

投资评级 优于大市 维持

## 3Q19 归母净利润环比稳定增长

### 股票数据

10月25日收盘价(元)	12.79
52周股价波动(元)	9.34-18.85
总股本/流通A股(百万股)	1848/1848
总市值/流通市值(百万元)	23635/23635

### 相关研究

《PTA盈利提升、长丝产销增长，1H19归母净利润稳中微增》2019.08.16

《2018年归母净利润同比+20%，库存损失拖累四季度盈利》2019.03.14

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.5	28.9	18.4
相对涨幅(%)	1.7	7.5	0.0

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: 朱建军

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 公司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372.40亿元,同比+20.66%;归母净利润24.51亿元,同比-2.10%。其中,3Q19单季归母净利润10.60亿元,同比-7.19%,环比+22.01%。
- 3Q19 PTA盈利高位回落,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%。
- 长丝产量稳定增长,3Q19销量环比有所下滑。**2019年公司长丝产能稳步扩张,产量稳定增长。3Q19,公司长丝(POY/FDY/DTY)产量141万吨,同比+8.24%,环比+4.18%;长丝销量135万吨,同比+18.72%,环比-8.93%,产销率环比有所回落。
- 长丝产能稳步扩张。**截至2019年上半年,公司聚合产能约520万吨,涤纶长丝产能约570万吨。3Q19,公司120万吨聚酯装置投料开车(包括30万吨恒邦四期项目、30万吨恒优化纤POY项目、30万吨恒优化纤POY技改项目、30万吨恒腾四期项目);此外,恒超50万吨智能化超仿真纤维项目开工建设。
- 拟在如东扩建PTA-涤纶长丝产能。**公司拟在江苏如东洋口港投资约160亿元,新建年产2\*250万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY项目。项目力争2019年11月底完成审批手续,2019年12月至2025年12月分两期建设。
- 参股浙石化20%股权,完善产业链布局。**浙江石化4000万吨/年炼化一体化项目总投资1730.85亿元,总规模为4000万吨/年炼油、800万吨/年对二甲苯、280万吨/年乙烯,分两期进行。2019年5月,浙石化一期项目进入试生产阶段。项目投产后,公司产业链将延伸至上游PX,我们认为原料供应得以保障,同时公司也有望获得一定投资收益。
- 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29亿元、30亿元和31亿元,EPS分别为1.59、1.64、1.68元,2019年BPS为10.35元。参考可比公司估值水平,给予其2019年8-10倍PE,对应合理价值区间12.72-15.90元(2019年PB为1.2-1.5倍),维持“优于大市”评级。
- 风险提示:**产品价格大幅波动;涤纶长丝新增产能进度不及预期;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)	32814	41601	44079	46608	46576
(+/-)YoY(%)	28.3%	26.8%	6.0%	5.7%	-0.1%
净利润(百万元)	1761	2120	2933	3036	3102
(+/-)YoY(%)	55.5%	20.4%	38.3%	3.5%	2.2%
全面摊薄EPS(元)	0.95	1.15	1.59	1.64	1.68
毛利率(%)	10.4%	11.7%	13.0%	12.7%	11.6%
净资产收益率(%)	13.2%	13.2%	15.3%	13.8%	12.5%

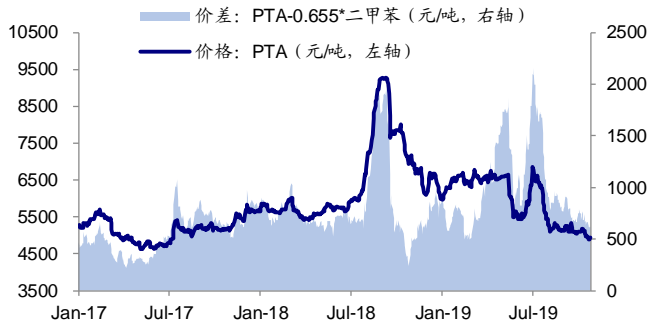
资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**3Q19 公司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 372.40 亿元,同比+20.66%;归母净利润 24.51 亿元,同比-2.10%。其中,3Q19 单季归母净利润 10.60 亿元,同比-7.19%,环比+22.01%。

