

化工

2015年11月05日

恒逸石化 (000703)

—— PTA 有望持续向好，公司业绩拐点已现，文莱 PMB 大炼油项目启动加速

报告原因：上市公司调研

增持 (维持)

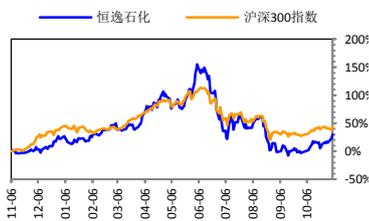
市场数据： 2015年11月04日

收盘价(元)	9.64
一年内最高/最低(元)	19.61/6.79
市净率	2.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11121
上证指数/深证成指	3459.64/11884.90

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2015年09月30日

每股净资产(元)	4.4
资产负债率%	72.25
总股本/流通A股(百万)	1306/1154
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《晨会推荐版 151105》 2015/11/05
 《恒逸石化(000703)点评：汇率波动致Q3亏损1亿元，油价企稳有望改善业绩，PMB项目加速推进》 2015/11/02

证券分析师

 麦士荣 S1180515010001
 maitr@swsresearch.com

研究支持

 宋涛 A0230114120002
 songtao@swsresearch.com

联系人

 马昕晔
 (8621)23297818x7433
 mayu@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

- **PTA 行业加速洗牌，重夺产业链定价权。** PTA 产能新增投产进入尾声，部分新增产能受行业影响延迟投产。同时高成本产能加速淘汰，寡头格局话语权增强，逸盛石化国内产能市占率接近 40%。行业理论产能 4700 万吨，实际有效产能仅 3450 万吨。全年行业整体开工率维持在 80% 以上。上游 PX 的扩产以及下游稳定增长促使产业格局日趋合理，PTA 环节重夺定价权。
- **公司业绩拐点出现，600-700 元/吨以上的加工费有望成为新常态。** Q3 业绩受原油下跌及汇率波动下滑。其中汇兑损失亏损 3.1 亿，Q3 油价下跌导致产品存在周转价差亏损约 1 亿元。但公司的业绩拐点已然显现。短期公司 PTA 平均开工率在 85% 以上，长期处于 90% 以上。未来无新增产能投放。同时由于油价下跌，PTA 社会库存处于历史低位。未来一年，PTA 600-700 元/吨加工费将成为新常态。目前龙头企业 500 元/吨加工成本，按照 600 万吨权益产能 90% 的开工率计算，单季度业绩有望达到 1.35-2.7 亿元（加工费 600-700 元/吨），全年有望实现 5.4-10.8 亿元的利润。公司拥有浙商银行 5.16% 的权益，也有望每年贡献 4 亿元以上的投资收益。
- **文莱 PMB 项目投资成本大幅减少，有望加速推进，“钱”景美好。** 公司文莱 800 万吨/年炼化项目，原计划投资 42.92 亿美元，但随着大宗商品价格下跌，减少投资成本 30%。同时公司项目各项手续就绪，项目基建及设备选型有序进行，一旦资金到位，项目将加速推进。预计 2017 年建成投产。项目达产后按照目前的油价水平（50 美元/桶），有望获得 4.5 亿美元的净利润，“钱”景十分可观。
- **盈利预测与估值。** 随油价企稳及需求回暖，公司四季度业绩有望改善，PMB 项目有序加速推进，维持增持评级。维持盈利预测，预计 15-17 年 EPS 0.12、0.30、0.55 元/股，对应 PE 80、32、18 倍。
- **风险提示：1）油价大幅波动导致库存跌价风险；2）PTA 供需结构持续恶化；3）项目投产进度低于预期。**

财务数据及盈利预测

	2014	15Q1-Q3	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	28,063	22,199	28,389	30,313	32,447
同比增长率(%)	-8.74	0.22	1.16	6.78	7.04
净利润(百万元)	-353	10	138	355	638
同比增长率(%)	-	-19.87	-139.13	157.25	79.72
每股收益(元/股)	-0.31	0.01	0.12	0.30	0.55
毛利率(%)	4.1	4.6	6.1	5.7	6.6
ROE(%)	-7.0	0.2	2.2	5.3	8.7
市盈率	-32		80	32	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. PTA 行业加速洗牌，重夺产业链定价权

2011 年以前，国内聚酯市场需求快速增长，而 PTA 自给率不高，需大量进口，PTA 价格长期处于高位，国内生产企业利润丰厚。在高额利润吸引、特别是 10-11 年棉价大涨刺激下，大量 PTA 装置开始上马，PTA 行业由供不应求变为供给过剩，PTA 环节话语权丧失，利润被上下游企业不断侵蚀。

