

恒逸石化 (000703.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.04 元

目标价格 (人民币): 21.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	28.42
已上市流通 A 股(亿股)	22.83
总市值(亿元)	398.98
年内股价最高最低(元)	14.04/12.30
沪深 300 指数	3912
深证成指	9667

相关报告

- 《如果 40 亿利润仅是盈利下限? 附测算依据! - 恒逸石化公司深度》, 2019.9.29
- 《行业价差修复, 龙头确立优势-【国金化工】公司深度报告》, 2019.3.25

刘蒙 联系人
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

预测恒逸 Q3 利润逼近历史同期最高水平!

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.984	0.747	1.067	1.717	1.903
每股净资产(元)	7.26	6.77	8.08	9.28	10.61
每股经营性现金流(元)	1.43	0.64	1.50	3.35	3.73
市盈率(倍)	21.92	15.43	12.37	7.69	6.94
净利润增长率(%)	95.34%	20.97%	54.56%	60.90%	10.84%
净资产收益率(%)	13.56%	11.02%	13.21%	18.50%	17.93%
总股本(百万股)	1,648.42	2,627.96	2,841.73	2,841.73	2,841.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

经营分析

- 我们认为: 恒逸石化是在宏观经济下滑大环境下取得显著超额收益能力的制造业核心资产。三季度在中美贸易摩擦持续影响化纤终端纺服需求的情况下, 在人民币大幅贬值波动的情况下, 在工业/制造业/消费需求不振的宏观背景下, 在不考虑恒逸文莱项目贡献利润基础下, 我们测算公司理论上归母净利润可达到 **9.5 亿元**。一旦实现, 将是公司历史第二高单季度盈利, 逼近历史单季度最高水平的 **11.03 亿元 (2018 年三季度, 当季度 PTA 价格一度暴涨 50%, 季度均价达到 7570 元, 2019 年 3 季度 PTA 均价仅为 2018 年同期的 73%)**。这充分体现了恒逸化纤行业龙头地位与在逆境中获取超额收益的能力。
- 恒逸文莱一期项目投产将带来显著利润增长: 恒逸石化 9 月 6 日宣布文莱一期项目产出产品。考虑到装置提负荷尚需时间, 我们三季度暂不考虑恒逸文莱一期项目贡献业绩, 并维持文莱项目全年贡献 2 个月满产的测算预期。
- 三季度恒逸石化长丝利润丰厚。受益于恒逸石化聚酯资产收购, 恒逸石化长丝产能持续创出新高。通过一系列长丝资产的改造与原地扩建, 巩固了企业长丝良品率与产量领先优势。三季度长丝吨利润保持稳定, 理论上能够为公司贡献净利约 3.6 亿元。
- 汇兑损失: 单季度预测汇兑损失约 4860 万元左右。
- 三季度 PTA 盈利环比下滑, 然而整体利润仍然较高。PTA-PX 价差三季度仍然保持在 1084 元/吨, 按照 600 元/吨加工费, 三季度带来净利约 5.2 亿元。
- 参股 4%浙商银行, 三季度理论上为恒逸石化带来 1.1 亿元投资收益。

投资建议

- 我们看好以文莱项目为首带动涤纶/锦纶产业链发展的稳健发展逻辑, 上调公司 2019 年全年净利润预测, 从之前的 26.3 亿元上调至 30.3 亿元, 原因在于 (1) PTA/长丝环节在三季度需求较弱情况下超预期的保持较好盈利 (2) 恒逸文莱一期项目四季度有较大概率转固, 从而释放业绩, 对冲 4 季度季节需求及 PTA 利润走弱风险。维持公司未来 12 个月 21.00 元目标价位, 目标价对应 2019/2020/2021 年市盈率 19.67/12.23/11.03 倍。

风险提示

- 1. 油价大幅波动 2. 炼厂价差的大幅变动 3. 外汇汇率风险 4. 化工产品价格波动风险 5. 聚酯/锦纶产业链需求风险 6. 公司股票大规模解禁风险 7. 可转债收益不及预期的摊薄风险 8. 中美贸易摩擦影响 9. 其他不可抗力

一. 三季度宏观数据弱势震荡

1.1 三季度宏观数据工业/制造业/消费需求数据表现较弱

(1) 工业增加值

- 根据 7 月-9 月经济数据，7 月工业增加值单月增速 4.8%，8 月单月增速 4.4%，根据宏观组预测 9 月回升至 4.6%，三季度工业增加值平均预计不足 5%，工业整体保持弱势运行。

