

业绩符合预期，聚酯和文莱项目有望贡献增量



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年08月23日)	11.44元
目标价格	16.73元
52周最高价/最低价	17.7/11.29元
总股本/流通A股(万股)	284,173/227,837
A股市值(百万元)	32,509
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2019年08月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.55	-6.84	-10.27	-31.41
相对表现	4.52	7.66	16.88	46.5
沪深300	2.97	.82	6.61	15.09



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰
021-63325888-5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511120005

联系人 杨奇
021-63325888-7540
yangqi@orientsec.com.cn

相关报告

PTA 高景气持续，文莱项目投产在即： 2019-04-19

核心观点

- **中报盈利符合预期:** 公司公布 19 年中报，实现营业收入 417.3 亿元，同比下滑-3.6%，主要原因系贸易收入较去年同期减少所致，除贸易外主营业务收入 262.0 亿元，同比增长 43.4%；实现归母净利润 12.8 亿元，同比增长 2.9%。上半年收入和盈利增长主要来自 PTA 业务贡献，19H1PTA 价差同比扩大 285 元/吨，公司控股子公司浙江逸盛盈利同比提升 86%。但聚酯业务受 PTA 强势挤压，价差有所收窄，盈利较去年同期均有所下滑。
- **行业景气展望:** 虽然近期价差有所回落，但 PTA 今年仍是产业链供需最为紧张的环节，且受益于 PX 跌价，预计今年价差有望维持 1000 元/吨以上，公司将显著受益，但明年随着新增供给冲击，行业洗牌或将重启。涤纶预计下半年会好于上半年，远期整体景气将温和下行，公司凭借新增产能释放和成本优势仍可保持相对稳定的盈利水平。
- **文莱项目投产在即:** 公司文莱炼化项目已转入全面试车，即将进入商业运营。相较国内炼厂，文莱项目享有税收优势(所得税和关税减免)、区位优势(原油进口和成品油销售物流成本低)和工艺优势(公用工程配套完善)，达产后有望贡献可观的盈利增量。届时公司有望实现“PX-PTA-涤纶”和“苯-CPL-锦纶”双产业链垂直一体化，抗风险能力也将大幅提升。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.44/1.68/1.78，采用分部估值法，按照主营业务 19 年 EPS1.33 元和 12 倍 PE，浙商银行利润 19 年 EPS0.11 元和 7 倍 PE，给予目标价 16.73 元(原目标价 19.39 元)，维持买入评级

