

# 归母净利润三季度环比增长 9.8%， 文莱炼化项目贡献业绩在即

## 事件

10月17日，公司发布2019年三季报，报告期内公告实现营业收入622.05亿元，同比增长2.26%；实现归属于上市公司股东的净利润22.14亿元，同比增长0.41%，调整后同比减少9.3%。其中，Q1、Q2、Q3公司分别实现营业收入209.76亿元、207.54亿元、204.75亿元，同比分别为+33.21%、-13.65%、-2.72%；分别实现归属于上市公司股东的净利润4.23亿元、8.53亿元、9.37亿元，同比分别为-39.74%、+113.78%、-15.13%，三季度环比二季度增长9.8%。前三季度实现经营性现金流20.89亿元，同比增长25.39%。

## 简评

**三季度聚酯业绩发力，助推季度业绩环比正增长：**2019年第三季度PTA市场均价为5533元/吨，同比下跌27%，PTA价差为1062元/吨，同比下跌282元/吨，价差环比下降227元/吨。2019年第三季度POY、FDY、DTY市场均价分别为7951元/吨、8107元/吨、9300元/吨，同比-26.6%、-25.4%、-23.7%；POY、FDY、DTY价差分别为1626元/吨、1782元/吨、2974元/吨，同比+204元/吨、-106元/吨、-47元/吨。三季度公司聚酯端利润环比回升，展现公司管理层在前几年通过外延并购和自建加大力度布局聚酯（主要是长丝）产品的高瞻远瞩，长丝产品也由量变到质变，成为贡献公司业绩增长的重要力量。目前来看，四季度预期原油价格处于低位，中美贸易摩擦缓和，在产品价格下滑风险已基本释放完毕，同时公司文莱项目开始贡献业绩盈利的情况下，公司盈利增长空间大。

**9月文莱一期800万吨炼化项目正式投产，11月有望全面投产打通全流程：**恒逸文莱炼化项目一期800万吨炼化装置于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7日正式产出合格产品，预计PX将于10月底以8-9成负荷生产，11月初满负荷生产，炼化项目将对四季度利润作出较大贡献。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

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10月21日

当前股价：14.0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
	8.53/10.8	7.03/6.56	3.25/-11.95
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)			397.84
流通市值(亿元)			319.57
近3月日均成交量(万)			1,107.5
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**

- 19.09.09 【中信建投石油化工】恒逸石化(000703):文莱一期800万吨炼化项目正式投产，涤锦双链齐飞在即
- 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业绩超预期，文莱炼化有望下半年投产

源，原油采购方面一方面利用文莱本地石油，另外从中东直接采购，相对东北亚在运距运费上优势突出。此外利用新加坡金融市场实现原油-成品油的套期保值，提前锁定利润，确保公司业绩的稳定性。项目位于东盟自由贸易区，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，相对国内企业税收优势突出。

**践行“新建+并购整合”产业发展模式，扩产产能优势进一步凸显。**2019 年 4 月，子公司嘉兴逸鹏二期“年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目”第一阶段正式建成投产运作，配套增加 25 万吨差别化功能性精品 FDY 在下半年投产。海宁恒逸新材料有限公司“年产 100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目”也在加快推进，项目总投资 63.6 亿元，定位于数字化智能工厂，有利于提高公司核心竞争力，增强公司盈利水平，完全投产后将进一步增加公司的长丝产能，完善公司“PX-PTA-聚酯”产业链一体化布局。公司通过全资子公司宿迁逸达竞得江苏翔盛高新材料股份有限公司名下的全部资产，项目总产能 40 万吨/年；同时，公司通过以 8.07 亿元现金支付方式收购控股股东持有的杭州逸曝 100% 股权，项目总产能 85 万吨/年。通过聚酯并购整合及新建工厂，公司聚酯产能已达到 740 万吨/年，进一步丰富了聚酯产品结构，公司化纤龙头地位进一步稳固。8 月，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，己内酰胺有望成为公司新的利润增长点。此外，集团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，EPS1.17 元、1.72 元和 1.96 元，PE12.2X、8.3X 和 7.3X，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**

