

## 文莱一期项目全面投产, 公司未来成长可期

### 投资要点

- **事件:** 11月3日公司公告, 在文莱大摩拉岛投建的“PMB 石油化工项目”即文莱一期项目投料试车一次成功, 实现全流程打通和全面投产, 顺利产出汽油、柴油、航空煤油、PX、苯等产品, 所有生产产品合格。
- **文莱一期项目全面投产, 实现全产业链一体化布局。** 公司文莱一期项目具备 800 万吨/年的原油加工能力, 以及 150 万吨/年 PX、50 万吨/年苯、553 万吨/年成品油(262 万吨/年汽油、174 万吨/年柴油、117 万吨/年航空煤油)的生产能力。项目于 2017 年 3 月开工建设; 2019 年 3 月完成公用工程交工; 7 月完成项目主装置的全面交工, 并于当月所有装置转入全面联动试车阶段; 9 月 6 日常减压装置产出合格中间产品; 目前项目生产运行稳定, 有望在较短时间内将负荷持续提升满产。公司文莱一期项目的全面投产, 实现公司“一滴油, 两根丝”的战略目标, 率先在行业内打通从“原油炼化到涤纶双链”的全产业链一体化发展模式。同时公司未来还计划投建文莱二期 1400 万吨/年炼化项目, 配套 200 万吨/年 PX 和 150 万吨/年乙烯产能, 公司快速发展指日可待。
- **文莱项目优势明显, 公司利润再上新台阶。** 与国内炼厂相比, 文莱项目优势显著: (1) 税收方面: 文莱项目位于东盟自贸区, 免进出口关税和增值税, 11 年免企业所得税且最长可延长至 24 年; (2) 经营方面: 无需原油进口配额, 具有天然区位优势, 靠近原油产地, 降低物流成本; 不存在国内成品油出口配额管制的销售渠道问题, 30% 的成品油直接在文莱销售, 其余在东南亚地区销售; (3) 公用工程成本方面: 文莱电价和蒸汽价格分别为 0.05 美元/度和 17.5 美元/吨, 国内分别 0.12 美元/度和 29.4 美元/吨; (4) 公司可通过新交所锁定合理炼厂价差, 稳定炼油利润; 同时文莱项目属于美元资产, 与人民币资产实现对冲有利于资产平衡。
- **公司发展“双轮”驱动, 产能扩张潜力巨大。** 目前公司参控股 PTA 产能 1350 万吨/年, 具备聚酯长丝产能 510 万吨/年, 聚酯短纤产能 80 万吨/年, 聚酯瓶片产能 150 万吨/年, 参控股聚酯产能占全国聚酯总产能约 18%; 参股己内酰胺产能达到 40 万吨/年, 市占率达到 10%。公司海宁新材料和逸鹏二期第二阶段项目仍在建设中; 公司 9 月份公告参股子公司逸盛新材料拟投资 67.3 亿元新建 600 万吨/年 PTA 项目; 此外集团计划投资约 220 亿元在广西钦州建设年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化及配套工程项目。公司将进一步实现以“原油—PX—PTA—涤纶”和“原油—苯—环己酮—己内酰胺”为主线的“双轮”驱动发展战略, 巩固并提升公司行业龙头地位。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.08 元、1.53 元、1.60 元, 对应 PE 分别为 13X、9X、9X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料原油价格大幅上涨; PTA 检修进度不及预期, 或价格大幅下滑; 行业竞争加剧; 公司产品开工率大幅下滑的风险; 海外经营风险等。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	84947.69	100683.50	131727.88	149626.87
增长率	32.14%	18.52%	30.83%	13.59%
归属母公司净利润(百万元)	1962.05	3072.05	4355.89	4551.43
增长率	20.97%	56.57%	41.79%	4.49%
每股收益 EPS(元)	0.69	1.08	1.53	1.60
净资产收益率 ROE	10.08%	14.62%	18.14%	16.74%
PE	21	13	9	9
PB	2.31	2.02	1.71	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

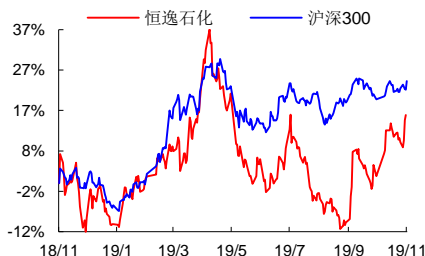
分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 0755-23614278  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春  
执业证号: S1250519080005  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪  
电话: 010-58251919  
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	28.42
流通 A 股(亿股)	22.83
52 周内股价区间(元)	11.1-17.46
总市值(亿元)	412.05
总资产(亿元)	766.62
每股净资产(元)	7.83

### 相关研究

1. 恒逸石化(000703): 业绩基本符合预期, 文莱项目投产在即未来可期 (2019-08-23)
2. 恒逸石化(000703): “PTA-聚酯”龙头企业, 产业链布局成效显著 (2019-05-08)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	84947.69	100683.50	131727.88	149626.87	净利润	2243.42	3728.06	5516.67	5935.76
营业成本	81625.09	95988.51	124633.14	141678.11	折旧与摊销	1011.11	1394.47	1394.47	1394.47
营业税金及附加	104.97	123.96	162.47	184.38	财务费用	745.74	906.15	1185.55	1346.64
销售费用	317.69	334.60	456.06	511.11	资产减值损失	125.41	0.00	0.00	0.00
管理费用	501.18	800.33	884.69	1025.69	经营营运资本变动	1385.41	-1207.00	625.92	177.12
财务费用	745.74	906.15	1185.55	1346.64	其他	-3836.50	-1640.08	-1768.46	-1761.75
资产减值损失	125.41	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1674.59</b>	<b>3181.60</b>	<b>6954.14</b>	<b>7092.24</b>
投资收益	1095.81	1556.27	1683.10	1763.91	资本支出	-16014.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	107.70	21.99	25.55	38.05	其他	3580.20	1580.56	1708.65	1801.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-12434.13</b>	<b>1580.56</b>	<b>1708.65</b>	<b>1801.96</b>
<b>营业利润</b>	<b>2604.54</b>	<b>4108.21</b>	<b>6114.61</b>	<b>6682.90</b>	短期借款	3707.06	-1320.15	-3773.39	-4901.49
其他非经营损益	15.07	46.89	30.52	33.40	长期借款	9110.29	15.00	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	<b>2619.61</b>	<b>4155.10</b>	<b>6145.13</b>	<b>6716.31</b>	股权融资	3661.39	0.00	0.00	0.00
所得税	376.19	427.04	628.46	780.54	支付股利	-419.68	-392.41	-614.41	-871.18
净利润	2243.42	3728.06	5516.67	5935.76	其他	-2488.95	-2010.40	-1185.55	-1346.64
少数股东损益	281.37	656.02	1160.79	1384.34	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>13570.11</b>	<b>-3707.97</b>	<b>-5558.35</b>	<b>-7104.31</b>
归属母公司股东净利润	1962.05	3072.05	4355.89	4551.43	<b>现金流量净额</b>	<b>3017.65</b>	<b>1054.20</b>	<b>3104.44</b>	<b>1789.90</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9014.15	10068.35	13172.79	14962.69	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3397.85	5517.49	6579.64	7458.86	销售收入增长率	32.14%	18.52%	30.83%	13.59%
存货	2757.78	3622.89	4502.15	5164.28	营业利润增长率	33.55%	57.73%	48.84%	9.29%
其他流动资产	1354.25	1579.61	2028.75	2287.71	净利润增长率	21.66%	66.18%	47.98%	7.60%
长期股权投资	7814.09	7814.09	7814.09	7814.09	EBITDA 增长率	40.67%	46.94%	35.67%	8.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	28334.71	27034.08	25733.46	24432.83	毛利率	3.91%	4.66%	5.39%	5.31%
无形资产和开发支出	1228.09	1135.87	1043.65	951.44	三费率	1.84%	2.03%	1.92%	1.93%
其他非流动资产	5723.76	5722.14	5720.52	5718.89	净利率	2.64%	3.70%	4.19%	3.97%
<b>资产总计</b>	<b>59624.68</b>	<b>62494.51</b>	<b>66595.04</b>	<b>68790.78</b>	ROE	10.08%	14.62%	18.14%	16.74%
短期借款	13722.54	12402.39	8629.00	3727.51	ROA	3.76%	5.97%	8.28%	8.63%
应付和预收款项	8589.43	10451.11	13239.98	15157.77	ROIC	10.57%	12.49%	17.57%	18.69%
长期借款	9467.64	9482.64	9497.64	9512.64	EBITDA/销售收入	5.13%	6.37%	6.60%	6.30%
其他负债	5578.34	4656.07	4823.86	4923.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>37357.95</b>	<b>36992.21</b>	<b>36190.48</b>	<b>33321.63</b>	总资产周转率	1.83	1.65	2.04	2.21
股本	2627.96	2841.73	2841.73	2841.73	固定资产周转率	8.60	8.88	13.13	17.13
资本公积	7269.54	7055.77	7055.77	7055.77	应收账款周转率	65.30	63.40	64.17	60.92
留存收益	7930.07	10609.71	14351.19	18031.43	存货周转率	33.98	29.24	30.44	29.18
归属母公司股东权益	17801.88	20381.44	24122.91	27803.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.21%	—	—	—
少数股东权益	4464.85	5120.86	6281.65	7665.99	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>22266.73</b>	<b>25502.30</b>	<b>30404.56</b>	<b>35469.15</b>	资产负债率	62.66%	59.19%	54.34%	48.44%
负债和股东权益合计	59624.68	62494.51	66595.04	68790.78	带息债务/总负债	70.07%	67.24%	58.34%	48.70%
					流动比率	0.69	0.89	1.16	1.52
					速动比率	0.58	0.73	0.96	1.25
					股利支付率	21.39%	12.77%	14.11%	19.14%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.69	1.08	1.53	1.60
					每股净资产	6.26	7.17	8.49	9.78
					每股经营现金	0.59	1.12	2.45	2.50
					每股股利	0.15	0.14	0.22	0.31
业绩和估值指标									
EBITDA	4361.40	6408.83	8694.63	9424.01					
PE	21.00	13.41	9.46	9.05					
PB	2.31	2.02	1.71	1.48					
PS	0.49	0.41	0.31	0.28					
EV/EBITDA	11.57	7.83	4.98	3.89					
股息率	1.02%	0.95%	1.49%	2.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn