

# 文莱一期 800 万吨炼化项目正式投产，涤锦双链齐飞在即

## 事件

9月6日，公司文莱一期800万吨炼化项目常减压装置正式产出合格产品，该项目是公司实现产能国际化布局，实践中国“一带一路”倡议的首个民营炼化项目，随着项目的顺利达产，公司业务向上游“炼化、苯和PX”进一步延伸，率先在行业内实现从“原油炼化到涤锦双链”的均衡发展模式。

## 简评

**文莱一期 800 万吨炼化项目正式投产，打通“炼化-化纤”全产业链。**恒逸文莱炼化项目是文莱国内最大的实业投资项目，被列入“一带一路”重点建设项目，项目一期总投资34.5亿美元，由浙江恒逸集团有限公司控股70%，文莱财政部参股30%。项目于2019年3月完成公用工程交工投产，7月完成项目主装置全面中交，并于当月所有装置转入联动试车阶段，9月6日，项目常减压装置正式产出合格产品。800万吨/年常减压装置配套235万吨/年轻烃回收装置、220万吨/年加氢裂化装置、150万吨/年芳烃联合装置、130万吨/年煤油加氢装置、220万吨/年柴油加氢装置、100万吨/年灵活焦化装置、2\*6万吨/年硫磺回收装置，投产后可年产150万吨PX、262万吨汽油、117万吨航空煤油、174万吨柴油、48万吨苯和8.4万吨硫磺等产品。公司顺利完成上游布局，打通了整个炼化化纤产业链的最后一环，实现“产业链一体化”的战略布局。

**天时地利人和，文莱炼化项目无可比拟。**文莱炼化项目依靠2013年推出的“一带一路”政策，享受国开行17.5亿美元贷款（一带一路专项银团），总融资成本仅为5%，具有独特融资优势；此外，还规避了2013年炼能投产及大宗商品周期高点，钢铁有色降幅40%，建设成本大幅降低。文莱处于东南亚的核心位置，极利于发展出口贸易，贸易辐射区域可覆盖整个东南亚地区，靠近马来西亚（亚洲最大的转运港口）和新加坡（全球最大的集装箱港口），具有十分丰富的航道资源。文莱当地工人用工成本较低；当地政府支持力度大，出资30%，并成立专门的委员会定期听取公司报告，帮助解决施工进度等一系列问题；项目位于东盟自由贸易区，

请参阅最后一页的重要声明

## 恒逸石化 (000703)

**维持**
**买入**
**邓胜**

dengsheng@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440518030004

**郑勇**

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

发布日期：2019年09月09日

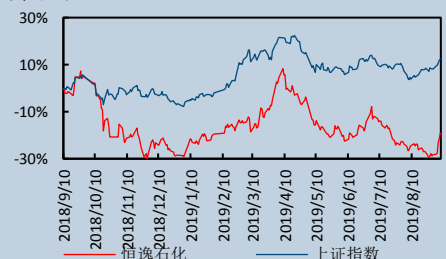
当前股价：12.73元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	7.7/0.36	4.32/-1.76	-19.7/-30.71
12月最高/最低价(元)			18.35/11.0
总股本(万股)			284,172.55
流通A股(万股)			228,265.54
总市值(亿元)			361.75
流通市值(亿元)			290.58
近3月日均成交量(万)			955.02
主要股东			
浙江恒逸集团有限公司			41.06%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 19.08.23 【中信建投石油化工】恒逸石化(000703):2019年中报点评:PTA贡献主要业绩,文莱炼化一期蓄势待发
- 19.04.27 【中信建投石油化工】恒逸石化(000703):2019一季报点评:Q1业绩达预期,文莱炼化有望下半年投产

