

恒力石化（600346）

公司研究/深度报告

成本优势突出，炼化项目带来盈利新契机

-恒力石化深度报告

深度报告/石油石化

2020年6月8日

报告摘要：

● 本报告试图解决：从成本优势角度评估恒力石化的盈利优势

本报告将从成本优势角度去评估该公司，希望对投资者理解石油化工行业及领先公司恒力石化的盈利能力，有更多帮助。恒力石化的成本优势主要体现在规模优势带来的成本下降。

● 公司逻辑：规模优势显著，成本优势突出

公司规模和一体化优势降低成本。炼化项目投产以后，公司产品单位吨成本显著降低。2019年PTA单位吨成本为3134元，较2018年下降995元；涤纶长丝单位吨成本为7347元，较2018年下降184元。

产能扩张带来新的业绩增长点。炼化项目丰富了公司的产业链，公司开始具备450万吨PX产能和150万吨乙烯产能。此外，项目完全投产后，公司聚酯产品产能将突破400万吨，PTA产能达到1160万吨。

● 行业逻辑：2020-2022年化纤产业链利润将向下游转移

2020-2022年PX产能利用率总体下滑。2019年我国PX产能为2053万吨，表观消费量为2771万吨。若2020-2022年的表观消费量增速是2014-2018年表观消费量的平均增速9%，且PX进出口净额与2019年相同为1494万吨，则2020-2022年的产能利用率分别为56%、53%和50%，总体上PX将产能过剩，利好下游PTA、涤纶长丝等产品。

2020-2022年PTA产能利用率总体下滑。未来三年我国新增产能分别为1270万吨、1220万吨和1560万吨。2018年PTA表观消费量为4034万吨，假定2020-2022年增速是2014-2018年的平均增速7%，且此三年的PX进出口净额与2019年相同为26万吨，则2020-2022年PTA产能利用率分别为55%、52%和49%。但由于2020年部分PTA装置因故停产，加快PTA产能方面的布局仍可以在短期内享受红利。

2020-2022涤纶长丝产能利用率上升，利好相关石化企业。2019年国内涤纶长丝的产能为4134万吨，表观消费量为3509万吨，2020-2022年涤纶长丝产能增加量分别为212.5万吨、192.5万吨和125万吨。2017-2019年涤纶长丝表观消费量平均增速为14%，受宏观条件影响，假设2020年、2021年和2022年涤纶长丝的表观消费量增长率为10%，则未来三年涤纶长丝的产能利用率分别为89%、92%和100%，利好相关产业。

● 盈利能力预测与投资建议

2019年5月炼化项目投产以后，公司化工品和PTA毛利占比分别为35%和31%，成为公司重要的营收来源。

由于油价大幅下跌，我们假设2020-2022年成品油和化工品平均售价增长率为-25%、10%和10%，PTA和聚酯产品平均售价增长率为-20%、10%和10%，以中国石油、中国石化和上海石化炼化项目评估恒力石化炼化项目，则恒力石化的炼化项目可获毛利 $2000 \times 1450 = 290$ 亿元。

基于公司核心业务板块的分析，我们预计2020-2022年EPS分别为1.81、2.23和2.66元，对应PE分别为8.0倍、6.5倍、5.4倍，参考可比公司估值平均估值为平均估值为14.4倍，给予“推荐”评级。

● 风险提示

产品价格下跌风险、产能投放进度拖后。

推荐

维持评级

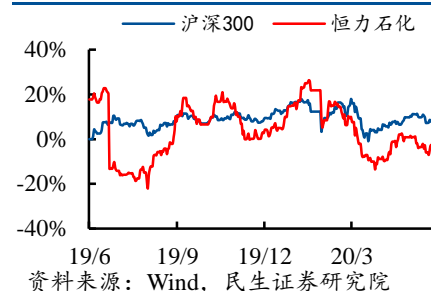
当前价格：14.46

交易数据

2020-06-05

近12个月最高/最低(元)	17.58/10.91
总股本(百万股)	7039.10
流通股本(百万股)	4631.94
流通股比例(%)	66%
总市值(亿元)	1017.85
流通市值(亿元)	669.78

该股与沪深300走势比较



分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

相关研究

1,《恒力石化(600346.SH):两千万吨大炼化投产,净利同比增长201.7%》20200416

2,《恒力石化(600346.SH):炼化项目率先投产,先发优势助半年业绩创历史新高》20190812

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	100,782	140,287	160,385	184,119
增长率 (%)	67.8%	39.2%	14.3%	14.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,025	12,773	15,691	18,751
增长率 (%)	201.7%	27.4%	22.8%	19.5%
每股收益 (元)	1.4	1.81	2.23	2.66
PE (现价)	10.0	8.0	6.5	5.4
PB	2.8	2.2	1.8	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、从成本角度评估恒力石化的盈利优势.....	4
二、公司逻辑：产能优势显著，成本优势突出.....	5
（一）公司是石油化工行业的领先企业.....	5
（二）公司上市以来营收、归母净利润增长迅猛.....	7
（三）恒力石化三项费用率持续改善.....	9
三、行业逻辑：2020-2022 年聚酯产业链利润将向下游转移.....	11
（一）PX：产能释放将导致产能过剩局面.....	12
（二）PTA 需求保持稳定，利润空间有望增加.....	14
（三）涤纶长丝：未来三年涤纶长丝产能利用率提升.....	18
四、恒力石化盈利能力评估.....	24
（一）恒力石化销售毛利率同行业领先.....	24
（二）炼化一体化盈利优势显著.....	24
五、盈利预测及投资建议.....	27
六、风险提示.....	31
插图目录.....	33
表格目录.....	33

一、从成本角度评估恒力石化的盈利优势

作为领先的石油化工民营企业，恒力石化的盈利优势评估一直是资本市场的关注焦点。本报告将从成本角度评估该公司，希望对投资者理解石油化工行业及恒力石化的盈利能力有更多帮助。

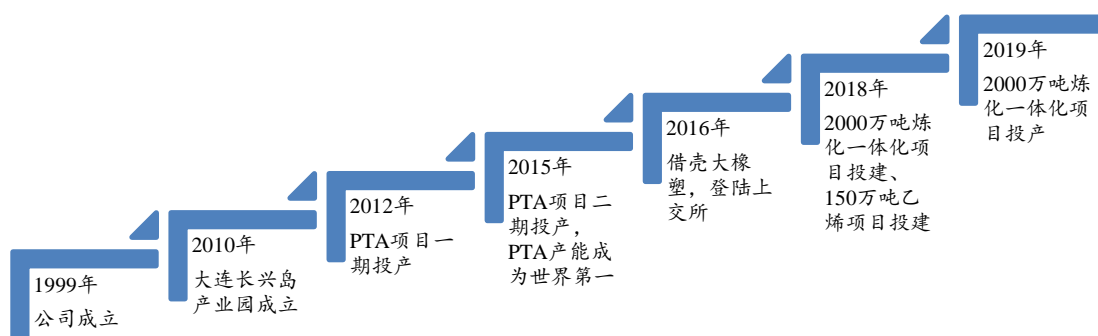
恒力石化的成本优势主要来源于规模优势带来的成本下降，2000 万吨炼化一体化项目的正式投产是公司降低成本的最大利器。得益于此，恒力石化的产品吨成本、吨毛利、销售毛利率等主要财务指标均处在行内领先地位。

二、公司逻辑：产能优势显著，成本优势突出

（一）公司是石油化工行业的领先企业

公司是石油化工行业的领先企业。公司成立于 1999 年，主营业务涵盖石油炼化、石化、芳烃、烯烃、PTA、乙二醇、民用丝、工业丝、工程塑料等领域，分别在苏州、大连、宿迁、南通和营口等五地建立了大型产业基地。公司于 2016 年借壳大连橡胶塑料机械股份有限公司登陆上交所，现第一股东为恒力集团有限公司。2019 年，恒力 2000 万吨炼化项目正式投产，意味着公司成为行业内首家实现“原油-PX-PTA-聚酯”全产业链一体化经营发展的企业。公司当前聚酯化纤产业链经营的业务主要围绕“PX-PTA-聚酯-民用丝、工业丝、聚酯薄膜、工程塑料”展开。

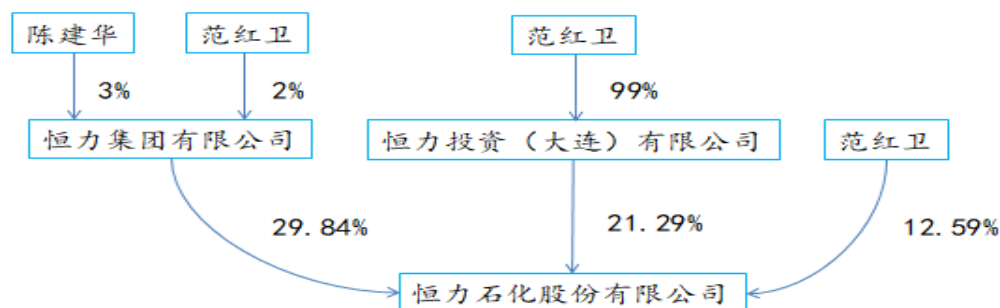
图 1：公司成立以来业务发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

公司股权结构清晰。公司实际控制人为范红卫。据公司 2019 年年报披露，范红卫同时拥有恒力集团有限公司 2% 股权和恒力投资（大连）有限公司 99% 股权。恒力集团有限公司是恒力石化有限公司第一大股东，持股比例达 29.84%，公司第二股东为恒力投资（大连）有限公司，持股 21.29%，第三股东为范红卫，持股比例 12.59%。范红卫共拥有恒力石化 63.72% 股份，是公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司十大股东略有变动。根据公司 2020 年一季报，十大股东中有两位新进股东，分别为海来得国际投资有限公司和西藏信托有限公司-西藏信托-恒力石化第四期员工持股集合资金信托计划，其他股东持股比例没有较大变化。

表 1：2020 年一季报公司十大流通股股东

股东名称	持股比例 (%)
恒力集团有限公司	29.84
恒能投资(大连)有限公司	21.29
范红卫	12.59
德诚利国际集团有限公司	10.41
香港中央结算有限公司(陆股通)	1.30
中意资管-招商银行-中意资产-招商银行-定增精选 43 号资产管理产品	0.98
江苏和高投资有限公司	0.88
霍尔果斯凯恩时代股权投资合伙企业(有限合伙)	0.87
海来得国际投资有限公司	0.74
西藏信托有限公司-西藏信托-恒力石化第四期员工持股集合资金信托计划	0.71
合计	79.61

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司共有二十余家全资及控股子公司，核心子公司有三家，分别为恒力石化炼化（大连）有限公司、江苏恒力化纤股份有限公司和营口康辉石化有限公司，分别持股 100%、99.9%和 75%。

表 2：公司主要子公司

子公司名称	持股比例 (%)	主营业务
恒力石化炼化（大连）有限公司	100	PTA 及炼化项目
江苏恒力化纤股份有限公司	99.9	涤纶长丝
营口康辉石化有限公司	75	聚酯薄膜、工程塑料

资料来源：公司公告，民生证券研究院

产能扩张带来盈利新契机。炼化项目丰富了公司的产业链，公司开始具备 450 万吨 PX 产能和 150 万吨乙烯产能。此外，2000 万吨炼化一体化项目完全投产后，公司聚酯总产能规模将突破年产 400 万吨，PTA 总产能规模将达到年产 1160 万吨。公司的产能扩张将为公司带来更大的盈利空间。

表 3：公司主要产品产能及未来规划

	2018A	2019A	2020E	2021E
聚酯产品	276	276	377.5	445
PTA	660	910	1160	1160
PX	-	450	450	450
乙烯	-	-	150	150

