

光期能化：从财务角度看疫情下的 PTA&MEG 相关上市企业

光大期货研究所

能化研究团队

研究总监：钟美燕

品种：原油、甲醇

分析师：杜冰沁

品种：原油、燃料油

分析师：朱金涛

品种：天然橡胶、沥青

分析师：周遨

品种：聚烯烃、乙二醇

专题报告撰写人：周遨

期市有风险

入市需谨慎

1、从利润情况来看，2020 年 Q1 化工行业企业营收普遍下滑，以聚酯产品为主的桐昆和新凤鸣营收跌幅比较明显，分别下降 34.12%和 33.87%；几家煤制乙二醇相关企业营收下滑幅度也偏大，下降幅度均在 15%偏上；恒力、荣盛因大炼化项目投产营收出现逆势大幅增加。

2、从资产负债方面来看，疫情影响之下，2020 年 Q1 不少企业库存压力上升，存货周转率下降；企业应收账款周转下降，回款能力受到影响。

3、从经营现金流方面来看，除了恒力、华鲁恒升之外，2020 年 Q1 大多数 PTA&MEG 相关上市企业净经营现金流转负。综合考虑资金实力和债务压力之后，聚酯六巨头现有的资金实力对应付当下的刚性债务来说具有一定的压力，阳煤化工也面临着类似的问题。不过，近年来恒力、恒逸、荣盛的资本性支出（CAPEX）相对于折旧摊销的比值出现明显增长，这与各自大炼化项目的规划和建设相关，盛虹、新凤鸣和桐昆未来也有相应的项目扩张计划。在整合产业链、发挥一体化优势之下，未来龙头性企业的现金流状况或许将随着疫情状况的缓解而得到很好的恢复。

4、2019 年受油价重心下移影响，PTA 生产成本有了明显下降。同时主流 PTA 生产企业的非原料成本水平较低，恒力、恒逸、和新凤鸣于 2019 年新投产装置的非原料成本（包括人工费用、动力燃料、制造费用）均不足 200 元/吨。不管是从规模效应还是从技术进步的角度来看，未来新投产的 PTA 装置非原料成本会更低。2020-2021 年 PTA 将进入新一轮产能扩张周期，PTA 生产企业利润率将受到压缩，PTA 小产能企业有望在头部企业成本优势下加速出清。

5、2019 年丹化科技和阳煤化工的乙二醇生产成本分别在 4637 元/吨和 4266 元/吨。若除去折旧，可以得出 2019 年丹化科技的乙二醇现金流成本在 3740 元/吨。今年受新冠肺炎疫情的影响，乙二醇价格水平再下一个台阶，煤制乙二醇企业现金流亏损的情况已经越来越严重，企业运营的风险逐渐加大，这将倒逼国内的煤制乙二醇企业降低开工，以实现供需再平衡。

从财务角度看疫情下的 PTA&MEG 相关上市企业

2020 年初，突如其来的新冠肺炎疫情对全球经济造成了巨大的冲击。在疫情防控常态化的背景下，不少企业面临着收入剧降、债务压力陡增、现金流短缺等问题，对企业的生死存亡是一个极大的考验。面对疫情的冲击，以纺织服装消费为主要下游的 PTA&MEG 相关上市公司一季度的表现如何，又是否能够平安地度过此次危机？我们选取了恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、丹化科技、阳煤化工、华鲁恒升和新疆天业这 10 家企业，来分析他们在 2020 年 Q1 的财务状况如何。

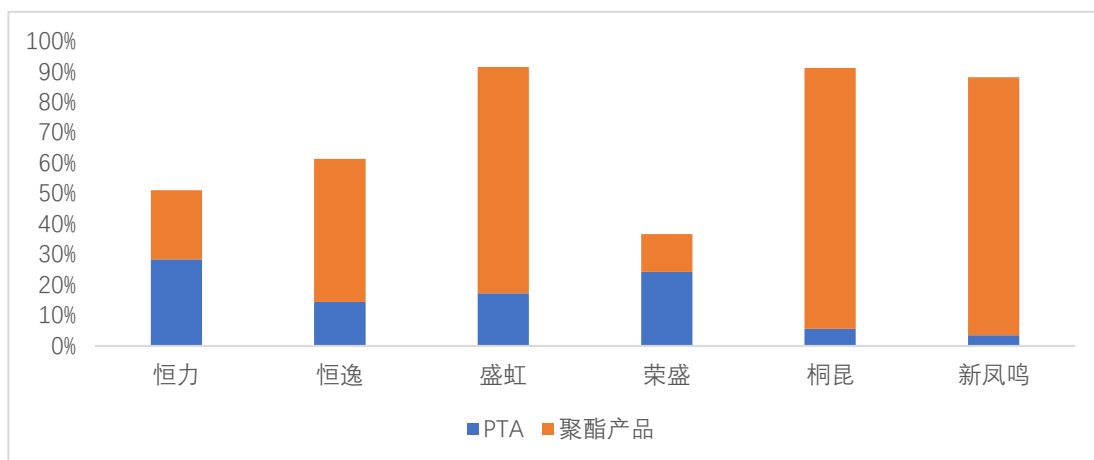
1、营收与利润情况

图表 1：PTA 相关上市企业主营业务

企业	主营业务
恒力石化	石油炼化、石化以及聚酯化纤全产业链上、中、下游业务领域涉及的 PX、醋酸、PTA、聚酯切片、民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、聚酯薄膜、工程塑料的生产、研发和销售。2020 年 PTA 总产能将达到 1160 万吨/年。
恒逸石化	主要产品包括汽油、柴油、煤油等成品油；对二甲苯（PX）、苯、精对苯二甲酸（PTA）、己内酰胺（CPL）等石化产品；涤纶预取向丝（POY）、涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶加弹丝（DTY）以及涤纶短纤、聚酯（PET）切片、聚酯瓶片等化纤产品。
荣盛石化	主营业务包括各类化工品、油品、化纤、瓶片和薄膜的研发、生产和销售，产品主要包括烯烃及其下游、芳烃及其下游、汽油、柴油、煤油、精对苯二甲酸（PTA）、聚酯（PET）切片、聚酯（PET）瓶片、涤纶预取向丝（POY）、涤纶全牵引丝（FDY）和涤纶加弹丝（DTY）等。
东方盛虹	聚酯化纤业务板块的生产主体为国望高科，目前拥有 210 万吨/年差别化化学纤维产能，以高端产品 DTY 为主；PTA 业务板块的生产主体为虹港石化，目前拥有 150 万吨/年 PTA 产能，在建 240 万吨/年 PTA 产能；炼化业务板块的实施主体为盛虹炼化，目前在建盛虹炼化一体化项目，项目规模为 1600 万吨/年炼油、280 万吨/年对二甲苯、110 万吨/年乙烯及下游衍生物，预计将于 2021 年底投产。
桐昆股份	主要产品为各类民用涤纶长丝，包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝四大系列一千多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列。2019 年末，桐昆拥有 420 万吨 PTA 的年生产能力，聚合产能为 640 万吨/年，长丝产能为 690 万吨/年。
新凤鸣	主要业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售，以及涤纶长丝主要原料之一的 PTA（精对苯二甲酸）的生产。截止 2019 年年底，新凤鸣已拥有民用涤纶长丝产能 430 万吨/年，2019 年 11 月初成功投产了第一期 220 万吨/年的 PTA。

资料来源：wind，光大期货研究所

图表 2：PTA 相关上市企业 2019 年产品营收结构



资料来源：wind，光大期货研究所

恒力、恒逸、盛虹、荣盛、桐昆和新凤鸣是我国聚酯行业的六家龙头企业，合计聚酯产能占我国聚酯总产能的 43%左右；同时这几家企业 PTA 产能占比也较高，合计产能占我国 PTA 总产能的 57.5%。从这六家聚酯行业巨头公司营收结构中可以看出，PTA 及下游聚酯产品的营收占比很高，由于聚酯生产成本中 PTA 成本占比较高，因此企业的营收受 PTA 价格波动的影响较大。