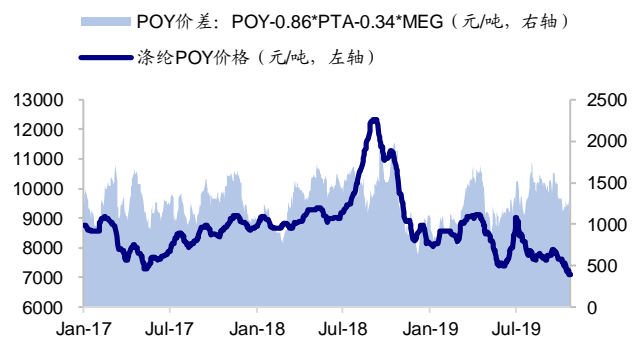
**3Q19 PTA 盈利高位回落,涤纶长丝价差环比扩大。**3Q19,由于原油均价回落、下游长丝产销率下降,PTA 价格、价差震荡回落,平均价格 5526 元/吨,同比-26.96%,环比-10.09%;平均价差 1079 元/吨,虽仍处于 2012 年以来单季度较好水平,但受高基数影响,价差同比-5.84%,环比-17.41%。其中,7 月初由于现货紧张,PTA 价格、价差大幅上涨,7 月价差 1602 元/吨,为 2012 年以来单月最高水平。3Q19,涤纶 POY 均价 7947 元/吨,同比-26.68%,环比-3.27%;平均价差 1442 元/吨,同比-5.37%,环比+15.13%。

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

**长丝产量稳定增长,3Q19 销量环比有所下滑。**2019 年公司长丝产能稳步扩张,产量稳定增长。3Q19,公司长丝 (POY/FDY/DTY) 产量 141 万吨,同比+8.24%,环比+4.18%;长丝销量 135 万吨,同比+18.72%,环比-8.93%,产销率环比有所回落。

表 1 桐昆股份 1Q18-3Q19 主要经营数据

长丝品种	单位	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	3Q19 同比	3Q19 环比
<b>产量</b>										
POY	万吨	73	79	89	80	84	89	93	5.41%	4.84%
FDY	万吨	15	19	24	24	28	27	28	19.52%	3.65%
DTY	万吨	15	17	18	17	18	19	19	7.27%	1.78%
合计	万吨	103	114	130	121	130	135	141	8.24%	4.18%
<b>销量</b>										
POY	万吨	64	84	77	77	93	98	89	15.90%	-9.11%
FDY	万吨	14	19	20	25	26	30	27	33.66%	-10.10%
DTY	万吨	14	17	16	18	18	19	18	13.55%	-6.19%
合计	万吨	92	121	113	121	137	148	135	18.72%	-8.93%
<b>产销率</b>										
POY	-	88%	107%	87%	96%	111%	110%	96%		
FDY	-	94%	102%	85%	107%	95%	109%	95%		
DTY	-	90%	103%	91%	108%	99%	104%	96%		
合计	-	89%	106%	87%	100%	106%	109%	96%		

资料来源: 桐昆股份 2018Q1-2019Q3 经营数据公告, 海通证券研究所

**2019-2020 年公司长丝产能稳步扩张,拟发行不超过 23 亿元可转债用于建设新项目。**截至 2019 年上半年,公司聚酯聚合产能约 520 万吨,涤纶长丝产能约 570 万吨。3Q19,公司 120 万吨聚酯装置开车,包括 30 万吨恒邦四期项目、30 万吨恒优化纤 POY 项目、30 万吨恒优化纤 POY 技改项目、30 万吨恒腾四期项目。公司拟发行不超过 23 亿元可转换公司债券,主要用于建设恒超 50 万吨智能化超仿真纤维项目和恒腾四期 30 万吨绿色纤维项目,2019 年 10 月 19 日公司公告称,公开发行可转债申请获证监会审核通过。

表 2 公司新建长丝项目

主要厂区或项目	设计产能 (万吨)	投资金额	当前进度	资金来源
恒优化纤 POY 项目	30	9.88 亿元	2019 年 8 月开车	自筹+已发行的 38 亿元转债
恒优化纤 POY 技改项目	30	9.58 亿元	2019 年 8 月开车	自筹+已发行的 38 亿元转债
恒邦四期	30	9.7 亿元	2019 年 8 月聚酯装置开车	自筹+已发行的 38 亿元转债
恒腾四期	30	9.91 亿元	2019 年 9 月聚酯装置开车	拟发行不超过 23 亿元可转债
恒超项目	50	19.2 亿元	2019 年 9 月开工, 预计 2020 年 9 月投产	拟发行不超过 23 亿元可转债