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：公司投产/在建项目产能情况

主要厂区或项目	设计产能 (万吨)	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
恒力化纤年产 20 万吨高性能车用工业丝项目	20	/	项目总投资 15.20 亿元	项目预计 2020 年年底投产
恒科新材料年产 135 万吨高品质纺织新材料项目	135	/	项目总投资 123 亿元,建设熔体直纺 FDY 半消光多功能高品质聚酯纤维 60 万吨、熔体直纺 POY 半消光多功能高品质聚酯纤维 30 万吨 (其中包括 POY 阳离子染料可染聚酯 15 万吨)、DTY45 万吨。	项目建设周期为 48 个月,采取分批投入、分批投产的方式
恒力石化投资建设年产 250 万吨 PTA-5 项目	250	/	建成后,公司现有 PTA 产能将由 660 万吨/年加上在建的三期 250 万吨/年,合计总产能预计增加至 1160 万吨/年。	项目预计 2020 年年中商业化运行。
恒力化工 150 万吨乙烯项目	150	/	项目总投资约 240 亿元,建设规模为 150 万吨/年乙烯装置、14 万吨/年丁二烯抽提装置、35 万吨/年裂解汽油加氢装置、2 套 20 万吨/年聚丙烯 (PP) 装置、72 万吨/年苯乙烯 (SM) 装置、40 万吨/年高密度聚乙烯、2 套 90 万吨/年乙二醇 (EG) 装置、17 万吨/年碳四加氢装置。	2020 年二季度商业化运行
恒力 2000 万吨炼化项目	2000	105	已投产	恒力炼化 2019 年 5 月份商业化运行。
苏州厂区	140	105.2	已投产	
南通厂区	40	108.15	已投产	
宿迁厂区	20	95.2	已投产	
康辉厂区聚酯薄膜	20	102	已投产	
康辉厂区膜级聚酯切片	20	99	已投产	
康辉厂区工程塑料	18.5	96.5	已投产	
大连厂区 PTA	660	107	已投产	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

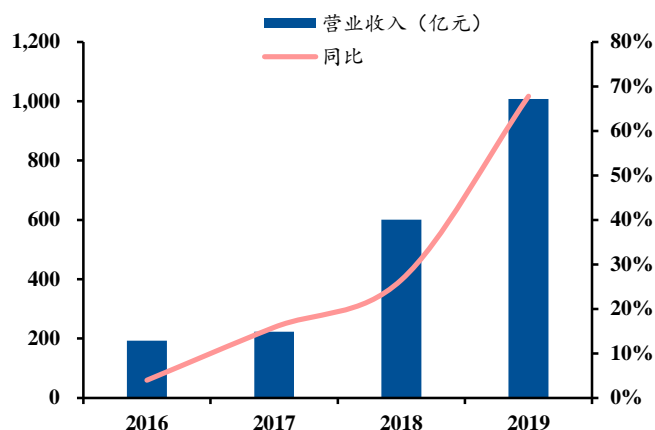
公司规模优势降低成本。炼化项目投产以后，公司产品单位吨成本显著降低。2019 年 PTA 单位吨成本为 3134 元，较 2018 年下降 995 元；涤纶长丝单位吨成本为 7347 元，较 2018 年下降 184 元。在同行业中公司具有显著成本优势，相关对比将在下文详细说明。

(二) 公司上市以来营收、归母净利润增长迅猛

公司自上市以来，营收、归母净利润年增长迅猛。以营收为例，2016 年公司营收 192 亿元，2019 年公司营收达到 1008 亿元，较 2017、2018 和 2019 年同比增长率分别为 16%、27% 和 68%，上市以来营收年复合增长率为 174 倍，主要受益于 2000 万吨炼化一体化项目投产，产品规模扩大减少单位成本。受此推动，公司归母净利润从 2018 年的 33 亿元增至 2019 年的 100 亿元，同

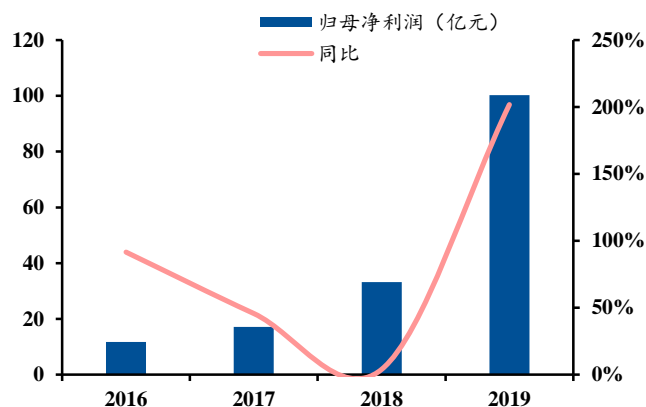
比增长 202%，年复合增长率为 43 倍。

图 3：公司上市以来营收及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：公司上市以来归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司业务结构不断优化。2019 年以前，公司的主营业务是炼化和聚酯两大板块。2019 年 2000 万吨炼化项目投产，化工品和 PTA 的战略地位日益凸显。2019 年，二者的主营业务占比分别为 30%、29%；毛利占比分别为 35%，31%。

图 5：2019 年公司主营业务构成

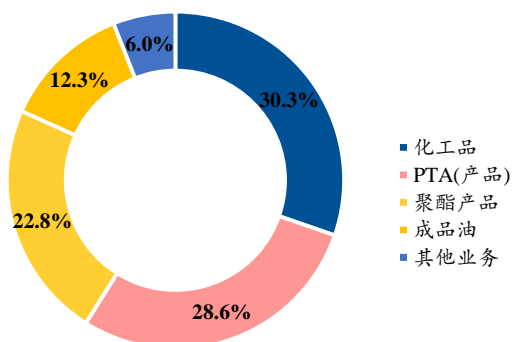
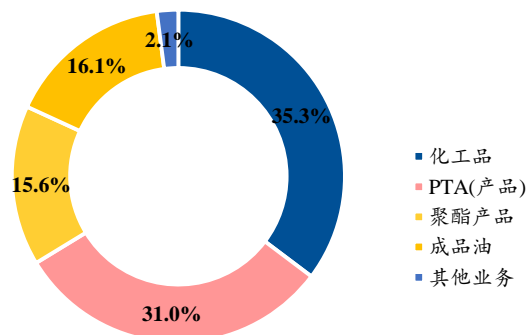


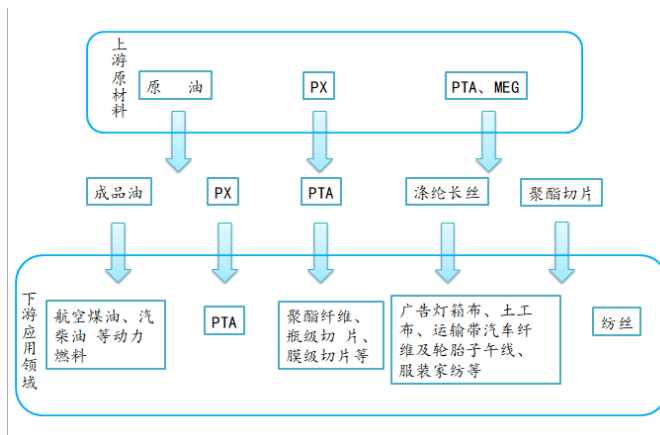
图 6：2019 年公司毛利构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司具有产业链一体化布局优势。公司主要生产 PX 产品以及成品油与其他化工品，其中 PX 产品基本自用于公司 PTA 工厂的原料所需，生产出的 PTA 产品部分供公司聚酯工厂自用，其余销售给下游化纤领域客户用于生产聚酯化纤产品等；生产出各类聚酯产品后，将民用涤纶长丝销售给下游织造厂生产纺织品，将工业丝销售给建材企业、汽车零部件厂，将聚酯切片销售给纺丝企业，将 BOPET 薄膜出售给下游印刷、包装、电子等企业，将 PBT 树脂销售给下游汽车、电子、机械等企业。

图 7：公司主营产品及上下游

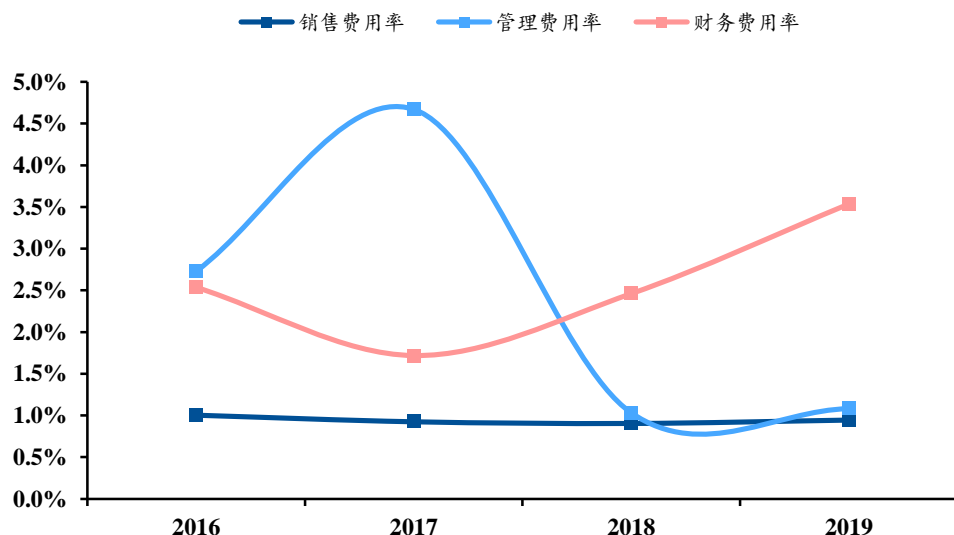


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）恒力石化三项费用率持续改善

规模效应引起部分费率下降。2016-2019 年公司的三项费用率分别为 6.27%、7.31%、4.39% 和 5.56%，占比相对稳定，说明公司的费用控制能力良好。公司销售费用率、管理费用率整体呈下降趋势，财务费用率微微上涨，主要原因是公司大项目投产扩张较快。

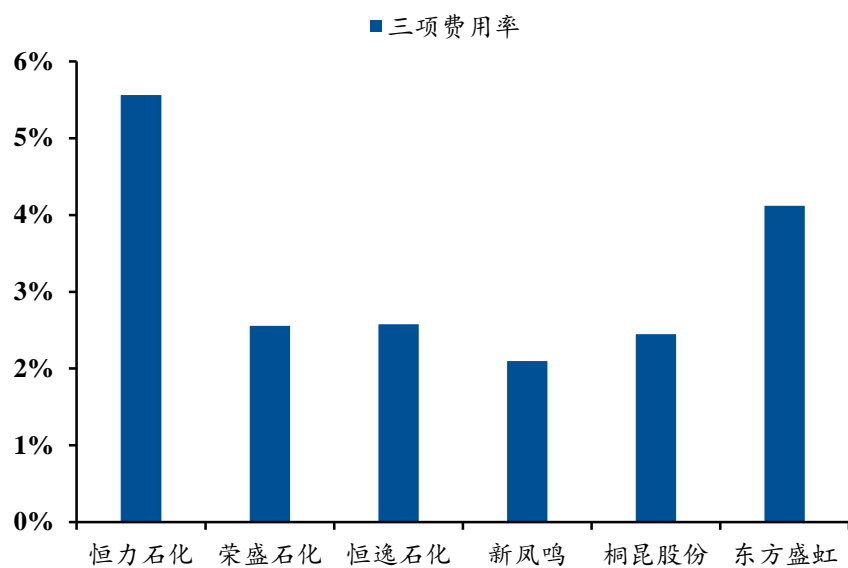
图 8：2016-2019 年恒力石化三项费用情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

短期看，大项目上马导致恒力石化的三项费用率在同行中不具有优势。2019 年行业平均三项费用率为 3.23%。比较 2019 年恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、新凤鸣、桐昆股份和东方盛虹 6 家上市公司的三项费用率，我们发现恒力石化的数据最高，为 5.56%。主要原因是恒力石化有大项目上马，财务费用显著提高导致三项费用率高于同行。

图 9：2019 年可比公司三项费用率

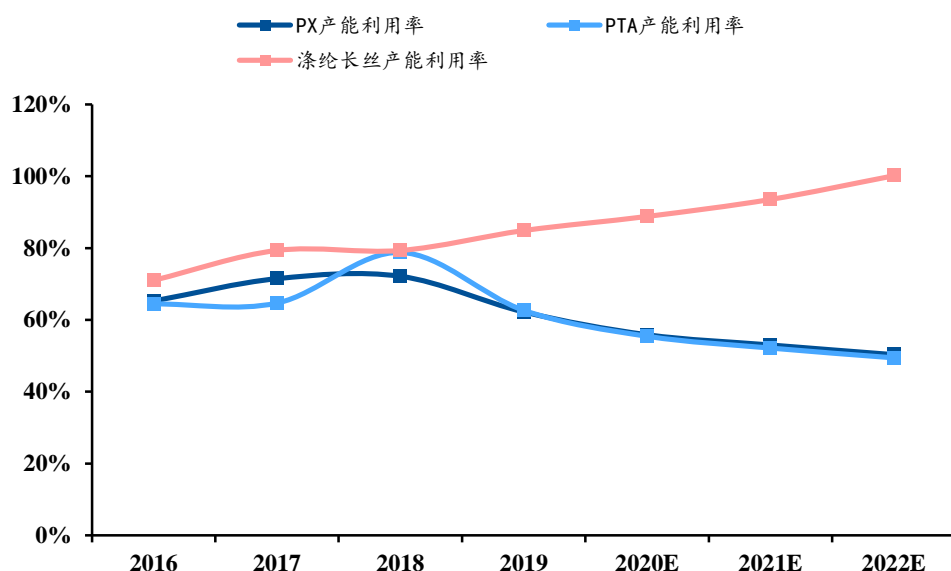


资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、行业逻辑：2020-2022 年聚酯产业链利润将向下游转移

