

# 拟建文莱二期，打开未来成长空间

## 恒逸石化 (000703)

### 事件

2020 年 9 月 16 日，公司发布关于子公司投资建设文莱炼化二期项目的公告，文莱炼化二期项目主要包括 1,400 万吨/年炼油、200 万吨/年对二甲苯、下游 250 万吨/年 PTA、100 万吨/年 PET、165 万吨/年乙烯及下游深加工，以及配套储运、公用工程和相应辅助设施。项目总投资估算为 136.5 亿美元，资金来源公司自有资金、银行借款或其他融资方式等，项目建设期为 3 年，项目建成后，工厂年均新增营业收入 110.4 亿美元，平均每年可新增净利润 17.2 亿美元。内部收益率为 18.67%，投资回收期 7.25 年。

### 简评

拟建文莱二期，主要包括“炼油、芳烃、乙烯、聚酯”四部分，产品结构日趋合理：文莱炼化二期项目主要包括 1,400 万吨/年炼油、200 万吨/年对二甲苯、下游 250 万吨/年 PTA、100 万吨/年 PET、165 万吨/年乙烯。化工品比例提升到 55%，规划一期二期全部建成后，化工品为 900 万吨（其中 PX 和苯合计 500 万吨，其余 400 万吨为其他化工品）、汽柴煤 1100 万吨。加上公司的聚酯项目，希望达成“炼油-PX/PTA-聚酯”为 1: 1: 1 的一体化“柱状”均衡格局。

**文莱炼厂优势显著：**（1）采购优势：原油全球化采购，采购方式灵活便捷，原油运输半径短，成本低；（2）销售优势：成品油就近销售给东南亚国家和地区，炼厂生产的成品油在销售上有保证；（3）税收优势：项目位于东盟自由贸易区，进出口免关税，无增值税和消费税，免企业所得税 11 年，最长可享受 24 年的税收优惠政策；（4）成本优势：自备蒸汽和电力厂，蒸汽成本不到国内一半印尼购煤孤网发电自用，每度 0.20 元，国内 0.7 元左右；

（5）工艺优势：新建炼厂工艺灵活，可以根据市场情况调节航空煤油和汽油柴油的比例，以获取利益最大化；（6）安全性好：相比越南、马来西亚均有爆炸事故，公司文莱一期项目自开工以来零事故发生。

**维持**
**买入**
**邓胜**

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

**郑勇**

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号：S1440518100005

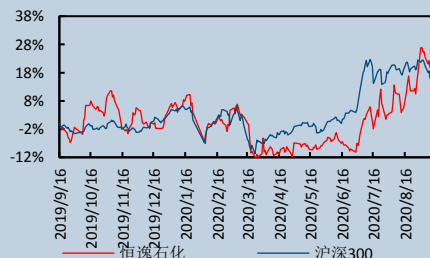
发布日期：2020 年 09 月 17 日

当前股价：12.0 元

目标价格 6 个月：17.4 元

**主要数据**
**股票价格绝对/相对市场表现 (%)**

	1 个月	3 个月	12 个月
16.17/16.51	31.43/12.89	19.56/1.53	
12 月最高/最低价 (元)			14.99/8.77
总股本 (万股)			368,164.54
流通 A 股 (万股)			331,523.66
总市值 (亿元)			441.8
流通市值 (亿元)			397.83
近 3 月日均成交量 (万)			2,847.46
主要股东			
浙江恒逸集团有限公司			40.86%

**股价表现**

**相关研究报告**

20.03.31	【中信建投石油化工】恒逸石化 (000703):2019 业绩快报及 2020 一季报预告点评:均衡化全球布局走在行业前列,业绩持续逆势大增
20.02.18	【中信建投石油化工】恒逸石化 (000703):文莱炼化项目全面投产,“双
20.01.06	【中信建投石油化工】恒逸石化 (000703):文莱一期炼化项目全面投产,2019 年业绩增长 42.7%-58%

**盈利预测与估值：**预计公司 2020 年、2021 年和 2022 年归母净利润分别为 42.4 亿元、53.5 亿元和 59.7 亿元，EPS 分别为 1.49 元、1.88 元和 2.10 元，PE 分别为 7.75X、6.15X 和 5.51X，按照 2021 年 12 倍 PE，给予目标价 17.4 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原油价格下跌；炼化项目开工率不及预期。