(2) PPI

- 根据 7-9 月的 PPI 数据，7 月 PPI -0.3，8 月-0.8，预计 9 月-1.3，PPI 持续下跌。工业产成品价格下滑压力较大。

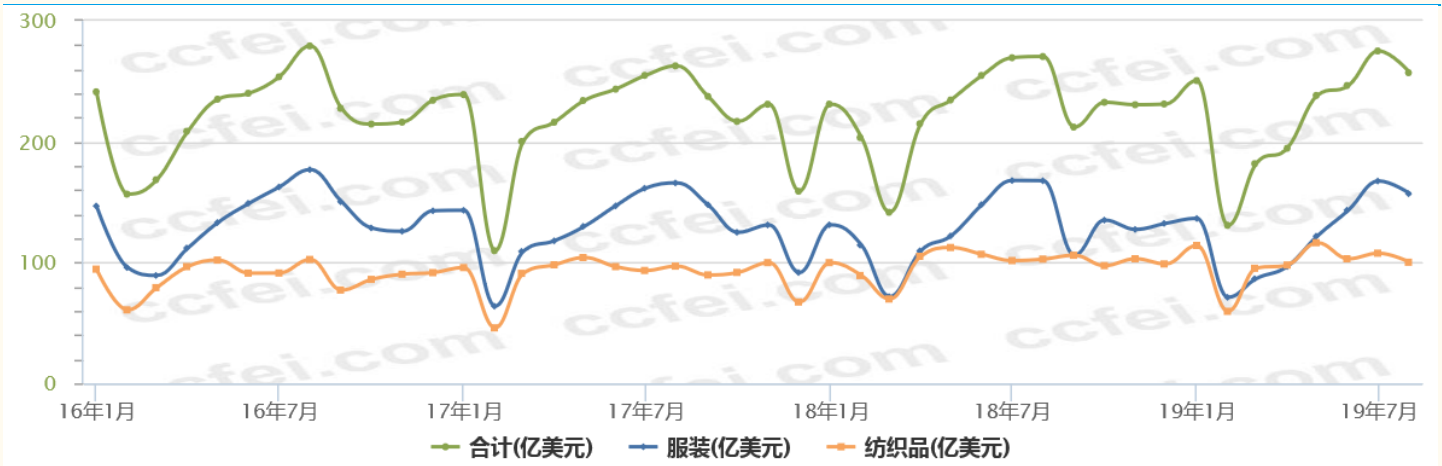
(3) 社会消费品零售总额

- 社零数据在三季度持续维持在 8% 以下，整体消费需求仍然表现较弱。

1.2 中美贸易战持续扰动聚酯下游服装纺织品需求

- 特朗普宣称在 9 月 1 日美国再次对中国出口 3000 亿元商品进行加税，税率 15%。其中包含聚酯终端的服装与成衣环节，从而向上游传导影响至聚酯与 PTA 环节。
- 2018 年国内聚酯对美出口比例很低，占国内聚酯出口总量约 0.0255%，影响基本可以忽略不计。但是服装与纺织品对美出口数量较大，约占国内出口服装纺织品总量的 17% 左右。
- 中美贸易战的持续升级对聚酯产业链从终端需求端带来了持续影响。目前最新出口数据为 8 月数据，相对于 7 月份略有回落，需要等待 9 月进一步观察中美贸易战影响国内纺织出口情况。

图表 1：纺织品服装出口金额



来源：ccfei，国金证券研究所

二. 恒逸石化受益于长丝资产量价齐升

2.1 测算范围

- 由于同比 2018 年恒逸石化的聚酯资产发生了重大变动，因而进行同比比较存在一定的偏差。我们首先分析同比资产变动规模情况。2018Q3,恒逸石化具备聚酯权益产能仅有 299.5 万吨左右。而进入 2019Q3, 由于内生增长(海宁新材料)与外延并购(并购双兔, 逸暎, 逸鹏, 逸枫, 逸达与逸锦), 恒逸石化的聚酯产能大幅增长至 719 万吨(包含瓶片, 短纤与长丝, 其中 125 万吨在建), 弯道超车桐昆与新凤鸣, 成为国内聚酯产能最大企业。

- 恒逸石化外延并购聚酯资产后，对相应的聚酯资产进行了大量重整与改造工作。1. 配套自有的 PTA 产能。2. 革新部分瓶颈设备，增上部分纺丝设备，从而增加生产率与产品附加值（增加细旦产品），比如在建工程中的逸枫逸鹏改造。3. 在原有并购资产的基础上进行改扩建从而充分利用原有优势（区位，自备热电，排放指标等），如嘉兴逸鹏二期等。**通过一系列改造，恒逸石化实现了聚酯产品的保质保量。**
- 根据 2018-2019 年的聚酯资产变动，恒逸石化聚酯产能相比于同期增长达到约 99%。为了计算盈利，我们需要区分长丝产能，短纤产能与瓶片产能。另外产能利用率也是非常重要的。原因在于切片与瓶片的现阶段盈利能力较差，而聚酯盈利能力主要依靠长丝与短纤支撑。

图表 2：恒逸石化子公司的聚酯产能情况以及权益比例

聚酯纤维	总产能（万吨/年）	权益比例	是否 2019 新增资产，及资产获取方式
恒逸高新	160	100%	否，自有资产，POY
恒逸聚合物	60	60%	否，自有资产，POY
恒逸有限	35	99.72%	否，自有资产，DTY
海南逸盛	150	42.50%	否，与荣盛联营，瓶片
海宁新材料	100	75%	是，自有资产，正在建设
双兔新材料	105	100%	是，并购，POY+FDY
太仓逸枫	25	100%	是，并购，POY
嘉兴逸鹏 1 期	25	100%	是，并购，FDY
嘉兴逸鹏 2 期	50	100%	是，并购，一阶段完成，二阶段在建，FDY
福建逸锦	30	65%	是，并购，短纤
宿迁逸达	40	100%	是，并购，短纤
杭州逸暎	85	100%	是，并购，POY+FDY+DTY
2018 年 Q3 产能	300	万吨	
2019 年 Q3 产能	719	万吨	其中 125 万吨在建