——PTA 高速扩张步入尾声，部分新增产能受行业影响延迟投产

2011 年国内 PTA 产能 2006 万吨，生产企业平均开工率长期处于 90% 高位，行业自给率不足，导致 PTA 单吨净利润超过 1000 元，从而吸引大量企业投建 PTA。自 2012-2014 年，分别新增 PTA 产能 1260、147、1032 万吨。产能加速扩张后致过剩严重，行业开工率降至 70%，导致 PTA 全行业陷入长期亏损，并于 2014 年 5 月被迫自发组织行业首次联合限产保价。随着 PTA 产品利润微薄长期处于亏损，2015 年国内新增 PTA 产能减少至 375 万吨，部分企业名义新增产能都排在 2016 年之后或者长期搁浅。未来三年新增产能数量增速下降，国内 PTA 行业高速扩张已然步入尾声（表 1）。

表 1：国内 PTA 扩产步伐减缓

厂名	产能	投产时间
BP 珠海石化	125	2015 年 Q1
恒力石化	220	2015Q1
2015 年合计	345	
晟达石化	100	2016
江阴汉邦石化	220	2016
乌石化	100	2016
2016 年合计	420	
嘉兴石化二期	150	2017
2017 年合计	150	

资料来源：CCF，百川资讯，申万宏源研究

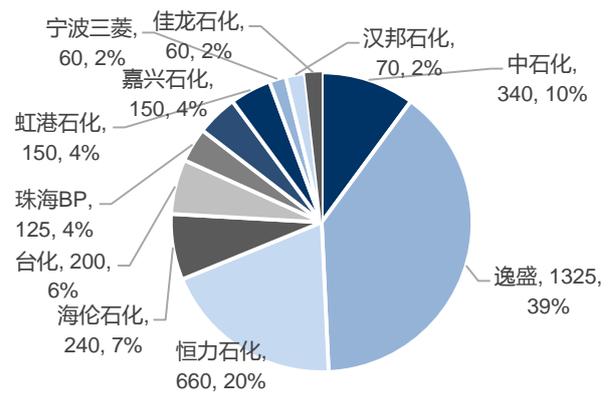
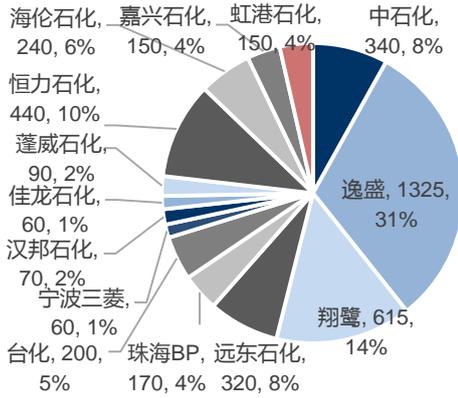
——行业优胜劣汰加速进行，寡头格局话语权增强

截至 2015 年底，国内 PTA 产能达到 4670 万吨。2010 年时，国内以中石化规模扩张居前，市占率 27%，逸盛、翔鹭分别为 17%、10%。近年来，民营企业快速扩张，规模逐渐增大。逸盛石化、翔鹭石化、恒力石化等龙头企业占据国内产能的 55% 以上，产能持续集中（图 1）。然而，自今年 3 月远东石化破产，4 月腾龙芳烃爆炸等一系列事情，加速 PTA 产能的洗牌。截至目前，背负巨额债务的远东石化仍无人接盘，腾龙芳烃的爆炸成为压死骆驼的最后一根稻草，至今仍在与中石化艰难的谈判中，重启无望。逸盛与恒力石化实际产能市占率接近 60%（下文详解）。7-8 月，油价下跌，两家巨头轮番停产，导致 PTA 社会库存长期处于低位。同时，自 9 月油价企稳后，两家企业开工率长期维持在 90% 以上。（图 2）

图 1：公司参控股逸盛石化 PTA 产能市占率 31%(2014)