进出口免关税；免企业所得税 11 年，符合条件可延长至 19 年；无流转税和个人所得税。

**上游布局顺利完成，涤锦双链齐飞在即。**随着文莱炼化项目的投产运营，公司经营业务将从现有中下游产业“PTA、涤纶长丝、涤纶短纤、聚酯瓶片、聚酯切片”延伸至更上游的“炼化、PX”环节，打通整个“炼化-化纤”产业链。同时，子公司浙江巴陵恒逸己内酰胺公司投资建设的“40 万吨/年己内酰胺扩能改造项目”建成并正式投产运行，公司已内酰胺产能达 40 万吨/年。该项目的投产运行将显著增加公司已内酰胺产品的产能产量，降低己内酰胺生产成本，增强己内酰胺产品的市场竞争力。此外，公司今年将在钦州开工建设年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化及配套工程项目，总投资约 220 亿元，建成后预计可实现年产值约 200 亿元、税收约 20 亿元，己内酰胺未来有望成为公司新的利润增长点。公司通过海外建设文莱炼化项目、国内扩建中下游、并购重组等差异化发展模式，逐步实现原料完全自给，打造“原油-芳烃-PTA-涤纶”和“原油-苯-CPL-锦纶”均衡一体化的双产业链。

**盈利预测与估值：**预计公司 2019 年、2020 年和 2021 年归母净利润分别为 33.3 亿元、48.9 亿元和 55.6 亿元，EPS 1.17 元、1.72 元和 1.96 元，PE 10.9X、7.4X 和 6.5X，维持“买入”评级。

**风险提示：**原油价格下跌，炼化项目开工率不及预期。

**图表1： 预测和比率**

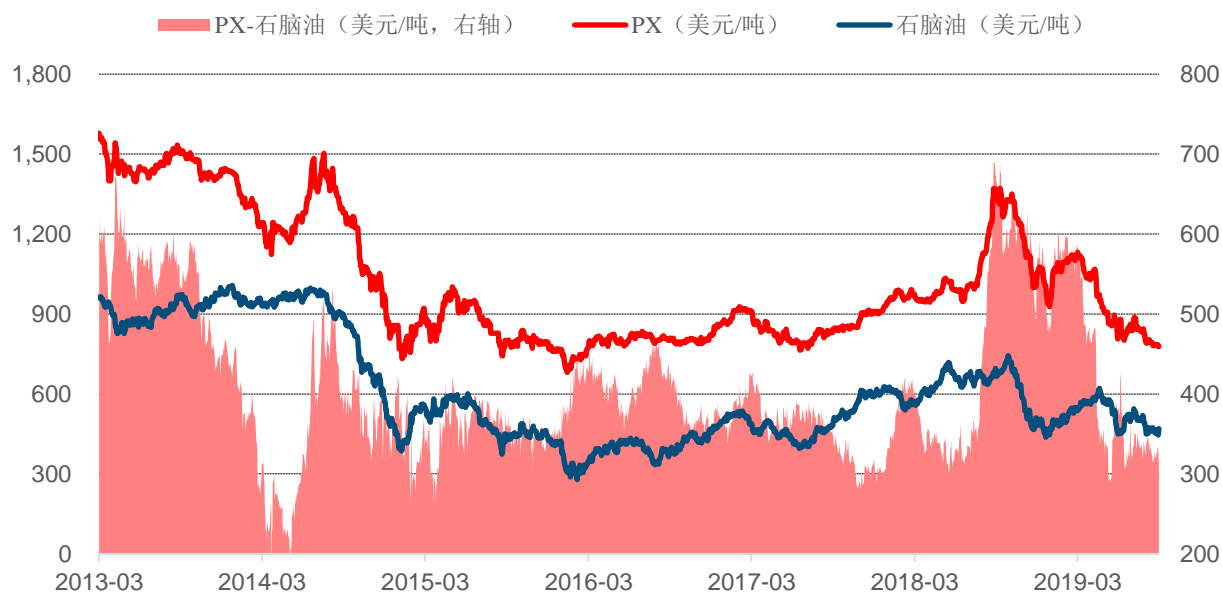
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	64,283.85	84,947.69	105,772.42	147,707.30	153,326.79
主营收入增长率	98.29%	32.14%	24.51%	39.65%	3.80%
EBITDA（百万元）	3,153.90	4,181.48	6,574.95	11,153.78	11,904.13
EBITDA 增长率	43.80%	32.58%	57.24%	69.64%	6.73%
净利润（百万元）	1,621.99	1,962.05	3,333.45	4,888.65	5,560.67
净利润增长率	95.34%	20.97%	69.90%	46.65%	13.75%
ROE	13.56%	11.02%	15.71%	21.10%	21.90%
EPS（元）	0.98	0.75	1.17	1.72	1.96
P/E	21.92	15.43	10.85	7.40	6.51
P/B	2.46	2.63	2.21	2.02	1.84
EV/EBITDA	11.24	15.55	9.19	4.81	4.01