来源：公司公告整理，wind，国金证券研究所

- 恒逸石化的 719 万吨权益聚酯产能中，125 万吨聚酯长丝产能在建。剩余 594 万吨产能中，64 万吨瓶片，70 万吨短纤，其余长丝与纤维级切片 460 万吨产能。在计算盈利的过程中，瓶片与短纤的产能利用率按照 8 成考虑，长丝产能利用率按照 9 成考虑。
- 我们按照 56 万吨短纤，52 万吨瓶片以及 414 万吨长丝年产量计算恒逸石化的实际业绩，按照我们的理论测算，恒逸石化三季度共计可产出涤纶长丝约 103.5 万吨，涤纶短纤 14 万吨，聚酯瓶片 13 万吨。
- 如果为了进行同比比较，将聚酯口径与 2018 年 Q3 一致，那么我们可以按照 202.5 万吨长丝与 8 万吨短纤，与 54 万吨瓶片年产能换算，2018 年三季度产出长丝约 50.6 万吨，短纤 2 万吨与 13 万吨瓶片。

2.2 聚酯毛利计算

- 恒逸石化具备 POY，FDY，DTY，纤维级切片，瓶片，以及短纤产品，覆盖了聚酯产品每个大类。由于 POY/FDY/DTY 存在大量品种，我们采用通用的 150D POY/FDY/DTY 价格对其毛利进行监控。
- 以下毛利图标采用公式披露如下：

$$\text{POY 毛利} = \text{POY} - \text{PTA} * 0.855 - \text{MEG} * 0.335 - 1000$$

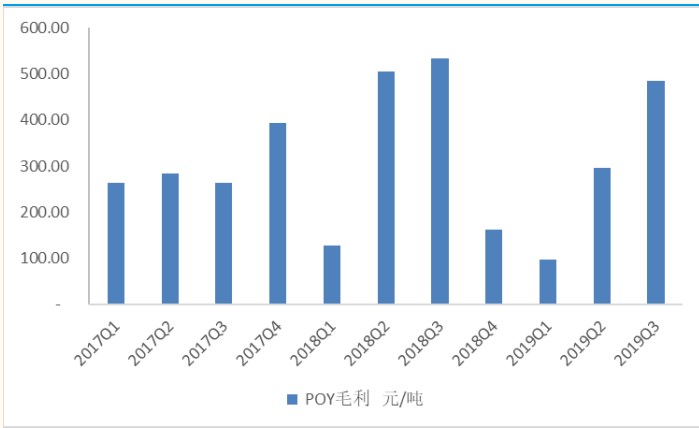
$$\text{FDY 毛利} = \text{FDY} - \text{PTA} * 0.855 - \text{MEG} * 0.335 - 1400$$

$$\text{DTY 毛利} = \text{DTY} - \text{PTA} * 0.855 - \text{MEG} * 0.335 - 2100$$

$$\text{瓶片毛利} = \text{瓶片} - \text{PTA} * 0.855 - \text{MEG} * 0.335 - 700$$

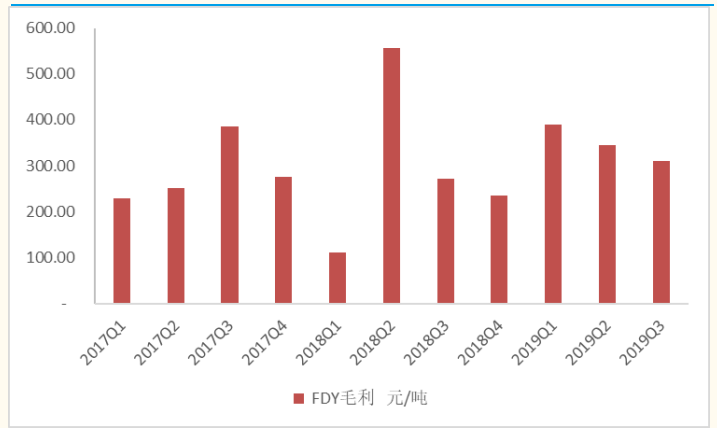
$$\text{短纤毛利} = \text{短纤} - \text{PTA} * 0.855 - \text{MEG} * 0.335 - 850$$