图 2：目前阶段逸盛和恒力石化实际产能市占率接

近 60%



资料来源: wind, 申万宏源研究

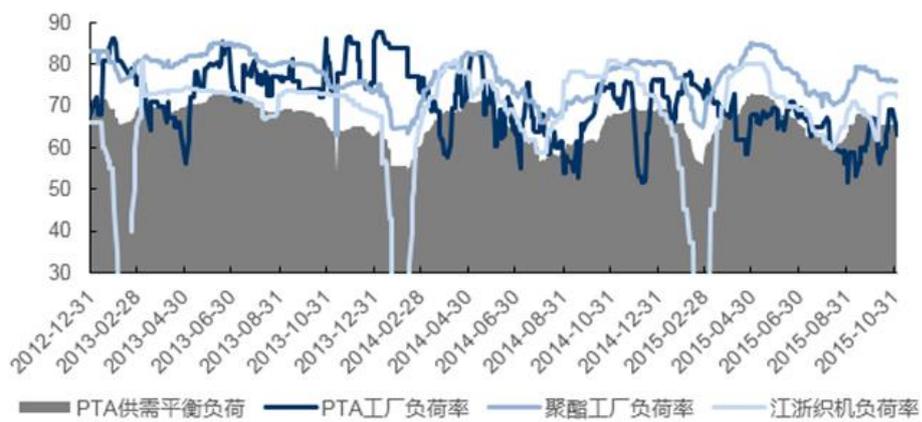
资料来源: CCF, 申万宏源研究

目前除远东和翔鹭石化的产能暂停以外, 仍有两类落后产能总量超过 675 万吨长期停产超过一年以上。这些装置的总产能为 240 万吨¹。此外, 远离聚酯和化纤核心生产区——江浙沪闽地区的生产企业, 在产品运输成本高, 议价能力弱, 企业开工率不足等一系列原因促使下, 减产停产, 如蓬威石化 (80 万吨)。加上远东石化及翔鹭石化产能, 行业停产产能达 1245 万吨。

——行业实际开工率处于高位

目前行业统计的开工率长期徘徊在 60-65%之间, 主要是采用整体产能计算。但是按照今年 PTA 需求量 2800 多万吨, 除以实际有效产能 3425 万吨, 行业的整体开工率超过 80%, 龙头企业的开工率长期处于 90%。

图 3: 理论用的 PTA 产能负荷率与实际不符, 实际上行业平均开工率超过 80%



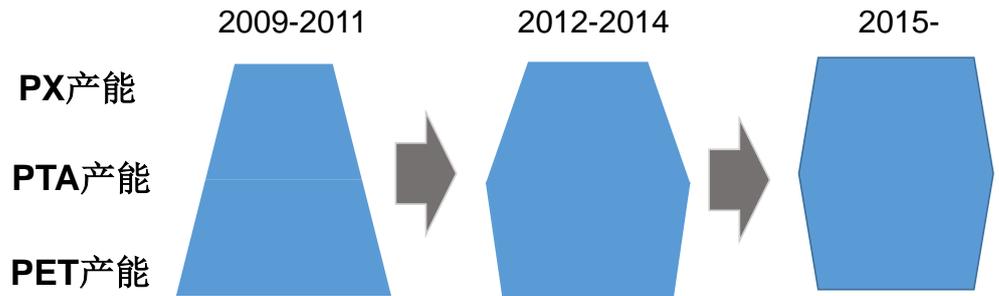
资料来源: wind, 申万宏源研究

——产业格局日趋合理, PTA 环节重夺定价权

¹含辽阳石化 (80)、BP (50)、宁波逸盛 1 期 (65)、济南正昊 (10)、扬子石化 (35)。

近年来，随着上游PX产能扩张加速，产业链话语权下移；PTA产能集中度加速提升，虽然相比上下游仍有部分过剩，但龙头企业对PTA环节的掌控能力逐渐增强，PTA行业话语权增强，有助于改善PTA价格持续低迷的现状。总体而言，2015年聚酯产业链产能结构日趋合理（图4），供需结构也趋于良性疏导，产业链上下游价格传导更加顺畅，产业利润有望下移，将不会出现以前PX环节独占大量产业链利润的情况。

图4：聚酯产业链产能结构日趋合理²



资料来源：申万宏源研究

2. 公司业绩拐点出现，600-700元/吨以上的加工费有望成为新常态

——业绩拐点出现，600-700元/吨的加工费有望成为新常态

Q3业绩受原油下跌及汇率波动下滑。公司三季度亏损主要是汇率波动导致汇兑损失亏损3.1亿，公司目前有外债接近100亿元，三季度人民币汇率波动巨大导致财务费用增加。同时Q3油价下跌也导致产品存在周转价差亏损约1亿元。

公司的业绩拐点已然显现。短期公司PTA平均开工率在85%以上，长期处于90%以上。新增产能汉邦石化和晟达石化投产概率较低，远东石化负债较重无人接盘，翔鹭石化也处于艰难的转让谈判中，未来无新增产能投放。同时由于油价下跌，PTA社会库存处于历史低位（图6）。

