

投资评级 优于大市 维持

3Q19 归母净利润同比增长+17%

股票数据

10月25日收盘价(元)	11.11
52周股价波动(元)	9.20-15.26
总股本/流通A股(百万股)	6291/5816
总市值/流通市值(百万元)	69894/64618

相关研究

《1H19 PTA 盈利改善明显, 浙石化项目稳步推进》2019.08.11
《大炼化项目稳步推进, 毛利下降和期货亏损拖累 4Q18 盈利》2019.04.17

市场表现



	1M	2M	3M
沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	6.6	14.5	10.0
相对涨幅 (%)	-8.9	-8.5	-7.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱军军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021)23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

联系人: 张璇

Tel: (021)23219411

Email: zx12361@htsec.com

投资要点:

- **3Q19 归母净利润同比+17%**。2019 年前三季度, 公司实现营业收入 596.58 亿元, 同比-5.36%; 实现归母净利润 18.46 亿元, 同比+0.92%。其中, 3Q19 单季归母净利润 8.00 亿元, 同比+16.98%, 环比+81.09%。
- **有效套保外金融资产(负债)投资收益贡献非经常性损益**。2019 年前三季度, 公司非经常性损益 3.45 亿元, 其中 3Q19 单季度贡献 2.70 亿元。公司三季度非经常性损益主要来自有效套保业务外交易性金融资产(负债)、衍生金融资产(负债)产生的公允价值变动损益及处置损益(合计 2.44 亿元)。
- **3Q19 PTA 价差仍处较高水平**。3Q19, 由于原油均价回落、下游长丝产销率下降, PTA 价格、价差震荡回落, 平均价格 5526 元/吨, 同比-26.96%, 环比-10.09%; 平均价差 1079 元/吨, 同比-5.84%, 环比-17.41%, 虽有所回落, 但仍处于 2012 年以来单季度较好水平。其中, 7 月初由于现货紧张, PTA 价格、价差大幅上涨, 7 月价差 1602 元/吨, 为 2012 年以来单月最高水平。3Q19, PX 均价 813 美元/吨, 同比-31.13%, 环比-10.35%; “PX-石脑油”平均价差 319 美元/吨, 同比-37.30%, 环比-12.58%。
- **浙石化一期炼化项目进入试生产, 二期项目稳步推进**。公司控股浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目 51% 股权, 项目总投资 1731 亿元, 总规模为 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯和 280 万吨/年乙烯, 分两期实施。2019 年 5 月 21 日, 公司发布公告, 一期项目已完成工程建设、设备安装调试等工作, 第一批装置(常减压及相关公用工程装置等)投入运行。我们认为浙石化项目投产将有助于公司产业链向上延伸, 提升抗风险能力和盈利稳定性。
- **PTA-聚酯环节稳步扩张**。公司子公司逸盛新材料(持股 50%)拟投资 67.31 亿元, 建设年产 600 万吨 PTA 项目, 项目分两期实施。此外, 公司子公司逸盛大化拟投资 25.17 亿元, 建设年产 100 万吨多功能聚酯切片项目。公司现参控股 PTA 产能 1350 万吨(权益产能 605 万吨), 聚酯长丝及薄膜产能 155 万吨, 我们认为新项目的建设有助于公司扩大规模、降低生产成本, 进一步巩固龙头地位, 完善产业链。
- **盈利预测与投资评级**。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 24 亿元、28 亿元和 30 亿元, EPS 分别为 0.38、0.45、0.48 元, 2019 年 BPS 为 3.59 元。参考可比公司估值水平, 给予其 2019 年 35-37 倍 PE, 对应合理价值区间 13.30-14.06 元(2019 年 PB 为 3.7-3.9 倍), 维持“优于大市”评级。
- **风险提示**: 产品价格大幅波动; 浙石化炼化项目进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	72039	91425	101350	112457	123876
(+/-)YoY(%)	58.3%	26.9%	10.9%	11.0%	10.2%
净利润(百万元)	2017	1608	2392	2838	3032
(+/-)YoY(%)	5.0%	-20.3%	48.8%	18.7%	6.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.32	0.26	0.38	0.45	0.48
毛利率(%)	5.5%	5.8%	6.5%	6.9%	7.0%
净资产收益率(%)	14.0%	7.7%	10.6%	11.6%	11.4%

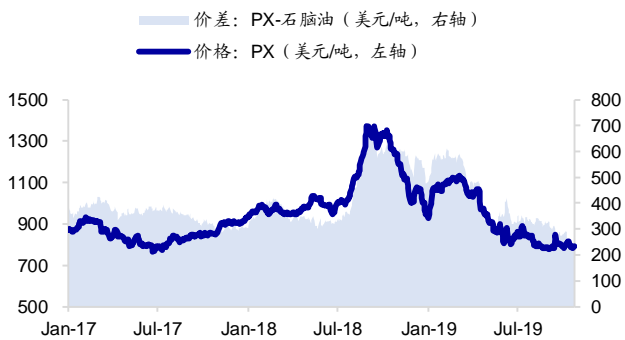
资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

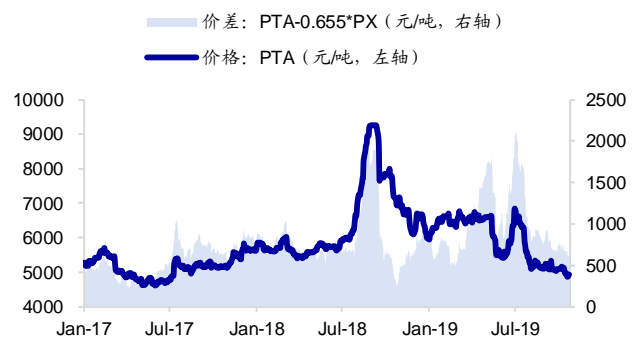
3Q19 归母净利润同比+17%。2019 年前三季度，公司实现营业收入 596.58 亿元，同比-5.36%；实现归母净利润 18.46 亿元，同比+0.92%。其中，3Q19 单季归母净利润 8.00 亿元，同比+16.98%，环比+81.09%。

有效套保外金融资产（负债）投资收益贡献非经常性损益。2019 年前三季度，公司非经常性损益 3.45 亿元，其中 3Q19 单季度贡献 2.70 亿元。公司三季度非经常性损益主要来自有效套保业务外交易性金融资产（负债）、衍生金融资产（负债）产生的公允价值变动损益及处置损益（合计 2.44 亿元）。

3Q19 PTA 价差仍处较高水平。3Q19，由于原油均价回落、下游长丝产销率下降，PTA 价格、价差震荡回落，平均价格 5526 元/吨，同比-26.96%，环比-10.09%；平均价差 1079 元/吨，同比-5.84%，环比-17.41%，虽有所回落，但仍处于 2012 年以来单季度较好水平。其中，7 月初由于现货紧张，PTA 价格、价差大幅上涨，7 月价差 1602 元/吨，为 2012 年以来单月最高水平。3Q19，PX 均价 813 美元/吨，同比-31.13%，环比-10.35%；“PX-石脑油”平均价差 319 美元/吨，同比-37.30%，环比-12.58%。

图1 2017 年以来 PX 价格、价差


资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 2017 年以来 PTA 价格、价差


资料来源：Wind，海通证券研究所

浙石化一期炼化项目进入试生产，二期项目稳步推进。公司控股浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目 51% 股权，项目总投资 1731 亿元，总规模为 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯和 280 万吨/年乙烯，分两期实施。2019 年 5 月 21 日，公司发布公告，一期项目已完成工程建设、设备安装调试等工作，第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）投入运行。截至 2019 年上半年底，浙石化一期在建工程余额 623.47 亿元，较年初增加 144.42 亿元；二期项目在建工程余额 14.28 亿元，较年初增加 12.52 亿元。我们认为浙石化项目投产将有助于公司产业链向上延伸，提升抗风险能力和盈利稳定性。

增发、公司债券与银团贷款保障炼化项目资金来源。2018 年 6 月，公司完成非公开发行股份数量 5.67 亿股，募集资金 60 亿元用于浙江石化 4000 万吨/年炼化一期项目；2018 年 7 月，浙石化与国开行等银行签署贷款合同，银团同意向浙石化提供等值人民币 607 亿元；2018 年 12 月，公司不超过 40 亿元绿色债券获证监会批复；2019 年 3 月，公司公告拟非公开发行不超过 80 亿元，用于浙石化二期项目。

表 1 非公开发行募集资金投向

项目名称	项目总投资金额（万元）	（拟）募集资金使用金额（万元）
浙江石油化工 4000 万吨/年炼化一体化项目	17308485	600000
其中：项目一期	9015550	600000
项目二期	8292935	不超过 800000

资料来源：《非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书》、《2019 年度非公开发行 A 股股票预案》，海通证券研究所

布局成品油销售终端，进一步推进炼化一体化项目。公司旗下控股子公司浙石化与国有独资企业浙江省能源集团共同出资设立浙江省石油股份有限公司，注册资本 110 亿元，其中浙石化认缴 44 亿元（首期认缴款 30 亿元），占比 40%。浙江石油主要经营建设原油、成品油、燃料油的储运设施和销售网络，开展原油、成品油、燃料油的进出口和批发零售业务。我们认为此次投资，将有助于浙石化解决成品油销售难题，打造炼化一体化项目闭环。

浙石化积极与国际石化龙头合作。根据中化新网新闻，2019 年 2 月 22 日沙特阿美签署三份谅解备忘录，拟收购浙石化 9% 股权，并布局原油供应、成品油销售等方面。2019 年 10 月 18 日，根据 BP 中国官网，BP 与浙石化签署合作谅解备忘录，双方将在华东地区以 50:50 的投资比例，合资建设并运营年产 100 万吨的醋酸工厂。我们认为浙石化与国际石化龙头的合作，将对浙石化项目在原料采购、成品油销售等方面产生积极意义，并有助于公司未来产业链进一步完善。

PTA-聚酯环节稳步扩张。公司子公司逸盛新材料(持股50%)拟投资67.31亿元,建设年产600万吨PTA项目,项目分两期实施。此外,公司子公司逸盛大化拟投资25.17亿元,建设年产100万吨多功能聚酯切片项目。公司现参控股PTA产能1350万吨(权益产能605万吨),聚酯长丝及薄膜产能155万吨,我们认为新项目的建设有助于公司扩大规模、降低生产成本,进一步巩固龙头地位,完善产业链。

盈利预测与投资评级。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为24亿元、28亿元和30亿元, EPS分别为0.38、0.45、0.48元,2019年BPS为3.59元。公司是PTA-涤纶行业龙头企业之一,是同行业可比公司中最早进入上游PX的企业。同时,公司控股的4000万吨/年炼化项目在同行业在建项目中规模最大,拥有较好的市场前景。因此参考可比公司估值水平,给予公司一定溢价,给予其2019年35-37倍PE,对应合理价值区间13.30-14.06元(2019年PB为3.7-3.9倍),维持“优于大市”评级。

表2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2019E
600346.SH	恒力石化	1152	0.66	1.27	1.64	24.79	12.88	9.98	3.19
000703.SZ	恒逸石化	392	0.75	1.12	1.70	18.41	12.33	8.12	1.79
601233.SH	桐昆股份	236	1.16	1.52	1.94	11.03	8.41	6.59	1.29
	均值		0.86	1.30	1.76	18.08	11.21	8.23	2.09

注:收盘价为2019年10月25日价格, EPS为Wind一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 产品价格大幅波动; 浙石化炼化项目进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	91425	101350	112457	123876
每股收益	0.26	0.38	0.45	0.48	营业成本	86097	94784	104726	115245
每股净资产	3.33	3.59	3.90	4.24	毛利率%	5.8%	6.5%	6.9%	7.0%
每股经营现金流	0.77	0.09	1.34	1.62	营业税金及附加	163	182	202	223
每股股利	0.10	0.12	0.14	0.15	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	740	811	900	991
P/E	39.49	29.22	24.62	23.05	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	3.03	3.09	2.85	2.62	管理费用	340	375	416	458
P/S	0.76	0.69	0.62	0.56	管理费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
EV/EBITDA	22.70	21.53	18.05	16.26	EBIT	3127	4184	5088	5720
股息率%	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	财务费用	1335	1541	1691	1941
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%
毛利率	5.8%	6.5%	6.9%	7.0%	资产减值损失	69	40	37	33
净利润率	1.8%	2.4%	2.5%	2.4%	投资收益	706	700	600	500
净资产收益率	7.7%	10.6%	11.6%	11.4%	营业利润	2275	3503	4160	4445
资产回报率	1.3%	1.8%	1.9%	1.8%	营业外收支	19	18	18	18
投资回报率	3.3%	3.6%	3.7%	3.7%	利润总额	2294	3521	4178	4463
盈利增长 (%)					EBITDA	4761	6088	8099	9839
营业收入增长率	26.9%	10.9%	11.0%	10.2%	所得税	326	493	585	625
EBIT 增长率	51.9%	33.8%	21.6%	12.4%	有效所得税率%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	-20.3%	48.8%	18.7%	6.8%	少数股东损益	360	636	755	806
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1608	2392	2838	3032
资产负债率	70.5%	70.8%	72.8%	74.2%					
流动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.4	0.3	0.2	0.2	货币资金	14853	10000	10000	10000
现金比率	0.3	0.2	0.1	0.1	应收账款及应收票据	2160	1944	2157	2376
经营效率指标					存货	6502	5973	6599	7262
应收账款周转天数	7.4	7.0	7.0	7.0	其它流动资产	8602	9251	9801	10378
存货周转天数	23.2	23.0	23.0	23.0	流动资产合计	32117	27167	28557	30016
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	长期股权投资	5435	5535	5635	5735
固定资产周转率	4.4	4.5	3.5	2.5	固定资产	20881	24039	41098	57057
					在建工程	58909	68909	69909	70909
					无形资产	3364	3802	4232	4654
					非流动资产合计	89298	102994	121583	139065
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	121415	130161	150140	169080
净利润	1608	2392	2838	3032	短期借款	25030	35801	45905	54654
少数股东损益	360	636	755	806	应付票据及应付账款	22520	16879	18650	20523
非现金支出	1703	1943	3048	4152	预收账款	675	709	787	867
非经营收益	901	823	1073	1423	其它流动负债	6735	7028	7341	7671
营运资金变动	263	-5255	734	791	流动负债合计	54960	60417	72683	83715
经营活动现金流	4835	539	8449	10205	长期借款	30326	31326	36326	41326
资产	-37169	-15482	-21482	-21482	其它长期负债	350	350	350	350
投资	-937	-100	-100	-100	非流动负债合计	30677	31677	36677	41677
其他	-1671	700	600	500	负债总计	85636	92094	109360	125391
投资活动现金流	-39778	-14882	-20982	-21082	实收资本	6291	6291	6291	6291
债权募资	33660	10771	10105	13749	普通股股东权益	20932	22584	24543	26645
股权募资	8951	0	0	0	少数股东权益	14847	15483	16238	17044
其他	-3612	-1281	2429	-2871	负债和所有者权益合计	121415	130161	150140	169080
融资活动现金流	38999	9490	12533	10877					
现金净流量	4056	-4853	0	0					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 滨化股份,恒力石化,上海石化,通源石油,桐昆股份,胜利股份,ST中天,石大胜华,中国石化,卫星石化,华锦股份,中油工程,新潮能源,中国石油,新奥股份,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达,金正大,恒逸石化,华鲁恒升

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。