**图表1：文莱二期项目主要产品结构及产能表**

产品性质	产品类别	名称	产能（万吨/年）	
化工品	芳烃	对二甲苯 PX	200	
		苯	78	
		精对苯二甲酸 PTA	250	
	烯烃及衍生物	乙烯	165	
		聚乙烯 PE	105	
		聚丙烯 PP	100	
		乙二醇 MEG	120	
		聚酯	瓶片	100
			汽油	255
		炼油产品	成品油	柴油
航空煤油	184			
液化石油气 LPG	19			

资料来源：公司公告，中信建投

**图表2：预测和比率**

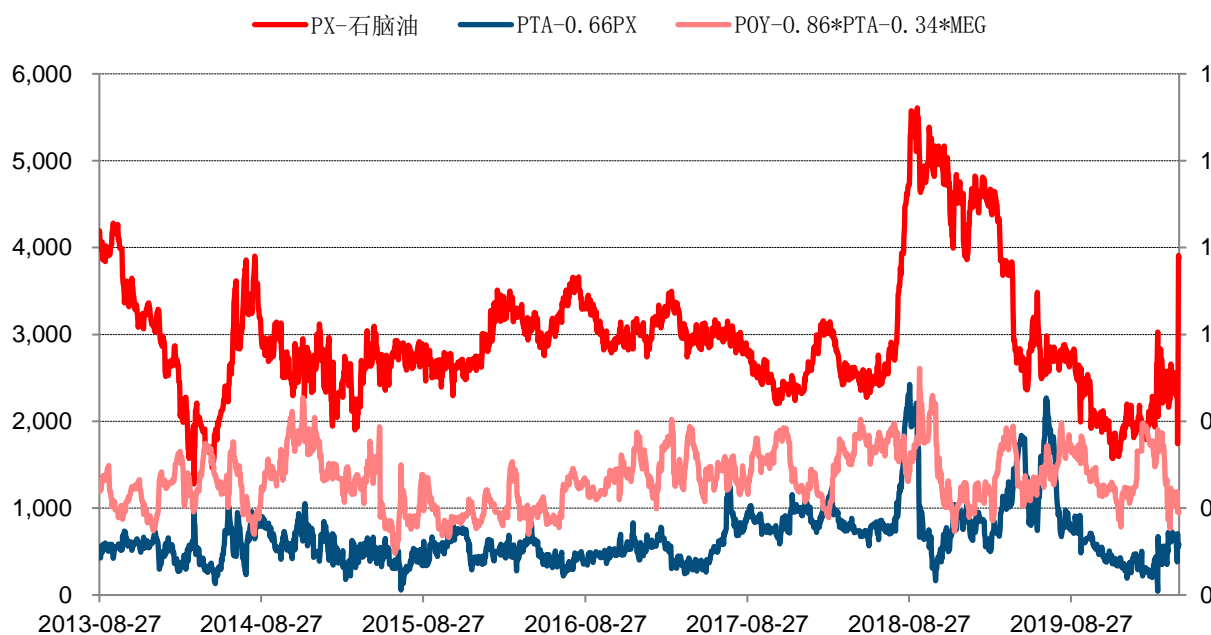
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	84,947.69	79,620.54	88,598.79	100,970.21	106,220.14
主营收入增长率	32.14%	-6.27%	11.28%	13.96%	5.20%
EBITDA（百万元）	4,358.19	7,284.06	11,867.99	13,549.00	14,959.56
EBITDA 增长率	40.76%	67.13%	62.93%	14.16%	10.41%
净利润（百万元）	1,962.05	3,201.35	4,244.24	5,348.99	5,969.42
净利润增长率	20.97%	63.16%	32.58%	26.03%	11.60%
ROE	11.02%	13.77%	16.36%	19.05%	19.59%
EPS（元）	1.19	1.22	1.49	1.88	2.10
P/E	21.92	15.43	7.75	6.15	5.51
P/B	1.50	1.41	1.27	1.17	1.08
EV/EBITDA	10.30	9.20	1.88	3.70	2.76