聚酯产业链主要分为三部分，上游 PX、中游 PTA、下游聚酯产品（主要是涤纶长丝）。供需是影响三项产品的最主要因素。根据需求情况和产能释放情况来看，PX、PTA 未来三年产能利用率下行，而涤纶长丝前景向好。

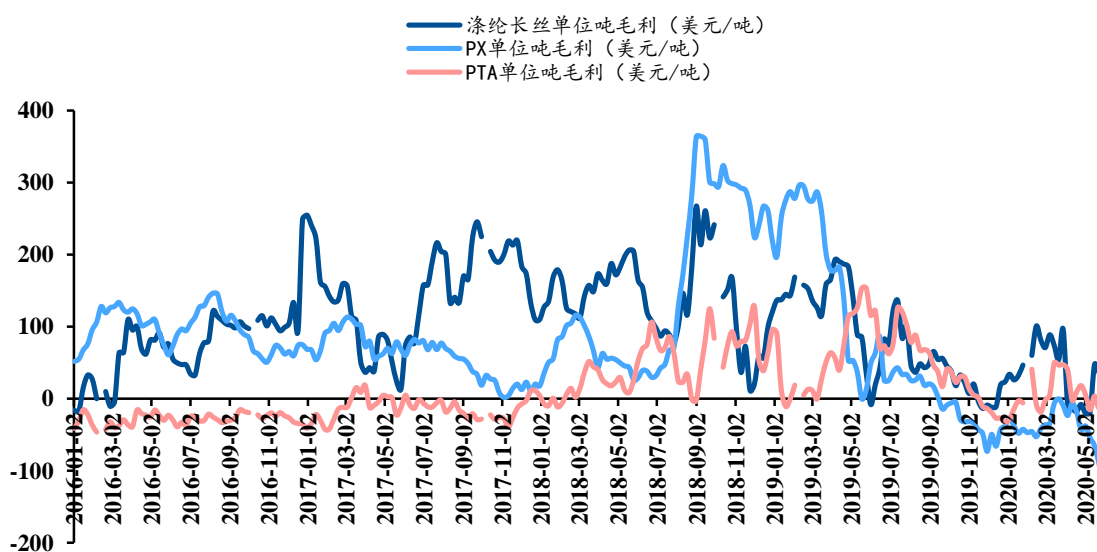
图 10：PX、PTA 和涤纶长丝产能利用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

由于景气度下滑，三者的单位吨毛利均处于历史低位。截至到 2020 年 5 月 30 日，PX、PTA 和涤纶长丝的行业单位吨毛利分别为 -123.21 美元/吨、9.04 美元/吨和 21.51 美元/吨。

图 11：行业 PX、PTA 和涤纶长丝单位毛利



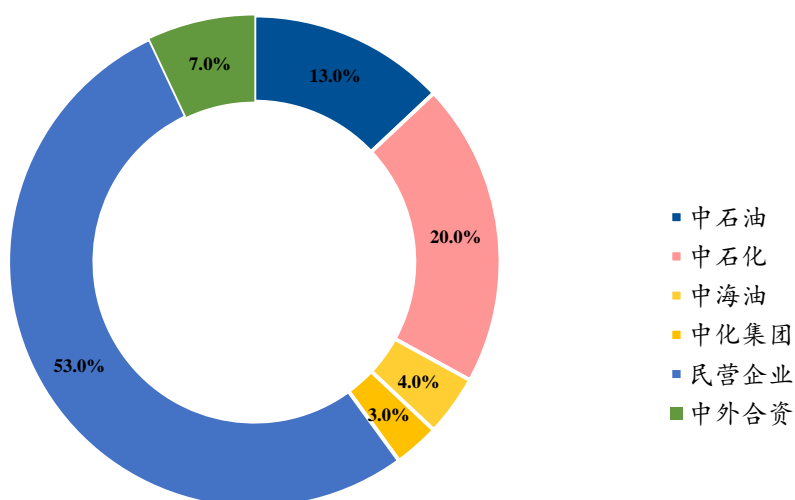
资料来源：Wind，民生证券研究院

(一) PX: 产能释放将导致产能过剩局面

PX，对二甲苯，是重要的芳烃产品，主要用来制备对苯二甲酸（PTA）以及对苯二甲酸二甲酯（DMT），进而生产聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），在整个化纤产业链中处于源头地位。

PX 是标准化产品，降低成本实现规模经济才是盈利的关键所在。国内 PX 供给端主要集中在三桶油、荣盛、恒力、恒逸等民营企业，民营企业占比高达 53%。外资企业占比较少。

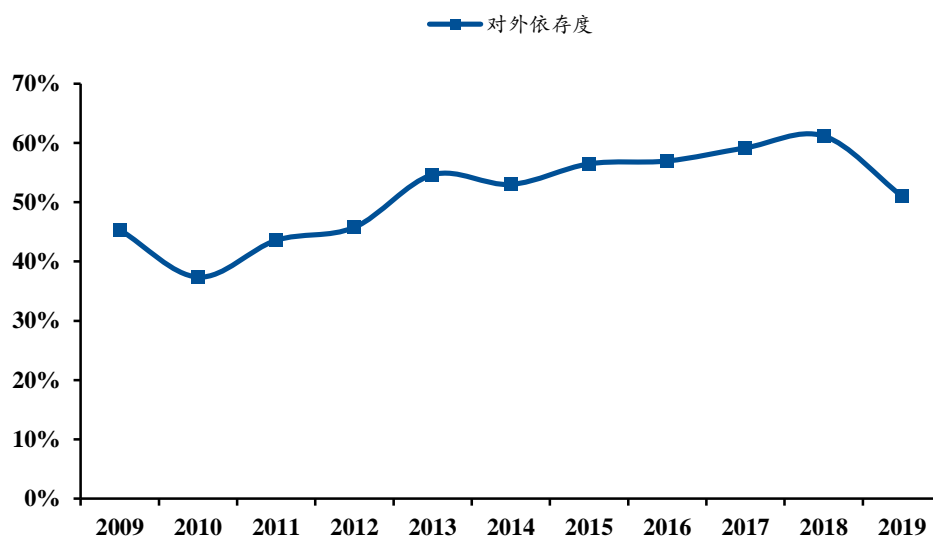
图 12: PX 国内产能分布



资料来源：民生证券研究院整理

现阶段国内 PX 对外依存度下降。2019 年我国 PX 产能为 2053 万吨，进口依存度为 50.50%，相较 2018 年的 61.16%，PX 对外依存度有较大下降。

图 13: PX 对外依存度



资料来源：Wind，民生证券研究院

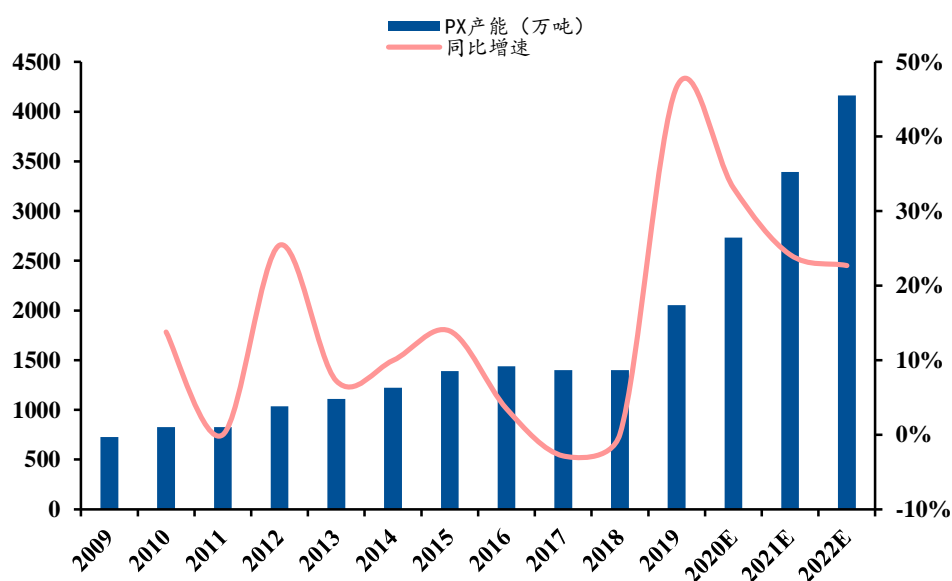
2020-2022 年是 PX 新增产能释放的集中期。2019 年我国 PX 产能为 2053 万吨，国内在建的 PX 项目将在未来三年集中释放。根据各企业披露的信息，2020-2022 年我国 PX 新增产能分别为 680 万吨、660 万吨和 779 万吨，2022 年我国 PTA 产能将达到 4163 万吨。

表 5 未来三年主要企业 PX 新增产能规划

公司简称	产能 (万吨/年)	预计建成时间
浙石化一期 (已投产)	400	2020 年
中化泉州	80	2020 年
东营威联化学 1 期	200	2020 年
中委广东石化	260	2021 年
浙石化二期	400	2021 年
大榭石化/力万	160	2022 年
九江石化	89	2022 年
盛虹炼化	280	2022 年
惠州炼化 2 期	150	2022 年
东营威联化学 2 期	100	2022 年

资料来源：民生证券研究院整理

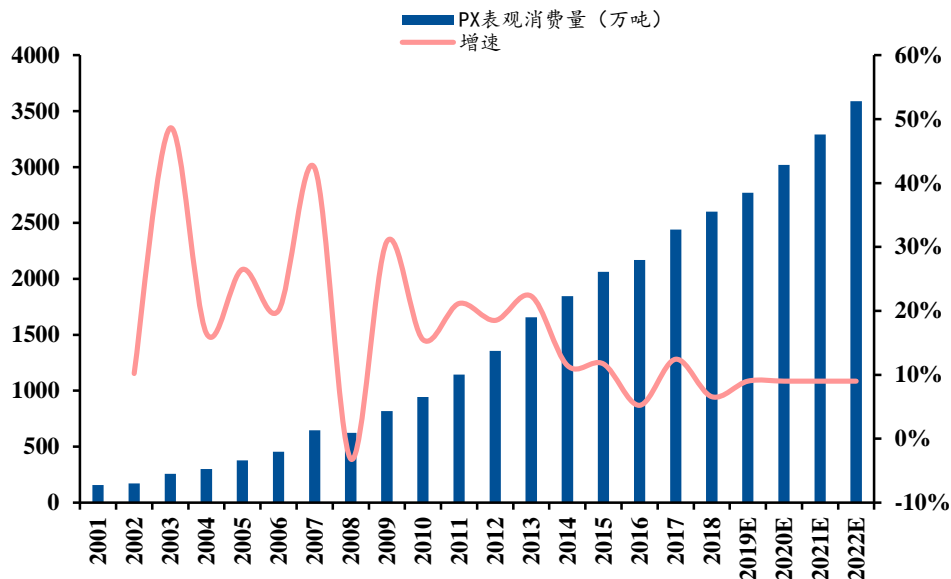
图 14: PX 产能及同比增长率



资料来源：Wind，民生证券研究院

到 2022 年，PX 表观消费量将与产能大体相当。假设未来三年的表观消费量增速是 2014-2018 年表观消费量的平均增速，则 2020-2022 年 PX 表观消费量平均增速为 9%，2022 年的 PX 表观消费量达到 3589 万吨，表观消费量与国内产能相当。

