

**投资评级 优于大市 维持**

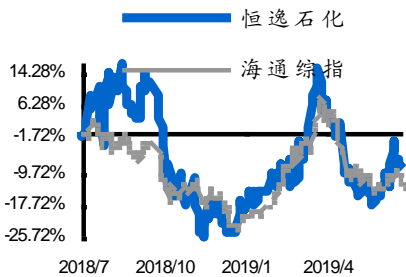
# 文莱一期炼化项目全面试车，全产业链布局稳步推进

**股票数据**

|               |             |
|---------------|-------------|
| 07月12日收盘价(元)  | 13.27       |
| 52周股价波动(元)    | 11.00-18.35 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 2842/2284   |
| 总市值/流通市值(百万元) | 37710/30313 |

**相关研究**

|                                       |
|---------------------------------------|
| 《文莱一期建设进入尾声，2018年归母净利润稳定增长》2019.04.18 |
| 《PTA推动三季度业绩大幅增长》2018.10.16            |
| 《PTA景气向上，1H18净利润同比+29%》2018.08.29     |

**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

联系人:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

联系人:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

**投资要点:**

- 文莱一期 800 万吨/年炼化项目全面试车。**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。2019 年 7 月 12 日,公司发布公告,文莱一期炼化项目于 2019 年 3 月完成公用工程交工投产,7 月主装置全面中交,目前所有装置转入联动试车阶段。我们认为文莱项目的布局,有助于公司补充上游原料,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。
- 扩大下游聚酯规模,平衡全产业链发展。**截至 2018 年底,公司参控股 PTA 年产能 1350 万吨,聚酯年产能 630 万吨(包括长丝 415 万吨、瓶片 150 万吨、短纤 65 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聚酯规模,主要包括逸鹏 50 万吨技改项目(一期已建成投产,新增 25 万吨 FDY)、海宁 100 万吨智能化环保功能性纤维、收购杭州逸曠 100% 股权(1Q19 聚酯产量约 20 万吨)等。
- 2019H1 PTA 维持较高景气。**2019 年上半年,PTA 新增产能较少,下游聚酯产能稳步扩张;同时上游 PX 新增产能逐步释放,利润占比逐步向下游转移,PTA 维持较高景气度。2019H1,PTA 均价 6281 元/吨,同比+10.5%;“PTA-0.655\*PX”平均价差(不含税)1056 元/吨,同比+44.4%。涤纶 POY 均价 8344 元/吨,同比-6.9%;“涤纶 POY-0.86\*PTA-0.34\*MEG”平均价差(不含税)1171 元/吨,同比-8.7%,长丝景气略有回落。
- 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。

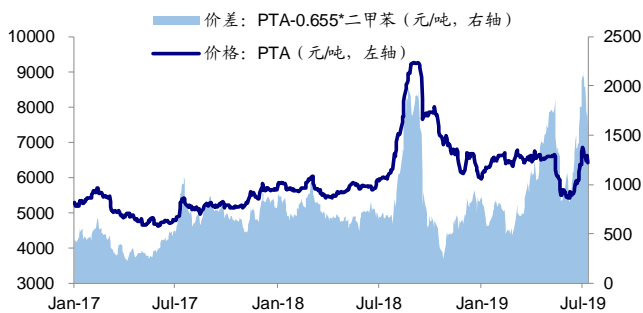
**文莱一期 800 万吨/年炼化项目全面试车。**文莱一期项目原油加工能力 800 万吨/年，包括年生产 150 万吨芳烃、50 万吨苯和近 600 万吨汽柴煤油品等。2019 年 7 月 12 日，公司发布公告，文莱一期炼化项目于 2019 年 3 月完成公用工程交工投产，7 月主装置全面中交，目前所有装置转入联动试车阶段。我们认为文莱项目的布局，有助于公司补充上游原料，提高盈利能力与抗风险能力。

**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。

**扩大下游聚酯规模，平衡全产业链发展。**截至 2018 年底，公司参控股 PTA 年产能 1350 万吨，聚酯年产能 630 万吨（包括长丝 415 万吨、瓶片 150 万吨、短纤 65 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聚酯规模，主要包括逸鹏 50 万吨技改项目（一期已建成投产，新增 25 万吨 FDY）、海宁 100 万吨智能化环保功能性纤维、收购杭州逸曩 100% 股权（1Q19 聚酯产量约 20 万吨）等。

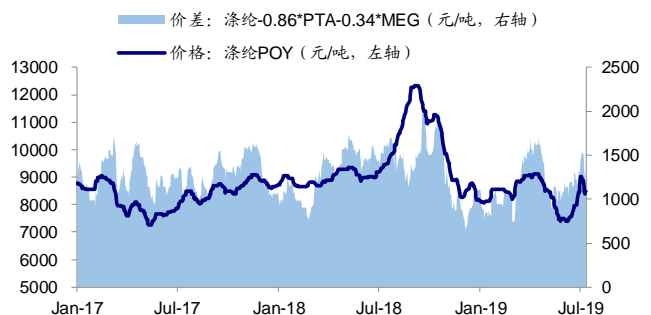
**2019H1 PTA 维持较高景气。**2019 年上半年，PTA 新增产能较少，下游聚酯产能稳步扩张；同时上游 PX 新增产能逐步释放，利润占比逐步向下游转移，PTA 维持较高景气度。2019H1，PTA 均价 6281 元/吨，同比+10.5%；“PTA-0.655\*PX”平均价差（不含税）1056 元/吨，同比+44.4%。涤纶 POY 均价 8344 元/吨，同比-6.9%；“涤纶 POY-0.86\*PTA-0.34\*MEG”平均价差（不含税）1171 元/吨，同比-8.7%，长丝景气略有回落。

图1 2017 年以来 PTA 价格、价差



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 2017 年以来涤纶长丝价格、价差



资料来源：Wind，海通证券研究所

**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<br>(亿元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | PB (倍) |
|--------|--------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|        |        |             | 2018    | 2019E | 2020E | 2018   | 2019E | 2020E | 2019E  |
| 601233 | 桐昆股份   | 251         | 1.16    | 1.49  | 1.89  | 11.86  | 9.23  | 7.28  | 1.4    |
| 600346 | 恒力股份   | 829         | 0.66    | 1.07  | 1.58  | 17.85  | 11.01 | 7.46  | 2.4    |
| 002493 | 荣盛石化   | 728         | 0.26    | 0.58  | 0.92  | 44.50  | 19.95 | 12.58 | 3.0    |
|        | 石化业务均值 |             | 0.69    | 1.05  | 1.46  | 24.74  | 13.40 | 9.10  | 2.2    |
| 601998 | 中信银行   | 2601        | 0.91    | 0.96  | 1.02  | 6.52   | 6.18  | 5.81  | 0.7    |
| 600036 | 招商银行   | 8850        | 3.19    | 3.60  | 4.09  | 11.10  | 9.83  | 8.66  | 1.5    |
|        | 金融业务均值 |             | 2.05    | 2.28  | 2.56  | 8.81   | 8.01  | 7.23  | 1.1    |

注：收盘价为 2019 年 7 月 12 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。

## 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

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, 中国石化, 卫星石化, 中油工程, 华锦股份, 新潮能源, 中天能源, 新奥股份, 中国石油, 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><br>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;<br><b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>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。 | 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。