图表 3: POY 毛利



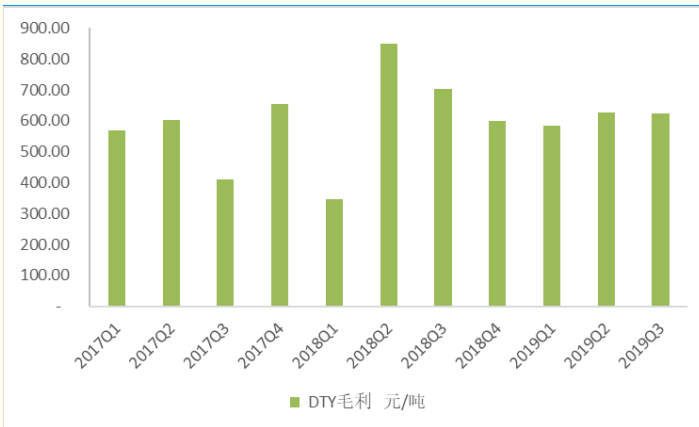
来源: WIND, ccfei, 国金证券研究所

图表 4: FDY 毛利



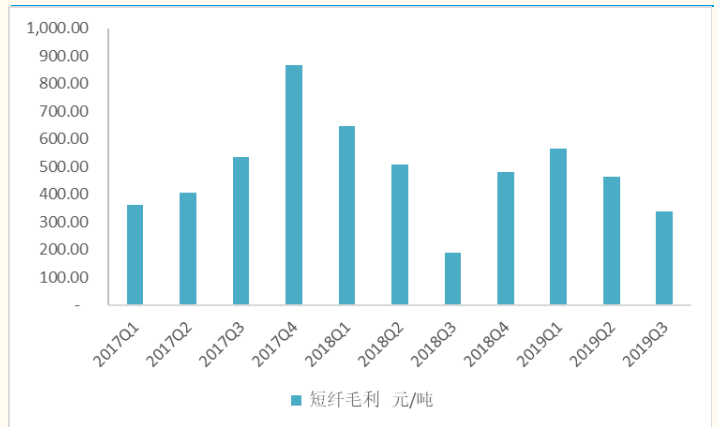
来源: WIND, ccfei, 国金证券研究所

图表 5: DTY 毛利



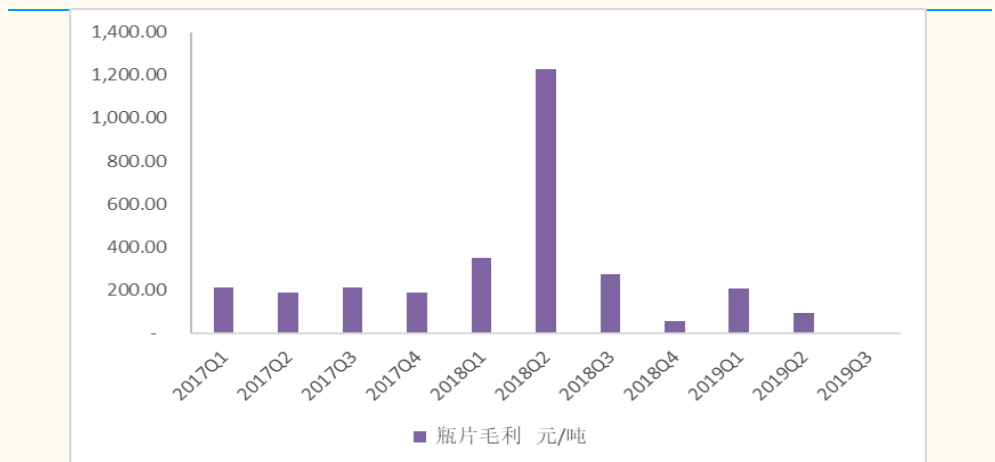
来源: WIND, ccfei, 国金证券研究所

图表 6: 短纤毛利



来源: WIND, ccfei, 国金证券研究所

图表 7: 瓶片毛利



来源: WIND, ccfei, 国金证券研究所

2.3 聚酯利润计算

根据价差变动, 我们认为恒逸石化长丝在 2019 年 Q3 能够获取到加权毛利 425 元/吨, 吨净利在 318 元左右, 贡献 3.31 亿元净利润。

短纤能够带来约 338 元毛利, 吨净利 253.5 元, 贡献利润约 0.29 亿元。

瓶片基本与成本打平, 不贡献利润。

理论上恒逸石化聚酯业务板块 2019 年三季度共计贡献利润约 3.6 亿元。

三. 恒逸石化 PTA 收益环比二季度下滑

3.1 恒逸石化的 PTA 产能保持稳定

- 恒逸石化目前具备 622 万吨聚酯产能，根据中纤网的 PTA 装置检修披露，浙江逸盛三季度检修 1#线 65 万吨产能，检修时间从 7 月 25 日至 8 月 20 日，历时 25 天。其他逸盛石化下属企业在三季度没有进行检修。
- 因此考虑到检修情况，PTA 三季度有效产能为 609.5 万吨/年。按照产能利用率在 95%考虑，那么恒逸石化三季度产出 PTA 共计 145 万吨，与 2018 年同期相仿。
- 目前市场中存在观点，按照 15 年装置寿命去计算 PTA 装置成新率，通过成新率去考虑装置价值。这种观点思路是成新率低的装置意味着盈利能力较差，从而导致 DCF 计算后资产价值下降。但是现实情况是，2000 年之前投产装置虽然寿命达到 20 年，仍然在良好运行。2005 年的逸盛宁波一号线装置价值已经为零。2010 年的汉邦石化近期借澄星股份上市，PTA 装置评估价值也不是投资额的 1/3；恒力石化 1-3 号线的价值也只剩 1/2 左右。这些现象明显与现实是不符合的。