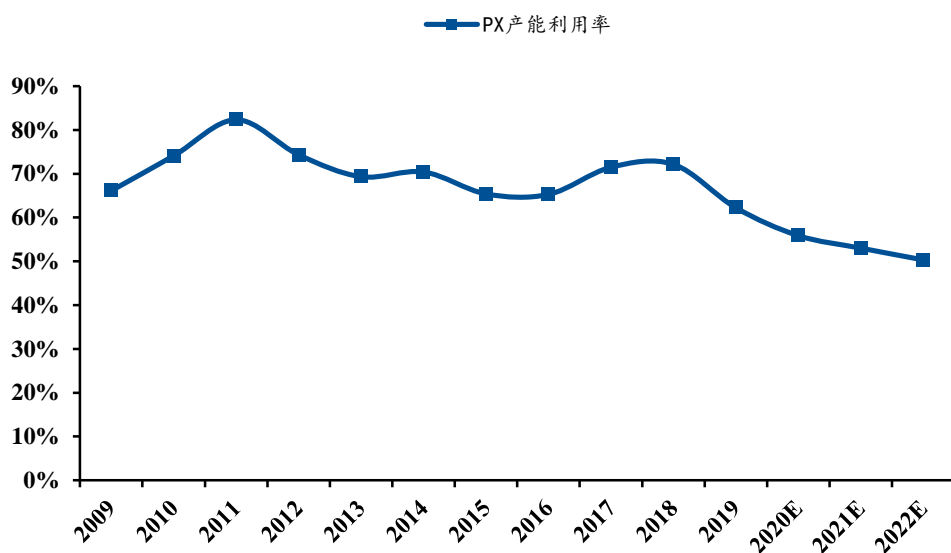
图 15: PX 表观消费量及预测



资料来源: Wind, 民生证券研究院

未来三年 PX 产能供给持续宽松, 利好下游产业。假定 2020-2022 年的 PX 进出口净额与 2019 年相同, 为 1494 万吨, 则 2020-2022 年 PX 产能利用率分别为 56%、53% 和 50%, 而 2018-2019 年 PX 产能利用率为 72% 和 62%, 说明该行业产能大方向上将逐渐过剩, 对以 PX 为主要产品的企业不利。由此利好下游产业如 PTA、涤纶长丝等产品。

图 16: PX 产能利用率及预测



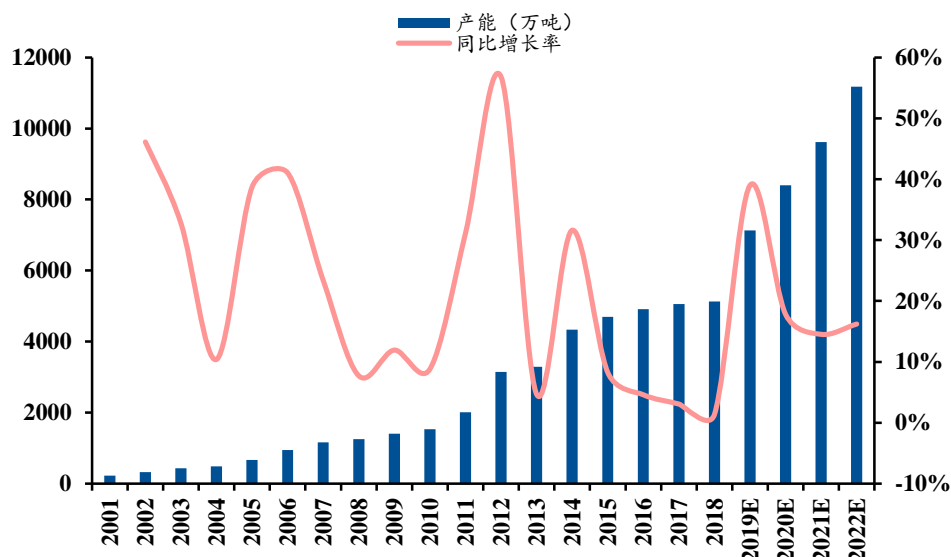
资料来源: Wind, 民生证券研究院测算

（二）PTA 需求保持稳定，利润空间有望增加

PTA, 精对二甲苯, 是重要的大宗有机原料之一, 广泛应用于化纤、电子、建筑等领域。PTA 处于化纤产业链的中游, 上游原材料为 PX, 下游应用领域主要用来制作 PET。

PTA 产能集中于大企业。我国 PTA 主要由恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等企业生产。2018 年我国 PTA 产能为 5129 万吨，恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、新凤鸣和东方盛虹生产了其中的 2940 万吨。

图 17：PTA 国内产能及同比增长率



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 6：主要企业 PTA 产能情况

序号	公司简称	产能 (万吨/年)
1	恒逸石化+荣盛石化	1290
2	恒力石化	910
3	桐昆股份	370
4	福海创	300
5	汉邦石化	280
6	中国石化	264.5
7	三房巷	240
8	珠海 BP	235
9	新凤鸣	220
10	东方盛虹	150
11	其他	779

资料来源：民生证券研究院整理

近年国内 PTA 产能增速放缓，但 2020-2022 年产能将大量释放。2015-2018 年我国 PTA 产能增长率分别为 8.25%、4.60%、3.07%、1.36%，处于持续下降阶段。由于 PTA 项目建设周期较长，企业当年布局并不能立刻获得收益，所以 PTA 产能增速放缓在情理之中。根据相关上市公司公告等整理，未来三年将是 PTA 产能释放的集中期，2020 年、2021 年和 2022 年我国 PTA 新增产能分别为 1520 万吨、1220 万吨和 1560 万吨。

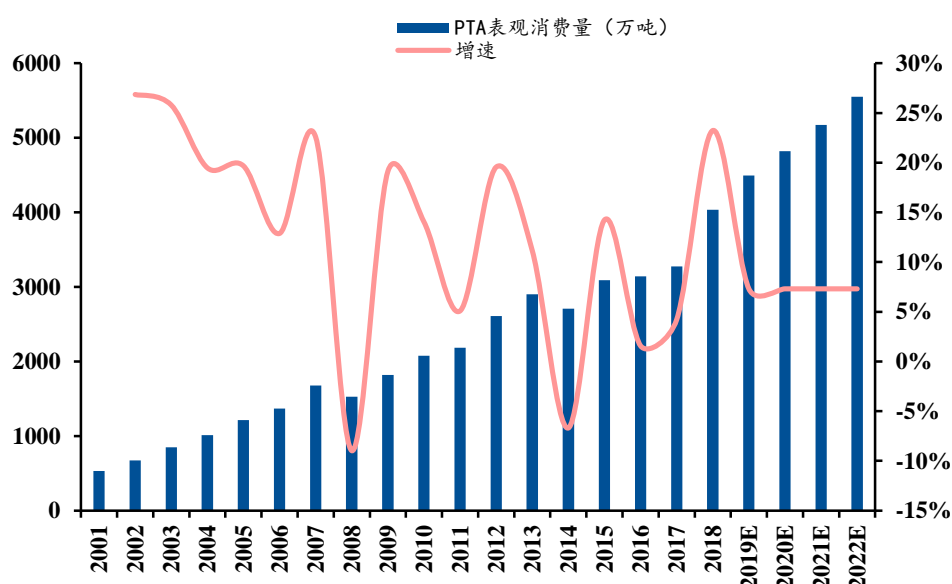
表 7：未来三年主要企业新增 PTA 产能情况

公司简称	总产能（万吨/年）	所属公司或参股公司	预计投产时间
恒力石化#4	250	恒力石化	已投产
恒力石化#5	250	恒力石化	2020 年
逸盛宁波	300	恒逸石化、荣盛石化	2020 年
福建百宏	250	百宏石化	2020 年
独山能源	220	新凤鸣二期	2020Q4
2020 年小计	1270		
逸盛宁波	300	恒逸石化、荣盛石化	2021 年
逸盛海南	220	恒逸石化、荣盛石化	2021 年
中金石化	330	荣盛石化	2021 年
虹港石化	250	盛虹石化	2020 年
宁夏宝塔	120	宝塔石化集团	2021 年
2021 年小计	1220		
仪征化纤	220	中国石化	2022 年
桐昆股份一期+二期	500	桐昆股份	一期已开工建设
澄星实业+中石化	220	江阴澄星实业集团、中石化	2020 年
蓝山屯河	120	蓝山屯河	2022 年
宁波台化	300	台化	不确定
佳龙二期	200	佳龙集团	不确定
2021 年后小计	1560		

资料来源：民生证券研究院整理

PTA 需求增速缓慢。1994 年以来，除 2008 年和 2014 年 PTA 表观消费量同比增速为负外，其他年份 PTA 都保持增长趋势。2018 年 PTA 表观消费量为 4034 万吨。2013-2018 年 PTA 表观消费量平均增速为 7%，若 2020-2022 年保持此增速不变，则到 2022 年 PTA 表观消费量将达到 5552 万吨。

图 18：PTA 表观消费量及增速

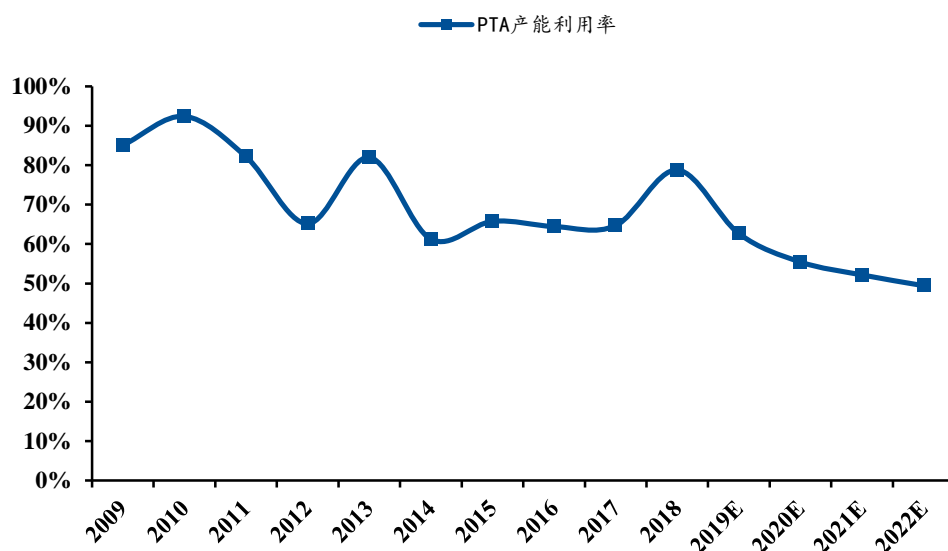


资料来源：Wind，民生证券研究院

未来三年 PTA 产能利用率总体略有下行。假定 2020-2022 年的 PX 进出口净额与 2019 年相

同，为 26 万吨，则 2020 年、2021 年和 2022 年的 PTA 产能利用率分别为 55%、52% 和 49%，未来三年产能利用率总体下行。

图 19: PTA 产能利用率及预测



资料来源: Wind, 民生证券研究院

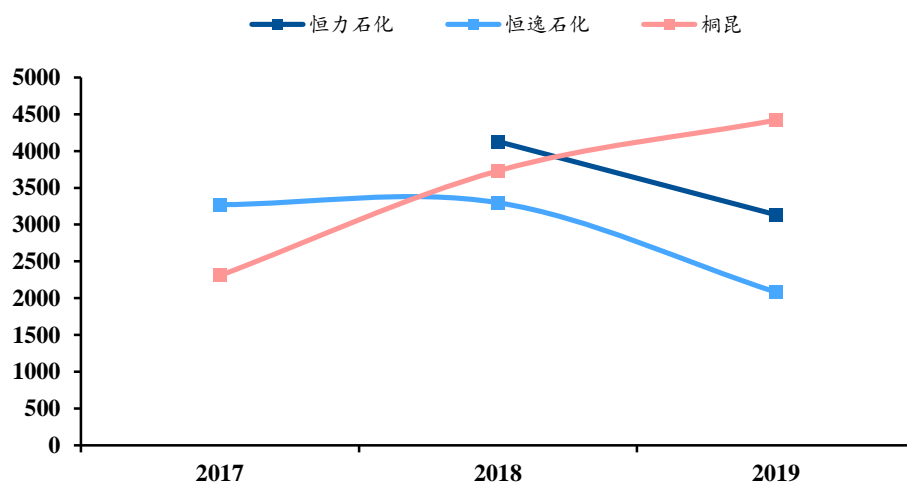
PTA 上市主要企业中，恒力石化盈利能力最强。以恒逸石化、新凤鸣、桐昆股份作为可比公司，来评估恒力石化的 PTA 盈利能力。根据各公司披露的数据，近两年恒力石化的 PTA 单位吨成本下降，恒逸石化和桐昆股份的单位吨成本均有小幅度提高，新凤鸣、东方盛虹由于数据未披露完全无法进行对比。