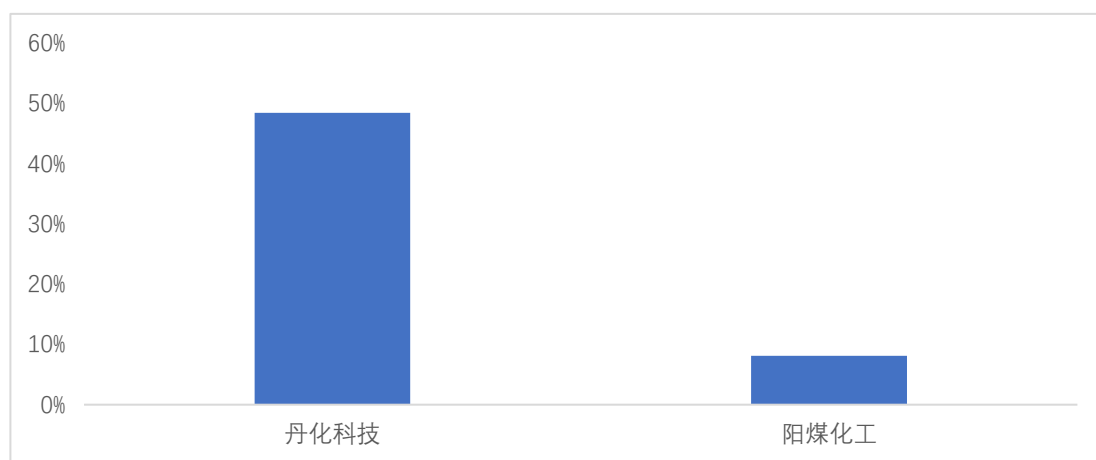
煤制乙二醇企业当中，仅丹化科技和阳煤化工明确列出了乙二醇的营业收入，两家乙二醇产能合计占我国乙二醇总产能的 5.2%（阳煤化工公司报告中不将阳煤平定产能纳入统计）。其中丹化科技的乙二醇营收占比较高，接近 50%，因此该公司的营收受乙二醇价格波动影响程度较大；阳煤化工乙二醇营收占比较小，为 8.1%。

图表 3：煤制 MEG 相关上市企业主营业务

企业	主营业务
丹化科技	目前主要通过控股子公司通辽金煤的大型化工装置生产乙二醇并联产草酸，设计产能为年产乙二醇 22 万吨、草酸 8 万吨，其中乙二醇是公司主营产品，属于单一产品大规模生产。
阳煤化工	主要从事煤化工产品（包含农用化工产品、基础化工产品、精细化工产品）和化工设备的生产和销售，化工机械设备制造，化工产品研发等。主要产品有：尿素、甲醇（粗甲醇、精甲醇）、双氧水、聚氯乙烯、烧碱、烯烃（丙烯、乙烯）、乙二醇等化工产品，同时拥有化工机械制造能力。乙二醇年产能 42 万吨。
华鲁恒升	主要业务包括化工产品、化学肥料的生产、销售，发电及供热业务。主要产品：肥料、有机胺、醋酸及衍生品、多元醇、己二酸及中间品等。乙二醇年产能 55 万吨。
新疆天业	公司以氯碱化工和农业节水为主业构建绿色循环经济发展模式，氯碱化工产品主要涉及特种 PVC（含糊树脂）和烧碱（片碱）。控股股东新疆天业（集团）有限公司现有乙二醇年总产能 35 万吨/年。公司与天业集团合作 100 万吨/年合成气制低碳醇一期工程 60 万吨/年乙二醇项目预计 2020 年 6 月试车。

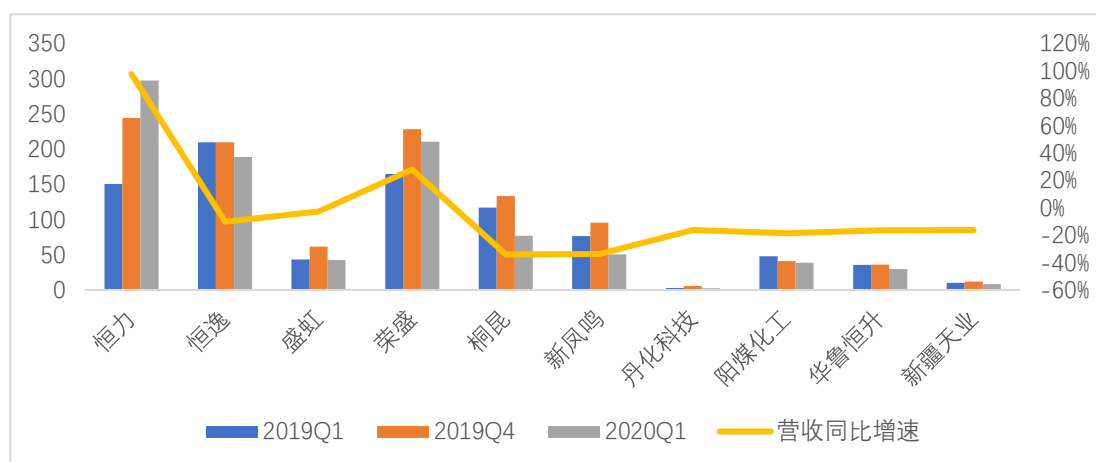
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 4：煤制 MEG 相关上市生产企业 2019 年 MEG 营业收入占比



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 5：PTA&MEG 生产企业营业收入（亿元）

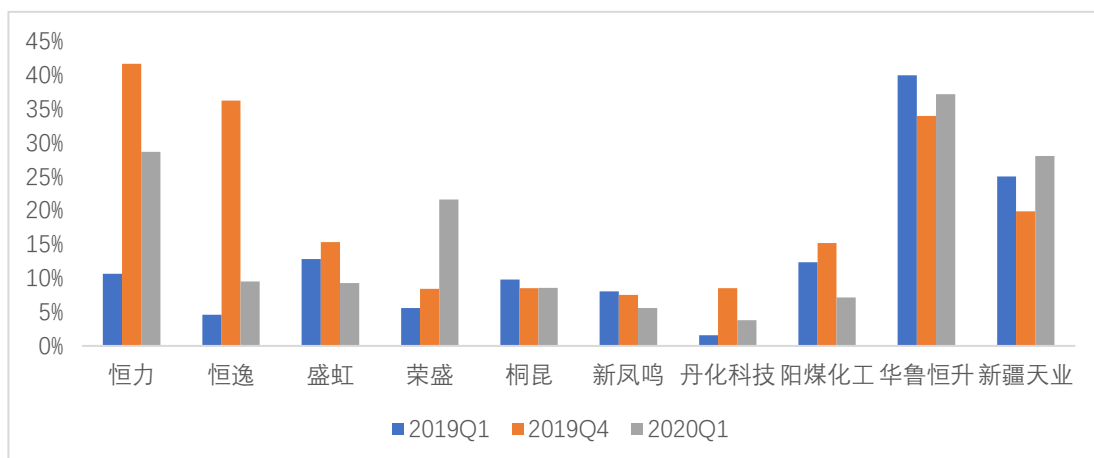


资料来源：wind，光大期货研究所

2020 年 Q1, 受新冠肺炎疫情冲击, 以 wind 行业标准统计的基础化工和化纤行业中的 177 家上市公司营收同比 2019 年 Q1 下滑了 7.2%。在聚酯行业的六巨头当中, 除了恒力与荣盛之外, 其余四家 2020 年 Q1 营收均有不同程度的下滑, 其中桐昆和新凤鸣营收下降较为明显, 分别下降 34.12%和 33.87%, 反映出疫情对于纺织行业冲击较大。而恒力和荣盛营收呈现逆势增加, 同比增速分别在 97.77%和 27.90%, 主因二者的炼化一体化项目已经正式投产, 新增化工品和成品油销售是其营收大幅提升的核心驱动力。煤制乙二醇企业方面, 四家营收均遭遇了大幅下滑, 下降幅度均在 15%偏上。