资料来源: 桐昆股份 2018 年年报、2019 年半年报, 桐昆股份官网等, 海通证券研究所

**拟在江苏如东扩建 PTA-涤纶长丝产能。**2019 年 2 月 14 日, 公司发布公告称, 与江苏如东洋口港经济开发区管委会签订石化聚酯一体化项目投资合作协议, 拟投资约 160 亿元, 新建年产 2\*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 项目。项目力争 2019 年 11 月底完成相关审批手续, 其中, 一期投资约 120 亿元, 建设 2\*250 万吨 PTA、30 万吨 FDY、90 万吨 POY, 计划开工建设时间为 2019 年 12 月至 2022 年 12 月; 二期投资约 40 亿元, 建设 60 万吨 FDY、60 万吨 POY, 计划建设时间为 2023 年 12 月至 2025 年 12 月。我们认为此次项目建成后, 公司长丝产能规模进一步扩大, 龙头地位有望进一步巩固; 同时, PTA 配套提升, 产业链一体化布局进一步完善。

**参股浙石化 20% 股权, 投资大炼化项目。**公司参股浙石化 20% 股权, 主要在舟山绿色石化基地筹建 4000 万吨/年炼化一体化项目。项目总投资 1730.85 亿元, 总规模 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯。项目分两期进行, 每期规模分别为 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置。项目投产后, 公司产业链将延伸至上游 PX, 我们认为原料供应得以保障, 同时公司也有望获得一定投资收益。2019 年 5 月, 浙石化一期项目进入试生产阶段。

**盈利预测与投资评级。**公司是国内涤纶长丝龙头企业, 未来长丝产能有望稳步扩张, 参股浙石化 2000 万吨/年大炼化项目有望进一步完善产业链。2019 年随着公司新产能逐步投产, 长丝产销量同比大幅增长, 我们上调 2019-2021 年盈利预测, 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 29 亿元、30 亿元和 31 亿元, EPS 分别为 1.59、1.64、1.68 元, 2019 年 BPS 为 10.35 元。参考可比公司估值水平, 给予其 2019 年 8-10 倍 PE, 对应合理价值区间 12.72-15.90 元(2019 年 PB 为 1.2-1.5 倍), 维持“优于大市”评级。

表 3 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	
600346.SH	恒力石化	1152	0.66	1.27	1.64	24.79	12.88	9.98	3.2	
000703.SZ	恒逸石化	392	0.75	1.13	1.70	18.41	12.22	8.12	1.8	
002493.SZ	荣盛石化	699	0.26	0.47	0.94	42.73	23.64	11.82	3.0	
	均值		0.56	0.96	1.43	28.64	16.25	9.97	2.7	