资料来源：Wind，中信建投

**图表3：长丝产业链价格及价差**

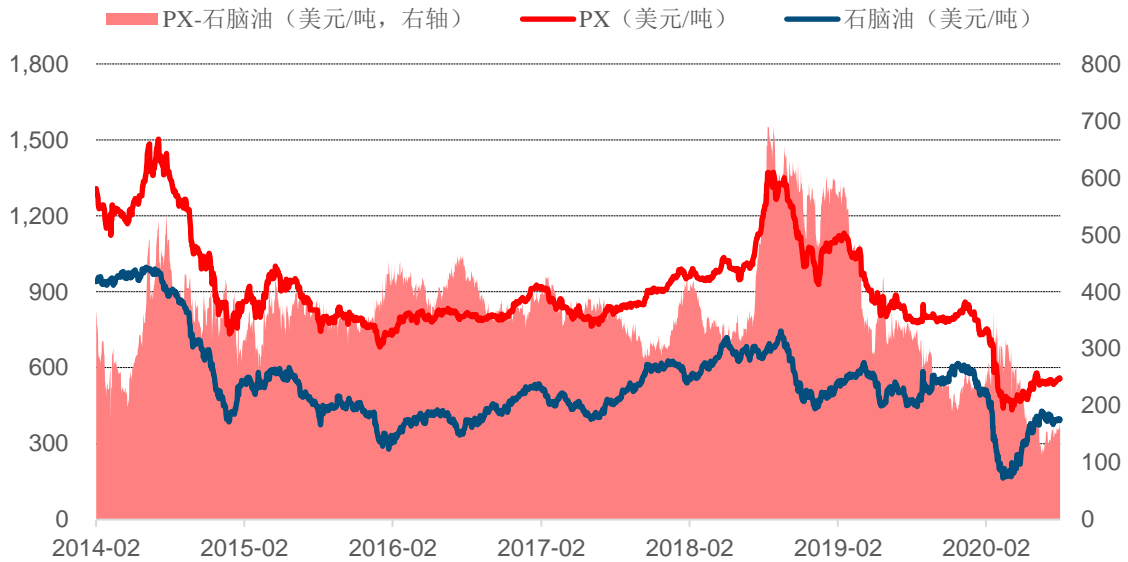
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
石脑油（美元/吨）	933	865	491	394	499	620	532	364
PX（美元/吨）	1495	1220	843	795	854	1063	902	600
PX 价差（元/吨）	4093	2584	2619	3151	2841	3468	3027	1,967
PTA（元/吨）	7853	6437	4635	4607	5166	6433	5753	3,799
PTA 价差（元/吨）	674	566	498	480	660	939	886	504
MEG（元/吨）	7787	6816	5981	5405	7096	7226	4750	3,911
涤纶长丝 POY（元/吨）	10574	9270	7123	6981	8352	9522	7936	5,967
涤纶长丝 POY 价差（元/吨）	1173	1416	1103	1181	1496	1533	1373	1,371
涤纶长丝 FDY（元/吨）	10876	9610	7457	7589	8774	9868	8349	6,435
涤纶长丝 FDY 价差（元/吨）	1475	1757	1437	1789	1918	1879	1786	1,838
涤纶长丝 DTY（元/吨）	12232	11075	8827	8548	9927	11080	9542	7,620
涤纶长丝 DTY 价差（元/吨）	2831	3221	2807	2748	3071	3091	2979	3,023
美元兑人民币汇率	6.15	6.16	6.28	6.65	6.76	6.62	6.91	7.04