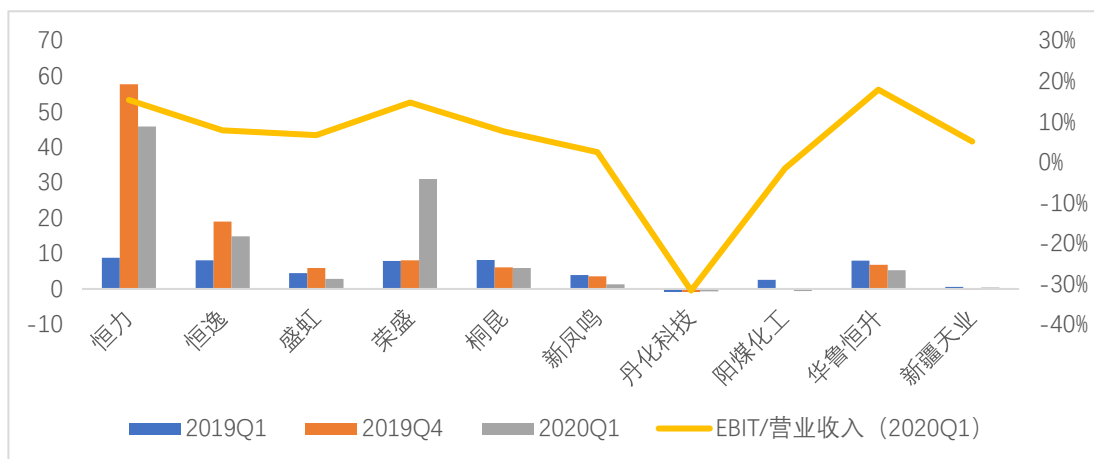
从毛利率来看, 恒力、恒逸和荣盛波动较大, 恒力、恒逸毛利率呈现同比走高但环比下降的走势, 荣盛毛利率则呈现环比大幅上升的态势。丹化科技、阳煤化工毛利率均呈现环比大幅下降。其余企业变动幅度不大。

图表 6: PTA&MEG 生产企业毛利率



资料来源: wind, 光大期货研究所

图表 7: PTA&MEG 生产企业 EBIT (亿元) 与 EBIT/营业收入 (右轴)

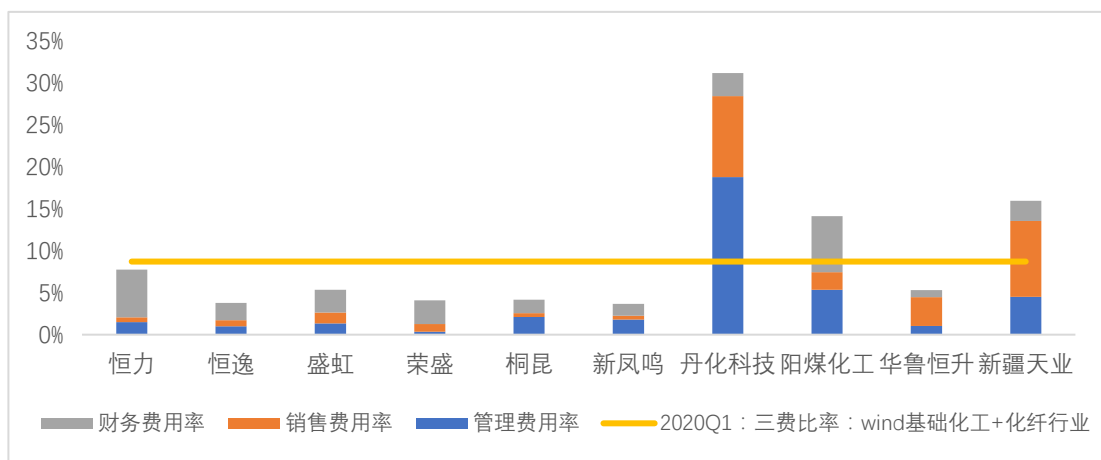


资料来源: wind, 光大期货研究所

从息税前利润 (Earnings Before Interest and Tax, EBIT) 的角度来看, 丹化科技和阳煤化工将营业收入转化成利润的能力相对较差, 尤其是丹化科技, 2020 年 Q1 的 EBIT 与营业收入的比值达到了-31.65%。而恒力、荣盛、华鲁恒升的营收转化利润的能力相对较高。

从三费比率 (管理费用、销售费用和财务费用各自与营业收入的比例) 的角度来看, 丹化科技、阳煤化工和新疆天业的三费比率较高, 其中尤以丹化科技为甚, 其管理费用率、销售费用率和财务费用率分别达到了 18.81%、9.63%和 2.75%。

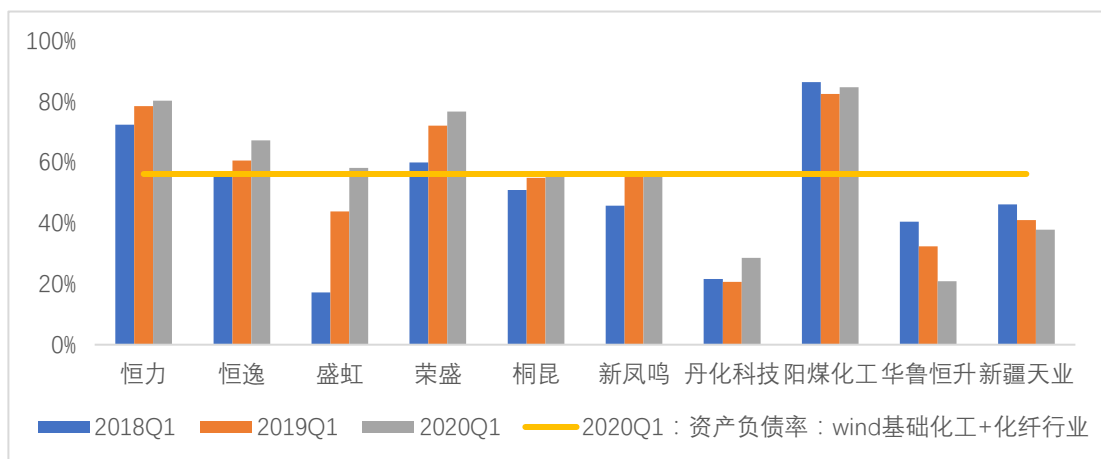
图表 8：2020Q1 PTA&MEG 生产企业三费比率



资料来源：wind，光大期货研究所

2、资产负债情况

图表 9：PTA&MEG 生产企业资产负债率

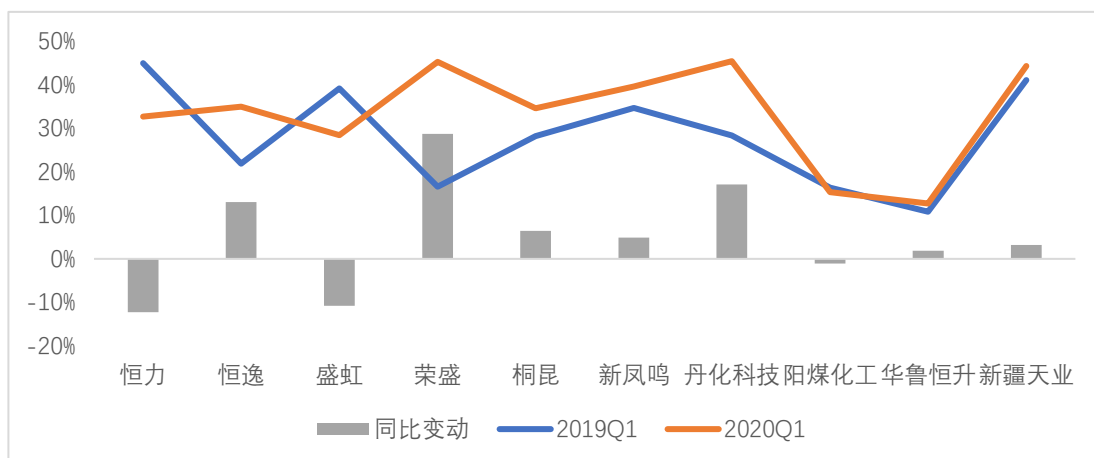


资料来源：wind，光大期货研究所

化工行业是高负债运行行业，资产负债率一般相对较高。近年来聚酯六巨头的资产负债率均呈现上扬态势。而丹化科技、华鲁恒升和新疆天业维持了低负债的运营方式。不过阳煤化工却较为另类，2020 年 Q1 其资产负债率高达 84.76%，甚至超过了恒力、荣盛这样的民营大炼化企业。