因此未来一年，PTA600-700元/吨加工费将成为新常态。而且，如果遇上旺季或者短期库存不高的情况下，加工费有望上探至800-900元/吨。目前龙头企业500元/吨加工成本，行业平均700元/吨加工成本。如果维持行业平均水平，按照恒逸石化600万吨权益产能90%的开工率计算，恒逸石化单季度业绩有望达到1.35-2.7亿元（加工费600-700元/吨），全年有望实现5.4-10.8亿元的利润。

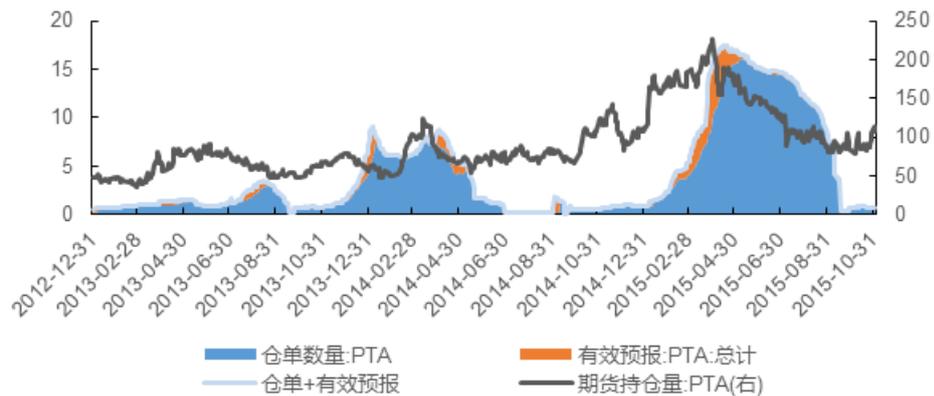
图5：600-700元/吨的加工费有望成为PTA的常态

² PX产能考虑了亚洲区产能扩张因素



资料来源：CCF，申万宏源研究

图 6: PTA 社会库存处于低位



资料来源：CCF，申万宏源研究

——大股东转让浙商银行股份，获得稳定投资收益

公司合计持有浙商银行股本 5.28 亿股，持股比例由之前的 2.09% 上升至 3.64%。公司 10 月份，经公司董事会审议通过，恒逸集团将其持有的浙商银行 2.2 亿股转让给公司，转让完成后，公司将合计持有浙商银行 7.48 亿股，占浙商银行总股本的比例为 5.16%。截止 2015 年 9 月 30 日，浙商银行资产总额为 10045 亿元，所有者权益为 485 亿元；2015 年 1-9 月实现营业利润 75 亿元，净利润 64.37 亿元。公司三季度计提约 1 亿元的投资收益。如果按照现有净利润计算，明年浙商银行将最少贡献 4 亿元的投资收益。

总之，预计随着 4 季度原油价格企稳和下游需求趋稳的有利推动，公司 PTA 及聚酯纤维产品供需改善，公司预告 2015 四季度盈利区间为 1 亿元至 2 亿元，实际理论盈利区间有望达到 2.35-3.70 亿元。

3. 文莱 PMB 项目投资成本大幅减少, 有望加速推进, “钱”景美好

公司文莱项目在文莱达鲁萨兰国大摩拉岛, 一期投资估算为 42.92 亿美元, 建设 800 万吨/年炼化装置, 以及相应的原油、成品油码头、电站等配套工程, 建成后主要产品的年产能分别为 PX150 万吨、苯 50 万吨、柴油 150 万吨、汽油 40 万吨、航空煤油 100 万吨、轻石脑油 150 万吨。目前处于公用工程和基础设施建设阶段, 预计按照当前进度推进, 2017 年能够投产。

由于大宗商品下滑, 文莱项目投资成本的大幅减少, 预计一期仅需 200 亿, 减少投资成本 30%, 长期来看文莱项目盈利前景可观, 以及完全达产后, 按照目前的油价水平 (50 美元/桶), 项目有望获得超过年 75 亿美元的收入, 4.5 亿美元的净利润, “钱”景十分可观。且优势明显:

(1) 公司选择富产芳烃的路线, 重点提供公司 PTA 及 CPL 的原料供应问题, 有利于延伸一体化链条, 保持公司在涤纶及锦纶双链发展。

(2) 国外生产不存在国内炼油产品受到政策性压制的情况, 汽柴油的盈利性能得到很好的保障; 同时 PX 及苯直接运往国内直接用, 规避了价格波动风险。同时也能满足逸盛石化对苯及 PX 的大量需求。

(3) 原油将选用中东 (2/3) 和文莱诗里亚 (1/3) 的进行炼制, 产品目标市场为中国和东南亚, 文莱达鲁萨兰国大摩拉岛地理位置优越, 有利于生产及运输。石油和天然气是文莱经济的主要支柱, 占文国内生产总值的三分之二。文莱石油已探明储量约为 14 亿桶, 天然气探明储量约为 3748 亿立方米, 其中石油产量在东南亚居第三位, 天然气产量在世界排名第四位。

(4) 税费优惠, 文莱投资环境相对宽松, 税费成本远低于国内。同时受我国“一带一路”战略的实施, 公司作为文莱石化领域重大投资项目, 必将率先受益于经贸往来, 在贷款及其他优惠政策方面将有较大的政策利好。

表 2: 文莱项目优势突出

项目优势	
地理优势	距曼谷、雅加达、吉隆坡、马尼拉、新加坡空中飞行时间 2-3 小时, 距海南省仅约 1600 公里, 比中东和非洲产油区近
油气资源优势	文莱是东南亚地区第四大产油国 (产量 22 万桶/日), 仅次于印尼、越南和马来西亚; 亚洲第三大液化天然气生产国 (产量 110 亿立方米/年); 世界第四大天然气出口国
物流成本优势	本项目 300 万吨 (总加工量的 37.5%原油由文莱当地油田直接运至码头, 产出的汽油、柴油、航煤总量约 100 万吨成品油可车运至当地消化, 其余油品市场主要定位在东南亚地区; 建设 30 万吨级单点系泊位及 7 座油品、化工品、件杂货码头; 物流运输成本较国内炼厂运费节约一半
工艺技术优势	“小油头, 大芳烃”模式, 原油加工规模 800 万吨/年, 芳烃联合装置 150 万吨/年 (全球最大); 灵活焦化装置可利用减压渣油、油泥浆等原料转化为高附加值的焦化柴油、

	焦化汽油、焦化蜡油等产品，并副产灵活气、补充全厂燃料
政治稳定	长期证据稳定，社会和谐；中文两国 1991 年来建立良好双边政经关系
投资优惠政策	文莱不征收个人所得税、营业税、增值税、工资税、生产税及出口税；企业所得税税率现调整为 18.5%；恒逸可享受为期 11 年的先锋企业优惠，免征所得税及原材料、机械设备、零配件或建筑结构等进口关税；税收优惠期税收损失（tax loss）可抵免年限为 6 年；产品出口可享受 21 年的出口收益所得税免税
公用工程成本优势	蒸汽和电供应由文莱政府负责，电价比国内每度便宜 20%；蒸汽价格比国内每吨便宜 40%

资料来源：申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	32,672	30,751	28,063	28,389	30,313	32,447
营业收入同比增长率 (yoy)	3.68%	-5.88%	-8.74%	-	-	-
减: 营业成本	31,265	29,991	26,905	26,652	28,581	30,317
毛利率 (%)	4.31%	2.47%	4.13%	6.10%	5.70%	6.60%
减: 营业税金及附加	50	24	24	30	27	30
主营业务利润	1,356	736	1,134	-	-	-
主营业务利润率 (%)	4.15%	2.39%	4.04%	-	-	-
减: 销售费用	248	227	325	440	470	503
减: 管理费用	274	316	324	483	500	552
减: 财务费用	646	-20	500	785	582	530
经营性利润	189	213	-16	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-92.11%	12.72%	-107.46%	-	-	-
经营性利润率 (%)	0.58%	0.69%	-0.06%	-	-	-
减: 资产减值损失	2	9	28	45	-43	0
加: 投资收益及其他	115	264	-379	200	250	330
营业利润	302	484	-454	149	440	831
加: 营业外净收入	193	67	36	64	65	52
利润总额	495	550	-418	212	505	883
减: 所得税	42	48	-22	23	16	6
净利润	454	502	-396	189	488	877
少数股东损益	140	75	-44	52	133	239
归属于母公司所有者的净利润	314	427	-353	138	355	638
净利润同比增长率 (yoy)	-83.66%	36.09%	-182.61%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,154	1,154	1,154	1,306	1,306	1,306
每股收益 (元)	0.27	0.37	-0.31	0.12	0.30	0.55
归属母公司所有者净利润率 (%)	0.96%	1.39%	-1.26%	-	-	-
ROE	6.08%	7.80%	-7.01%	2.20%	5.30%	8.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。