资料来源：Wind，中信建投

**图表4：PX-PTA-聚酯产业链价差**


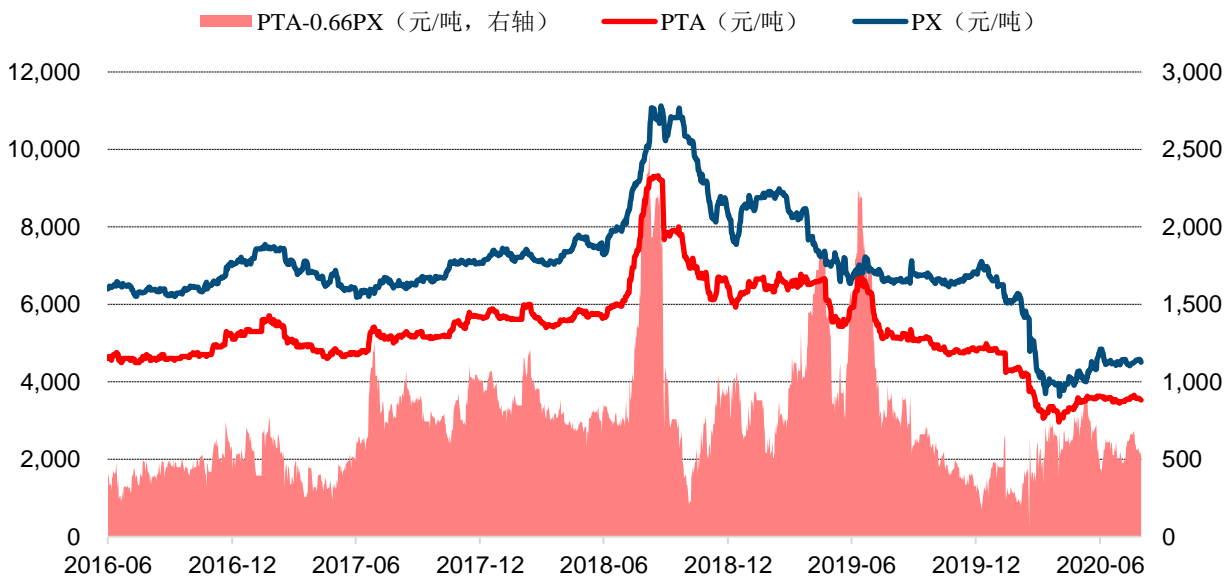
资料来源：Wind，中信建投

图表5: PX 价格及价差变动



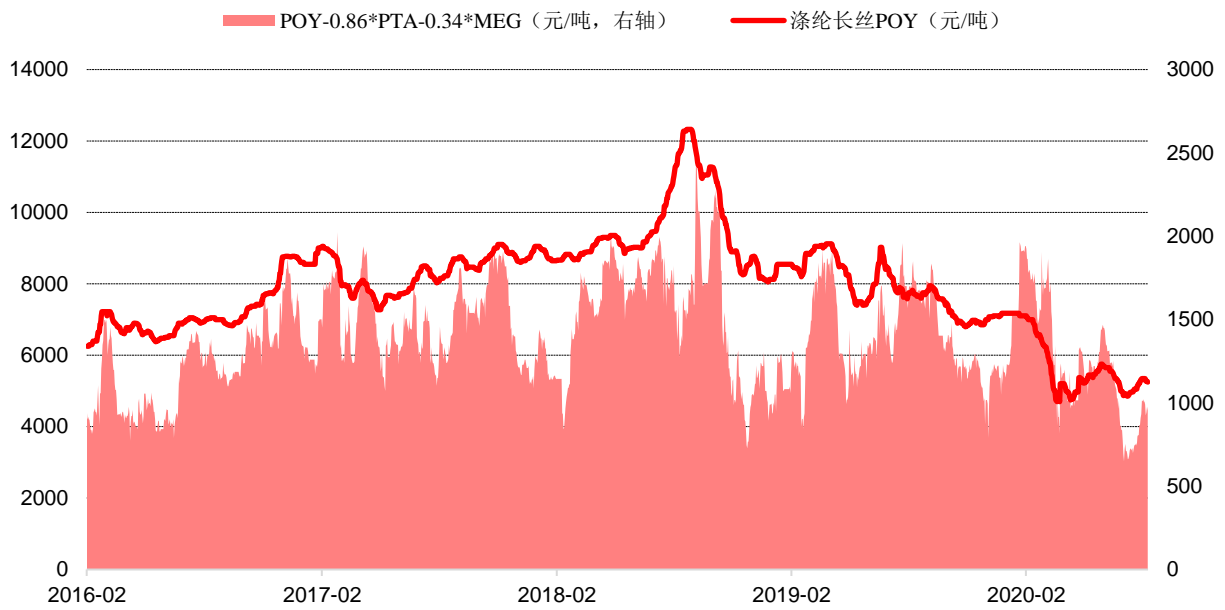
资料来源: Wind, 中信建投

图表6: PTA 价格及价差变动



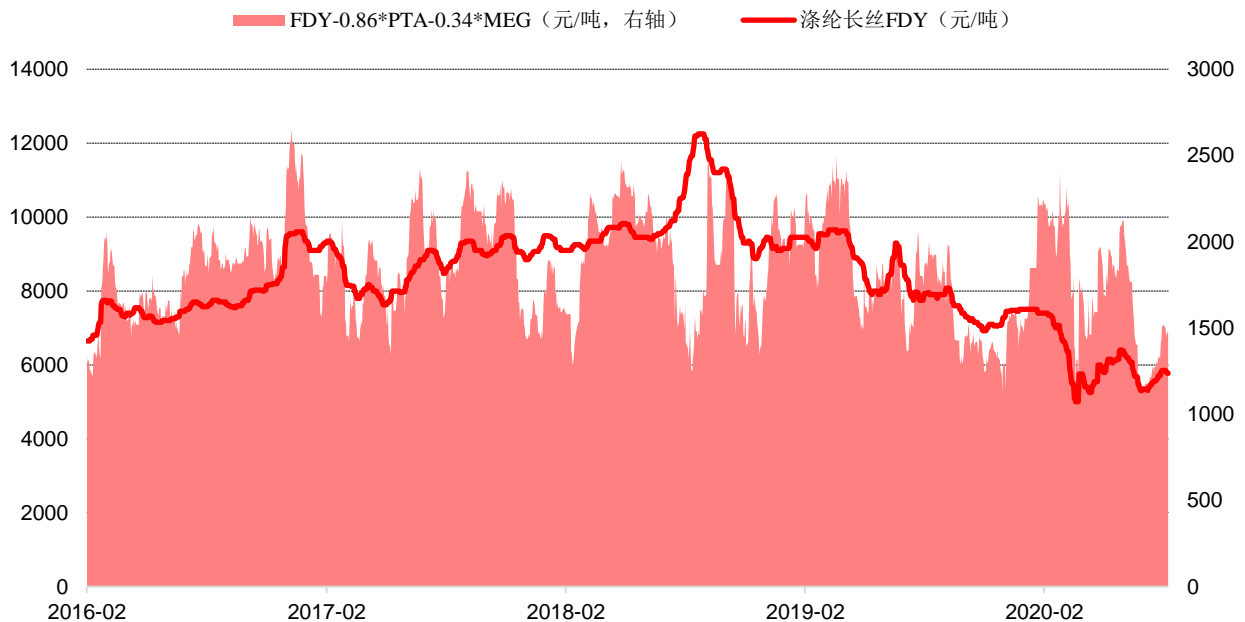
资料来源: Wind, 中信建投

图表7: POY 价格及价差变动



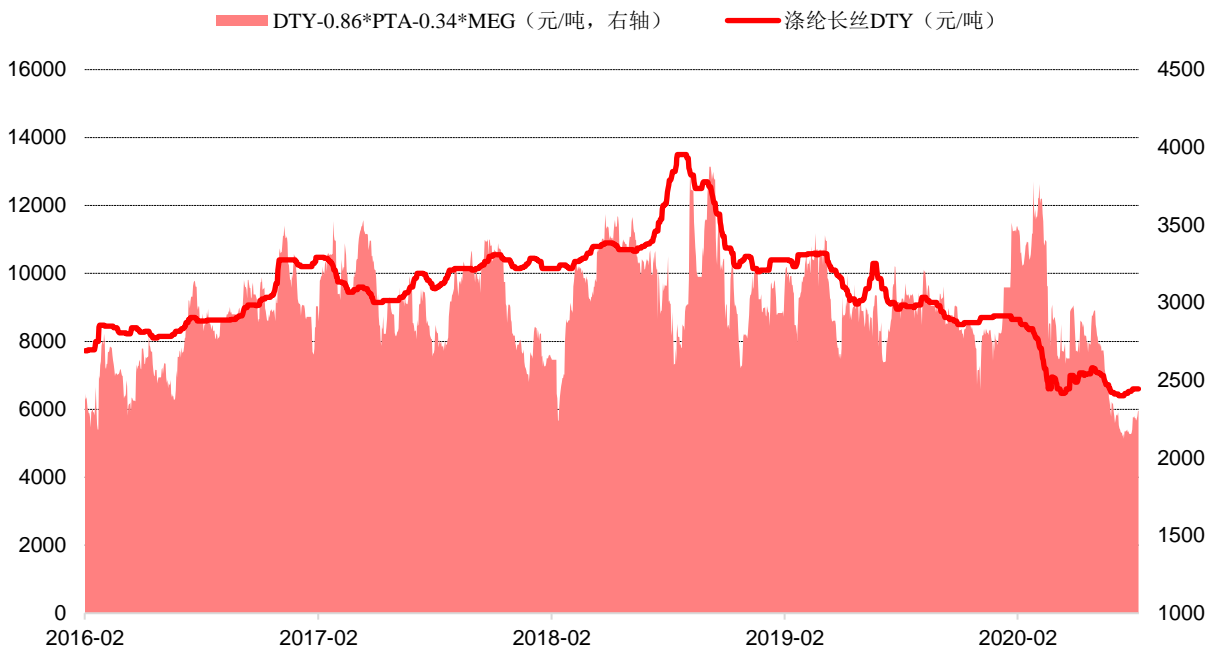
资料来源: Wind, 中信建投