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

**表 4 桐昆股份分业务盈利预测**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>涤纶长丝</b>				
产量 (万吨)	472	552	592	607
销量 (万吨)	451	546	586	601
单位收入 (元/吨)	8771	7670	7575	7386
营业收入 (百万元)	39540	41915	44397	44369
营业成本 (百万元)	34750	36268	38583	39040
毛利率	12.11%	13.47%	13.09%	12.01%
<b>PTA</b>				
营业收入 (百万元)	78	85	94	103
营业成本 (百万元)	72	79	88	98
毛利率	7.48%	7.00%	6.00%	5.00%
<b>切片</b>				
营业收入 (百万元)	588	823	987	1086
营业成本 (百万元)	542	765	928	1032
毛利率	7.75%	7.00%	6.00%	5.00%
<b>其他</b>				
营业收入 (百万元)	1396	1256	1131	1017
营业成本 (百万元)	1379	1231	1108	997
毛利率	1.22%	2.00%	2.00%	2.00%
<b>合计</b>				
营业收入 (百万元)	41601	44079	46608	46576
营业成本 (百万元)	36742	38344	40707	41167
毛利率	11.68%	13.01%	12.66%	11.61%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 产品价格大幅波动; 涤纶长丝新增产能进度不及预期; 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>41601</b>	<b>44079</b>	<b>46608</b>	<b>46576</b>
每股收益	1.15	1.59	1.64	1.68	营业成本	36742	38344	40707	41167
每股净资产	8.70	10.35	11.89	13.46	毛利率%	11.7%	13.0%	12.7%	11.6%
每股经营现金流	1.31	2.96	2.91	2.69	营业税金及附加	81	88	93	93
每股股利	0.12	0.11	0.11	0.11	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	126	132	135	130
P/E	8.51	8.06	7.79	7.62	营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	1.12	1.24	1.08	0.95	管理费用	585	617	648	643
P/S	0.56	0.54	0.51	0.51	管理费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
EV/EBITDA	4.83	4.76	4.38	4.38	EBIT	3579	4368	4465	3983
股息率%	<b>1.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	财务费用	573	513	665	705
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.4%	1.2%	1.4%	1.5%
毛利率	11.7%	13.0%	12.7%	11.6%	资产减值损失	294	36	25	15
净利率	5.1%	6.7%	6.5%	6.7%	投资收益	20	20	200	800
净资产收益率	13.2%	15.3%	13.8%	12.5%	<b>营业利润</b>	<b>2778</b>	<b>3869</b>	<b>4005</b>	<b>4093</b>
资产回报率	6.1%	8.0%	7.9%	7.7%	营业外收支	10	10	10	10
投资回报率	12.0%	13.6%	13.1%	11.1%	<b>利润总额</b>	<b>2788</b>	<b>3878</b>	<b>4014</b>	<b>4102</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	5072	6052	6277	5933
营业收入增长率	26.8%	6.0%	5.7%	-0.1%	所得税	656	931	963	984
EBIT 增长率	48.2%	22.1%	2.2%	-10.8%	有效所得税率%	23.5%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润增长率	20.4%	38.3%	3.5%	2.2%	少数股东损益	11	15	15	16
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2120</b>	<b>2933</b>	<b>3036</b>	<b>3102</b>
资产负债率	53.5%	47.3%	42.8%	38.4%					
流动比率	0.9	1.3	1.6	2.0	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.5	0.9	1.0	1.3	货币资金	5646	6000	6200	6709
现金比率	0.4	0.7	0.8	1.0	应收账款及应收票据	613	725	766	766
<b>经营效率指标</b>					存货	4147	3572	3792	3835
应收账款周转天数	6.1	6.0	6.0	6.0	其它流动资产	1570	1602	1640	1647
存货周转天数	33.8	34.0	34.0	34.0	流动资产合计	11976	11898	12398	12956
总资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	长期股权投资	5247	5547	5647	5747
固定资产周转率	3.3	2.9	3.0	3.0	固定资产	14893	15268	15526	15657
					在建工程	1331	2331	3331	4331
					无形资产	1068	1279	1501	1710
					非流动资产合计	22685	24571	26151	27591
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>34661</b>	<b>36469</b>	<b>38548</b>	<b>40547</b>
净利润	2120	2933	3036	3102	短期借款	7581	3097	1475	0
少数股东损益	11	15	15	16	应付票据及应付账款	5270	5148	5465	5527
非现金支出	1787	1719	1836	1965	预收账款	180	176	186	186
非经营收益	470	486	458	-102	其它流动负债	631	672	695	689
营运资金变动	-1962	311	26	-9	流动负债合计	13662	9093	7821	6402
<b>经营活动现金流</b>	<b>2426</b>	<b>5464</b>	<b>5371</b>	<b>4972</b>	长期借款	1715	2715	3215	3715
资产	-2898	-3263	-3285	-3283	其它长期负债	3153	5453	5453	5453
投资	-1392	-300	-100	-100	非流动负债合计	4868	8168	8668	9168
其他	-3425	20	200	800	<b>负债总计</b>	<b>18529</b>	<b>17261</b>	<b>16489</b>	<b>15570</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7715</b>	<b>-3543</b>	<b>-3185</b>	<b>-2583</b>	实收资本	1822	1848	1848	1848
债权募资	5304	-2184	-1622	-975	普通股股东权益	16071	19133	21969	24871
股权募资	0	325	0	0	少数股东权益	61	75	91	106
其他	-481	292	-365	-905	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>34661</b>	<b>36469</b>	<b>38548</b>	<b>40547</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>4823</b>	<b>-1567</b>	<b>-1987</b>	<b>-1880</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-465</b>	<b>354</b>	<b>200</b>	<b>509</b>					

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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。