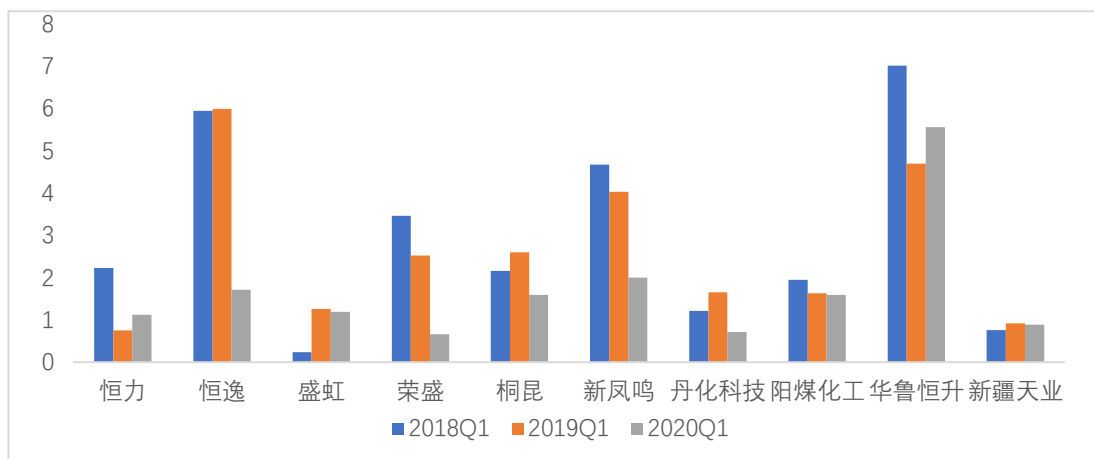
从存货周转的角度看，2020 年 Q1 大部分企业库存压力有所上升，其中尤以恒逸、荣盛、丹化科技存货增幅相对较大（存货/流动资产的比值明显上升），恒逸、荣盛、桐昆、新凤鸣、丹化科技的存货周转速度同比出现了明显的下降。

图表 10: PTA&MEG 生产企业存货/流动资产



资料来源: wind, 光大期货研究所

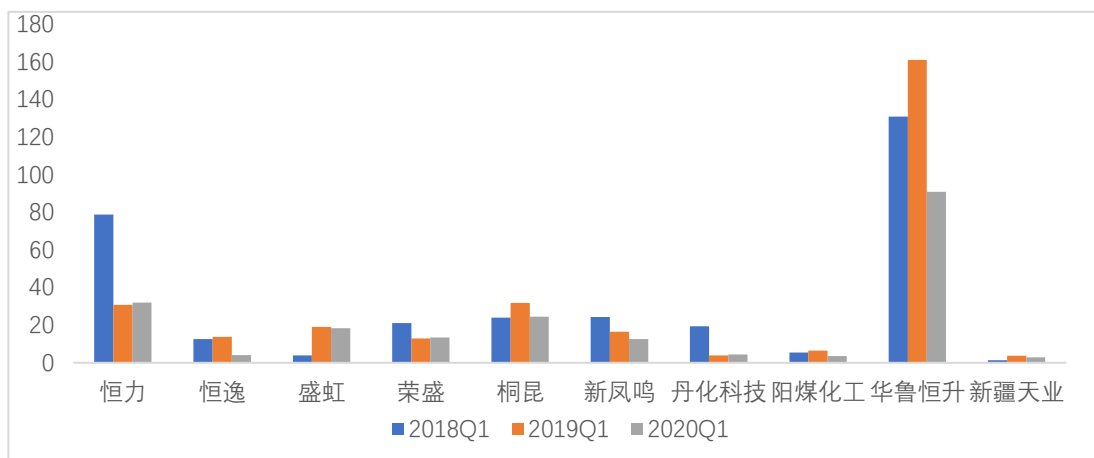
图表 11: PTA&MEG 生产企业存货周转率



资料来源: wind, 光大期货研究所

从应收账款周转的角度来看, 虽然同比出现明显下降, 但华鲁恒升周转次数仍然较高, 显示出较强的回款能力。恒力、桐昆、盛虹周转效率同比变动不大, 且绝对水平较高。新凤鸣、恒逸应收账款周转率出现一定下滑。丹化科技、阳煤化工、新疆天业应收账款周转保持低位, 回款效率偏低。

图表 12: PTA&MEG 生产企业应收账款周转率

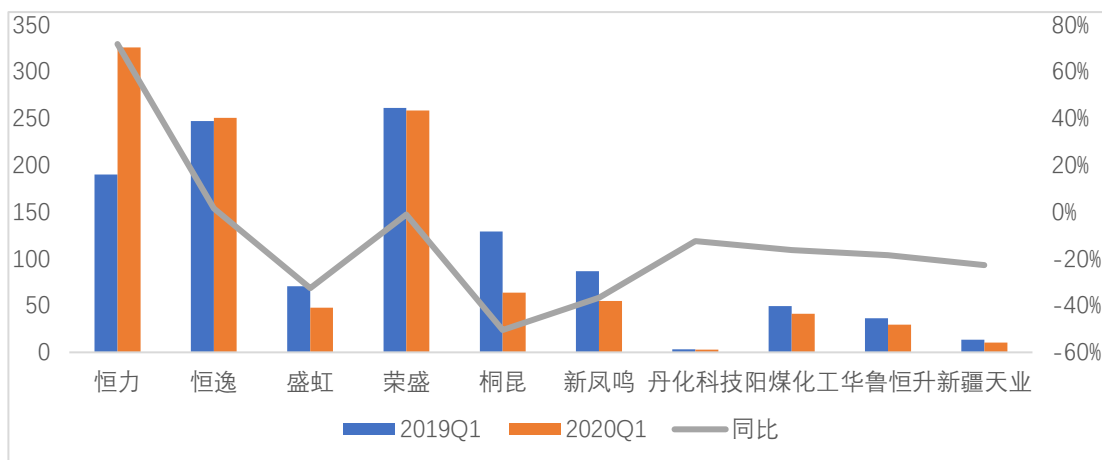


资料来源: wind, 光大期货研究所

3、经营现金流

经营现金流包括经营现金流入、流出、净额三个方面, 每方面内部又可分为各种细项, 下文分别从现金的流入端、流出端、净额端分析各企业的现金流情况。

图表 13: PTA&MEG 生产企业经营活动现金流入 (亿元)

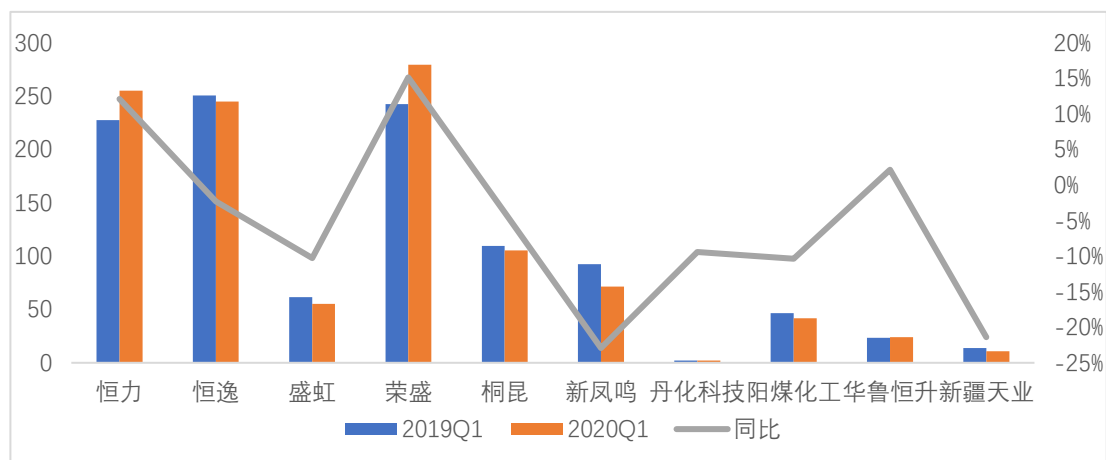


资料来源: wind, 光大期货研究所

从流入端来看, 除了恒力经营现金流入量同比增长 71.69% 之外, 其余大部分企业经营现金流入均出现明显下滑, 其中桐昆经营现金流入同比下降 50.46%, 盛虹、新凤鸣经营现金流入下滑超过 30%, 煤制乙二醇相关企业经营现金流入下滑幅度也在 10%-20%, 恒逸和荣盛经营现金流入基本平稳。

