>	<b>22922</b>	<b>23100</b>

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	156	(96)	3545	1461	1694
净利润	(191)	(243)	833	1010	1146
折旧摊销	77	80	83	84	83
财务费用	75	74	419	630	593
投资收益	(4)	(3)	0	0	0
营运资金变动	194	1	2169	(267)	(132)
其它	5	(6)	41	4	3
<b>投资活动现金流</b>	(95)	(39)	(16905)	0	0
资本支出	(99)	(42)	(6100)	0	0
其他投资	3	4	(10805)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(5)	104	14642	(1587)	(1621)
借款变动	(67)	345	12111	(707)	(725)
普通股增加	49	377	2157	0	0
资本公积增加	225	(384)	1349	0	0
股利分配	(121)	(145)	(334)	(250)	(303)
其他	(92)	(89)	(642)	(630)	(593)
<b>现金净增加额</b>	<b>56</b>	<b>(30)</b>	<b>1282</b>	<b>(126)</b>	<b>72</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	876	841	15668	17318	18348
营业成本	747	756	13588	14745	15606
营业税金及附加	3	2	31	35	37
营业费用	45	47	110	121	128
管理费用	167	151	533	589	624
财务费用	83	87	419	630	593
资产减值损失	31	71	65	65	65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>(195)</b>	<b>(271)</b>	<b>922</b>	<b>1133</b>	<b>1295</b>
营业外收入	13	24	70	70	70
营业外支出	3	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>(184)</b>	<b>(247)</b>	<b>992</b>	<b>1203</b>	<b>1364</b>
所得税	5	2	159	192	218
<b>净利润</b>	<b>(190)</b>	<b>(249)</b>	<b>833</b>	<b>1010</b>	<b>1146</b>
少数股东损益	1	(6)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(191)</b>	<b>(243)</b>	<b>833</b>	<b>1010</b>	<b>1146</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>(0.66)</b>	<b>(0.36)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.36</b>	<b>0.41</b>

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-28%	-4%	1764%	11%	6%
营业利润	794%	39%	-440%	23%	14%
净利润	-1828%	27%	-443%	21%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.8%	10.0%	13.3%	14.9%	14.9%
净利率	-21.8%	-28.9%	5.3%	5.8%	6.2%
ROE	-28.9%	-58.9%	18.9%	19.5%	19.0%
ROIC	-6.1%	-12.1%	6.4%	8.4%	8.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.9%	83.0%	80.3%	77.1%	73.6%
净负债比率	37.8%	36.0%	57.6%	54.3%	50.8%
流动比率	0.7	0.7	0.2	0.3	0.3
速动比率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.7	0.8	0.8
存货周转率	1.3	1.2	13.8	10.7	10.6
应收帐款周转率	2.7	2.8	31.1	23.4	22.9
应付帐款周转率	1.9	1.7	20.7	19.0	20.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	-0.66	-0.36	0.29	0.36	0.41
每股经营现金	0.54	-0.14	1.26	0.52	0.60
每股净资产	2.28	0.62	1.56	1.83	2.13
每股股利	0.50	0.50	0.09	0.11	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	-9.5	-17.2	21.3	17.5	15.5
PB	2.7	10.1	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	-507.4	-194.0	15.0	11.6	10.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**柴沁虎**，石化行业研究员，清华大学管理学博士，从事石油化工、煤化工、天然气等能源化工领域的行业研究。曾经在扬子石化、石化协会、宏源证券等机构任职。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。