

投资评级：买入(维持)

恒逸石化(000703)

目标价:20.0元

三季度PTA高景气,加速扩张聚酯产能

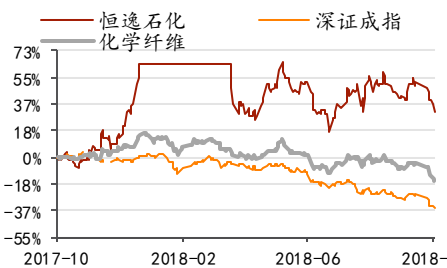
市场数据 2018-10-16

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.73 |
| 一年内最低/最高(元) | 12.60/26.90 |
| 市盈率 | 13.7 |
| 市净率 | 2.37 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 净资产收益率(%) | 14.21 |
| 资产负债率(%) | 52.4 |
| 总股本(亿股) | 23.08 |

最近12月股价走势



联系信息

| | |
|-------------------------|-----|
| 虞小波 | 分析师 |
| SAC证书编号: S0160518020001 | |
| yuxb@ctsec.com | |
| 路辛之 | 联系人 |
| luxz@ctsec.com | |

相关报告

- 《000703-中报点评:业绩符合预期,聚酯上下游加速扩张》 2018-08-29
- 《000703-年报点评:PTA聚酯景气度改善明显,上下游加速扩张》 2018-04-24

- 公司发布2018年三季报。2018年前三季度公司实现营业收入608.29亿元(+29.18%),扣非归母净利润20.39亿元(+50.79%),业绩处于半年报预测区间内,符合预期。Q3公司扣非归母净利润10.66亿元(+110.00%),其中投资收益5.75亿元(+140.37%)。
- 根据投资收益和少数股东损益,我们大致可以拆分出公司三季度业绩构成。投资收益中,我们估计浙商银行1.5亿、巴陵恒逸0.6亿、逸盛大化+海南逸盛合计3.5亿,因此逸盛大化+海南逸盛贡献利润约11亿。同时公司三季度少数股东损益为2亿,我们估计恒逸聚合(40%少数股东权益)净利润0.5亿,浙江逸盛(30%少数股东权益)净利润5.2亿。综合来看, Q3公司PTA(权益)利润约6.5亿、聚酯1.5亿、浙商银行1.5亿、CPL0.6亿。
- 三季度PTA高景气,聚酯利润略被压缩,后续有望逐渐恢复。由于现货紧张,PTA从8月初的6600元/吨最高上涨至9月中旬的9300元/吨,涨幅高达40%。按进口PX价格计,三季度PTA加工差平均1313元/吨,但PTA价格大幅波动也使聚酯下游需求和利润受到影响。我们认为随着亚洲PX负荷提升以及后续民营大炼化的投产,PX利润将逐渐回归正常。而PTA和聚酯供需格局仍然较好,看好后续PTA保持景气度以及聚酯逐渐复苏。
- 内生外延快速扩张聚酯产能。内生角度,海宁年产100万吨智能化环保功能性纤维项目正在建设;恒逸高新拟投资11.93亿建设50万吨环保功能性纤维项目。外延角度,公司拟发行股份购买嘉兴逸鹏和太仓逸枫100%股权,并募集配套资金不超过30亿元建设差别化纤维项目,以及收购双兔新材100%股权(共220万吨)。
- 文莱炼化全面推进。文莱炼化10亿美元资本金到位,同时公司“一带一路”债券成功发行,17.5亿美元银团贷款顺利提款,目前文莱炼化已进入快速的全面实施阶段,有望于2019Q1运行。

我们预测公司18/19/20年归母净利润29.95/37.00/47.97亿, EPS 1.30/1.60/2.08元,对应现价PE 11.4/9.2/7.1倍,维持“买入”评级。

风险提示:原油价格大幅波动,文莱炼化投产进度不达预期

表 1:公司财务及预测数据摘要

| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 32,419 | 64,284 | 78,846 | 100,980 | 119,533 |
| 增长率 | 6.9% | 98.3% | 22.7% | 28.1% | 18.4% |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 830 | 1,622 | 2,995 | 3,700 | 4,799 |
| 增长率 | 349.8% | 95.3% | 84.6% | 23.6% | 29.7% |
| 每股收益(元) | 0.36 | 0.70 | 1.30 | 1.60 | 2.08 |
| 市盈率(倍) | 40.9 | 21.0 | 11.4 | 9.2 | 7.1 |

