

公司研究/中报点评

2020年08月30日

基础化工/化学纤维 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 11.55
目标价格(元): 13.68

刘曦 SAC No. S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 SAC No. S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

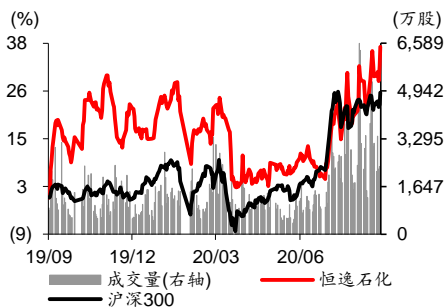
陈莉 SAC No. S0570520070001
研究员 SFC No. BMV473
0755-82766183
chenli2832@htsc.com

虞志豪 SAC No. S0570119090045
联系人 0755-23612904
yuzhihao@htsc.com

相关研究

- 1 《恒逸石化(000703 SZ,增持): 炼化项目投产带动净利大增》2020.04
- 2 《恒逸石化(000703 SZ,增持): 年报符合预期, 一季度延续高增长》2020.03
- 3 《恒逸石化(000703 SZ,增持): 文莱一期全面投产, 产业链持续完善》2019.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,682
流通 A 股 (百万股)	3,315
52 周内股价区间 (元)	8.81-14.73
总市值 (百万元)	42,523
总资产 (百万元)	93,263
每股净资产 (元)	6.60

资料来源: 公司公告

Q2 延续增长, 聚酯景气有望底部回升

恒逸石化(000703)

2020H1 归母净利润同比增 49%, 维持“增持”评级

恒逸石化于 8 月 28 日发布 2020 年半年报, 公司实现营收 394.1 亿元, 同比降 5.6%, 实现归母净利润 19.0 亿元, 同比增 49.0%, 对应 EPS 为 0.51 元。其中 2020Q2 实现营收 205.4 亿元, 同比降 1%, 实现归母净利润 10.9 亿元, 同比增 27.8%。同时公司公告拟以不超过 15 元/股价格回购 5-10 亿元公司股份, 回购时间不超过 12 个月。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.14/1.69/2.04 元, 维持“增持”评级。

文莱项目全面投产及涤纶短纤景气提升带动业绩增长

公司文莱 PMB 炼化项目于 2019 年 11 月全面投产, 2020H1 继续贡献业绩增量, 恒逸文莱实现营收 114.9 亿元, 净利润 5.6 亿元。2020H1 公司聚酯销量同比增 7.9% 至 247 万吨, 营收同比降 25.4% 至 133.1 亿元, 公司具备 80 万吨涤纶短纤产能, 由于疫情影响致使下游消毒湿巾需求较好, 2020H1 华东涤纶短纤价差同比扩大 6% 至 0.15 万元/吨, 致使聚酯业务毛利率同比提升 6.4pct 至 12.7%。PTA 业务实现营收 57.3 亿元, 同比降 31.4%, 毛利率同比降 0.3pct 至 9.2%, 对应子公司浙江逸盛净利 4.1 亿元, 同比降 43%。

旺季需求或助力 PTA-聚酯产业链反弹, 石化景气逐步复苏

据百川资讯, 8 月 28 日华东地区涤纶长丝 POY/PTA/PX 报价分别为 5100/3515/4480 元/吨, 较 6 月底以来变动分别为 -0.4%/-1.8%/0.7%, 价格处于底部整固阶段, 我们认为后续旺季需求或助力 PTA-聚酯产业链反弹。石化景气逐步复苏, 8 月 28 日 92# 汽油 (新加坡 FOB) / 柴油 (新加坡 FOB) 报价分别较 6 月底上涨 12%/3% 至 48.66/49.52 美元/桶。

项目持续落地, 产业链优势进一步强化

据公司公告, 公司拟分别投资 33.5/25.7 亿元建设 56.6/50.0 万吨新型功能性纤维项目, 项目建设期均为 2 年, 公司预计投产后年均营收 104.5 亿元, 年均利润总额 16.2 亿元。文莱 PMB 项目 (二期) (1400 万吨/年原油加工能力) 计划投资 120 亿美元, 公司预计于 2022 年建成投产。另一方面, 公司于 2019 年 9 月公告参股子公司逸盛新材料 (占股 50%) 拟建设 600 万吨 PTA 项目, 项目总投资 67.31 亿元。上述项目投产后, 有望进一步强化公司产业链优势。