从流出端来看, 除了恒力、荣盛经营现金流出量同比增加 10% 以上之外, 其余大部分企业经营现金流出量呈现不同程度的下降, 其中新凤鸣、新疆天业经营现金流出同比下降 20% 偏上, 盛虹、丹化科技、阳煤化工经营现金流出同比下降在 10% 左右, 恒逸、桐昆、华鲁恒升经营现金流出基本平稳。

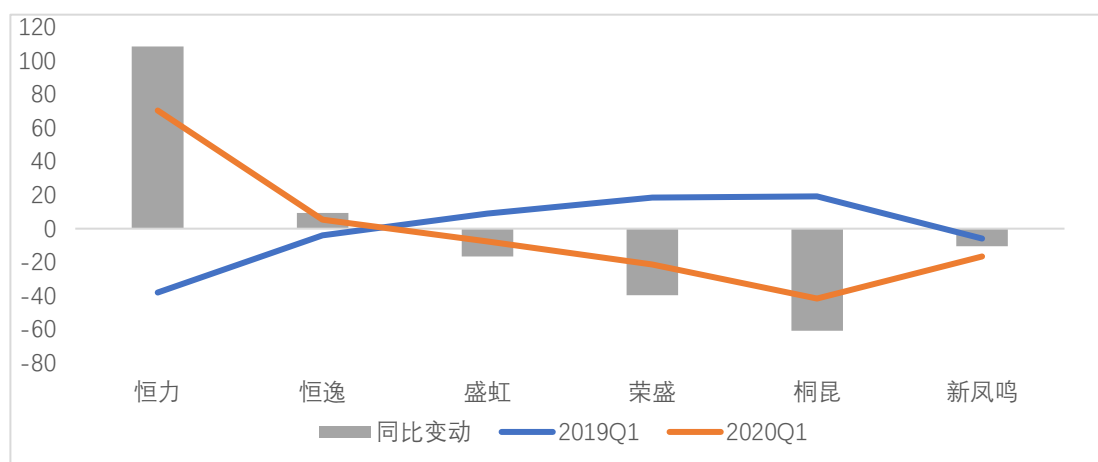
图表 14: PTA&MEG 生产企业经营活动现金流出 (亿元)



资料来源: wind, 光大期货研究所

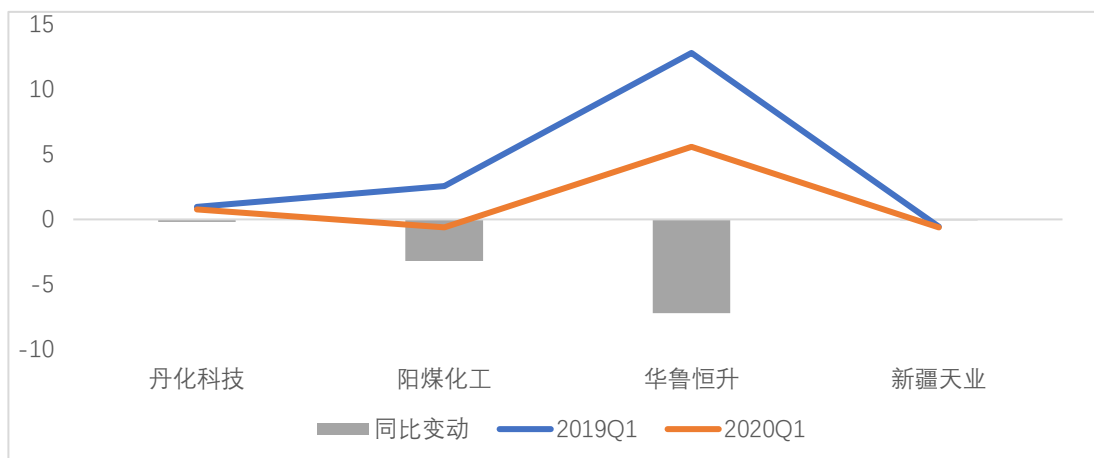
从净额端来看, 2020 年 Q1 多数企业的经营净现金流呈现下降态势。盛虹、荣盛、桐昆、新凤鸣、阳煤化工经营净现金流为负值, 且同比 2019 年 Q1 出现下降。华鲁恒升经营净现金流虽然仍为正值, 但相较于 2019 年 Q1 出现缩水。丹化科技、新疆天业经营净现金流变动幅度不大。恒逸、恒力经营净现金流扭负为正, 其中恒力更是实现 70.38 亿元的净现金流, 表现亮眼。

图表 15: PTA 生产企业经营活动产生的现金流量净额 (亿元)



资料来源: wind, 光大期货研究所

图表 16: MEG 生产企业经营活动产生的现金流量净额 (亿元)



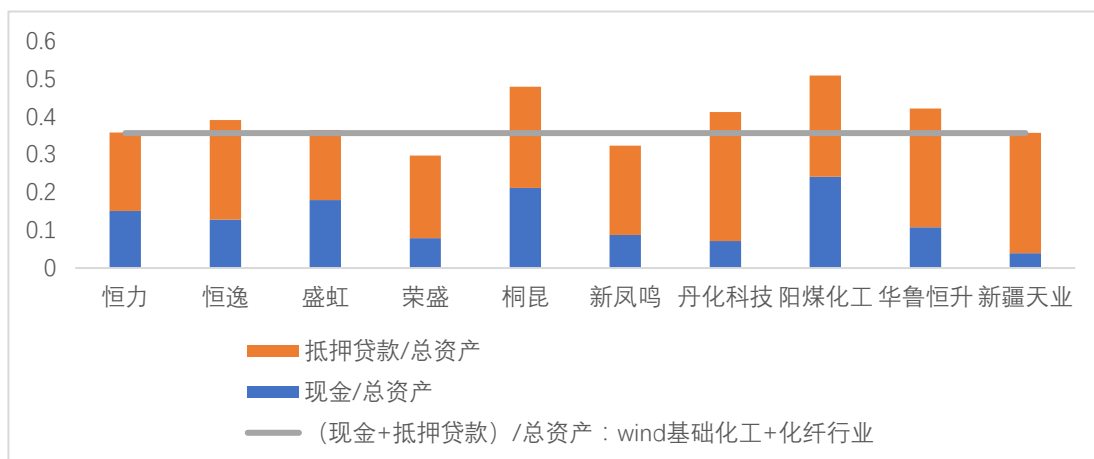
资料来源: wind, 光大期货研究所

综合考虑现金流和资产负债表的情况, 我们可以评价企业在疫情影响之下具有多大程度的抗风险能力。具体来看, 企业资金实力和债务压力与企业的抗风险能力密切相关。资金实力方面, 企业可以动用的资金包括内源资金和外源资金。内源资金包含货币资金、可供出售金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产; 外源资金方面, 由于不确定性较大而难以准确预测, 本文仅考虑企业依靠自身固定资产、投资性房地产和长期股权投资可能获取的抵押贷款, 平均抵押率假定为 50%。

若在疫情冲击之下现金流恶化后, 如果企业具有较强的资金实力, 则企业可以动用这些资金保证必要支出, 缓解疫情带来的冲击; 而如果企业的负债 (尤其是短期负债) 水平较高, 还本付息的压力在疫情期间会更加显著。

从资金结构看, 荣盛、新凤鸣、丹化科技、华鲁恒升和新疆天业现金类资产持有水平较低, 但由于固定资产等占比较高, 使得企业可能获得较多的抵押贷款, 因此总体上仍具有较强的资金实力。整体来看, 各家企业的资金实力差异不大, 且基本处于基础化工+化纤行业平均水平附近。

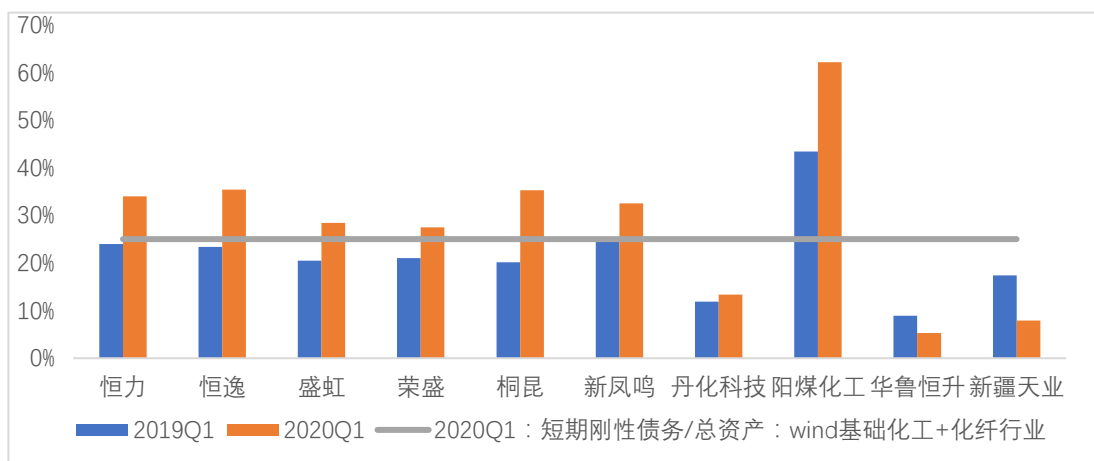
图表 17: PTA&MEG 生产企业 2020 年 Q1 (现金+可能获取的抵押贷款)/总资产



资料来源: wind, 光大期货研究所

债务方面,公司的债务按照是否因经营活动产生可划分为经营性负债(如应付票据、应付账款、预收账款和应付职工薪酬等)和非经营性负债(如短期借款、交易性金融负债、应付票据等),其中应付票据和非经营性负债的偿付较为刚性,若企业现金流出现恶化,企业的短期债务压力将会加大。本文中计算的短期刚性债务包括短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付票据和一年内到期的非流动负债。

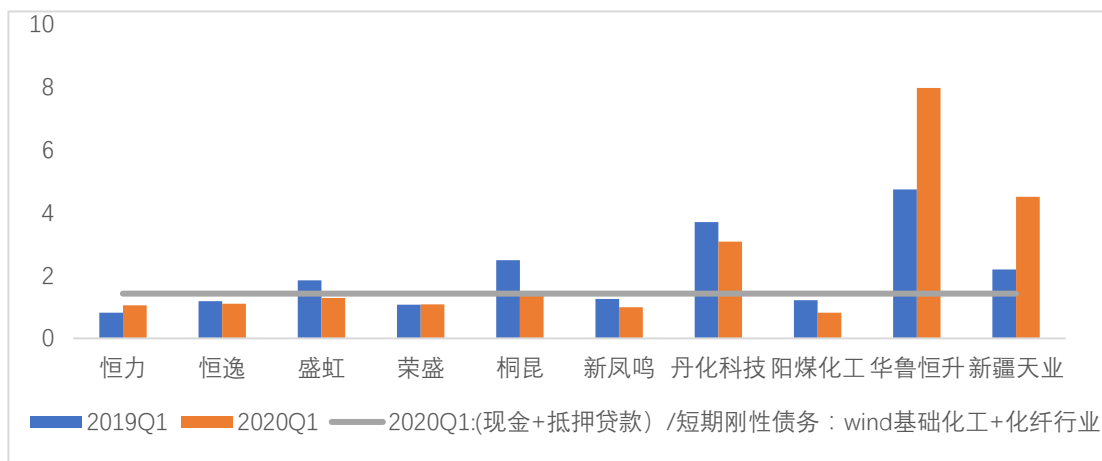
图表 18: PTA&MEG 生产企业短期刚性债务/总资产



资料来源: wind, 光大期货研究所

计算结果表明,聚酯六巨头 2020 年 Q1 的短期刚性债务同比均有不同程度的上升,且绝对水平也相对较高,均在 30%左右,高于化工行业平均水平,但超出幅度不大。煤制乙二醇企业中,阳煤化工的短期刚性债务水平偏高,2020 年 Q1 达到了 62.24%,还债压力较大,而丹化科技、华鲁恒升和新疆天业债务压力较轻。

图表 19: PTA&MEG 生产企业(现金+抵押贷款)/短期刚性债务



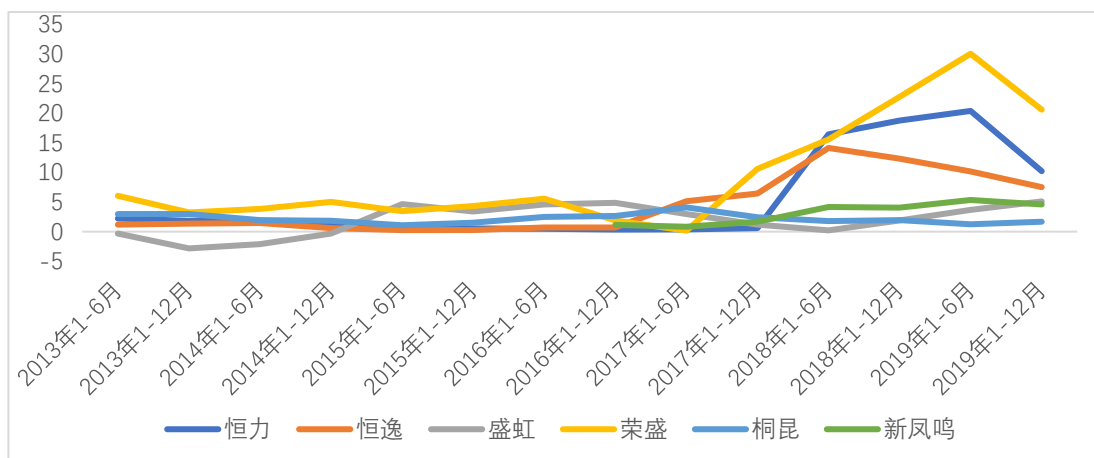
资料来源: wind, 光大期货研究所

综合资金实力和债务压力之后,可以看到聚酯六巨头现有的资金实力对应付当下的刚性债务来说具有一定的压力。阳煤化工也面临着类似的问题,虽然企业的资金实力较强,但由于短期刚性债务压力过大,使得内部风险水平较高,企业具有一定的脆弱性。丹化科技、华鲁恒升和新疆天业由

于现有资金实力丰厚，且负债水平低，因而债务问题较小。不过，我们在此讨论的仅为企业现有资金应付当下债务的情况，企业未来的现金流情况并不在讨论范围内。

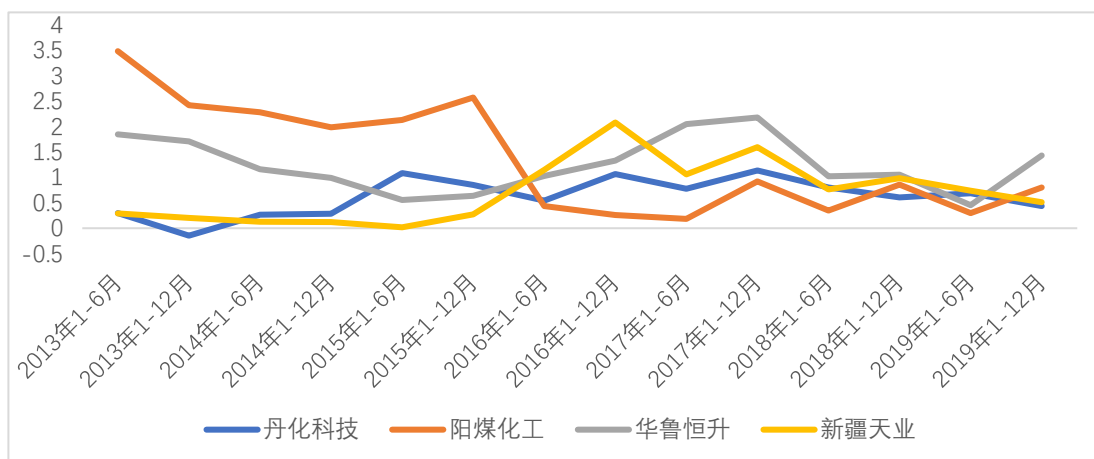
但我们也需要注意的是，现有资金实力较强意味着企业的资产更多地集中在现金及现金等价物上，这样会使得企业用于资本支出从而扩大生产和扩展业务的能力受限。资本性支出（Capital Expenditure, CAPEX）可由“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额”来估算。

图表 20：PTA 生产企业 CAPEX/折旧摊销



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 21：MEG 生产企业 CAPEX/折旧摊销



资料来源：wind，光大期货研究所

从图 16 和 17 我们可以看出，从 2017 年末开始，恒力、恒逸、荣盛的 CAPEX 相对于折旧摊销的比值出现明显增长，这与各自大炼化项目的规划和建设相关。盛虹、新凤鸣和桐昆未来也有相应的项目扩张计划，如盛虹炼化的 1600 万吨/年炼化一体化项目、桐昆集团嘉兴石化聚酯一体化项目、新凤鸣独山能源二期年产 220 万吨绿色智能化 PTA 项目。而丹化科技、新疆天业和阳煤化工的 CAPEX/折旧摊销相对处于低位，表明企业扩张的意愿有所下降。化工行业作为典型的重资产行业，企业依托高负债经营，能否积极扩大生产、扩张行业版图也是一个企业运行是否健康的标志。随着各民营

大炼化装置的有序投产，在相关企业整合产业链、发挥一体化优势之下，未来龙头性企业的现金流状况或许将随着疫情状况的缓解而得到很好的恢复。

4、PTA&MEG 生产成本

商品研究中，对商品生产成本的研究是重点之一。从上市公司的年报当中我们可以得到 PTA 和 MEG 的产销数据以及生产成本，具体统计如下：

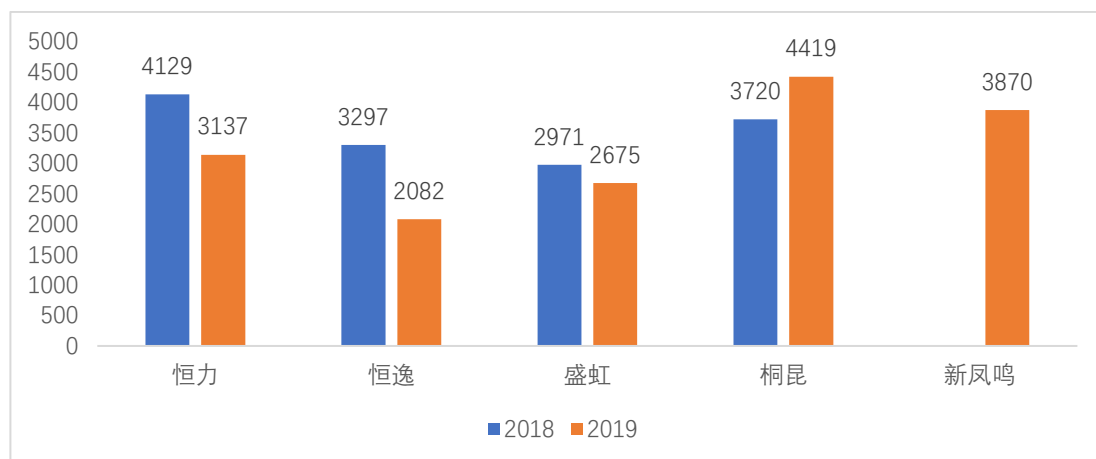
图表 22：2019 年 PTA 相关上市公司产销情况（万吨）、收入与成本（亿元）

企业	PTA 产量	PTA 销量	PTA 收入	PTA 成本	PTA 毛利率	PTA 直接材料成本占比
恒力	706.08	567.72	286.37	221.48	22.66%	96.24%
恒逸	503.38	503.64	114.79	104.81	8.69%	92.11%
盛虹	151	150.41	42.98	40.4	6.00%	92.15%
桐昆	57.84	57.8	28.41	25.56	10.02%	92.77%
新凤鸣	28.86	28.07	11.92	11.17	6.23%	96.34%

资料来源：wind，光大期货研究所

PTA 是一个原材料成本占比较高的品种，其生产成本受油价波动的影响较大。2019 年布伦特原油均价在 64.16 美元/桶，较 2018 年的 71.69 美元/桶下跌了 10.5%，因此 2019 年多数 PTA 企业的生产成本有了明显的下降。

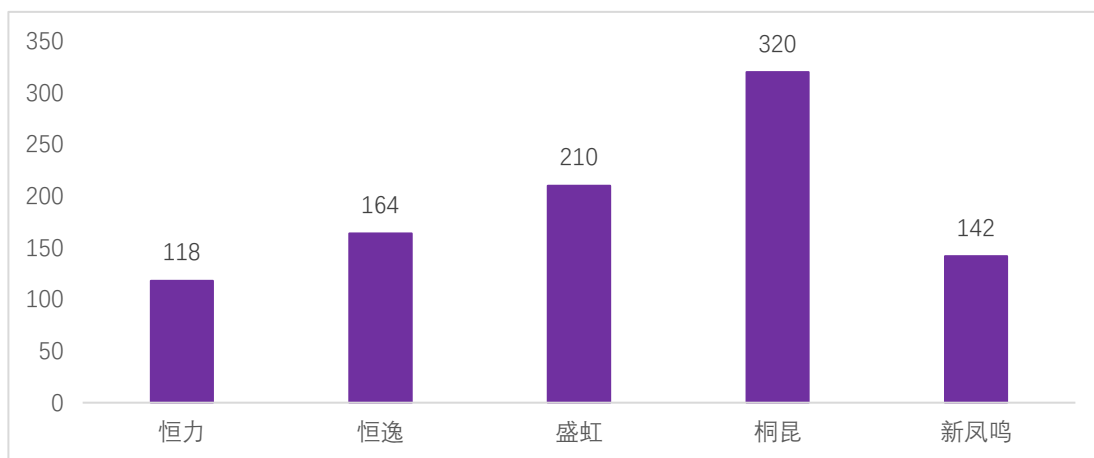
图表 23：PTA 相关上市公司单吨 PTA 生产成本（元/吨）



资料来源：wind，光大期货研究所

若我们仅考虑非原料成本（包括人工费用、动力燃料、制造费用等，不包括三费、运费等），可以发现主流 PTA 生产企业的非原料成本水平较低，恒力、恒逸、和新凤鸣于 2019 年新投产装置的成本均不足 200 元/吨。考虑到 2020 年及以后 PTA 新产能投放速度较快，不管是从规模效应还是从技术进步的角度来看，新装置的 PTA 加工成本较现有装置会有一定的下降，未来 PTA 整体的加工成本水平将被新装置继续拉低。

图表 24：2019 年 PTA 非原料成本（元/吨）



资料来源：wind，光大期货研究所

同时，2020-2021 年 PTA 将进入新一轮产能扩张周期，行业景气度将有所下降，PTA 生产企业利润率将受到压缩。由于聚酯龙头企业产能集中度较高，企业纷纷向上游扩张，产业链一体化有助于降低风险。而 PTA 小产能企业有望在头部企业成本优势下加速出清。

图表 25：国内 PTA 计划新增产能

年份	企业	产能（万吨）	投产时间
2019	四川能投	100	2019 年 5 月
	新凤鸣一期	220	2019 年 11 月
	合计	320	
2020 年 及以后	中泰化学	120	2020 年 1 月
	恒力 4#	250	2020 年 1 月
	恒力 5#	250	2020 年 Q2
	新凤鸣二期	220	2020 年 Q4
	逸盛新材料一期	300	2020 年底或 2021 年初
	虹港石化二期	240	2020 年底或 2021 年初
	福建百宏	250	2020 年底或 2021 年初
	逸盛新材料二期	300	2021 年 Q2
	宁波台化	300	2022 年 Q2
	利万聚酯	150	规划中
	嘉兴石化	500	规划中
	云天化	100	不确定
	蓝山屯河	120	不确定
	合计	3100	

资料来源：CCF，光大期货研究所

煤制乙二醇生产企业当中，仅有丹化科技和阳煤化工明确列出了乙二醇的产销情况和生产成本。计算结果表明，2019 年丹化科技和阳煤化工的乙二醇生产成本分别在 4637 元/吨和 4266 元/吨，这

里还不包含三费、运费等，若包含的话，两家企业的乙二醇成本突破 5000 元/吨将不成问题。而 2019 年华东乙二醇的均价仅有 4739 元/吨（一般煤制乙二醇较乙烯法制乙二醇还要折价 100-200 元/吨销售），较 2018 年的 7234 元/吨暴跌 34.5%，直接导致乙二醇生产企业出现严重亏损。

若我们将折旧除去，可以大致得出 2019 年丹化科技的乙二醇现金流成本在 3740 元/吨，而今年受新冠肺炎疫情的影响，乙二醇价格水平再下一个台阶，截至 5 月 21 日 2020 年乙二醇的均价在 3987 元/吨，且自 3 月中旬以来乙二醇的现货价格已经长时间维持在 3500 元/吨及以下的水平，煤制乙二醇企业现金流亏损的情况已经越来越严重，企业运营的风险逐渐加大。这将倒逼国内的煤制乙二醇企业降低开工，以实现供需的再平衡。目前国内停车检修的乙二醇生产企业包括内蒙古易高、阳煤深州、阳煤寿阳、阳煤平定、新乡永金、永城永金、安阳永金、濮阳永金、洛阳永金、湖北化肥、新疆天业、新疆天盈和黔希煤化工，丹化科技（通辽金煤）当下的运行负荷也不高，为 6 成左右。截至 5 月 22 日，国内煤制乙二醇的开工率仅为 37.22%，远低于正常水平。

图表 26：丹化科技乙二醇产销情况（万吨）、收入（亿元）与生产成本（亿元，元/吨）

年份	MEG 产量	MEG 销量	MEG 收入	MEG 成本	MEG 毛利率	MEG 单吨生产成本	MEG 单吨生产成本（除折旧）
2016	12.33	12.28	5.357	5.408	-0.95%	4386	2967
2017	13.73	13.84	8.146	6.001	26.33%	4371	3551
2018	14.2	14.02	8.351	6.665	20.19%	4694	3758
2019	15.05	15.09	5.959	6.978	-17.10%	4637	3740

资料来源：wind，光大期货研究所

图表 27：阳煤化工乙二醇产销情况（万吨）、收入（亿元）与生产成本（亿元，元/吨）

年份	MEG 产量	MEG 销量	MEG 收入	MEG 成本	MEG 毛利率	MEG 单吨生产成本
2017	15.89	15.81	9.33	6.87	26.41%	4323
2018	35.43	35.09	20.93	16.38	21.74%	4624
2019	36.85	37.17	14.50	15.72	-8.39%	4266

资料来源：wind，光大期货研究所

5、总结

1、从利润情况来看，2020 年 Q1 化工行业企业营收普遍下滑，以聚酯产品为主的桐昆和新凤鸣营收跌幅比较明显，分别下降 34.12%和 33.87%；几家煤制乙二醇相关企业营收下滑幅度也偏大，下降幅度均在 15%偏上；恒力、荣盛因大炼化项目投产营收出现逆势大幅增加。从 EBIT/营业收入指标可以看出，恒力、荣盛、华鲁恒升将营收转化成利润的能力较好，而煤制乙二醇相关企业丹化科技、阳煤化工利润转化能力偏低。

2、从资产负债方面来看，近年来聚酯六巨头的资产负债率均呈现上扬态势。而丹化科技、华鲁恒升和新疆天业维持了低负债的运营方式。而阳煤化工 2020 年 Q1 其资产负债率高达 84.76%，超过了恒力、荣盛这样的民营大炼化企业。疫情影响之下，除了恒力、盛虹之外，2020 年 Q1 不少企业库存压力上升，存货周转率有所下降；恒力、桐昆、盛虹、华鲁恒升应收账款周转高，回款能力较好，而丹化科技、阳煤化工、新疆天业应收账款周转率偏低。

3、从经营现金流方面来看，除了恒力、华鲁恒升之外，2020 年 Q1 大多数 PTA&MEG 相关上市企业净经营现金流转负。各家企业当下资金实力（现金+潜在的抵押贷款能力）均较为良好；偿债压力方面，阳煤化工短期刚性负债偏高，聚酯六巨头负债略高于平均水平。综合考虑资金实力和债务压力之后，聚酯六巨头现有的资金实力对应付当下的刚性债务来说具有一定的压力。阳煤化工也面临着类似的问题。丹化科技、华鲁恒升和新疆天业由于现有资金实力丰厚，且负债水平低，因而债务问题较小。不过，近年来恒力、恒逸、荣盛的资本性支出（CAPEX）相对于折旧摊销的比值出现明显增长，这与各自大炼化项目的规划和建设相关。盛虹、新凤鸣和桐昆未来也有相应的项目扩张计划。化工行业作为典型的重资产行业，企业依托高负债经营，能否积极扩大生产、扩张行业版图也是一个企业运行是否健康的标志。随着各民营大炼化装置的有序投产，在相关企业整合产业链、发挥一体化优势之下，未来龙头性企业的现金流状况或许将随着疫情状况的缓解而得到很好的恢复。

4、2019 年受油价重心下移影响，PTA 生产成本有了明显下降。若我们仅考虑非原料成本（包括人工费用、动力燃料、制造费用等，不包括三费、运费等），可以发现主流 PTA 生产企业的非原料成本水平较低，恒力、恒逸、和新凤鸣于 2019 年新投产装置的成本均不足 200 元/吨。考虑到 2020 年及以后 PTA 新产能投放速度较快，不管是从规模效应还是从技术进步的角度来看，新装置的 PTA 加工成本较现有装置会有一定的下降，未来 PTA 整体的加工成本水平将被新装置继续拉低。同时，2020-2021 年 PTA 将进入新一轮产能扩张周期，行业景气度将有所下降，PTA 生产企业利润率将受到压缩。由于聚酯龙头企业产能集中度较高，企业纷纷向上游扩张，产业链一体化有助于降低风险。而 PTA 小产能企业有望在头部企业成本优势下加速出清。

5、2019 年丹化科技和阳煤化工的乙二醇生产成本分别在 4637 元/吨和 4266 元/吨，若包含三费、运费等的话，两家企业的乙二醇成本突破 5000 元/吨将不成问题。而 2019 年华东乙二醇的均价仅有 4739 元/吨（一般煤制乙二醇较乙烯法制乙二醇还要折价 100-200 元/吨销售），较 2018 年的 7234 元/吨暴跌 34.5%，直接导致乙二醇生产企业出现严重亏损。若我们将折旧除去，可以大致得出 2019 年丹化科技的乙二醇现金流成本在 3740 元/吨。今年受新冠肺炎疫情的影响，乙二醇价格水平再下一个台阶，煤制乙二醇企业现金流亏损的情况已经越来越严重，企业运营的风险逐渐加大，这将倒逼国内的煤制乙二醇企业降低开工，以实现供需的再平衡。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，报告仅面向我公司客户中的专业投资者客户。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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127

研究所联系人：钟小姐

联系电话：021-80213726