表 8: 可比公司近三年 PTA 单位吨成本 (元)

年份	恒力石化	恒逸石化	桐昆股份	新凤鸣	东方盛虹
2017	-	3,270	-	2,308	-
2018	4,129	3,297	-	3,731	-
2019	3,134	2,082	3,870	4,419	2686

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

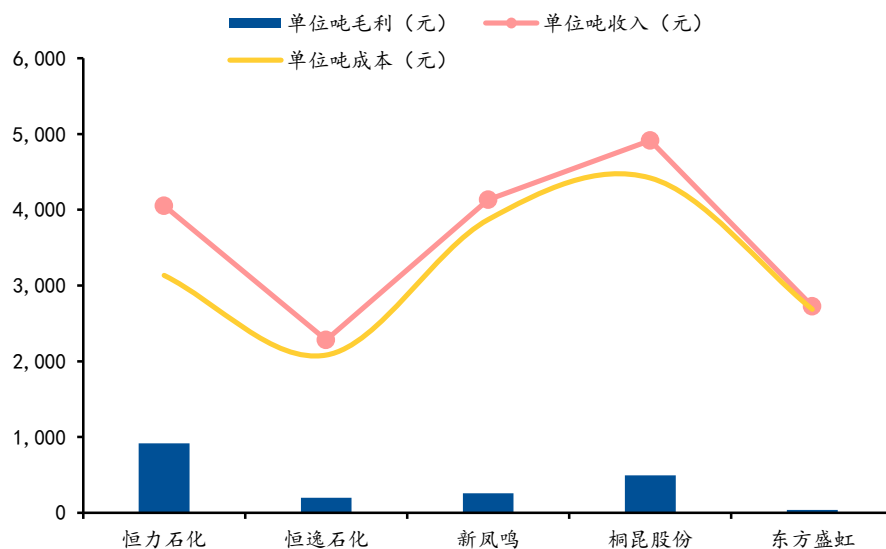
图 20：可比公司近三年 PTA 单位吨成本变化趋势（元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

通过测算发现，尽管恒力石化的 PTA 单位吨成本不是最低的，单位吨收入不是最高的，但恒力石化的 PTA 单位吨毛利在同行中最高。2019 年各企业 PTA 单位吨毛利为：恒力石化 918 元、恒逸石化 198 元、新凤鸣 259 元、桐昆股份 492 元和东方盛虹 38 元。行内 PTA 单位毛利平均水平为 381 元，恒力石化高出平均水平 537 元，盈利优势显著。

图 21：可比公司 2019 年 PTA 单位吨毛利

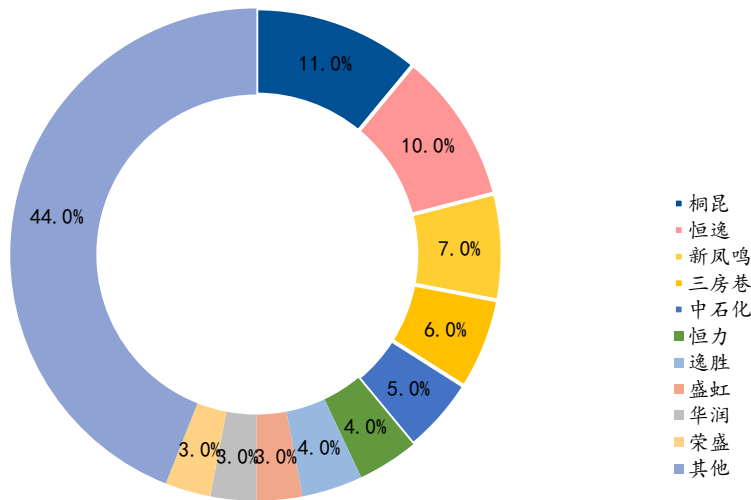


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）涤纶长丝：未来三年涤纶长丝产能利用率提升

PET，聚对苯二甲酸乙二醇酯，俗称聚酯，是化纤产业链的下游产品。国内聚酯产业集中化明显，前十大聚酯企业产能占国内市场份额的 56%。

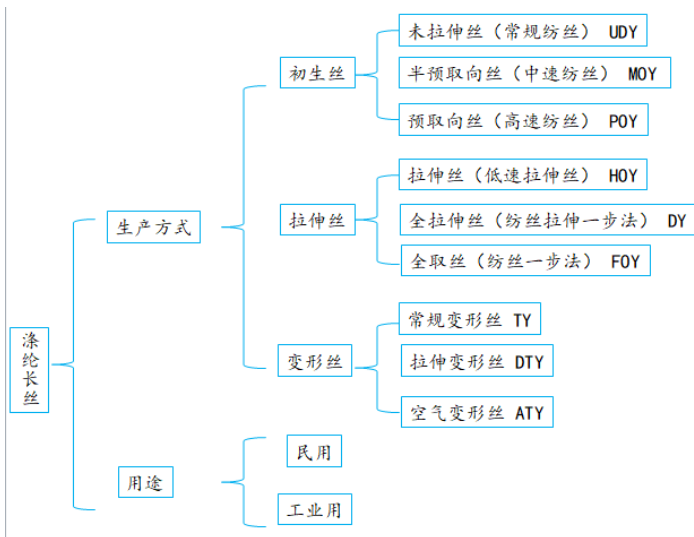
图 22：2019 年国内聚酯产能分布情况



资料来源：雪球网，民生证券研究院

75%的 PET 产品为聚酯纤维。聚酯纤维可分为涤纶长丝和涤纶短丝，下游应用领域为纺织服装。涤纶长丝按照生产方式和用途有不同的分类名称。

图 23：涤纶长丝分类



资料来源：民生证券研究院整理

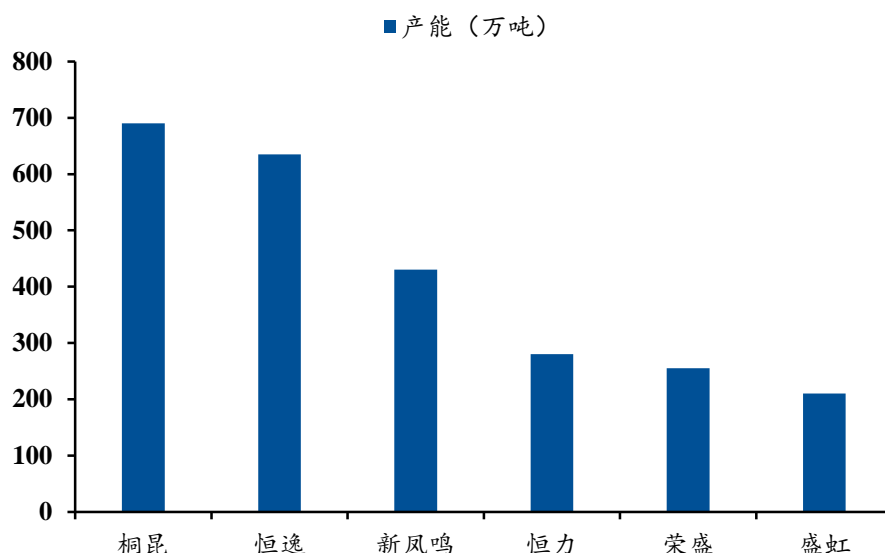
涤纶长丝进入壁垒高。差异化产品对技术要求非常高，而我国聚酯纤维长丝行业起步较晚，有成熟经验的管理人员和工程技术人员稀缺，这已经成为限制国内新建差别化聚酯纤维长丝企业的主要障碍之一。

涤纶长丝的不同品类盈利能力不同，其中 FDY 利润最大。恒力石化在长丝差异化定制方面非常出色。恒力石化的 PET 产品包括 POY、FDY、DTY 和涤纶工业长丝等。公司民用长丝产能

位列全国前五，工业长丝产能位列全国第三，是国内规模最大，技术最先进的涤纶民用丝、工业丝制造商之一，也是国内唯一一家可以制作 70D FDY 产品的公司。

涤纶工业趋向于集中化。国内涤纶工业规模在 2000 万以上的企业数量为 776 家，其中恒力、桐昆、新凤鸣、盛虹、恒逸和荣盛 6 家公司（CR6）产能规模均达到 100 万吨/年以上。

图 23：2019 年主要厂商涤纶长丝产能



资料来源：中国化学纤维工业协会，民生证券研究院

未来三年约 530 万吨涤纶长丝产能释放。2019 年国内涤纶长丝的产能为 4134 万吨，以恒力石化、恒逸石化为首的企业将在未来三年释放公司涤纶长丝新增产能。若所有厂商的投产项目按计划投产，则 2020-2022 年涤纶长丝产能增加量分别为 212.5 万吨、192.5 万吨和 125 万吨。

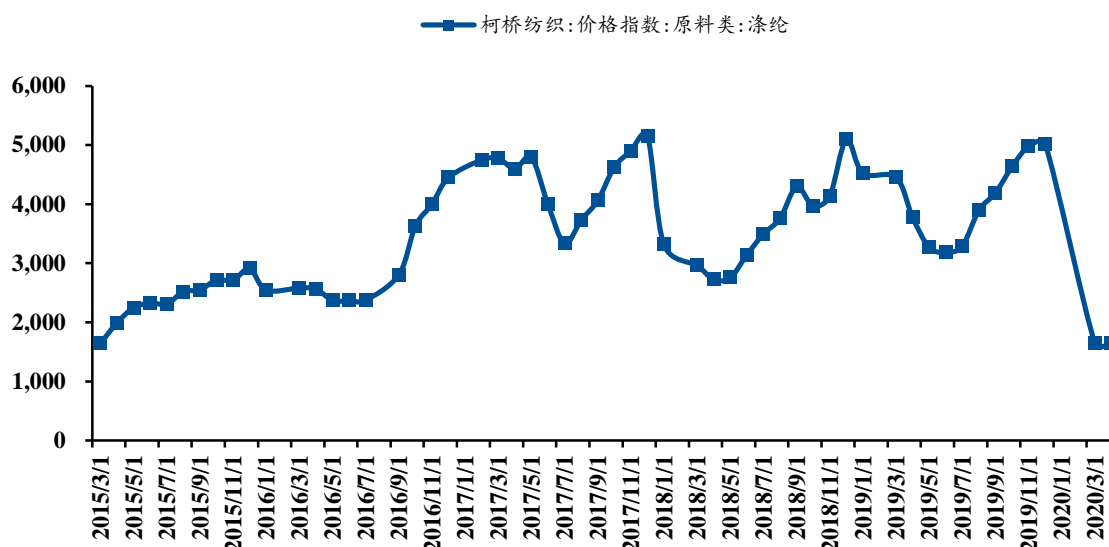
表 9：主要厂商未来涤纶长丝投产产能 (万吨)

年份	2019	未来预计投产
桐昆	690	240
恒逸	635	135
新凤鸣	430	-
恒力	280	155
荣盛	255	-
合计	2500	530

资料来源：公司公告，民生证券研究院

受疫情影响涤纶长丝需求下滑。2020 年以来，柯桥纺织总景气指数在 1642 左右浮动，位于近六年最低位。涤纶长丝应用于纺织服装行业，涤纶长丝的市场受下游纺织服装行业的影响相当大。由于经济在缓慢复苏，所以涤纶长丝的行业景气度有望在未来恢复。

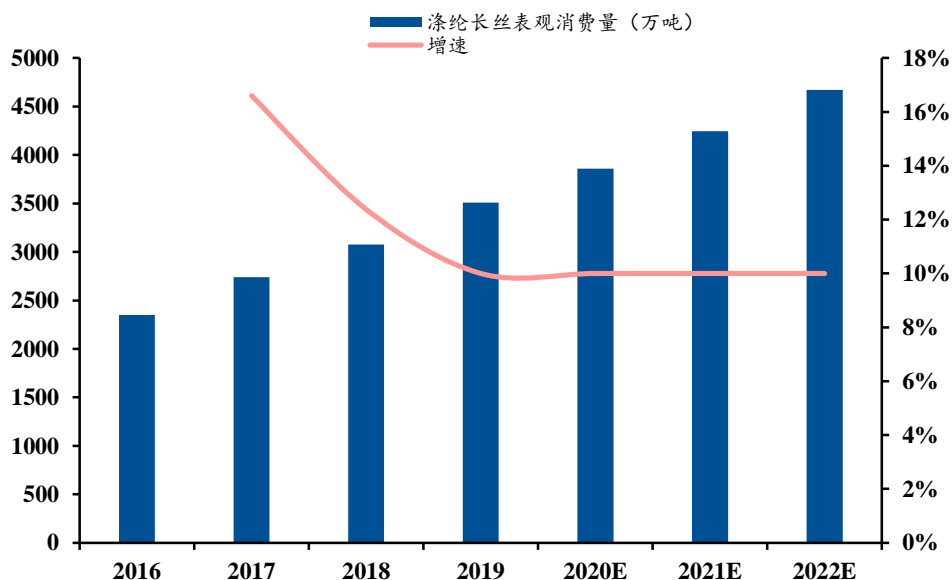
图 24: 柯桥纺织总景气指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