维持“增持”评级

考虑到文莱 PMB 二期项目盈利能力及后续经济复苏后公司主业盈利能力的改善, 我们上调公司 2020-2022 年净利润预测至 42/62/75 亿元 (前值 42/50/59 亿元), 对应 EPS 为 1.14/1.69/2.04 元 (前值按新股本折算后 1.14/1.36/1.61 元), 结合可比公司估值水平 (2020 年 Wind 一致预期平均 13 倍 PE), 给予公司 2020 年 12 倍 PE, 对应目标价为 13.68 元 (前值按新股本折算后 10.21-11.35 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险、原油价格大幅波动风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	88,066	79,621	89,701	102,222	138,942
+/-%	33.51	(9.59)	12.66	13.96	35.92
归属母公司净利润 (百万元)	1,872	3,201	4,198	6,238	7,520
+/-%	11.16	70.97	31.14	48.60	20.55
EPS (元, 最新摊薄)	0.51	0.87	1.14	1.69	2.04
PE (倍)	22.71	13.28	10.13	6.82	5.66

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

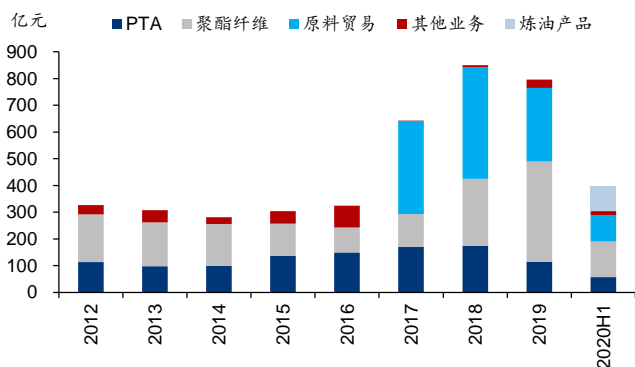
图表1: 可比公司估值情况

上市公司	彭博代码	评级	目标价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
					2020E	2021E	2020E	2021E		
荣盛石化	002493 CH	增持	20.91	1254	1.09	1.50	18	13	4.0	4.9
恒力石化	600346 CH	买入	23.98	1422	1.82	2.15	11	9	5.6	3.6
桐昆股份	601233 CH	增持	18.59	304	1.61	2.07	10	8	10.5	1.6
平均							13	10		3.4

备注: 股价为8月28日收盘价, 所有公司BPS截至2020年6月30日; 所有公司EPS均来自Wind一致预期; 荣盛石化、恒力石化、桐昆股份目标价与评级均为华泰最新目标价与评级;

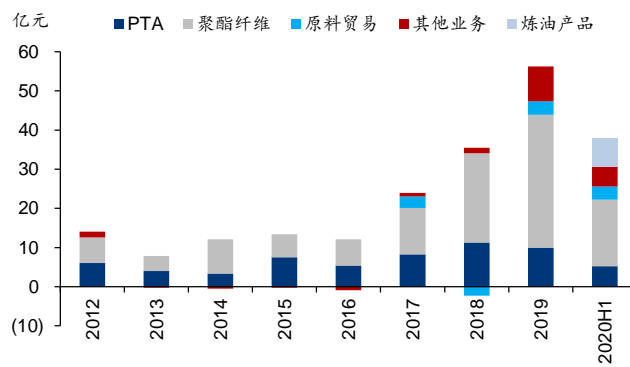
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司分业务营收变化情况



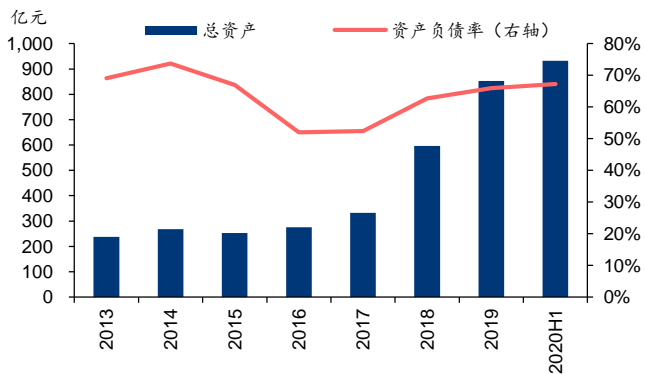
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司分业务毛利变化情况