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 公司财务报表及指标预测 | | | | | | 公司财务报表及指标预测 | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 32,419 | 64,284 | 78,846 | 100,980 | 119,533 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 31,307 | 61,890 | 74,664 | 93,540 | 108,591 | 营业收入增长率 | 6.9% | 98.3% | 22.7% | 28.1% | 18.4% |
| 营业税费 | 53 | 79 | 95 | 121 | 143 | 营业利润增长率 | 367.7% | 149.8% | 99.9% | 40.8% | 36.3% |
| 销售费用 | 133 | 160 | 300 | 505 | 598 | 净利润增长率 | 349.8% | 95.3% | 84.6% | 23.6% | 29.7% |
| 管理费用 | 378 | 405 | 394 | 1,010 | 2,391 | EBITDA 增长率 | 1.3% | 43.7% | 81.9% | 43.6% | 27.2% |
| 财务费用 | 438 | 315 | 670 | 1,377 | 1,419 | EBIT 增长率 | 10.1% | 80.3% | 107.9% | 50.3% | 29.6% |
| 资产减值损失 | -0 | 1 | - | - | - | NOPLAT 增长率 | 30.4% | 94.9% | 82.5% | 41.5% | 29.6% |
| 加: 公允价值变动收益 | 65 | -128 | - | - | - | 投资资本增长率 | -8.2% | 18.7% | 20.3% | 4.5% | 24.9% |
| 投资和汇兑收益 | 605 | 577 | 1,176 | 1,063 | 1,092 | 净资产增长率 | 58.7% | 20.0% | 24.7% | 18.5% | 21.5% |
| 营业利润 | 781 | 1,950 | 3,899 | 5,491 | 7,483 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 211 | 12 | 16 | 16 | 15 | 毛利率 | 3.4% | 3.7% | 5.3% | 7.4% | 9.2% |
| 利润总额 | 992 | 1,963 | 3,915 | 5,506 | 7,498 | 营业利润率 | 2.4% | 3.0% | 4.9% | 5.4% | 6.3% |
| 减: 所得税 | 103 | 119 | 587 | 1,101 | 1,500 | 净利润率 | 2.6% | 2.5% | 3.8% | 3.7% | 4.0% |
| 净利润 | 830 | 1,622 | 2,995 | 3,700 | 4,799 | EBITDA/营业收入 | 6.5% | 4.7% | 7.0% | 7.8% | 8.4% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 3.8% | 3.4% | 5.8% | 6.8% | 7.4% |
| 资产负债表 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 4,726 | 4,507 | 7,885 | 10,098 | 11,953 | 固定资产周转天数 | 99 | 45 | 35 | 27 | 22 |
| 交易性金融资产 | 55 | 17 | 17 | 17 | 17 | 流动营业资本周转天数 | 15 | 2 | 1 | -2 | 0 |
| 应收帐款 | 808 | 1,245 | 1,383 | 1,422 | 2,562 | 流动资产周转天数 | 113 | 63 | 61 | 61 | 64 |
| 应收票据 | 1,011 | 1,263 | 1,366 | 1,439 | 2,545 | 应收帐款周转天数 | 10 | 6 | 6 | 5 | 6 |
| 预付帐款 | 1,336 | 1,111 | 1,378 | 1,220 | 2,400 | 存货周转天数 | 19 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 存货 | 1,950 | 1,923 | 2,640 | 3,077 | 3,559 | 总资产周转天数 | 293 | 170 | 167 | 153 | 151 |
| 其他流动资产 | 1,559 | 1,037 | 917 | 1,170 | 1,041 | 投资资本周转天数 | 190 | 100 | 98 | 85 | 83 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROE | 7.6% | 13.6% | 19.3% | 20.0% | 21.5% |
| 长期股权投资 | 5,598 | 6,609 | 6,684 | 6,766 | 6,861 | ROA | 3.2% | 5.5% | 8.4% | 9.5% | 11.0% |
| 投资性房地产 | - | - | 30 | 60 | 90 | ROIC | 6.1% | 13.0% | 20.0% | 23.5% | 29.1% |
| 固定资产 | 8,219 | 7,771 | 7,545 | 7,415 | 7,309 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 1,675 | 4,807 | 8,367 | 11,749 | 14,011 | 销售费用率 | 0.4% | 0.2% | 0.4% | 0.5% | 0.5% |
| 无形资产 | 253 | 251 | 340 | 405 | 449 | 管理费用率 | 1.2% | 0.6% | 0.5% | 1.0% | 2.0% |
| 其他非流动资产 | 345 | 2,728 | 1,149 | 1,332 | 1,528 | 财务费用率 | 1.4% | 0.5% | 0.8% | 1.4% | 1.2% |
| 资产总额 | 27,534 | 33,268 | 39,699 | 46,170 | 54,325 | 三费/营业收入 | 2.9% | 1.4% | 1.7% | 2.9% | 3.7% |
| 短期债务 | 7,763 | 10,015 | 9,921 | 12,151 | 14,511 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 1,460 | 3,467 | 1,877 | 4,925 | 2,947 | 资产负债率 | 52.0% | 52.4% | 50.2% | 49.2% | 47.6% |
| 应付票据 | 2,866 | 2,520 | 3,702 | 4,093 | 4,956 | 负债权益比 | 108.4% | 109.9% | 100.8% | 97.0% | 90.8% |
| 其他流动负债 | 1,689 | 962 | 2,026 | 1,373 | 2,404 | 流动比率 | 0.83 | 0.65 | 0.89 | 0.82 | 0.97 |
| 长期借款 | 308 | 357 | 2,226 | 23 | 885 | 速动比率 | 0.69 | 0.54 | 0.74 | 0.68 | 0.83 |
| 其他非流动负债 | 234 | 95 | 175 | 168 | 146 | 利息保障倍数 | 2.78 | 6.98 | 6.82 | 4.99 | 6.27 |
| 负债总额 | 14,321 | 17,417 | 19,928 | 22,733 | 25,849 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2,289 | 3,885 | 4,218 | 4,922 | 6,122 | DPS(元) | 0.07 | 0.14 | 0.26 | 0.32 | 0.42 |
| 股本 | 1,620 | 1,648 | 2,308 | 2,308 | 2,308 | 分红比率 | 19.5% | 20.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 留存收益 | 9,169 | 10,850 | 13,246 | 16,206 | 20,045 | 股息收益率 | 0.5% | 1.0% | 1.8% | 2.2% | 2.8% |
| 股东权益 | 13,213 | 15,851 | 19,771 | 23,436 | 28,475 | 业绩和估值指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 现金流量表 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | EPS(元) | 0.36 | 0.70 | 1.30 | 1.60 | 2.08 |
| 净利润 | 889 | 1,844 | 2,995 | 3,700 | 4,799 | BVPS(元) | 4.73 | 5.18 | 6.74 | 8.02 | 9.69 |
| 加: 折旧和摊销 | 891 | 836 | 941 | 1,046 | 1,163 | PE(X) | 40.9 | 21.0 | 11.4 | 9.2 | 7.1 |
| 资产减值准备 | -0 | 1 | - | - | - | PB(X) | 3.1 | 2.8 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |
| 公允价值变动损失 | -204 | 356 | - | - | - | P/FCF | -19.9 | 40.0 | 34.3 | 13.3 | 17.4 |
| 财务费用 | 356 | 127 | 670 | 1,377 | 1,419 | P/S | 1.0 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 投资收益 | -605 | -577 | -1,176 | -1,063 | -1,092 | EV/EBITDA | 13.9 | 10.5 | 7.6 | 5.0 | 4.2 |
| 少数股东损益 | 58 | 222 | 333 | 705 | 1,200 | CAGR(%) | 70.5% | 48.2% | 173.8% | 70.5% | 48.2% |
| 营运资金的变动 | 234 | -1,644 | 950 | 1,969 | -4,208 | PEG | 0.6 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 经营活动产生现金流量 | 3,096 | 2,363 | 4,713 | 7,733 | 3,281 | ROIC/WACC | 0.7 | 1.5 | 2.3 | 2.7 | 3.4 |
| 投资活动产生现金流量 | -1,099 | -5,900 | -3,204 | -3,317 | -2,288 | REP | 2.5 | 1.1 | 0.8 | 0.6 | 0.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 146 | 3,377 | 1,869 | -2,203 | 862 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。