



投资评级 优于大市 维持

股票数据

10月17日收盘价(元)	14.11
52周股价波动(元)	11.00-18.35
总股本/流通A股(百万股)	2842/2283
总市值/流通市值(百万元)	40097/32208

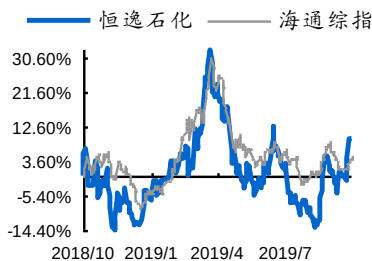
相关研究

《1H19 PTA 盈利提升, 聚酯产能扩张、产销增长》2019.08.23

《文莱一期炼化项目全面试车, 全产业链布局稳步推进》2019.07.14

《文莱一期建设进入尾声, 2018 年归母净利润稳定增长》2019.04.18

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.5	22.1	2.1
相对涨幅(%)	13.9	22.8	13.4

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

3Q19 归母净利润环比稳定增长

投资要点:

- 3Q19 归母净利润环比稳定增长。**2019 年前三季度, 公司实现营业收入 622.05 亿元, 同比-6.37%; 实现归母净利润 22.14 亿元, 同比-9.28%。其中, 3Q19 单季营业收入 204.75 亿元, 同比-11.63%, 环比-1.34%; 实现归母净利润 9.37 亿元, 同比-21.92%, 环比+9.78%。
- 3Q19 经营性现金流继续改善。**受公司利润向好及结算方式影响, 公司经营性现金流增加, 2019 年前三季度经营性现金流净额 20.89 亿元, 同比+42%; 其中 3Q19 单季经营性现金流净额 12.75 亿元, 同比+45%, 环比+6%。
- 受高基数影响, 3Q19 PTA 盈利有所回落; 涤纶长丝价差环比扩大。**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, 虽仍处于 2012 年以来单季度较好水平, 但受高基数影响, 价差同比-5.84%, 环比-17.41%。3Q19, 涤纶 POY 均价 7947 元/吨, 同比-26.68%, 环比-3.27%; 平均价差 1442 元/吨, 同比-5.37%, 环比+15.13%。
- 文莱一期炼化项目常减压装置产出合格品。**文莱一期项目原油加工能力 800 万吨/年, 包括年生产 150 万吨芳烃、50 万吨苯和近 600 万吨汽柴煤油品等, 9 月 6 日常减压装置正式产出合格产品。我们预计文莱一期有望 4Q19 建成投产, 有助于补充上游原料, 提高盈利能力与抗风险能力。
- 扩大下游 PTA-聚酯规模, 平衡全产业链发展。**截至 2019 年中报披露日, 公司参控股 PTA 年产能 1350 万吨, 聚酯年产能 740 万吨(包括长丝 510 万吨、瓶片 150 万吨、短纤 80 万吨)。未来公司平衡全产业链发展, 一方面布局上游文莱炼化项目, 另一方面继续扩大下游 PTA-聚酯规模, 主要包括逸盛新材料(参股 50%) 600 万吨 PTA 项目、逸鹏二期项目第二阶段 25 万吨、海宁 100 万吨智能化环保功能性纤维等。
- 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 28、32、34 亿元, EPS 分别为 1.00、1.12、1.21 元, 其中石化业务 EPS 分别为 0.86、0.98、1.07 元, 金融业务 EPS 分别为 0.13、0.14、0.15 元。参考可比公司, 给予 2019 年石化业务 18-20 倍 PE, 金融业务 5 倍 PE, 对应合理价值区间 16.13-17.85 元(对应 2019 年 PB 2.0-2.2 倍), 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 原油价格大幅下跌; 产品价格大幅波动; 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)	65960	84948	94589	103992	116422
(+/-)YoY(%)	103.5%	28.8%	11.3%	9.9%	12.0%
净利润(百万元)	1685	1962	2837	3192	3447
(+/-)YoY(%)	102.9%	16.5%	44.6%	12.5%	8.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.59	0.69	1.00	1.12	1.21
毛利率(%)	4.0%	3.9%	5.1%	5.3%	5.4%
净资产收益率(%)	12.2%	11.0%	12.6%	12.9%	12.7%

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。

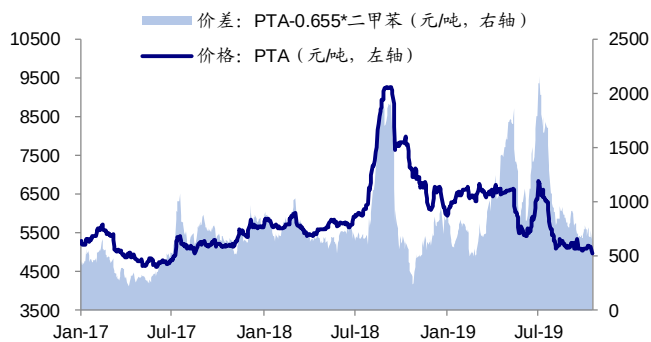
3Q19 归母净利润环比稳定增长。2019 年前三季度，公司实现营业收入 622.05 亿元，同比-6.37%；实现归母净利润 22.14 亿元，同比-9.28%。其中，3Q19 单季营业收入 204.75 亿元，同比-11.63%，环比-1.34%；实现归母净利润 9.37 亿元，同比-21.92%，环比+9.78%。

3Q19 经营性现金流继续改善。受公司利润向好及结算方式影响，公司经营性现金流增加，2019 年前三季度经营性现金流净额 20.89 亿元，同比+42%；其中 3Q19 单季经营性现金流净额 12.75 亿元，同比+45%，环比+6%。

受高基数影响，3Q19 PTA 盈利有所回落。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，虽仍处于 2012 年以来单季度较好水平，但受高基数影响，价差同比-5.84%，环比-17.41%。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。

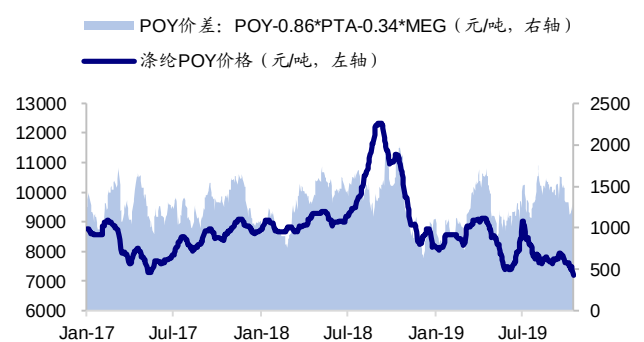
3Q19 涤纶长丝价差环比扩大。3Q19，涤纶 POY 均价 7947 元/吨，同比-26.68%，环比-3.27%；平均价差 1442 元/吨，同比-5.37%，环比+15.13%。

图1 2017 年至今 PTA 价格价差



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 2017 年至今涤纶长丝价格价差



资料来源：Wind，海通证券研究所

文莱一期炼化项目常减压装置产出合格品。文莱一期项目原油加工能力 800 万吨/年，包括年生产 150 万吨芳烃、50 万吨苯和近 600 万吨汽柴油油品等。2019 年 7 月 12 日，公司发布公告，所有装置转入联动试车阶段；2019 年 9 月 6 日，常减压装置正式产出合格产品。我们预计文莱一期有望 4Q19 建成投产，有助于补充上游原料，提高盈利能力与抗风险能力。

文莱二期稳步推进，上游炼化规模有望进一步扩大。2017 年 9 月 16 日，公司控股子公司恒逸实业（文莱）与文莱经济发展局签署《关于支持并协助推进恒逸文莱大摩拉岛一体化石化项目二期开发的谅解备忘录》。项目计划建设 1400 万吨/年原油加工能力、150 万吨/年乙烯，200 万吨/年 PX。二期项目建成后，公司炼油能力将达 2200 万吨/年，PX 规模将达 350 万吨/年，并新增乙烯产业链，我们认为项目规模化和一体化水平将进一步提高，公司的上游产业链布局进一步增强。公司 2019 年计划推进二期项目规划和可研报告制定，敲定二期主体工艺框架和产能构成。

扩大下游 PTA-聚酯规模，平衡全产业链发展。截至 2019 年中报披露日，公司参控股 PTA 年产能 1350 万吨，聚酯年产能 740 万吨（包括长丝 510 万吨、瓶片 150 万吨、短纤 80 万吨）。未来公司平衡全产业链发展，一方面布局上游文莱炼化项目，另一方面继续扩大下游 PTA-聚酯规模，主要包括逸盛新材料（参股 50%）600 万吨 PTA 项目、逸鹏二期项目第二阶段 25 万吨、海宁 100 万吨智能化环保功能性纤维等。

己内酰胺扩能改造项目投产，完善“涤纶+锦纶”双轮驱动。2019 年 8 月 9 日，公司发布公告，其合资己内酰胺子公司投资建设的 40 万吨/年己内酰胺扩能改造项目建成并正式投产，己内酰胺公司产能由 2018 年底 30 万吨/年进一步提高至 40 万吨/年，恒逸石化权益产能 20 万吨/年。我们认为此次扩能改造项目有助于降低单位生产成本，优化己内酰胺产品结构，提高公司己内酰胺产品的市场竞争力。