预计未来涤纶长丝需求端增速放缓。2018 年国内涤纶长丝表观消费量为 3078 万吨, 较 2017 年 2739 万吨增长 339 万吨, 增长率达 12%。2017-2019 年涤纶长丝表观消费量平均增速为 14%。受宏观条件影响, 假设 2020-2022 年涤纶长丝的表观消费量增长率是 10%, 则到 2022 年国内涤纶长丝表观消费量约为 4670 万吨。

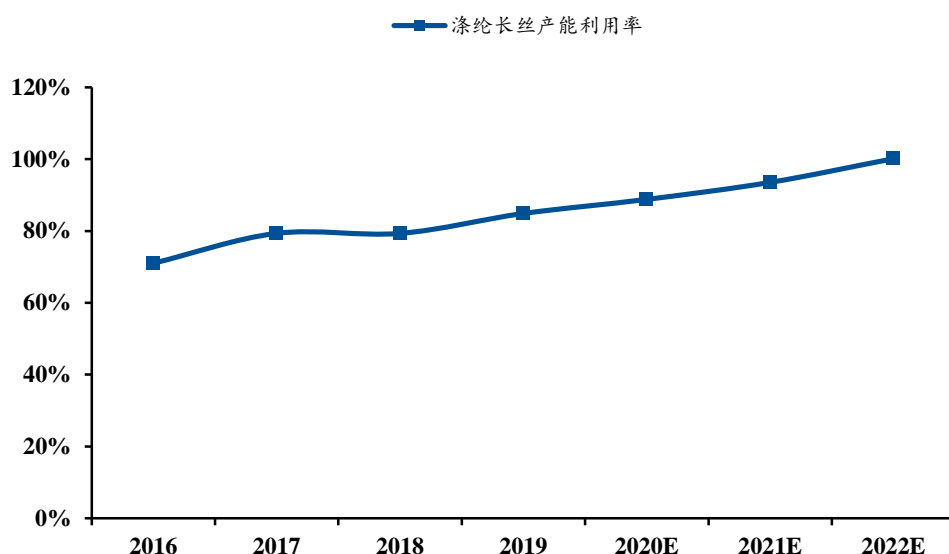
图 25: 涤纶长丝表观消费量及增速



资料来源: 民生证券研究院整理

未来三年涤纶长丝产能利用率提升, 利好相关石化企业。据测算, 未来三年涤纶长丝的产能利用率分别为 89%、92%和 100%, 显示为逐年上升趋势。所以即使短期内疫情影响涤纶长丝需求端, 但仍不改未来该产品向好的趋势, 具有扩产项目的企业将在涤纶长丝领域获得大量红利。

图 26: 涤纶长丝产能利用率及预测

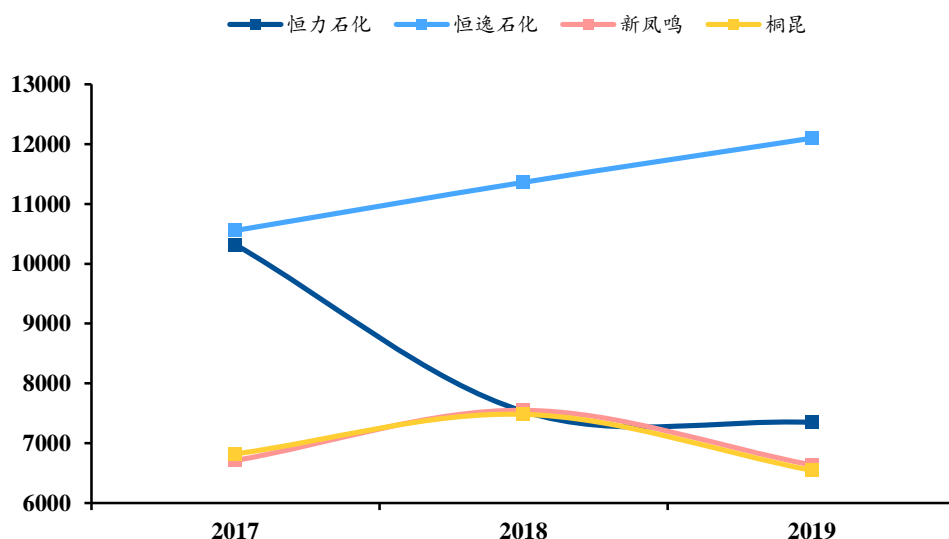


资料来源: Wind, 民生证券研究院

下面以企业聚酯产品的数据作为涤纶长丝的数据来测算主要上市公司在涤纶长丝产品上的盈利能力。

恒力石化涤纶长丝单位吨成本连年下降。以恒逸石化、新凤鸣和桐昆股份作为可比公司，我们分析了四家公司涤纶长丝的单位吨成本。由已披露的数据可知，恒力石化的涤纶长丝单位吨成本连续三年下降，近三年的单位吨成本分别为 10319 元、7531 元和 7347 元。

图 27: 可比公司近三年涤纶长丝单位吨成本变化趋势 (元)

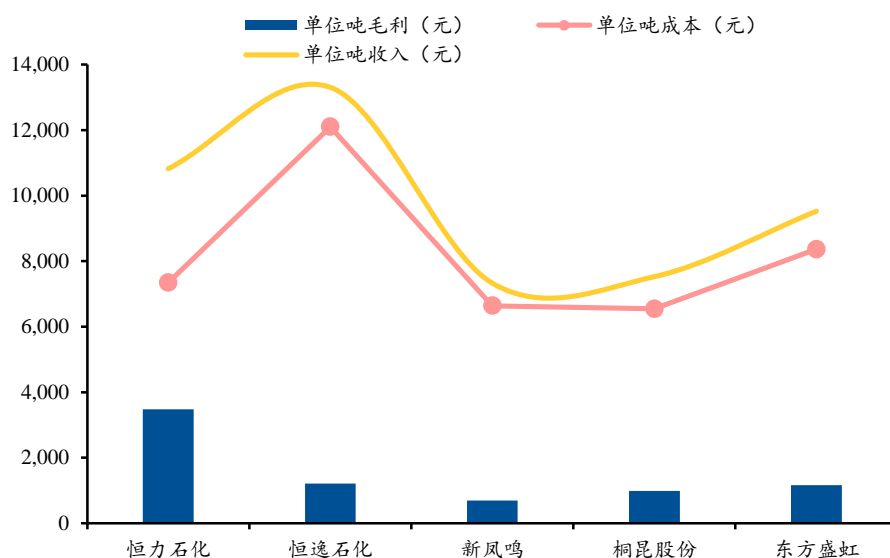


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

恒力石化涤纶长丝盈利能力同行业领先。通过分析同行业公司单位吨成本和单位吨收入，我们发现恒力石化在涤纶长丝方面的单位吨毛利处在同行业领先地位。以 2019 年为例，各企业涤

纶长丝的单位吨毛利分别为：恒力石化 3475 元、恒逸石化 1207 元、新凤鸣 693 元、桐昆股份 982 元和东方盛虹 1162 元。行内涤纶长丝平均吨毛利为 1503 元，恒力石化的单位吨毛利高出平均水平 1972 元，优势显著。

图 28：2019 年可比公司涤纶长丝单位吨毛利



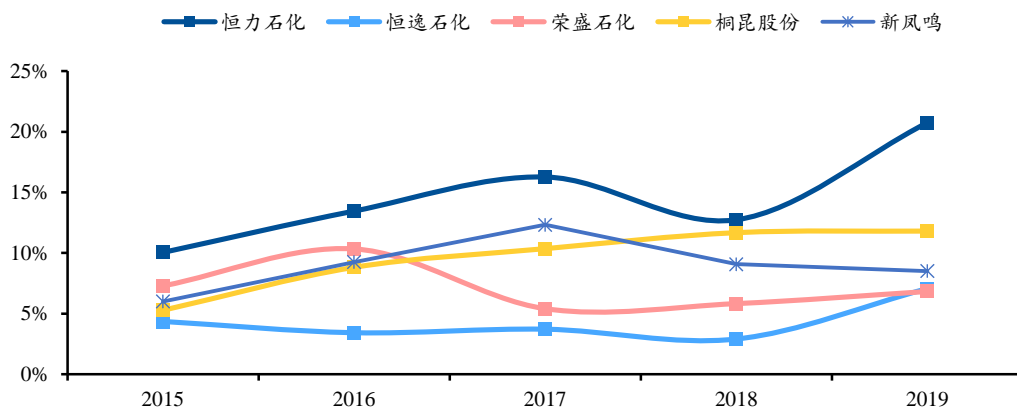
资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、恒力石化盈利能力评估

(一) 恒力石化销售毛利率同行业领先

恒力石化 2019 年销售毛利率为 20.75%，为近十年来最大值。对比同行业上市公司荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份和新凤鸣，可看出恒力石化的销售毛利率始终处于领先地位。即使是在销售毛利率比较低的 2018 年，12.74% 的销售毛利率也高于其他领先企业。一方面，恒力石化 2000 万吨炼化一体化项目投产，公司效率提升、材料利用率提高，规模经济使成本下降；另一方面，公司自备电厂等配套设备可大幅度减少公司运营成本。

图 29：2015-2019 年可比公司销售毛利率



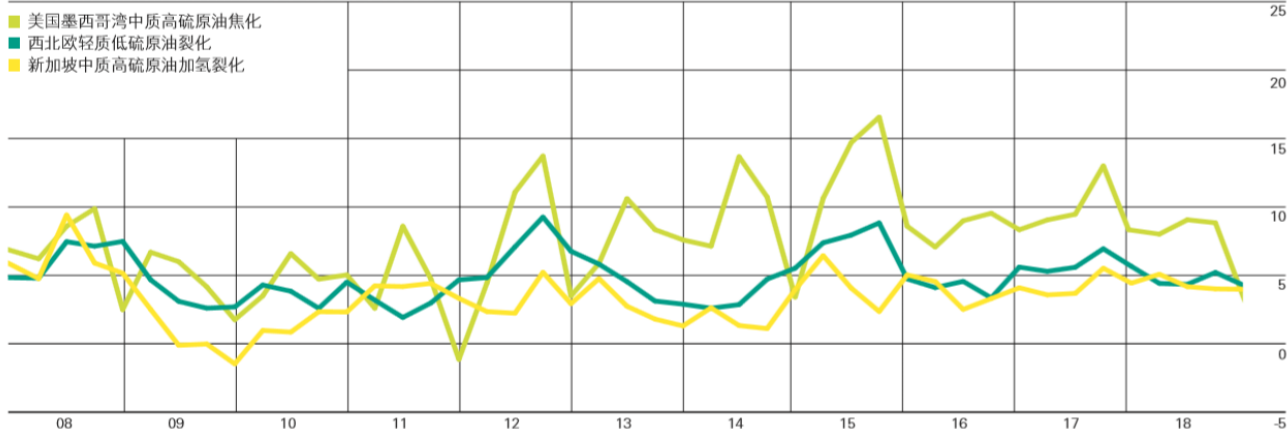
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 炼化一体化盈利优势显著

全球各地区炼油毛利近年在 5 美元/桶~10 美元/桶浮动，在汇率为 7.0、1 吨=7.389 桶的情况下，各地区炼油毛利约为 258 元/吨~776 元/吨。

图 30：2008 年以来全球各地区炼油毛利

各地区炼油毛利
(单位: 美元/桶)



备注：图中炼油毛利为全球三大炼油中心的基准毛利：美国墨西哥湾、西北欧（鹿特丹）和新加坡。计算结果均基于该地区常用的一种原油和典型炼厂加工装置（裂解、加氢裂化或焦化）的最优产出率。该毛利结果基于半变动成本计算，即去除所有纯可变成本和固定成本之后得出的毛利。