图表8: FDY 价格及价差变动



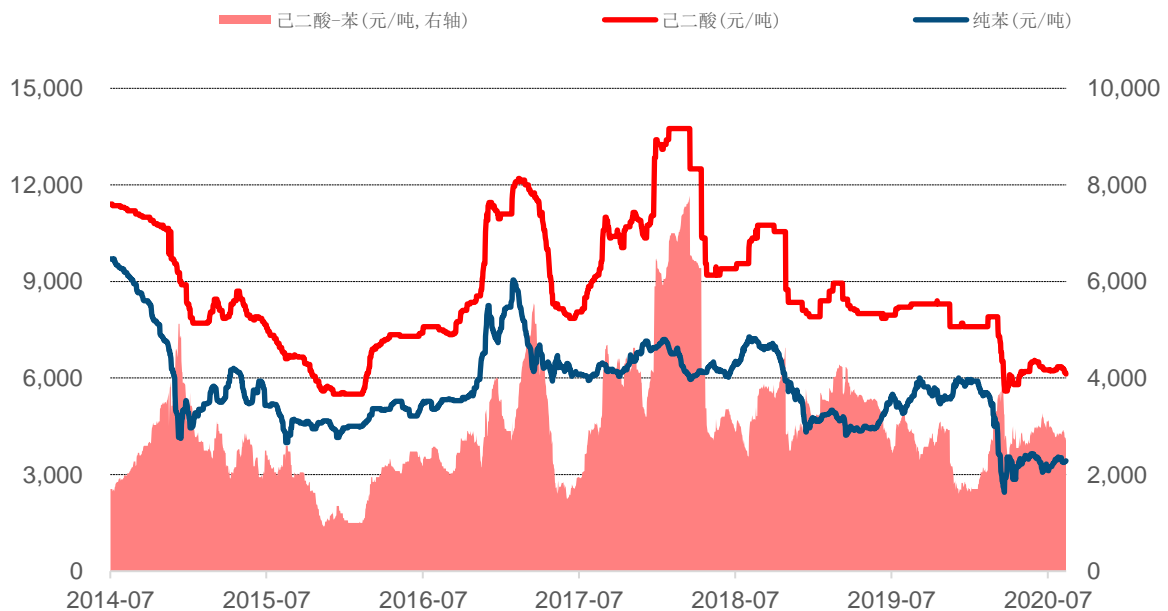
资料来源: Wind, 中信建投

图表9: DTY 价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

图表10: 己内酰胺价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**化工行业分析师，材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余篇，5 年化工行业经验，从产业视角做研究找化工投资机会，18-19 年连续两年万得金牌分析师第一名团队核心成员。

**郑勇：**北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：杨洁  
 邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海  
 浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室  
 电话：(8621) 6882-1612  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：陈培楷  
 邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk