

嘉兴 PTA 二期进入试生产，产业链一体化稳步推进

公司点评

◆ 事件:

12月27日公司公告，“嘉兴石化年产200万吨PTA项目”进入试生产阶段，届时公司PTA自给率将由65%提升至100%，实现完全自给。

◆ 从部分自给实现完全自给，产业链一体化稳步推进:

公司目前涤纶长丝产能460万吨，配套原料PTA产能约170万吨，仅实现部分自给，PTA仍需外采。而随着嘉兴年产200万吨PTA项目建成投产，将进一步保障公司原料供应、节省运输成本，实现PTA原料完全自给，自给率将从65%提升至100%，产业链一体化稳步推进。

◆ PTA 供需改善，盈利有望迎来修复:

受益下游聚酯需求旺盛，PTA产能过剩已大有改观，目前实际产能开工率90%以上，库存方面从9月份154万吨下滑至最新123万吨。由于装置集中检修，12月以来PTA-PX平均价差扩大至1786元/吨(17年平均1398元/吨)，盈利大幅改善。未来对于PTA装置重启，我们认为不必过于担心：1)除17年翔鹭、华彬等重启装置外，剩余装置规模普遍不大，未来重启概率极低；2)重启装置不稳定，低于预期是大概率事件，华彬装置现仍在调试。而考虑到18年几乎没有新增产能(17年也仅公司200万吨新装置)，而聚酯需求增速预计7%，PTA行业有望迎来盈利修复。

◆ 进军民营炼化领域，打造全产业链布局:

公司通过参股浙石化炼化一体化项目(20%)，进军民营大炼化领域，未来将打造“PX-PTA-聚酯-涤纶”全产业链。浙石化一期项目包括2000万吨炼油能力、520万吨芳烃(400万吨PX)和140万吨乙烯，预计2019年投产，届时公司PX原料将部分自给，实现全产业链布局，同时盈利水平有望大幅提升，一期盈利中枢约80亿，公司业绩有望增加16亿。

◆ **投资建议:** 预计公司17-19年EPS分别为1.29、1.69和2.11元。随着嘉兴二期项目稳定投产，公司实现PTA原料完全自给，同时PTA供需逐步改善，行业盈利有望迎来修复，另外公司参股浙石化项目，未来将贡献可观利润，给予“强烈推荐”评级。

◆ **风险提示:** 原油价格大幅下滑；PTA装置大规模重启；炼化项目进展慢

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21754	25,582	32,516	37,464	46,490
增长率(%)	-13.3	17.6	27.1	15.2	24.1
净利润(百万元)	115.2	1,132	1,677	2,194	2,747
增长率(%)	3.0	882.7	48.1	30.8	25.2
毛利率(%)	5.3	8.8	9.6	10.6	10.4
净利率(%)	0.5	4.4	5.2	5.9	5.9
ROE(%)	1.7	10.4	12.7	14.6	15.7
EPS(摊薄/元)	0.09	0.87	1.29	1.69	2.11
P/E(倍)	235.87	24.0	16.2	12.4	9.9
P/B(倍)	3.91	2.5	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

强烈推荐 (调高评级)

分析师

程磊 (执业证书编号: S0280517080001)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

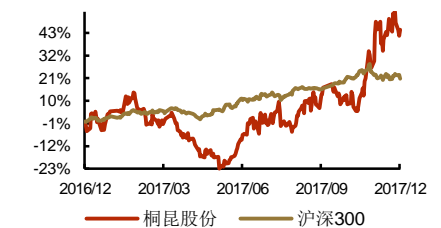
联系人

周峰春

zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据	时间 2017.12.27
收盘价(元):	21.31
总股本(亿股):	13.01
总市值(亿元):	277.32
一年最低/最高(元):	11.4/23.36
近3月换手率:	122.44%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.14	27.18	26.62
绝对	14.69	31.62	46.97

相关研报

业绩符合预期，涤纶长丝维持高景气运行
2017-10-31

继续看好下半年涤纶长丝景气提升
2017-08-29

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5253	7468	9470	10875	14062	营业收入	21754	25582	32516	37464	46490
现金	1418	1700	4022	4866	6656	营业成本	20605	23326	29405	33502	41633
应收账款	170	622	245	754	486	营业税金及附加	13	62	65	75	93
其他应收款	94	69	94	94	139	营业费用	74	91	107	124	153
预付账款	145	234	633	366	874	管理费用	668	592	683	787	976
存货	2097	2088	2436	2718	3687	财务费用	297	181	209	263	223
其他流动资产	1329	2754	2040	2077	2221	资产减值损失	3	26	-14	0	0
非流动资产	9852	11533	16375	16836	17629	公允价值变动收益	5	-6	3	3	3
长期投资	10	38	2697	2697	2697	投资净收益	-46	58	30	30	30
固定资产	8075	8911	9782	10463	11058	营业利润	53	1355	2095	2747	3445
无形资产	491	538	670	685	703	营业外收入	171	86	28	28	28
其他非流动资产	1277	2045	3226	2992	3170	营业外支出	72	36	7	7	7
资产总计	15105	19001	25844	27711	31691	利润总额	151	1404	2116	2768	3466
流动负债	6698	6502	11024	11340	13188	所得税	31	262	423	554	693
短期借款	3797	1856	5237	5237	5237	净利润	120	1143	1693	2214	2772
应付账款	1502	1575	1884	2057	2841	少数股东损益	5	11	16	20	26
其他流动负债	1399	3071	3902	4046	5110	归属母公司净利润	115	1132	1677	2194	2747
非流动负债	1427	1480	1454	1155	879	EBITDA	1363	2589	3105	3940	4721
长期借款	1385	1437	1412	1112	836	EPS (元)	0.09	0.87	1.29	1.69	2.11
其他非流动负债	41	42	42	42	42						
负债合计	8125	7982	12478	12495	14067	主要财务比率					
少数股东权益	35	43	59	79	105		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	964	1232	1301	1301	1301	成长能力					
资本公积	2827	5519	6449	6449	6449	营业收入(%)	(13.3)	17.6	27.1	15.2	24.1
留存收益	3156	4226	5403	6943	8871	营业利润(%)	(47.7)	2474.1	54.6	31.1	25.4
归属母公司股东权益	6945	10975	13307	15137	17519	归属于母公司净利润(%)	3.0	882.7	48.1	30.8	25.2
负债和股东权益	15105	19001	25844	27711	31691	获利能力					
						毛利率(%)	5.3	8.8	9.6	10.6	10.4
						净利率(%)	0.5	4.4	5.2	5.9	5.9
						ROE(%)	1.7	10.4	12.7	14.6	15.7
						ROIC(%)	2.8	8.9	9.0	10.9	12.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	53.8	42.0	48.3	45.1	44.4
						净负债比率(%)	55.7	14.5	22.3	12.2	-1.1
						流动比率	0.8	1.1	0.9	1.0	1.1
						速动比率	0.5	0.8	0.6	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.6
						应收账款周转率	115.5	64.6	75.0	75.0	75.0
						应付账款周转率	12.0	15.2	17.0	17.0	17.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.09	0.87	1.29	1.69	2.11
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.72	2.91	2.41	3.43
						每股净资产(最新摊薄)	5.34	8.43	10.23	11.63	13.46
						估值比率					
						P/E	235.87	24.00	16.20	12.38	9.89
						P/B	3.91	2.48	2.04	1.80	1.55
						EV/EBITDA	22.85	11.1	9.7	7.4	5.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>