盈利预测与投资评级。公司是国内领先的 PTA-聚酯生产企业，未来产业链一体化布局有望进一步完善。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 28 亿元、32 亿元和 34 亿元，EPS 分别为 1.00、1.12、1.21 元，其中石化业务 EPS 分别为 0.86、0.98、1.07 元，金融业务 EPS 分别为 0.13、0.14、0.15 元。参考可比公司估值水平，给予其 2019 年石化业务 18-20 倍 PE，金融业务 5 倍 PE，对应合理价值区间 16.13-17.85 元（对应 2019 年 PB 2.0-2.2 倍），维持“优于大市”评级。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
601233	桐昆股份	233	1.16	1.50	1.92	10.89	8.42	6.58	1.3
600346	恒力石化	1155	0.66	1.24	1.63	24.86	13.23	10.07	3.2
002493	荣盛石化	705	0.26	0.47	0.94	43.12	23.85	11.93	3.0
	石化业务均值		0.69	1.07	1.50	26.29	15.17	9.52	2.5
601998	中信银行	2637	0.91	0.98	1.06	6.62	6.14	5.68	0.7
600036	招商银行	9230	3.19	3.61	4.08	11.60	10.25	9.07	1.6
	金融业务均值		2.05	2.30	2.57	9.11	8.20	7.37	1.1

注：收盘价为 2019 年 10 月 17 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：原油价格大幅下跌；产品价格大幅波动；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	84948	94589	103992	116422
每股收益	0.69	1.00	1.12	1.21	营业成本	81625	89774	98452	110179
每股净资产	6.26	7.94	8.72	9.56	毛利率%	3.9%	5.1%	5.3%	5.4%
每股经营现金流	0.59	1.27	1.80	2.09	营业税金及附加	105	114	125	140
每股股利	0.30	0.32	0.34	0.37	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	318	350	385	431
P/E	16.68	14.13	12.56	11.63	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	1.84	1.78	1.62	1.48	管理费用	501	558	614	687
P/S	0.44	0.42	0.39	0.34	管理费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
EV/EBITDA	15.48	12.42	10.47	9.04	EBIT	2119	3480	4074	4602
股息率%	2.6%	2.2%	2.4%	2.6%	财务费用	746	842	907	972
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
毛利率	3.9%	5.1%	5.3%	5.4%	资产减值损失	125	56	45	47
净利润率	2.3%	3.0%	3.1%	3.0%	投资收益	1096	1139	1079	964
净资产收益率	11.0%	12.6%	12.9%	12.7%	营业利润	2605	3822	4301	4647
资产回报率	3.3%	4.4%	4.7%	4.9%	营业外收支	15	15	15	15
投资回报率	4.5%	6.6%	7.3%	7.9%	利润总额	2620	3837	4316	4662
盈利增长 (%)					EBITDA	3130	4640	5494	6281
营业收入增长率	28.8%	11.3%	9.9%	12.0%	所得税	376	576	647	699
EBIT 增长率	12.0%	64.2%	17.1%	13.0%	有效所得税率%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	16.5%	44.6%	12.5%	8.0%	少数股东损益	281	424	477	515
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1962	2837	3192	3447
资产负债率	62.7%	57.1%	55.3%	53.3%					
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7	货币资金	9014	9000	9000	9000
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.4	应收账款及应收票据	2412	2851	3134	3509
经营效率指标					存货	2758	2706	2967	3320
应收帐款周转天数	10.9	11.0	11.0	11.0	其它流动资产	2340	2355	2452	2583
存货周转天数	10.9	11.0	11.0	11.0	流动资产合计	16524	16911	17553	18412
总资产周转率	1.8	1.5	1.6	1.7	长期股权投资	7814	8814	9814	10814
固定资产周转率	8.1	7.9	7.6	6.7	固定资产	11985	11908	15582	19005
					在建工程	17419	20419	18419	16419
					无形资产	1006	1123	1231	1328
					非流动资产合计	43101	47141	49921	52442
					资产总计	59625	64052	67474	70853
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	短期借款	13723	12069	10936	9233
净利润	1962	2837	3192	3447	应付票据及应付账款	7682	7379	8092	9056
少数股东损益	281	424	477	515	预收账款	503	568	624	699
非现金支出	1137	1215	1465	1726	其它流动负债	1888	2019	2116	2247
非经营收益	-520	-312	-187	-7	流动负债合计	23797	22034	21768	21235
营运资金变动	-1185	-566	180	264	长期借款	9468	10468	11468	12468
经营活动现金流	1675	3599	5126	5946	其它长期负债	4094	4094	4094	4094
资产	-12474	-4185	-3185	-3185	非流动负债合计	13561	14561	15561	16561
投资	-280	-1000	-1000	-1000	负债总计	37358	36596	37330	37796
其他	320	1139	1079	964	实收资本	2628	2842	2842	2842
投资活动现金流	-12434	-4046	-3106	-3221	普通股股东权益	17802	22567	24779	27176
债权募资	11503	-1653	-1133	-703	少数股东权益	4465	4889	5366	5881
股权募资	3195	2928	0	0	负债和所有者权益合计	59625	64052	67474	70853
其他	-1128	-842	-887	-2022					
融资活动现金流	13570	433	-2021	-2725					
现金净流量	2811	-14	0	0					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 17 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： 恒力石化,滨化股份,上海石化,通源石油,桐昆股份,胜利股份,ST中天,中国石化,卫星石化,石大胜华,中油工程,新潮能源,华锦股份,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

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; 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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。