

文莱项目投产在即，业绩符合预期

——恒逸石化 (000703) 点评报告

增持 (维持)

日期: 2019年08月27日

事件: 公司发布2019年半年报, 报告期内公司实现营业收入417.29亿元, 同比下降-3.55%; 实现归母净利润12.77亿元, 同比上升2.94%。

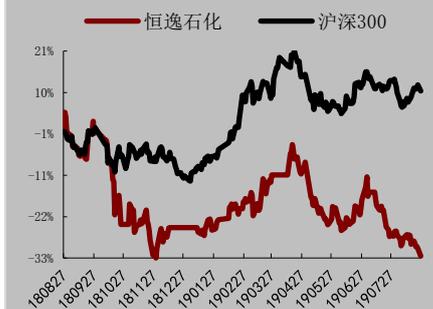
投资要点:

- **PTA景气度上行, 公司半年报符合预期:** 2019H1公司归母净利润12.77亿元, 同比上升2.94%, 业绩符合预期, 主要原因在于公司PTA景气度大幅提升, 其中, 2019Q2PTA与PX的均价价差环比2019Q1增加了550元/吨, 这也与我们一季报点评预计的二季度业绩乐观相一致, PTA的高景气直接导致公司三家子公司浙江逸盛、逸盛投资和海南逸盛分别实现盈利7.3亿、5.9亿和3.8亿, 较18年同期分别增加了3.4亿、2.7亿和1.6亿, 三家公司总计盈利16.9亿。从聚酯方面来看, 公司上半年实现营收178.5亿, 同比增43%, 毛利率下降4.2pct至6.4%, 主要原因是上半年杭州逸盛实现并表, 导致公司聚酯这块销量出现大幅增长, 而2019H1 POY、FDY、DTY市场价格分别为0.84、0.90、1.01万元/吨, 同比下滑-6.5%、-4.0%、-4.8%则拖累公司毛利率, 整体来看, 聚酯端盈利能力略有下滑, 主要原因是报告期内PTA盈利能力增强挤压下游效益所致。
- **文莱炼化一期项目已转入全面试车, 产业链一体化升级:** 报告期间, 公司全面加快推进文莱炼化项目, 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, 并进入商业运营阶段。该项目拥有三方面优势: 1. 政策优势 (税收减免); 2. 经营优势 (进口原油方便、成品油将就近销往东南亚市场、化工品下游配套消化); 3. 技术优势 (最新的灵活焦化工艺、液相柴油加氢技术、项目自产蒸汽配套燃煤发电)。预计项目投产后公司产业链一体化将实现升级。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司19-21年归母净利率分别为41.07/51.29/63.63亿, 对应EPS为1.56/1.95/2.42, 对应PE为9.45/8.11/6.90, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 原油价格波动性较大; 下游终端需求疲软。

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	浙江恒逸集团有限公司/41.53%
实际控制人/持股	
总股本 (百万股)	2,841.73
流通A股 (百万股)	2,278.37
收盘价 (元)	11.10
总市值 (亿元)	315.43
流通A股市值 (亿元)	252.90

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2019年08月26日

相关研究

- 万联证券研究所 20190423_公司季报点评_AAA_恒逸石化 (000703)
- 万联证券研究所 20190419_公司年报点评_AAA_恒逸石化 (000703)
- 万联证券研究所 20181019_公司季报点评_AAA_恒逸石化 (000703) 2018年三季度报点评

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

研究助理: 黄侃

电话: 18818400628

邮箱: huangkan@wlzq.com.cn

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	642.84	849.48	1006.63	1115.35
增长比率 (%)	98.29	32.14	18.50	10.80
净利润 (亿元)	16.22	19.62	41.07	51.29
增长比率 (%)	95.34	20.97	109.32	24.88
每股收益 (元)	0.99	0.79	1.56	1.95
市盈率 (倍)	21.79	15.97	9.45	8.11

数据来源: WIND, 万联证券研究所

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	16524.04	10497.07	10917.41	11439.95
货币资金	9014.15	1375.12	1256.49	1138.30
应收及预付	3521.82	4999.51	5260.33	5668.79
存货	2757.78	2892.16	3170.30	3402.58
其他流动资产	1230.28	1230.28	1230.28	1230.28
非流动资产	43100.64	52220.39	62487.38	72675.51
长期股权投资	7814.09	7814.09	7814.09	7814.09
固定资产	11985.23	13266.04	14796.67	15901.58
在建工程	17418.76	24983.04	33426.35	42210.82
无形资产	1006.22	1280.88	1573.92	1872.67
其他长期资产	4876.35	4876.35	4876.35	4876.35
资产总计	59624.68	62717.47	73404.79	84115.46
流动负债	23796.52	20867.95	25743.94	29247.12
短期借款	13722.54	10316.68	14447.11	17062.80
应付及预收	8185.60	8440.02	9100.28	9879.50
其他流动负债	1888.38	2111.25	2196.56	2304.82
非流动负债	13561.42	15055.60	15055.60	15055.60
长期借款	9467.64	9467.64	9467.64	9467.64
应付债券	2988.35	4482.53	4482.53	4482.53
其他非流动负债	1105.43	1105.43	1105.43	1105.43
负债合计	37357.95	35923.56	40799.54	44302.72
股本	2627.96	2627.96	2627.96	2627.96
资本公积	7269.54	7269.54	7269.54	7269.54
留存收益	7904.38	11911.19	17040.03	23403.46
归属母公司股东权益	17801.88	21808.69	26937.53	33300.96
少数股东权益	4464.85	4985.22	5667.71	6511.78
负债和股东权益	59624.68	62717.47	73404.79	84115.46

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1674.59	5150.84	7968.00	9686.78
净利润	2243.42	4106.89	5128.84	6363.43
折旧摊销	980.46	1379.42	1647.64	1900.69
营运资金变动	(1185.20)	(1134.78)	206.60	246.74
其它	(364.10)	799.31	984.91	1175.92
投资活动现金流	(12434.13)	(10643.64)	(12082.57)	(12286.20)
资本支出	(279.82)	0.00	0.00	0.00
投资变动	(12474.49)	(10643.64)	(12082.57)	(12286.20)
其他	320.17	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	13570.11	(2146.24)	3995.95	2481.22
银行借款	(1142.94)	(134.48)	(134.48)	(134.48)
债券融资	11503.27	1494.18	0.00	0.00
股权融资	3194.96	(0.00)	(0.00)	(0.00)
其他	14.82	(3505.94)	4130.43	2615.70
现金净增加额	2810.57	(7639.04)	(118.62)	(118.19)
期初现金余额	3506.36	9014.15	1375.12	1256.49
期末现金余额	6524.02	1375.12	1256.49	1138.30

资料来源：万联证券研究所

利润表

单位：百

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	84947.69	100663.00	111535.00	121239.00
营业成本	81625.09	93871.00	103258.00	111209.00
营业税金及附加	104.97	133.49	144.06	156.86
销售费用	317.69	340.52	373.95	415.52
管理费用	501.18	705.53	728.31	798.30
财务费用	745.74	134.48	134.48	134.48
研发费用	279.48	251.79	308.31	324.51
资产减值损失	125.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	107.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1095.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	2604.54	5226.19	6587.89	8200.33
营业外收入	19.48	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	2619.61	5226.19	6587.89	8200.33
所得税	376.19	598.92	776.56	992.83
净利润	2243.42	4627.26	5811.33	7207.50
少数股东损益	281.37	520.37	682.49	844.07
归属母公司净利润	1962.05	4106.89	5128.84	6363.43
EBITDA	3130.39	6884.55	8537.95	10432.87
EPS (元)	0.75	1.56	1.95	2.42

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	28.79%	18.50%	10.80%	8.70%
营业利润	26.77%	100.66%	26.06%	24.48%
归属于母公司净利润	16.47%	109.32%	24.88%	24.07%
获利能力				
毛利率	3.91%	6.75%	7.42%	8.27%
净利率	2.64%	4.60%	5.21%	5.94%
ROE	11.02%	18.83%	19.04%	19.11%
ROIC	4.50%	9.38%	9.78%	10.38%
偿债能力				
资产负债率	62.66%	57.28%	55.58%	52.67%
净负债比率	167.77%	134.07%	125.13%	111.28%
流动比率	0.69	0.50	0.42	0.39
速动比率	0.54	0.28	0.24	0.22
营运能力				
总资产周转率	1.78	1.65	1.64	1.54
应收账款周转率	33.07	32.70	32.35	32.58
存货周转率	33.04	32.01	32.12	32.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	1.56	1.95	2.42
每股经营现金流	0.64	1.96	3.03	3.69
每股净资产	6.77	8.30	10.25	12.67
估值比率				
P/E	15.43	10.01	8.02	6.46
P/B	1.70	1.89	1.53	1.24
EV/EBITDA	15.48	9.45	8.11	6.90

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场