资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表2：长丝产业链价格及价差**

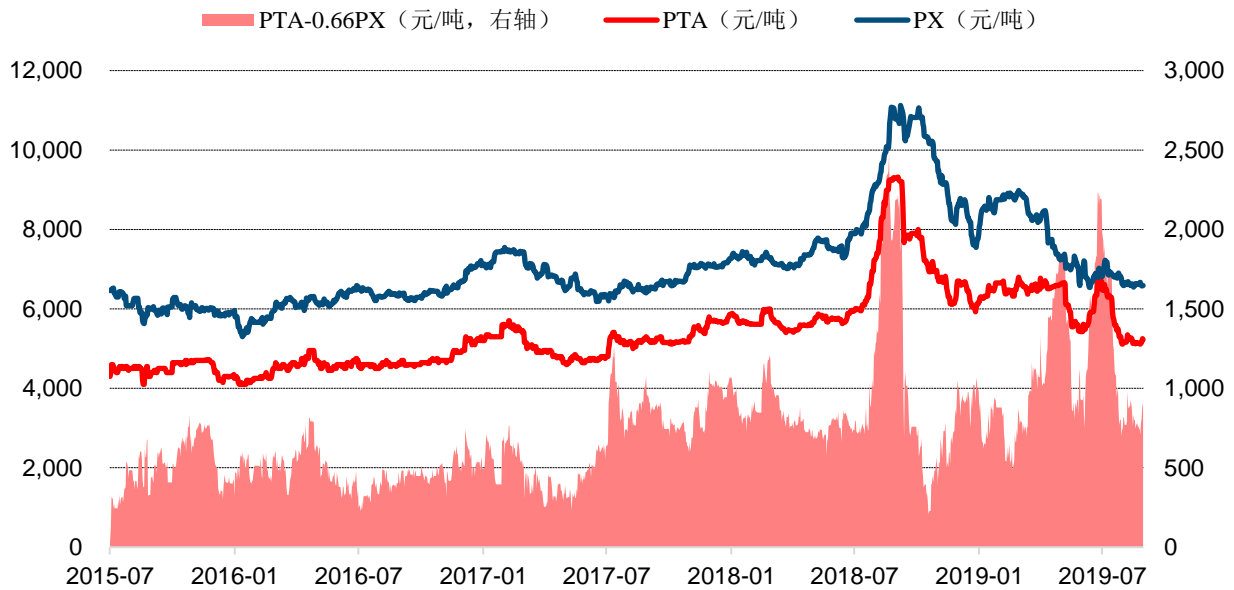
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
石脑油（美元/吨）	501	448	467	579	587	652	671	571	523	543
PX（美元/吨）	888	815	824	889	963	984	1,171	1,135	1,078	914
PX 价差（元/吨）	3,157	2,982	2,816	2,423	2,832	2,509	4,025	4,614	4,426	3,002
PTA（元/吨）	5,305	4,774	5,163	5,423	5,711	5,664	7,563	6,794	6,455	6,162
PTA 价差（元/吨）	487	369	834	795	886	759	1,343	661	776	1,288
MEG（元/吨）	7,417	6,254	7,308	7,404	7,673	7,435	7,547	6,249	5,086	4,461
涤纶长丝 POY（元/吨）	8,569	7,699	8,369	8,770	8,809	9,123	10,830	9,326	8,519	8,238
涤纶长丝 POY 价差（元/吨）	1,485	1,467	1,444	1,590	1,289	1,724	1,760	1,359	1,238	1,421
涤纶长丝 FDY（元/吨）	8,969	8,019	8,967	9,140	9,255	9,581	10,862	9,774	9,373	8,704
涤纶长丝 FDY 价差（元/吨）	1,885	1,787	2,042	1,959	1,735	2,183	1,791	1,807	2,092	1,888
涤纶长丝 DTY（元/吨）	10,192	9,340	9,861	10,313	10,261	10,735	12,192	11,132	10,353	9,837
涤纶长丝 DTY 价差（元/吨）	3,108	3,108	2,936	3,132	2,741	3,336	3,122	3,165	3,072	3,021
美元兑人民币汇率	6.89	6.86	6.67	6.61	6.36	6.38	6.80	6.92	6.75	6.83

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

**图表3：PX 价格及价差变动**


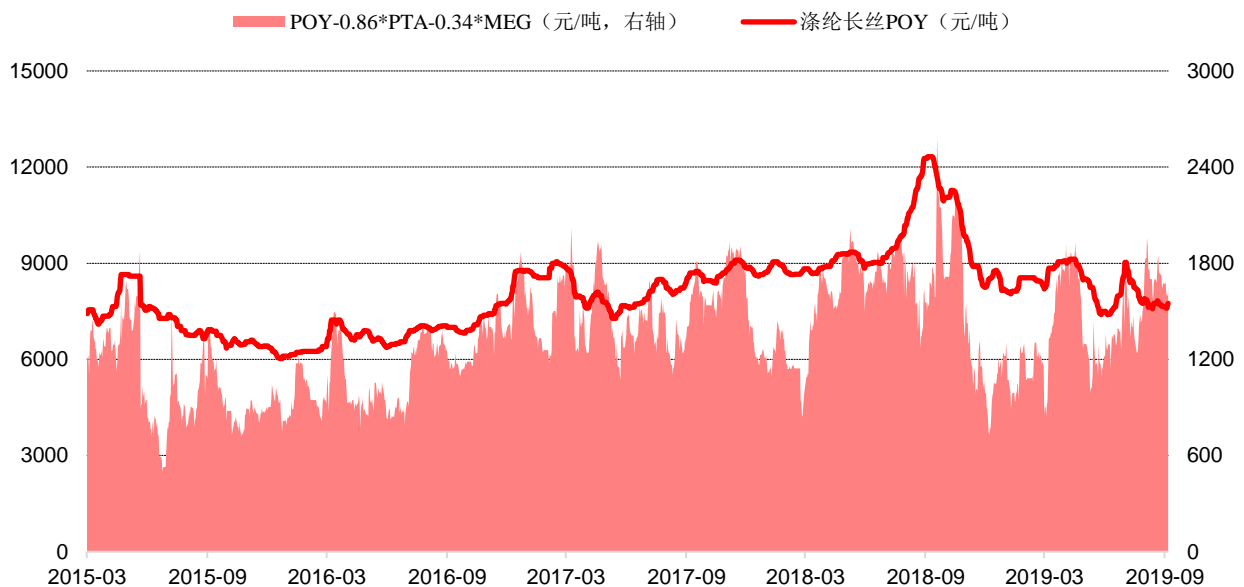
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表4: PTA 价格及价差变动



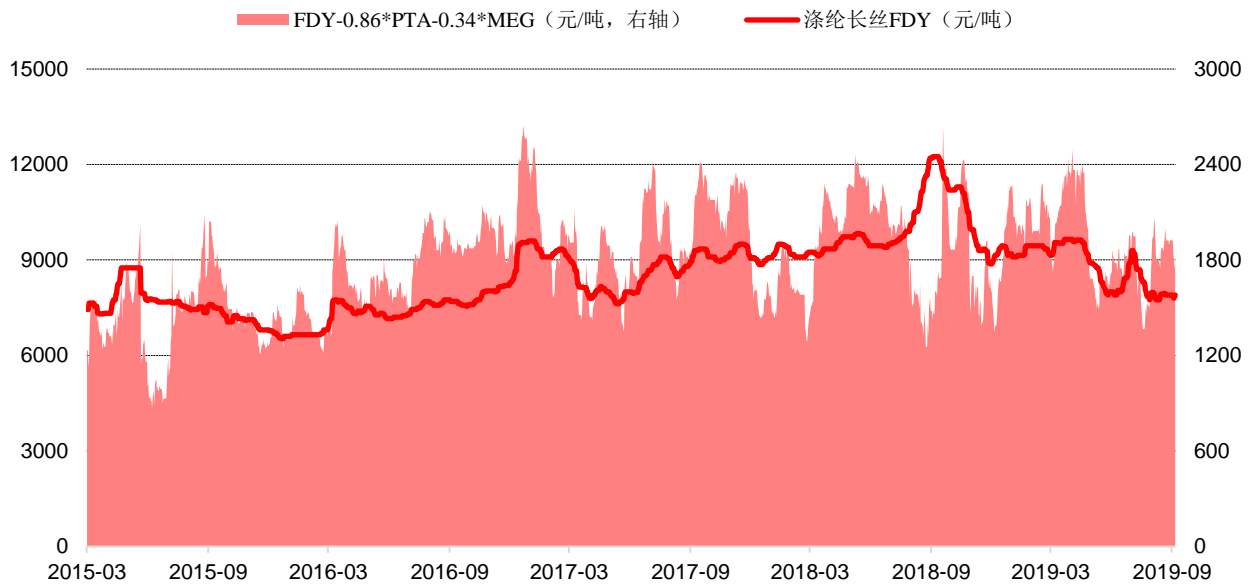
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表5: POY 价格及价差变动



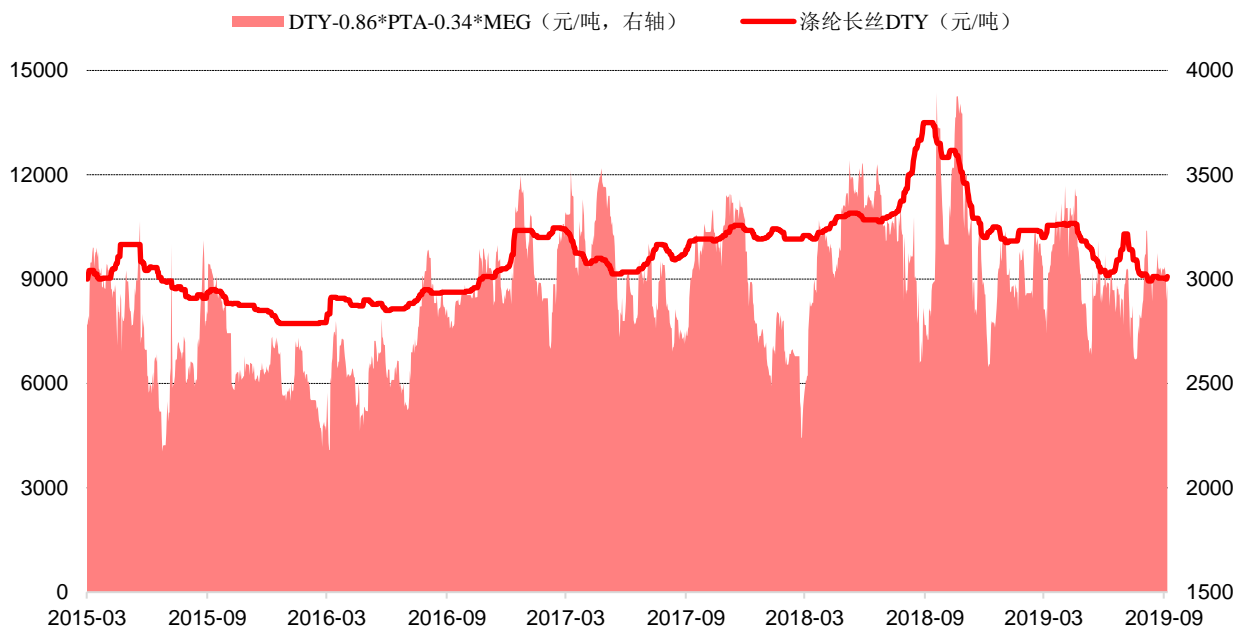
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表6: FDY 价格及价差变动



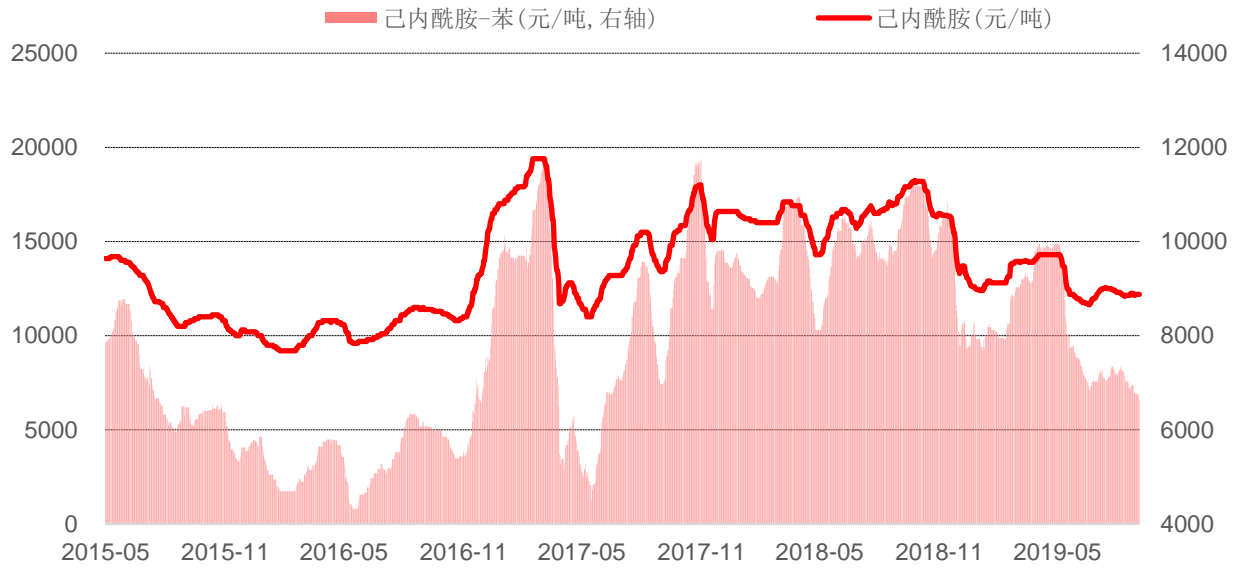
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表7: DTY 价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表8: 己内酰胺价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**邓胜:** CFA, 华东理工大学材料学博士,《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余篇, 4 年化工行研经验, 曾任职于浙商证券研究所, 2018 年 1 月加入中信建投化工组。

**郑勇:** 化工行业首席分析师, 北京大学地质专业硕士、经济学双学位, 2 年壳牌石油工作经验, 3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名, 2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859