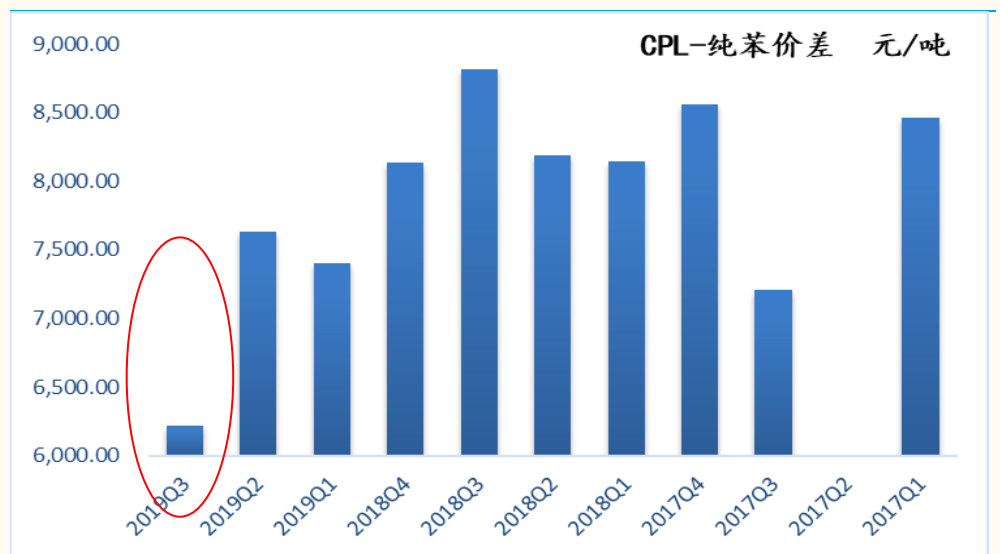
3.2 PTA 价差大幅缩窄

- PTA 在 2019 年 3 季度价差同比有一定回落，从 PTA 价差来看，与 2018 年同期相比 PTA-0.655PX 价差降低约 90 元每吨。
- 按照 PTA 单吨毛利=PTA-0.655*PX-600 考虑，三季度单吨毛利达到 484 元，扣除所得税 25%，单吨净利在 363 元左右。
- 因而我们理论上认为 PTA 在 2019 年 Q3 贡献净利润约合 5.2 亿元左右。

四. 恒逸巴陵石化 CPL 完成三改四扩产

- 恒逸巴陵石化 CPL 三改四完成，目前按照装置 95%的产能利用率，单季度产出 CPL 约 4.75 万吨。按照目前 CPL-苯 214 元毛利 (CPL 毛利=CPL-苯-6000)，贡献净利润约 0.1 亿元。

图表 8: CPL-纯苯价差



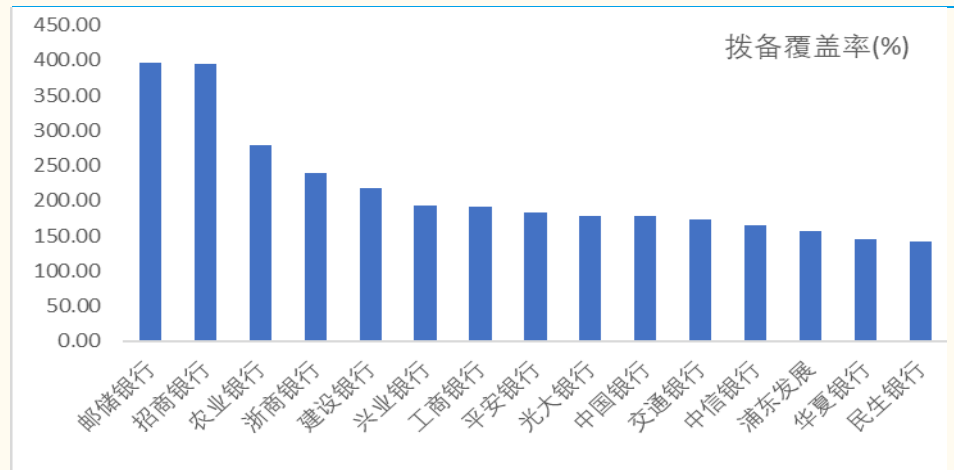
来源: WIND, 国金证券研究所

- 从图中不难看出在 2019 年三季度 CPL-苯价差出现较大幅度的下滑，从 2 季度 1600 元每吨盈利下滑至 200 元每吨，从而大幅度影响恒逸巴陵石化的 CPL 盈利能力。

五. 浙商银行收益稳定

- 浙商银行 2019 年上半年净利润达到 75 亿元，同比增长约 16%。而三季度我们预计浙商银行应该会保持同比 10%左右的成长。2018 年三季度贡献利润 25 亿元，我们预计 2019 年 3 季度浙商银行利润不低于 27 亿元，从而为恒逸石化三季度带来约 1.08 亿元利润。

图表 9：浙商银行拨备覆盖率



来源：WIND，国金证券研究所

- 近期财政部发布《金融企业财务规则（征求意见稿）》，要求拨备覆盖率基本标准为 150%，对于超过监管要求 2 倍以上，视为存在隐藏利润的倾向，要对超额计提部分还原成未分配利润进行分配。19 年 10 月 26 日前，此稿仍处于社会公开征求意见阶段。
- 2019 年中报浙商银行拨备覆盖率达到 240%，2017 年报拨备覆盖率一度达到 296%，距离财政部征求意见稿监管上限的 300% 相对较为接近，我们预计浙商银行未来存在增加分配利润的概率。
- 浙商银行 10 月 8 日在港交所公告，证监会核准公司 A 股发行。本次 A 股发行股数不超过 25.5 亿股，有效期为核准之日起十二个月内。浙商银行在 A+H 股分别上市，能够拥有多种融资方式，对公司未来运营属于利好。

六. 汇兑损失

- 考虑文莱项目尚未开满，公司现阶段仍需进口部分 PX。根据恒逸与荣盛石化现有的 PTA 与 PX 产能情况，逸盛石化目前需要将 82.1% 的 PX 对外采购。
- 按照保守来看，82.1% 的 PX 全部需要从日韩进口，那么全年需要进口 PX 约 622（恒逸所占 PTA 份额）*0.655*0.821=334.5 万吨/年，单季度采购金额为 48.64 亿元人民币（334.5/4 万吨*5816 元/吨）。
- 三季度人民币兑美元汇率大幅贬值 4.4%。我们按照项目汇兑损益 1% 考虑，那么三季度的汇兑损失将会达到约 4860 万元左右。
- 此种汇兑损失会在未来恒逸文莱项目投产之后进行出现显著缩窄。因为恒逸文莱项目的收益会以美元形式在期末换算为人民币收益，在美元升值的背景下，恒逸文莱项目的收益会带来汇兑收益，从而部分对冲对外采购 PX 的汇兑损失。

七. 恒逸文莱一期项目

- 恒逸文莱项目在人民币快速贬值的过程中，能够获取到美元资产的对冲效应。恒逸文莱项目在 2019 年 9 月 6 日产出产品，这意味着常减压装置已经运转正常。
- 恒逸文莱一期项目的开车进度相对重油炼厂较快，源于二次加工以及三次加工装置规模小，数量少。渣油处理以焦化为主，开车难度相对较低；根据公司官网披露，其公用工程如海水淡化，自备电站，原油油库，均已经提前完成开车。根据我们判断，恒逸文莱项目在四季度大概率能够转固并贡献利润。
- 在恒逸文莱一期项目转固后，恒逸石化盈利在文莱项目的支撑之下有望再创出新高度。从前三季度来看低硫柴油受益于 IMO2020 航运新规，盈利持续放大；而汽油也在低点有所反弹。在沙特油田遇袭事件以及伊朗油轮事件等风险事件的影响下，油价在四季度能够保持一定的风险溢价，从而支撑炼化行业盈利保持稳定。

八. 三季度盈利预测总结与四季度行业预期

8.1 三季度盈利预测

- 根据测算，我们认为在恒逸文莱一期项目不贡献利润的基础上，恒逸石化三季度归母净利润理论上将会达到 9.5 亿元（PTA 5.2+聚酯 3.6+CPL 0.1+浙商银行 1.1），与历史单季度最高的 2018 年三季度归母净利润 11.03 亿元相比，仅仅相差约 1.6 亿元。
- 在三季度中美贸易摩擦持续反复影响需求，以及经济数据持续下滑的宏观背景下，在两桶油的炼化资产持续创出低点的行业环境下，在不考虑恒逸文莱项目贡献利润的情况下，恒逸石化能够单季度理论上接近 10 亿元的净利润，体现了恒逸石化的超额收益能力与行业龙头地位。
- 我们调升 2019 年归母净利润的盈利预期从 26.3 亿元调整至 30.3 亿元（组成为上半年 12.8 亿元，三季度 9.5 亿元，四季度 8 亿元），上调幅度 15.2%。原因在于三季度长丝与 PTA 的盈利能力超预期以及四季度恒逸文莱项目有较大概率转固。

8.2 四季度行业预期

- **四季度 PTA 盈利能力继续承压。**新凤鸣独山能源 220 万吨 PTA 在 2019 年四季度投产，恒力的 PTA-4 在 2020 年也有投产预期，从而压制 PTA 四季度的盈利能力。根据中纤网的检修数据，恒力石化的 PTA-1 号线与 2 号线轮流检修，其中第一条线已经在 10 月 8 日停车；逸盛 PTA 也有 220 万吨产能在 11-12 月有检修预期，能够一定幅度对冲新装置四季度投产产能。
- **四季度长丝行业将逐渐进入需求淡季，长丝以低库存为主。**2020 年春节在 2020 年 1 月 25 日，相比往年时间较早。长丝行业在秋季赶冬装的刚性需求下，盈利能力保持稳定。四季度盈利能力能否保持尚需观察需求端的情况。
- **恒逸文莱项目大概率四季度贡献利润，部分对冲 PX-PTA-聚酯行业盈利下滑。**恒逸文莱项目在四季度有较大概率转固。恒逸文莱项目盈利能力较强，将显著增厚公司利润。