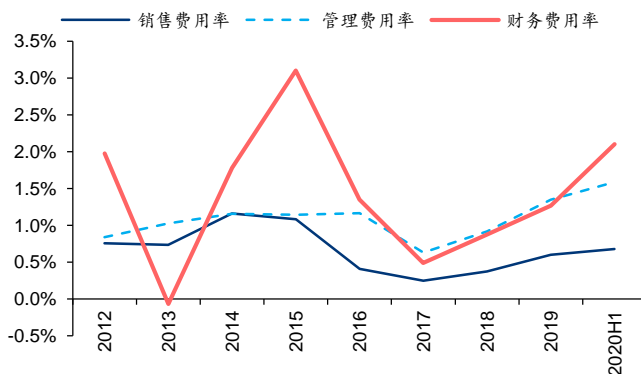
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司资产负债率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

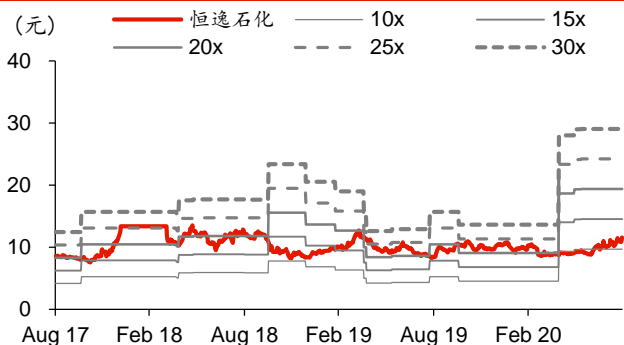
图表5: 公司期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

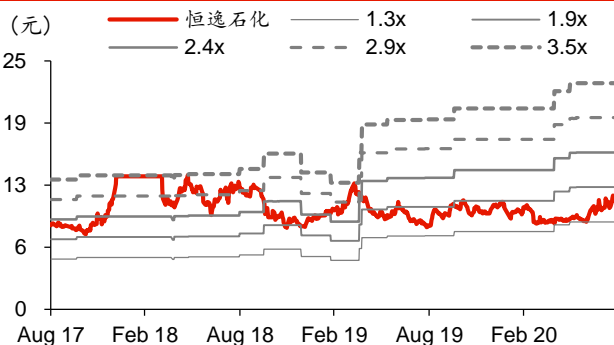
PE/PB - Bands

图表6: 恒逸石化历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 恒逸石化历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	17,184	26,853	23,264	26,151	34,103
现金	9,052	7,440	3,500	4,000	4,500
应收账款	1,378	5,890	2,556	2,913	3,960
其他应收账款	141.91	406.49	286.79	370.11	517.82
预付账款	943.88	639.21	6,590	7,294	10,028
存货	3,020	9,153	4,119	4,559	6,267
其他流动资产	2,648	3,324	6,212	7,015	8,830
非流动资产	44,651	58,378	60,186	67,837	74,779
长期投资	7,814	9,260	6,783	6,783	6,783
固定投资	13,226	38,776	43,382	49,204	55,233
无形资产	1,140	1,558	1,558	1,558	1,558
其他非流动资产	22,470	8,784	8,464	10,291	11,205
资产总计	61,835	85,231	83,451	93,988	108,882
流动负债	25,077	38,232	37,197	39,549	44,212
短期借款	13,781	23,324	23,258	24,242	23,571
应付账款	4,715	9,659	4,119	4,559	6,267
其他流动负债	6,581	5,250	9,820	10,748	14,374
非流动负债	13,930	17,935	13,007	13,003	12,989
长期借款	9,714	12,733	12,733	12,733	12,733
其他非流动负债	4,215	5,202	273.89	269.83	255.51
负债合计	39,007	56,167	50,205	52,552	57,201
少数股东权益	4,465	5,810	6,949	8,960	11,746
股本	2,628	2,842	3,682	3,682	3,682
资本公积	7,920	9,993	9,140	9,140	9,140
留存公积	7,841	10,138	13,535	19,774	27,294
归属母公司股东权益	18,363	23,253	26,298	32,476	39,936
负债和股东权益	61,835	85,231	83,451	93,988	108,882

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,607	(112.08)	11,267	11,286	12,781
净利润	2,154	4,021	5,336	8,250	10,306
折旧摊销	1,090	1,500	3,039	3,650	4,358
财务费用	775.57	1,012	2,111	2,212	2,201
投资损失	(1,096)	(1,505)	(1,811)	(1,742)	(1,891)
营运资金变动	(1,353)	(5,390)	(864.04)	(1,058)	(2,203)
其他经营现金	36.29	249.84	3,456	(25.35)	10.67
投资活动现金	(12,679)	(12,489)	(6,673)	(9,558)	(9,409)
资本支出	12,738	11,312	11,300	11,300	11,300
长期投资	279.82	1,554	(2,477)	0.00	0.00
其他投资现金	339.01	376.61	2,150	1,742	1,891
筹资活动现金	13,854	10,480	(8,534)	(1,228)	(2,872)
短期借款	3,716	9,543	(65.68)	983.74	(671.43)
长期借款	9,714	3,019	0.00	0.00	0.00
普通股增加	979.53	213.77	840.27	0.00	0.00
资本公积增加	1,701	2,073	(852.52)	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,256)	(4,368)	(8,456)	(2,212)	(2,201)
现金净增加额	2,989	(2,063)	(3,940)	500.00	500.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,066	79,621	89,701	102,222	138,942
营业成本	84,763	73,995	82,376	91,174	125,349
营业税金及附加	110.07	185.14	89.70	102.22	138.94
营业费用	337.17	455.84	233.22	265.78	361.25
管理费用	531.71	583.35	538.21	592.89	764.18
财务费用	775.57	1,012	2,111	2,212	2,201
资产减值损失	(139.28)	(20.35)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	107.70	(58.84)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
投资净收益	1,096	1,505	1,811	1,742	1,891
营业利润	2,485	4,789	6,204	9,657	12,059
营业外收入	19.65	11.70	12.00	12.00	12.00
营业外支出	5.04	29.74	30.00	30.00	30.00
利润总额	2,499	4,771	6,186	9,639	12,041
所得税	345.33	750.38	850.04	1,390	1,735
净利润	2,154	4,021	5,336	8,250	10,306
少数股东损益	281.37	819.33	1,138	2,011	2,786
归属母公司净利润	1,872	3,201	4,198	6,238	7,520
EBITDA	4,350	7,301	11,354	15,518	18,618
EPS (元, 基本)	0.71	1.13	1.14	1.69	2.04

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.51	(9.59)	12.66	13.96	35.92
营业利润	20.93	92.75	29.55	55.65	24.87
归属母公司净利润	11.16	70.97	31.14	48.60	20.55
获利能力 (%)					
毛利率	3.75	7.07	8.17	10.81	9.78
净利率	2.13	4.02	4.68	6.10	5.41
ROE	10.20	13.77	15.96	19.21	18.83
ROIC	9.59	9.62	12.04	14.88	15.77
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.08	65.90	60.16	55.91	52.53
净负债比率 (%)	63.52	66.88	72.09	70.74	63.82
流动比率	0.69	0.70	0.63	0.66	0.77
速动比率	0.56	0.46	0.51	0.55	0.63
营运能力					
总资产周转率	1.80	1.08	1.06	1.15	1.37
应收账款周转率	66.55	21.88	20.88	35.51	38.41
应付账款周转率	21.62	10.30	11.96	21.01	23.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.87	1.14	1.69	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	(0.03)	3.06	3.07	3.47
每股净资产(最新摊薄)	4.99	6.32	7.14	8.82	10.85
估值比率					
PE (倍)	22.71	13.28	10.13	6.82	5.66
PB (倍)	2.32	1.83	1.62	1.31	1.06
EV_EBITDA (倍)	15.91	9.48	6.10	4.46	3.72

免责声明

分析师声明

本人，刘曦、庄汀洲、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘曦、庄汀洲、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com