风险提示

- 油价波动风险；需求下滑风险；产能投放不及预期

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	64,284	84,948	88,279	101,867	108,683
同比增长(%)	98.3%	32.1%	3.9%	15.4%	6.7%
营业利润(百万元)	1,950	2,605	5,605	6,585	7,121
同比增长(%)	149.8%	33.6%	115.2%	17.5%	8.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,622	1,962	4,078	4,760	5,050
同比增长(%)	95.3%	21.0%	107.9%	16.7%	6.1%
每股收益(元)	0.57	0.69	1.44	1.68	1.78
毛利率(%)	3.7%	3.9%	7.7%	8.1%	8.3%
净利率(%)	2.5%	2.3%	4.6%	4.7%	4.6%
净资产收益率(%)	14.2%	13.2%	19.5%	18.1%	16.4%
市盈率	20.0	16.6	8.0	6.8	6.4
市净率	2.7	1.8	1.3	1.1	1.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值（截止 2019/8/25）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
荣盛石化	0.47	0.95	1.15	22.78	11.36	9.34
桐昆股份	1.50	1.93	2.23	8.18	6.37	5.52
海利得	0.28	0.34	0.37	13.11	10.87	9.86
恒力石化	1.26	1.65	1.90	10.68	8.12	7.05
东方盛虹	0.42	0.44	0.53	12.12	11.75	9.68
北京银行	0.99	1.04	1.16	5.36	5.10	4.55
南京银行	1.45	1.68	1.92	5.38	4.64	4.06
宁波银行	2.37	2.80	3.35	9.85	8.35	6.97
浦发银行	1.98	2.10	2.40	5.85	5.52	4.84
招商银行	3.60	4.11	4.62	10.08	8.83	7.85
主业调整后平均				12.00	10.00	9.00
银行调整后平均				7.00	6.00	5.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,507	9,014	10,642	15,308	20,726	营业收入	64,284	84,948	88,279	101,867	108,683
应收账款	1,224	1,377	1,640	1,828	1,910	营业成本	61,890	81,625	81,439	93,602	99,676
预付账款	1,111	844	2,014	1,699	1,790	营业税金及附加	79	105	132	122	130
存货	1,923	2,758	3,451	3,346	3,718	营业费用	160	318	353	458	489
其他	2,337	2,530	3,395	3,285	3,379	管理费用	405	781	883	1,019	1,087
流动资产合计	11,102	16,524	21,141	25,466	31,524	财务费用	315	746	953	1,083	1,039
长期股权投资	6,609	7,814	8,910	9,997	11,003	资产减值损失	1	125	2	3	6
固定资产	7,771	11,985	22,773	33,448	31,907	公允价值变动收益	(128)	108	0	0	0
在建工程	4,807	16,349	13,328	3,771	4,963	投资净收益	577	1,096	1,088	1,006	865
无形资产	251	1,006	947	888	829	其他	67	153	0	0	0
其他	2,728	5,946	1,304	1,301	1,298	营业利润	1,950	2,605	5,605	6,585	7,121
非流动资产合计	22,166	43,101	47,262	49,405	49,999	营业外收入	18	19	19	19	19
资产总计	33,268	59,625	68,404	74,871	81,523	营业外支出	5	4	4	4	4
短期借款	10,015	13,723	10,500	10,500	10,500	利润总额	1,963	2,620	5,620	6,600	7,136
应付账款	3,014	4,642	3,878	4,779	5,168	所得税	119	376	787	924	999
其他	3,936	5,432	6,801	6,459	6,919	净利润	1,844	2,243	4,833	5,676	6,137
流动负债合计	16,965	23,797	21,179	21,739	22,587	少数股东损益	222	281	755	916	1,087
长期借款	357	9,468	13,931	15,559	16,701	归属于母公司净利润	1,622	1,962	4,078	4,760	5,050
应付债券	0	2,988	2,988	2,000	1,000	每股收益(元)	0.57	0.69	1.44	1.68	1.78
其他	95	1,105	955	955	955						
非流动负债合计	452	13,561	17,874	18,514	18,656						
负债合计	17,417	37,358	39,054	40,252	41,243						
少数股东权益	3,885	4,465	5,219	6,136	7,223	主要财务比率					
股本	1,648	2,628	2,842	2,842	2,842						
资本公积	4,368	7,144	9,969	9,969	9,969	成长能力					
留存收益	6,263	7,930	11,220	15,572	20,146	营业收入	98.3%	32.1%	3.9%	15.4%	6.7%
其他	(313)	100	100	100	100	营业利润	149.8%	33.6%	115.2%	17.5%	8.1%
股东权益合计	15,851	22,267	29,350	34,619	40,280	归属于母公司净利润	95.3%	21.0%	107.9%	16.7%	6.1%
负债和股东权益总计	33,268	59,625	68,404	74,871	81,523	获利能力					
						毛利率	3.7%	3.9%	7.7%	8.1%	8.3%
						净利率	2.5%	2.3%	4.6%	4.7%	4.6%
						ROE	14.2%	13.2%	19.5%	18.1%	16.4%
						ROIC	8.9%	7.6%	10.5%	10.9%	10.5%
						偿债能力					
						资产负债率	52.4%	62.7%	57.1%	53.8%	50.6%
						净负债率	38.3%	81.6%	60.6%	39.7%	21.1%
						流动比率	0.65	0.69	1.00	1.17	1.40
						速动比率	0.54	0.57	0.83	1.01	1.23
						营运能力					
						应收账款周转率	68.1	65.3	58.5	58.8	58.1
						存货周转率	32.0	34.0	25.2	26.6	27.2
						总资产周转率	2.1	1.8	1.4	1.4	1.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.57	0.69	1.44	1.68	1.78
						每股经营现金流	0.83	0.59	2.97	3.13	3.26
						每股净资产	4.21	6.27	8.49	10.03	11.64
						估值比率					
						市盈率	20.0	16.6	8.0	6.8	6.4
						市净率	2.7	1.8	1.3	1.1	1.0
						EV/EBITDA	16.5	10.5	6.4	5.1	4.6
						EV/EBIT	22.3	15.1	7.7	6.6	6.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