资料来源：BP 中国，民生证券研究院

以中国石油、中国石化和上海石化为可比公司评估恒力炼化一体化项目盈利。由于这三家企业炼化一体化项目已经开展多年，各方面数据相对完善，所以本文以此三家企业的炼化项目指标评估恒力石化 2000 万吨炼化一体化项目盈利能力。

2015-2019 年，中国石油的原油加工量分别为 13508 万吨、12902 万吨、13762 万吨、15976 万吨和 16625 万吨。单位吨成本分别为 4706 元/吨、4465 元/吨、5093 元/吨、5425 元/吨和 5385 元/吨，单位吨加工毛利为 1614 元/吨、1914 元/吨、1853 元/吨、1596 元/吨和 1438 元/吨，由此得到中国石油近五年来炼化项目的平均单位吨加工毛利为 1683 元/吨。

表 10：中国石油近五年炼化项目指标

	2015	2016	2017	2018	2019	平均值
布伦特原油价格 (美元/桶)	52	45	55	72	64	57
原油加工量 (万吨)	13,508	12,902	13,762	15,976	16,625	14,555
营业收入 (亿元)	6,357	5,760	7,010	8,668	8,952	7,349
营业成本 (亿元)	4,176	3,291	4,460	6,118	6,562	4,921
单位吨收入 (元/吨)	3,092	2,551	3,241	3,829	3,947	3,332
单位吨成本 (元/吨)	4,706	4,465	5,093	5,425	5,385	5,015
单位吨加工毛利 (元/吨)	1,614	1,914	1,853	1,596	1,438	1,683

资料来源：公司公告，民生证券研究院

同理，可得到中国石化和上海石化近五年来炼化项目的平均吨加工毛利。中国石化近五年来炼化一体化的平均单位吨加工毛利为 1412 元/吨，上海石化为 1254 元/吨。

表 11：中国石化近五年炼化项目指标

	2015	2016	2017	2018	2019	平均值
布伦特原油价格 (美元/桶)	52	45	55	72	64	57
原油加工量 (万吨)	23,649	23,553	23,850	24,401	24,852	24,061
营业收入 (亿元)	12,529	11,909	14,495	18,101	17,194	14,846
营业成本 (亿元)	9,462	8,456	10,899	14,455	13,974	11,449
单位吨收入 (元/吨)	4,001	3,590	4,570	5,924	5,623	4,742
单位吨成本 (元/吨)	5,298	5,056	6,078	7,418	6,919	6,154
单位吨加工毛利 (元/吨)	1,297	1,466	1,508	1,494	1,296	1,412

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 12：上海石化近五年炼化项目指标

	2015	2016	2017	2018	2019	平均值
布伦特原油价格 (美元/桶)	52	45	55	72	64	57
原油加工量 (万吨)	1,480	1,430	1,435	1,438	1,520	1,461
营业收入 (亿元)	672	650	786	939	871	784
营业成本 (亿元)	492	459	586	749	718	601
单位吨收入 (元/吨)	3,323	3,211	4,083	5,212	4,725	4,111
单位吨成本 (元/吨)	4,543	4,543	5,475	6,533	5,731	5,365
单位吨加工毛利 (元/吨)	1,220	1,332	1,393	1,321	1,006	1,254

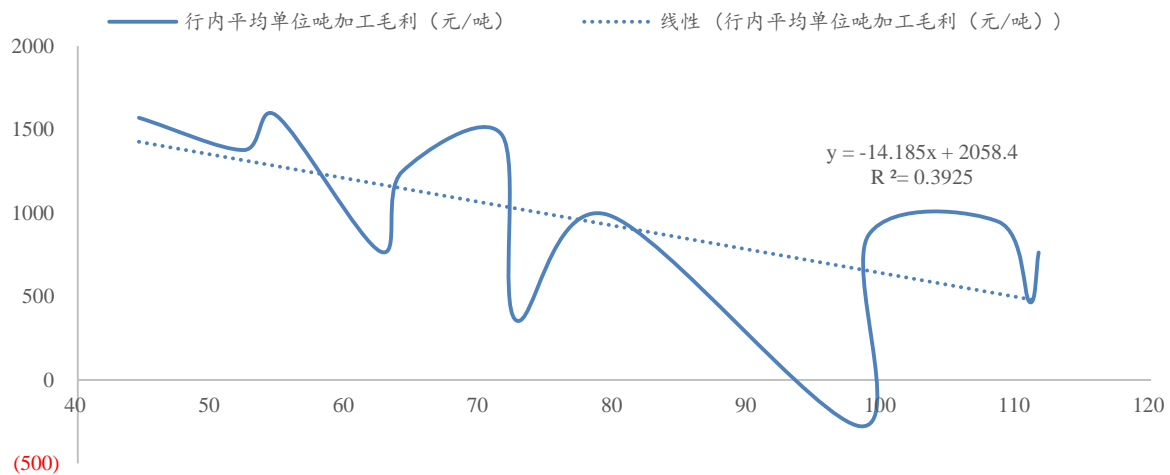
资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析三家企业炼化项目的近五年数据，可以得到，在布伦特原油价格为 57 美元/桶时，国内的行业炼化项目的平均单位吨加工毛利为 $(595+1412+1254)/3 \approx 1450$ 元。按恒力石化年产 2000

万吨原油所算，恒力石化的炼化项目每年可获加工毛利 $2000 \times 1450 = 290$ 亿元。

以布伦特原油价格为横坐标，行内炼化项目单位吨加工毛利为纵坐标，可以得到炼化项目单位吨加工毛利与原油价格的走势图。从图中可以了解到，一般情况下，当原油价格在 45 美元/桶~70 美元/桶时，单位吨加工毛利较高。结合当今油价，恒力石化炼化项目有望保持高景气度。

图 31：炼化项目单位吨加工毛利随布伦特原油价格走势图



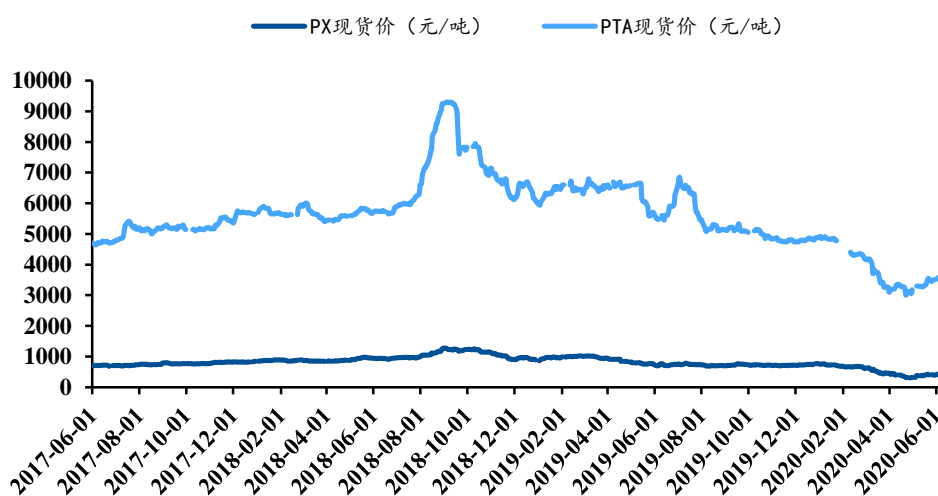
资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、盈利预测及投资建议

2019年5月以来,恒力2000万吨炼化一体化项目开始商业化运营,标志着国内聚酯巨头真正实质性进入到了聚酯、石化和炼化全产业链一体化经营的运作新阶段和发展新周期。项目投产以后,公司的业务构成发生很大变化。2019年化工品和PTA的主营业务占比分别为30%、29%;毛利占比为35%,31%。此两者成为公司盈利的重要来源。

观察2017-2020年PX、PTA和涤纶长丝价格,发现三种产品的价格均处于历史低位。截止2020年6月4日,PX现货价为433元/吨,PTA现货价为3550元/吨。

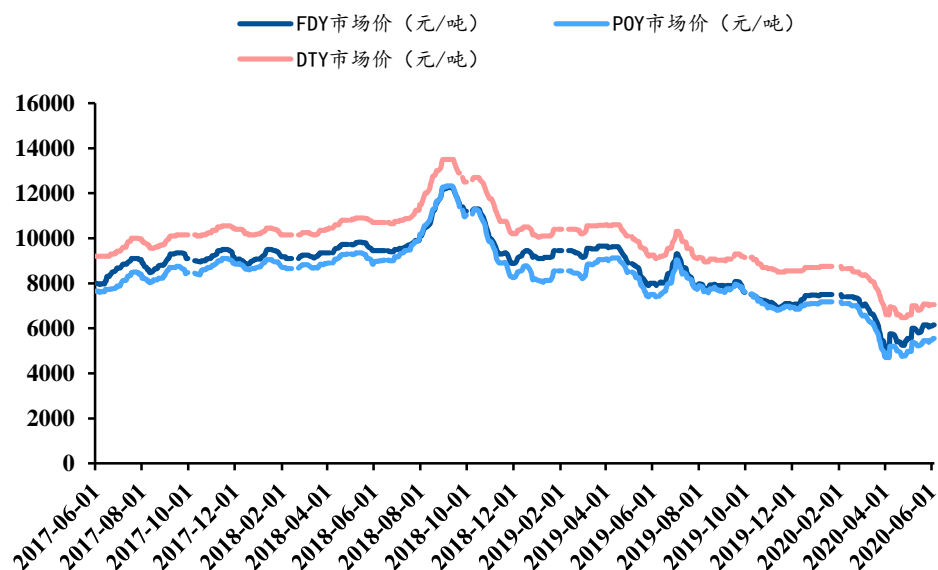
图 32: 2017-2020 年 PX、PTA 市场价趋势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

涤纶长丝的三种产品价格变动趋同,截至2020年6月4日,FDY、POY和DTY的市场价分别为6150元/吨、5550元/吨和7050元/吨,处于近两年低位。

图 33: 2017-2020 年 PX、PTA 市场价趋势图



资料来源: Wind, 民生证券研究院

根据当前市场需求情况和产品价格变化, 我们做出如下盈利假设:

(1) 原油价格在 2020 年上半年有较大波动, 预计 2020-2022 年成品油和化工品的单价增长率为-25%、10%和 10%; 由于公司产能逐渐释放, 预计 2020-2022 年成品油和化工品的销售数量增长率为 50%、5%和 5%。

(2) 预计公司 PTA 项目 5 期会按计划完成, 则 2020 年公司 PTA 产能将达到 1160 万吨; 预计 2020-2022 年公司销售收入增长率为 20%、20%和 20%。

(3) 预计公司 135 万吨民用丝产能和 20 万吨工业丝产能按计划完成, 则公司聚酯产品 2020 年增加产能 87.5 万吨, 2021 年增加产能 67.5 万吨; 受宏观条件影响, 预计产品单价 2020-2022 年价格变化幅度为-20%、10%、10%, 销售数量增长率为 5%、10%和 10%。

表 13: 恒力石化主要指标预测

产品	主要指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成品油	平均售价增长率	-	-25.00%	10.00%	10.00%
	销售数量增长率	-	50.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	27.32%	25.95%	27.00%	27.00%
化工品	平均售价增长率	-	-25.00%	10.00%	10.00%
	销售数量增长率	-	50.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.33%	23.11%	24.00%	24.00%
PTA	平均售价增长率	-	-20.00%	10.00%	10.00%
	销售收入增长率	-	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	22.66%	20.39%	22.00%	22.00%
聚酯	平均售价增长率	-	-20.00%	10.00%	10.00%
	销售数量增长率	-	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	14.27%	13.00%	14.00%	15.00%

表 14: 恒力石化主要产品销售预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
产品 I 成品油				
平均售价 (元/吨)	3,890.19	2,917.64	3,209.41	3,530.35
销售数量 (吨)	3,160,000.00	4,740,000.00	4,977,000.00	5,225,850.00
销售收入 (百万元)	12,293.00	13,829.63	15,973.22	18,449.07
毛利率	27.32%	24.59%	26.00%	27.00%
产品 II 化工品				
平均售价 (元/吨)	3,368.89	2,526.67	2,779.33	3,057.27
销售数量 (吨)	9,000,000.00	13,500,000.00	14,175,000.00	14,883,750.00
销售收入 (百万元)	30,320.00	58,410.00	63,697.05	69,803.59
毛利率	24.33%	21.90%	23.00%	24.00%
产品 III PTA				
平均售价 (元/吨)	5,050.44	4,040.35	4,444.39	4,888.83
销售数量 (吨)	5,670,000.00	6,750,000.00	10,170,000.00	10,678,500.00
销售收入 (百万元)	28,636.00	34,363.20	41,235.84	49,483.01
毛利率	22.66%	24.93%	22.00%	22.00%
产品 IV 聚酯				