九. 风险提示

恒逸石化的风险因素包含

1. 原油价格大幅变动

(1) 全球原油需求超预期变化 (包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑, 新能源领域取得重大突破, 快速替代石化能源造成对石油需求下降, 气候变化造成原油需求出现重大变化等), (2) 全球原油供应超预期变化 (包括但不限于项目投产进度加快或延缓, 产油国人为控制产量等) (3) 地缘政治事件 (包括但不限于突发事件造成的原油供应中断, 或者突发事件造成原油供应大幅度增加等)

2. 炼厂价差的大幅波动

炼厂价差与全球成品油供需格局高度相关。供给端风险包含但不限于成品油产能大幅扩张。IMO2020 航运新规政策落地不及预期等; 需求端风险包含但不限于新能源汽车对于传统汽车的替代超预期; 政策对于燃油汽车的限制。其他不可抗力造成的炼厂停产/减产。

3. 外汇汇率风险

原油采购使用美元, 而成品油收入端结算以美元/文元为主, 化工品结算是以人民币为主。日常经营需要买入美元, 卖出部分人民币和文元, 用于完成结算。此种结算模式会受制于以下风险, 但可以通过汇率套保进行弥补。

(1) 中美关系急剧恶化 (2) 中美宏观经济发生的重大变化 (包括但不限于系统性金融危机, 降息降准, 其他财政以及货币宏观政策) (3) 中美经济数据的大幅波动。

4. 化工品价格波动风险

恒逸石化的化学品多数为中间产品, 受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时, 下游消费, 包装, 汽车, 基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响。

5. 聚酯/锦纶产业链需求风险

公司作为聚酯/锦纶一体化产业龙头企业, 下游为坯布—面料—染整—纺织服装。全球纺织服装的需求下滑对产业链有一定的影响, 包含但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税, 东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等。产业政策, 科技以及其他不可抗力造成的超预期供需变动。

6. 大规模定增解禁的风险

恒逸石化在未来存在三轮解禁风险, 存在大额解禁带来的影响。

7. 可转债摊薄收益的风险

恒逸石化在 2019 年 4 月发布预案, 发行 20 亿元可转债。如果可转债募投项目收益不及预期, 未来存在可转债摊薄风险。

8. 中美贸易摩擦影响

(1) 中美关系急剧恶化 (2) 中美供需宏观经济发生的重大变化 (包括但不限于系统性金融危机, 降息降准, 其他财政以及货币宏观政策) (3) 中美贸易摩擦对国内聚酯/锦纶等终端产品出口带来的负面影响

9. 其他不可抗力造成影响

其他不可抗力对公司业绩带来的大幅变动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	32,419	64,284	84,948	86,795	109,952	114,964
增长率		98.3%	32.1%	2.2%	26.7%	4.6%
主营业务成本	-31,307	-61,890	-81,625	-81,276	-100,967	-104,617
%销售收入	96.6%	96.3%	96.1%	93.6%	91.8%	91.0%
毛利	1,112	2,394	3,323	5,519	8,985	10,347
%销售收入	3.4%	3.7%	3.9%	6.4%	8.2%	9.0%
营业税金及附加	-53	-79	-105	-107	-136	-142
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-133	-160	-318	-325	-411	-430
%销售收入	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-378	-405	-501	-512	-649	-678
%销售收入	1.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
研发费用	0	0	-279	-286	-362	-378
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	548	1,750	2,119	4,289	7,428	8,719
%销售收入	1.7%	2.7%	2.5%	4.9%	6.8%	7.6%
财务费用	-438	-315	-746	-1,583	-1,920	-2,518
%销售收入	1.4%	0.5%	0.9%	1.8%	1.7%	2.2%
资产减值损失	0	-1	-125	0	0	0
公允价值变动收益	65	-128	108	-285	0	0
投资收益	605	577	1,096	1,294	1,373	1,418
%税前利润	61.0%	29.4%	41.8%	32.3%	19.9%	18.6%
营业利润	781	1,950	2,605	4,000	6,881	7,619
营业利润率	2.4%	3.0%	3.1%	4.6%	6.3%	6.6%
营业外收支	211	12	15	0	8	8
税前利润	992	1,963	2,620	4,000	6,889	7,627
利润率	3.1%	3.1%	3.1%	4.6%	6.3%	6.6%
所得税	-103	-119	-376	-600	-551	-610
所得税率	10.4%	6.0%	14.4%	15.0%	8.0%	8.0%
净利润	889	1,844	2,243	3,400	6,338	7,017
少数股东损益	58	222	281	367	1,458	1,609
归属于母公司的净利润	830	1,622	1,962	3,033	4,879	5,408
净利率	2.6%	2.5%	2.3%	3.5%	4.4%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	889	1,844	2,243	3,400	6,338	7,017
少数股东损益	58	222	281	367	1,458	1,609
非现金支出	891	836	1,137	1,658	2,536	2,563
非经营收益	-524	-219	-520	568	759	1,330
营运资金变动	1,840	-99	-1,185	-1,366	-100	-319
经营活动现金净流	3,096	2,363	1,675	4,259	9,532	10,591
资本开支	-642	-5,385	-12,474	-13,503	-8,158	-24,924
投资	-573	-582	-280	-1,335	-1,500	-1,500
其他	115	66	320	1,217	1,373	1,418
投资活动现金净流	-1,099	-5,900	-12,434	-13,620	-8,285	-25,006
股权募资	3,893	1,400	3,195	3,037	0	0
债权募资	-3,936	2,551	11,503	9,810	3,883	19,095
其他	310	-705	-921	-2,641	-3,604	-4,379
筹资活动现金净流	267	3,245	13,777	10,206	280	14,716
现金净流量	2,264	-293	3,018	845	1,527	300

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,726	4,507	9,014	9,859	11,386	11,687
应收账款	1,819	2,508	2,555	3,597	4,328	4,643
存货	1,950	1,923	2,758	3,877	4,693	5,014
其他流动资产	2,950	2,164	2,197	4,531	4,925	4,998
流动资产	11,445	11,102	16,524	21,865	25,333	26,341
%总资产	41.6%	33.4%	27.7%	28.1%	28.7%	23.3%
长期投资	5,639	6,654	7,947	8,889	10,389	11,889
固定资产	9,919	12,861	29,404	41,735	47,329	69,663
%总资产	36.0%	38.7%	49.3%	53.7%	53.6%	61.5%
无形资产	260	263	1,244	1,286	1,321	1,357
非流动资产	16,090	22,166	43,101	55,892	63,022	86,891
%总资产	58.4%	66.6%	72.3%	71.9%	71.3%	76.7%
资产总计	27,534	33,268	59,625	77,757	88,354	113,232
短期借款	7,964	10,214	14,727	21,515	20,398	34,493
应付款项	5,721	6,353	8,654	11,427	13,269	13,614
其他流动负债	94	398	416	589	587	631
流动负债	13,779	16,965	23,797	33,531	34,255	48,738
长期贷款	308	357	9,468	11,360	13,360	15,360
其他长期负债	234	95	4,094	5,073	8,073	11,073
负债	14,321	17,417	37,358	49,963	55,687	75,170
普通股股东权益	10,924	11,966	17,802	22,962	26,377	30,163
其中：股本	1,620	1,648	2,628	2,842	2,842	2,842
未分配利润	4,503	5,896	7,447	9,570	12,985	16,771
少数股东权益	2,289	3,885	4,465	4,832	6,290	7,899
负债股东权益合计	27,534	33,268	59,625	77,757	88,354	113,232

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.513	0.984	0.747	1.067	1.717	1.903
每股净资产	6.744	7.259	6.774	8.080	9.282	10.614
每股经营现金净流	1.911	1.433	0.637	1.499	3.354	3.727
每股股利	0.100	0.200	0.320	0.320	0.515	0.571
回报率						
净资产收益率	7.60%	13.56%	11.02%	13.21%	18.50%	17.93%
总资产收益率	3.02%	4.88%	3.29%	3.90%	5.52%	4.78%
投入资本收益率	2.28%	6.22%	3.66%	5.64%	9.31%	8.19%
增长率						
主营业务收入增长率	6.93%	98.29%	32.14%	2.17%	26.68%	4.56%
EBIT 增长率	-9.40%	219.09%	21.10%	102.40%	73.16%	17.38%
净利润增长率	349.79%	95.34%	20.97%	54.56%	60.90%	10.84%
总资产增长率	9.23%	20.82%	79.23%	30.41%	13.63%	28.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.7	5.4	5.6	4.7	4.9	5.3
存货周转天数	20.4	11.4	10.5	11.5	12.0	12.5
应付账款周转天数	15.0	12.3	17.1	17.0	17.0	17.0
固定资产周转天数	92.5	44.1	51.5	155.4	115.6	103.8
偿债能力						
净负债/股东权益	23.53%	38.16%	81.04%	96.05%	88.93%	125.71%
EBIT 利息保障倍数	1.3	5.6	2.8	2.7	3.9	3.5
资产负债率	52.01%	52.35%	62.66%	64.26%	63.03%	66.39%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	13	14	28
增持	0	0	7	8	27
中性	0	0	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.43	1.50	1.59

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

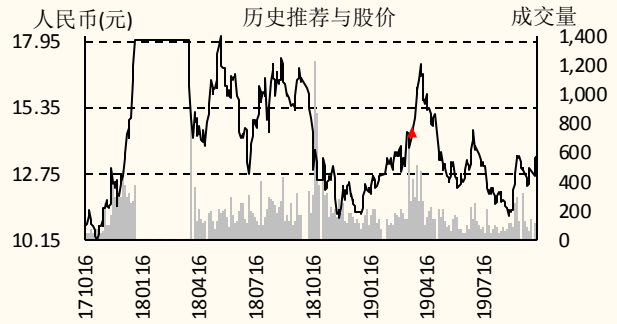
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-25	增持	14.43	21.10~21.10
2	2019-09-29	买入	12.39	21.00~21.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH