

公司研究/中报点评

2019年08月23日

基础化工/化学纤维 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 11.52
合理价格区间(元): 13.72~15.68

刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

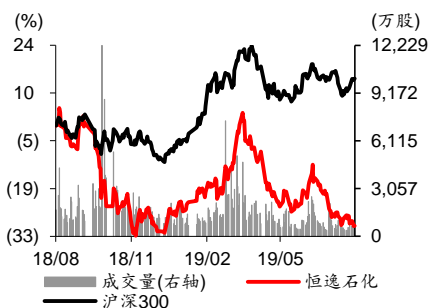
庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

钱晟
联系人 qiancheng013578@htsc.com

相关研究

- 1《恒逸石化(000703,增持): 拟优化功能纤维扩产规划, 并收购大股东化纤资产》2019.04
- 2《恒逸石化(000703,增持): 期间费用增加, Q1 业绩下降 43%》2019.04
- 3《恒逸石化(000703,增持): 油价波动拖累 Q4 业绩, 炼化项目稳步推进》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

中报业绩小幅增长, 炼化项目投产在即

恒逸石化(000703)

2019H1 净利润同比增 3%, 业绩符合预期

恒逸石化于 8 月 22 日发布 2019 年中报, 公司实现营收 417.3 亿元, 同比降 3.6% (追溯调整后, 下同), 净利 12.8 亿元, 同比增 2.9%, 业绩符合预期。按照 28.42 亿股的最新股本计算, 对应 EPS 为 0.45 元。其中 Q2 实现营收 207.5 亿元, 同比降 22.0%, 净利 8.5 亿元, 同比增 71.0%。我们下调公司 2019-2021 年 EPS 至 0.98/1.64/2.04 元, 维持“增持”评级。

并表致聚酯销量显著增长, 盈利能力回落

聚酯方面, 华东地区涤纶长丝 POY/FDY68D/DTY150D 上半年均价分别为 0.84/0.96/1.01 万元/吨, 同比下滑 7%/10%/5%, 涤纶长丝价差小幅下滑 1.7%至 0.31 万元/吨, 嘉兴逸鹏/太仓逸枫/双兔新材料于 2018 年 12 月并表、杭州逸暎于 2019 年 4 月并表, 公司聚酯销量同比大增 41%至 229 万吨, 实现营收 178.5 亿元, 同比增 43%, 毛利率下降 4.2pct 至 6.4%。子公司恒逸高新/恒逸聚合物/嘉兴逸鹏/太仓逸枫/双兔新材料净利分别为 2.1/0.5/0.4/0.4/1.2 亿元, 同比分别变动-21%/-47%/-27%/-24%/7%。CPL 业务主体恒逸己内酰胺实现净利 1.0 亿元, 同比下滑 60%。

PTA 维持高景气, 浙商银行业绩增长带动投资收益

据百川资讯, 2019H1 华东 PTA 均价同比增 11%至 0.63 万元/吨, PTA-PX 均价差同比扩大 12%至 164 美元/吨, 其中 Q2 均价差 196 美元/吨, 同比增 17%, 环比增 48%, 公司 PTA 业务实现营收 83.55 亿元, 同比增 44.1%, 毛利率提升 0.5pct 至 9.4%, 浙江逸盛/逸盛投资/海南逸盛净利 7.3/5.9/3.8 亿元, 同比增 86%/95%/76%。公司综合毛利率为 5.3%, 同比增 0.8pct。公司期间费用率同比增 0.6pct 至 2.6%, 其中研发费用同比增 145%至 2.47 亿元。此外公司实现投资收益 6.75 亿元(主要来自浙商银行), 同比增 18%。

PTA-涤纶产业链阶段性回调

据百川资讯, 8 月中旬华东地区 PTA 价格 0.53 万元/吨, PTA-PX 价差 708 元/吨, 相较 7 月初分别下跌 20%/67%; 涤纶长丝 POY/DTY150D/FDY68D 价格较 7 月初分别下跌 12%/11%/12%至 0.78/0.92/0.87 万元/吨。

文莱炼化项目投产在即

截至 2019H1 文莱项目累计投资 31 亿美元, 建设进度达 99%, 目前所有装置已转入联动试车阶段, 试车后项目有望较短时间内实现满负荷投产, 并于 Q3 进入商业运营阶段, 届时公司产业链一体化程度将显著提升。

维持“增持”评级

考虑到公司炼化项目进度不及预期, 我们下调公司 2019-2021 年 EPS 至 0.98/1.64/2.04 元(原值 1.20/1.76/2.18 元), 基于可比公司估值水平(2019 年平均 14 倍 PE), 考虑炼化项目成长性, 给予公司 2019 年 14-16 倍 PE, 对应目标价 13.72-15.68 元(原值 18.00-20.40 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 炼化项目建设进度不达预期风险、原油价格大幅波动风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,842
流通 A 股(百万股)	2,278
52 周内股价区间(元)	11.29-17.70
总市值(百万元)	32,737
总资产(百万元)	71,284
每股净资产(元)	7.40

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	65,960	84,948	99,220	138,558	155,081
+/-%	103.46	28.79	16.80	39.65	11.92
归属母公司净利润(百万元)	1,685	1,962	2,794	4,665	5,789
+/-%	102.88	16.47	42.43	66.93	24.09
EPS(元, 最新摊薄)	0.59	0.69	0.98	1.64	2.04
PE(倍)	19.43	16.68	11.71	7.02	5.66

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

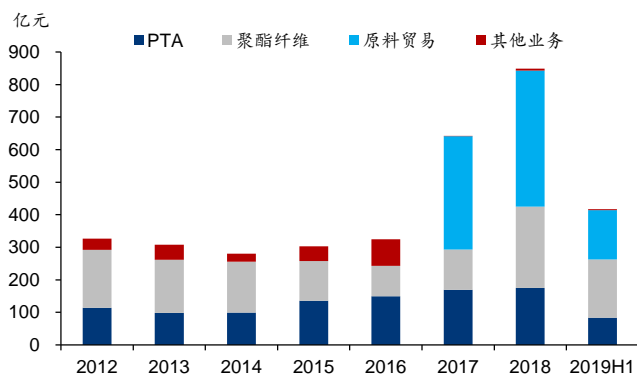
图表1: 可比公司估值情况

上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
荣盛石化	10.85	0.47	0.95	23	11	3.4	3.2
恒力石化	13.22	1.22	1.63	11	8	4.2	3.1
桐昆股份	12.44	1.51	1.92	8	6	9.1	1.4
平均				14	8		2.6

备注: 股价为8月22日收盘价, 所有公司EPS均来自Wind一致预期; 所有公司BPS截至2019年6月30日;

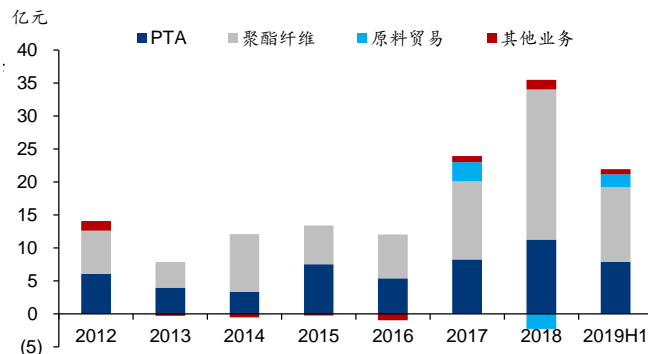
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司分业务营收变化情况



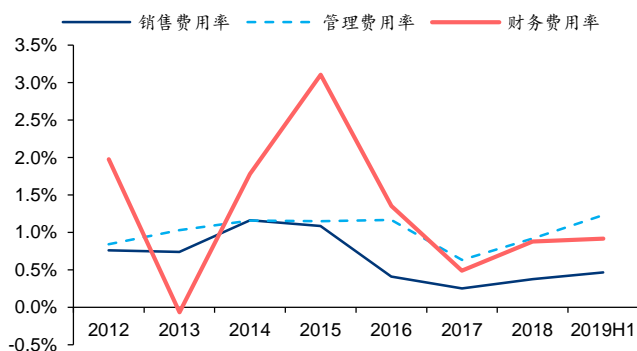
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司分业务毛利变化情况



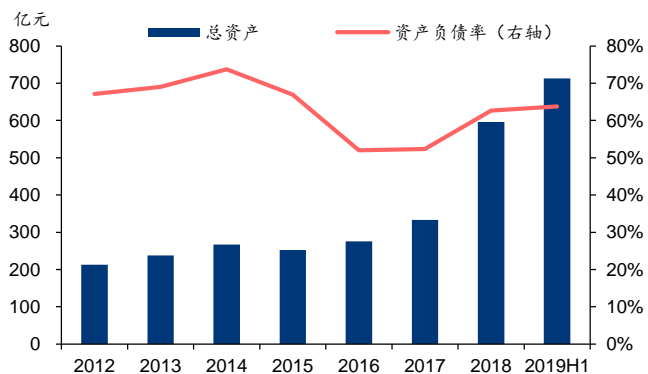
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

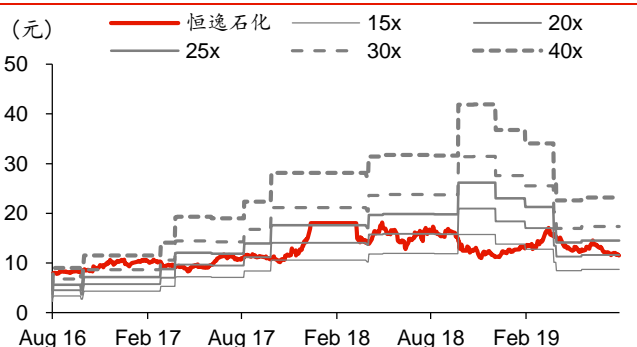
图表5: 公司资产负债率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

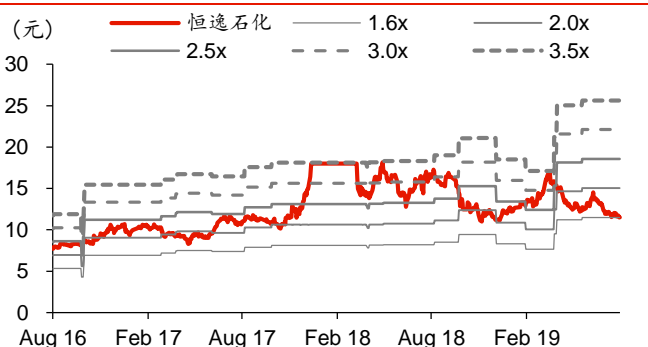
PE/PB - Bands

图表6: 恒逸石化历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 恒逸石化历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,899	16,524	25,234	33,743	43,750
现金	4,742	9,014	3,723	4,464	11,191
应收账款	1,266	1,377	2,828	3,949	4,420
其他应收账款	0.00	142.22	174.03	214.24	262.15
预付账款	1,121	844.22	7,536	10,440	11,626
存货	2,115	2,758	4,710	6,525	7,266
其他流动资产	2,654	2,388	6,265	8,150	8,985
非流动资产	23,905	43,101	37,442	36,554	35,270
长期投资	6,600	7,814	6,783	6,783	6,783
固定投资	9,054	11,985	19,981	23,197	23,966
无形资产	525.96	1,006	1,006	1,006	1,006
其他非流动资产	7,725	22,295	9,671	5,567	3,514
资产总计	35,804	59,625	62,676	70,296	79,020
流动负债	17,358	23,797	24,971	26,353	27,191
短期借款	10,065	13,723	8,900	4,800	3,250
应付账款	5,647	7,682	4,710	6,525	7,266
其他流动负债	1,645	2,392	11,361	15,029	16,674
非流动负债	787.15	13,561	9,680	9,667	9,635
长期借款	0.00	9,468	9,468	9,468	9,468
其他非流动负债	787.15	4,094	212.21	199.51	167.31
负债合计	18,145	37,358	34,651	36,021	36,826
少数股东权益	3,885	4,465	5,174	6,760	8,890
股本	1,648	2,628	2,842	2,842	2,842
资本公积	6,219	7,270	9,973	9,973	9,973
留存公积	6,387	7,930	10,036	14,701	20,490
归属母公司股东权益	13,774	17,802	22,851	27,516	33,304
负债和股东权益	35,804	59,625	62,676	70,296	79,020

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,380	1,675	1,300	5,756	8,831
净利润	1,907	2,243	3,504	6,250	7,918
折旧摊销	891.29	1,011	1,514	2,188	2,584
财务费用	293.06	745.74	1,401	1,162	796.54
投资损失	(515.96)	(1,096)	(1,361)	(1,548)	(1,542)
营运资金变动	(361.45)	(1,255)	(7,752)	(2,363)	(948.58)
其他经营现金	166.01	25.53	3,994	66.30	22.59
投资活动现金	(7,531)	(12,434)	1,399	248.22	242.16
资本支出	7,279	12,485	1,300	1,300	1,300
长期投资	586.65	279.82	(1,031)	0.00	0.00
其他投资现金	334.76	331.06	1,669	1,548	1,542
筹资活动现金	5,221	13,570	(7,991)	(5,262)	(2,347)
短期借款	2,302	3,657	(4,823)	(4,100)	(1,550)
长期借款	(308.11)	9,468	0.00	0.00	0.00
普通股增加	28.55	979.53	213.77	0.00	0.00
资本公积增加	1,852	1,051	2,704	0.00	0.00
其他筹资现金	1,346	(1,585)	(6,086)	(1,162)	(796.54)
现金净增加额	(61.48)	3,018	(5,291)	741.75	6,727

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	65,960	84,948	99,220	138,558	155,081
营业成本	63,337	81,625	94,194	130,497	145,326
营业税金及附加	85.76	104.97	99.22	138.56	155.08
营业费用	164.16	317.69	257.97	360.25	403.21
管理费用	419.03	501.18	595.32	803.64	852.95
财务费用	293.06	745.74	1,401	1,162	796.54
资产减值损失	1.12	125.41	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	(128.08)	107.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	515.96	1,096	1,361	1,548	1,542
营业利润	2,054	2,605	3,933	7,045	8,989
营业外收入	18.90	19.48	30.00	45.00	30.00
营业外支出	9.48	4.41	5.00	5.00	10.00
利润总额	2,064	2,620	3,958	7,085	9,009
所得税	157.37	376.19	453.54	835.18	1,091
净利润	1,907	2,243	3,504	6,250	7,918
少数股东损益	221.99	281.37	709.56	1,585	2,130
归属母公司净利润	1,685	1,962	2,794	4,665	5,789
EBITDA	3,239	4,361	6,848	10,395	12,370
EPS (元, 基本)	1.02	0.75	0.98	1.64	2.04

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	103.46	28.79	16.80	39.65	11.92
营业利润	122.35	26.77	50.99	79.15	27.59
归属母公司净利润	102.88	16.47	42.43	66.93	24.09
获利能力 (%)					
毛利率	3.98	3.91	5.07	5.82	6.29
净利率	2.55	2.31	2.82	3.37	3.73
ROE	12.23	11.02	12.23	16.95	17.38
ROIC	14.56	10.07	13.19	19.45	23.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.68	62.66	55.29	51.24	46.60
净负债比率 (%)	56.60	64.76	53.59	40.17	35.08
流动比率	0.69	0.69	1.01	1.28	1.61
速动比率	0.56	0.57	0.82	1.03	1.34
营运能力					
总资产周转率	2.08	1.78	1.62	2.08	2.08
应收账款周转率	68.33	64.21	45.56	38.85	35.21
应付账款周转率	18.59	12.25	15.20	23.23	21.08
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.69	0.98	1.64	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.59	0.46	2.03	3.11
每股净资产(最新摊薄)	4.85	6.26	8.04	9.68	11.72
估值比率					
PE (倍)	19.43	16.68	11.71	7.02	5.66
PB (倍)	2.38	1.84	1.43	1.19	0.98
EV_EBITDA (倍)	13.31	9.88	6.30	4.15	3.49

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com