平均售价 (元/吨)	8,487.36	6,789.89	7,468.88	8,215.77
销售数量 (吨)	2,690,000.00	2,824,500.00	3,106,950.00	3,417,645.00
销售收入 (百万元)	22,831.00	27,397.20	32,876.64	39,451.97
毛利率	14.27%	13.00%	18.00%	21.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.81、2.23 和 2.66 元，对应 PE 为 8.0, 6.6, 5.4，参考可比公司估值平均为 14.4 倍，给予“推荐”评级。

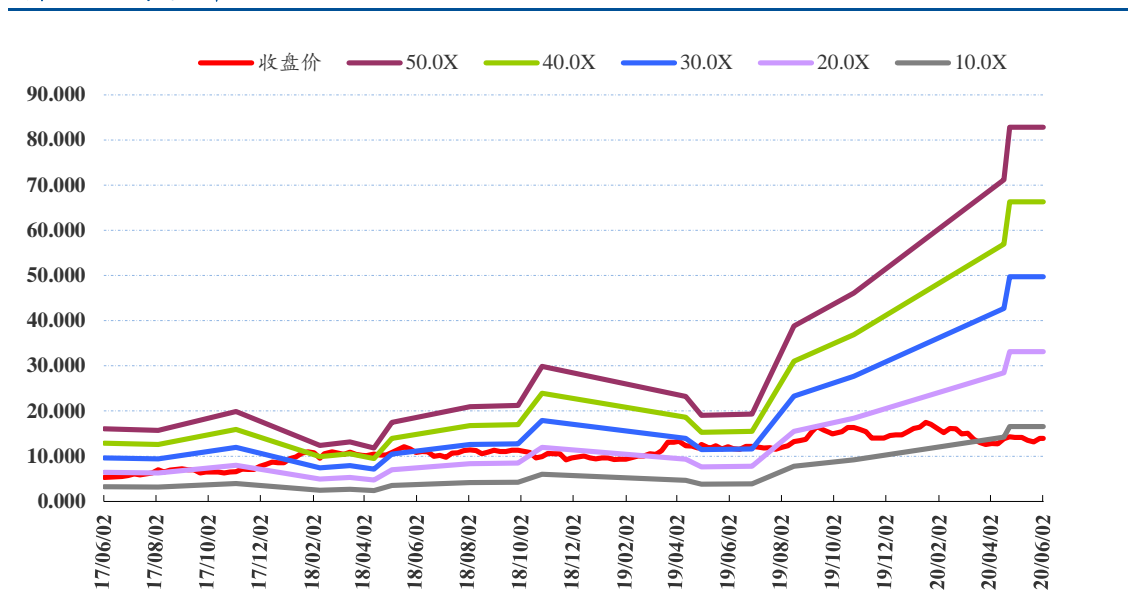
表 15：恒力石化与可比公司估值比较（截止到 20200605）

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002493.SZ	荣盛石化	12.35	0.35	0.83	1.05	33.18	14.11	11.08
000703.SZ	恒逸石化	9.18	1.13	1.47	1.75	10.71	8.18	6.90
601233.SH	桐昆股份	12.73	1.56	1.64	2.08	7.36	7.00	5.52
603225.SH	新凤鸣	9.98	0.97	1.08	1.42	9.88	8.87	6.75
000301.SZ	东方盛虹	5.44	0.40	0.34	0.40	7.36	15.16	12.89
平均						13.70	10.66	8.26

资料来源：Wind，民生证券研究院

现阶段恒力石化估值较低。分析恒力石化近三年的 PE-Band、PB-Band，可知三年内公司 PE 最大值为 44.41 倍，最小值为 7.96 倍，2020 年 6 月 5 日公司 PE 数据为 8.73 倍，则目前公司历史估值水平为 2.11%，公司被严重低估。

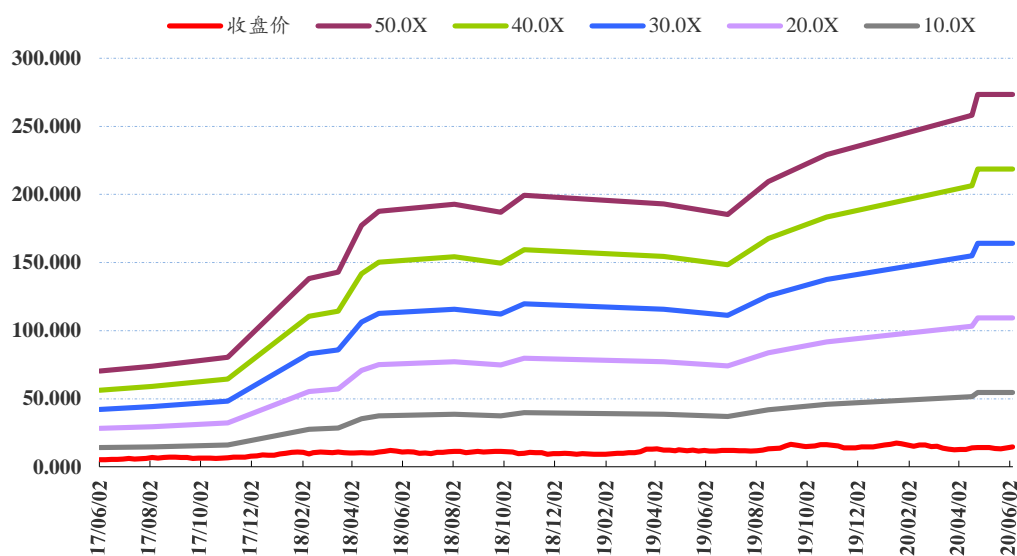
图 34：公司近三年 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司三年内 PB 最大值为 6.80 倍，最小值为 2.30 倍，2020 年 6 月 5 日公司 PB 数据为 2.65 倍，可知公司目前历史估值水平为 7.78%，处于历史低位。

图 35: 公司近三年 PB-Band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

六、风险提示

产品价格下跌风险、产能投放进度拖后。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	100,782	140,287	160,385	184,119
营业成本	79,866	112,332	126,800	145,256
营业税金及附加	2,121	2,952	3,375	3,875
销售费用	952	1,325	1,515	1,739
管理费用	1,090	1,518	1,735	1,992
研发费用	958	1,334	1,525	1,751
EBIT	15,795	20,826	25,435	29,508
财务费用	3,563	4,551	5,361	5,443
资产减值损失	(6)	0	0	0
投资收益	275	275	275	275
营业利润	13,223	16,875	20,729	24,778
营业外收支	(11)	0	0	0
利润总额	13,212	16,879	20,734	24,777
所得税	3,100	3,960	4,864	5,813
净利润	10,112	12,919	15,870	18,964
归属于母公司净利润	10,025	12,773	15,691	18,751
EBITDA	19,871	29,737	35,461	39,520

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	16509	5089	23879	57063
应收账款及票据	693	11468	9408	9039
预付款项	910	1578	1736	1895
存货	19464	21909	30820	30314
其他流动资产	8619	8619	8619	8619
流动资产合计	53294	49065	82701	109011
长期股权投资	0	275	550	824
固定资产	83075	107375	114375	121375
无形资产	5808	7376	9383	10765
非流动资产合计	121083	144691	155136	153382
资产合计	174378	193756	237837	262393
短期借款	47597	48789	67881	76878
应付账款及票据	23762	34926	47446	47578
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	82267	92942	126332	138111
长期借款	51265	51265	51265	51265
其他长期负债	3971	3971	3971	3971
非流动负债合计	55371	55371	55371	55371
负债合计	137639	148314	181703	193482
股本	7039	7039	7039	7039
少数股东权益	406	551	730	944
股东权益合计	36739	45442	56134	68911
负债和股东权益合计	174378	193756	237837	262393

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	67.8%	39.2%	14.3%	14.8%
EBIT 增长率	196.3%	31.9%	22.1%	16.0%
净利润增长率	201.7%	27.4%	22.8%	19.5%
盈利能力				
毛利率	20.8%	19.9%	20.9%	21.1%
净利率	9.9%	9.1%	9.8%	10.2%
总资产收益率 ROA	5.7%	6.6%	6.6%	7.1%
净资产收益率 ROE	27.6%	28.5%	28.3%	27.6%
偿债能力				
流动比率	0.6	0.5	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.6
现金比率	0.2	0.1	0.2	0.4
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	2.1	1.5	1.7	1.8
存货周转天数	85.5	65.6	74.2	75.1
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.4	1.8	2.2	2.7
每股净资产	5.2	6.4	7.9	9.7
每股经营现金流	2.4	4.1	4.3	6.3
每股股利	0.4	0.6	0.7	0.9
估值分析				
PE	10.0	8.0	6.5	5.4
PB	2.8	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	9.0	6.5	5.4	4.3
股息收益率	2.8%	4.1%	5.1%	6.1%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10,112	12,919	15,870	18,964
折旧和摊销	4,070	8,910	10,026	10,013
营运资金变动	191	2,303	(548)	9,657
经营活动现金流	16,924	28,900	30,581	44,519
资本开支	41,774	32,239	20,192	7,985
投资	204	0	0	0
投资活动现金流	(39,913)	(32,239)	(20,192)	(7,985)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	33,633	(10)	0	0
筹资活动现金流	25,637	(8,080)	8,401	(3,350)
现金净流量	2,648	(11,420)	18,790	33,185

插图目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程	5
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 公司上市以来营收及同比增速	8
图 4: 公司上市以来归母净利润及同比增速	8
图 5: 2019 年公司主营业务构成	8
图 6: 2019 年公司毛利构成	8
图 7: 公司主营产品及上下游	9
图 8: 2016-2019 年恒力石化三项费用情况	9
图 9: 2019 年可比公司三项费用率	10
图 10: PX、PTA 和涤纶长丝产能利用率	11
图 11: 行业 PX、PTA 和涤纶长丝单位毛利	11
图 12: PX 国内产能分布	12
图 13: PX 对外依存度	12
图 14: PX 产能及同比增长率	13
图 15: PX 表观消费量及预测	14
图 16: PX 产能利用率及预测	14
图 17: PTA 国内产能及同比增长率	15
图 18: PTA 表观消费量及增速	16
图 19: PTA 产能利用率及预测	17
图 20: 可比公司近三年 PTA 单位吨成本变化趋势 (元)	18
图 21: 可比公司 2019 年 PTA 单位吨毛利	18
图 22: 2019 年国内聚酯产能分布情况	19
图 23: 涤纶长丝分类	19
图 24: 柯桥纺织总景气指数	21
图 25: 涤纶长丝表观消费量及增速	21
图 26: 涤纶长丝产能利用率及预测	22
图 27: 可比公司近三年涤纶长丝单位吨成本变化趋势 (元)	22
图 28: 2019 年可比公司涤纶长丝单位吨毛利	23
图 29: 2015-2019 年可比公司销售毛利率	24
图 30: 2008 年以来全球各地区炼油毛利	24
图 31: 炼化项目单位吨加工毛利随布伦特原油价格走势	26
图 32: 2017-2020 年 PX、PTA 市场价趋势图	27
图 33: 2017-2020 年 PX、PTA 市场价趋势图	27
图 34: 公司近三年 PE-Band	29
图 35: 公司近三年 PB-Band	30

表格目录

表 1: 2020 年一季报公司十大流通股股东	6
表 2: 公司主要子公司	6
表 3: 公司主要产品产能及未来规划	7
表 4: 公司投产/投建项目产能情况	7
表 5 未来三年主要企业 PX 新增产能规划	13
表 6: 主要企业 PTA 产能情况	15
表 7: 未来三年主要企业新增 PTA 产能情况	16
表 8: 可比公司近三年 PTA 单位吨成本 (元)	17
表 9: 主要厂商未来涤纶长丝投产产能 (万吨)	20

表 10：中国石油近五年炼化项目指标	25
表 11：中国石化近五年炼化项目指标	25
表 12：上海石化近五年炼化项目指标	25
表 13：恒力石化主要指标预测	28
表 14：恒力石化主要产品销售预测	28
表 15：恒力石化与可比公司估值比较（截止到 20200605）	29

分析师简介

杨 侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。