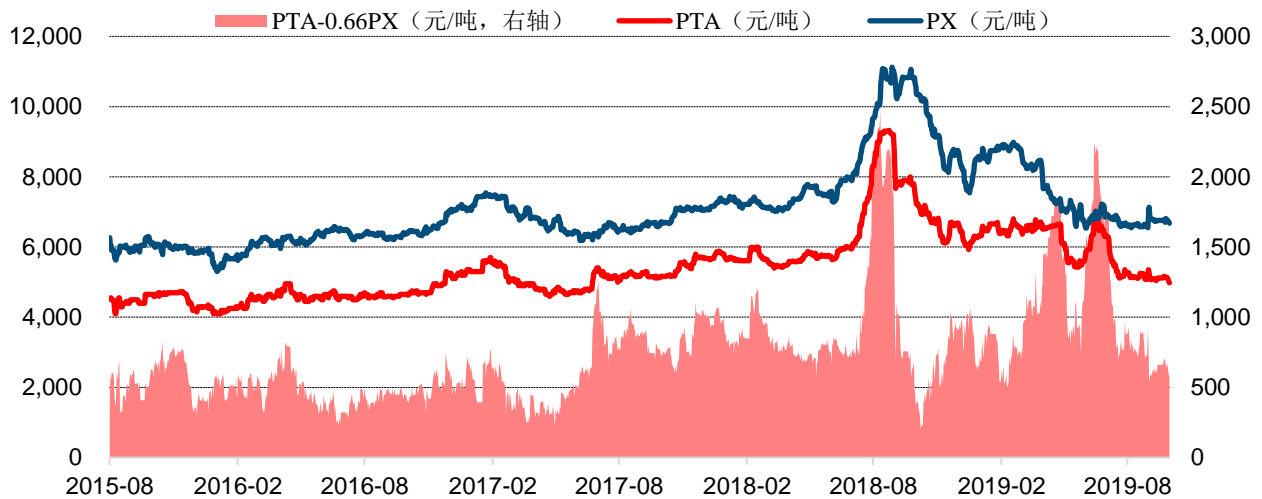
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	64,283.85	84,947.69	105,772.42	147,707.30	153,326.79
主营收入增长率	98.29%	32.14%	24.51%	39.65%	3.80%
EBITDA（百万元）	3,153.90	4,181.48	6,574.95	11,153.78	11,904.13
EBITDA 增长率	43.80%	32.58%	57.24%	69.64%	6.73%
净利润（百万元）	1,621.99	1,962.05	3,333.45	4,888.65	5,560.67
净利润增长率	95.34%	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	12.03	8.20	7.21
P/B	2.72	2.92	2.45	2.24	2.04
EV/EBITDA	12.25	16.76	9.97	5.27	4.44

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**

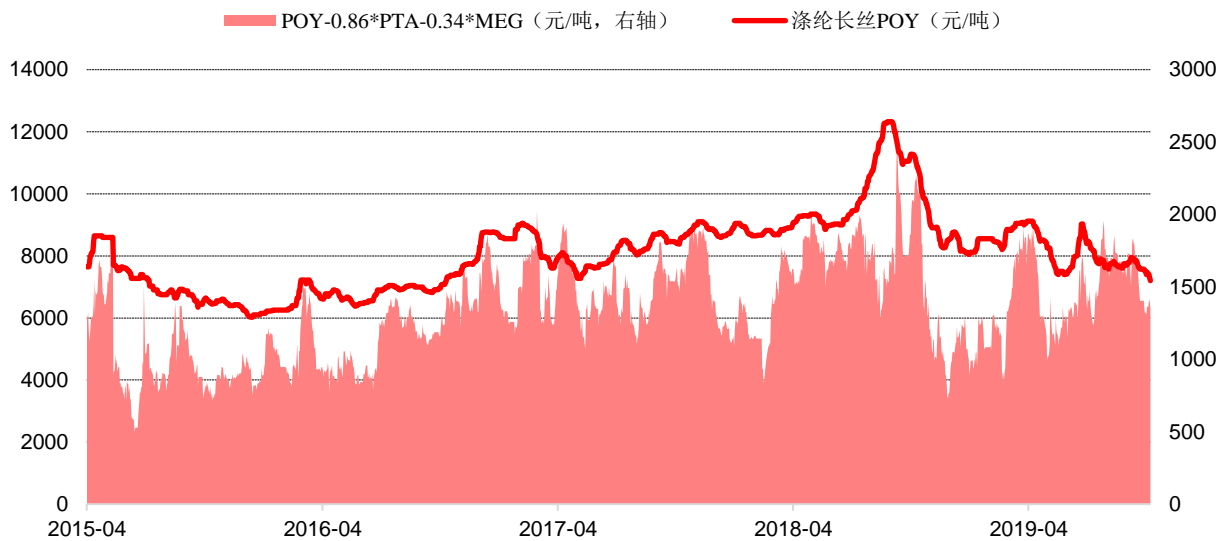
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
石脑油（美元/吨）	501	448	467	579	587	652	671	571	523	543	496
PX（美元/吨）	888	815	824	889	963	984	1,171	1,135	1,078	914	816
PX 价差（元/吨）	3,157	2,982	2,816	2,423	2,832	2,509	4,025	4,614	4,426	3,002	2657
PTA（元/吨）	5,305	4,774	5,163	5,423	5,711	5,664	7,563	6,794	6,455	6,162	5533
PTA 价差（元/吨）	487	369	834	795	886	759	1,343	661	776	1,288	1062
MEG（元/吨）	7,417	6,254	7,308	7,404	7,673	7,435	7,547	6,249	5,086	4,461	4608
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	7951
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	1626
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	8107
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	1782
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	9300
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	2974
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	7.01

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表3：PTA 价格及价差变动**


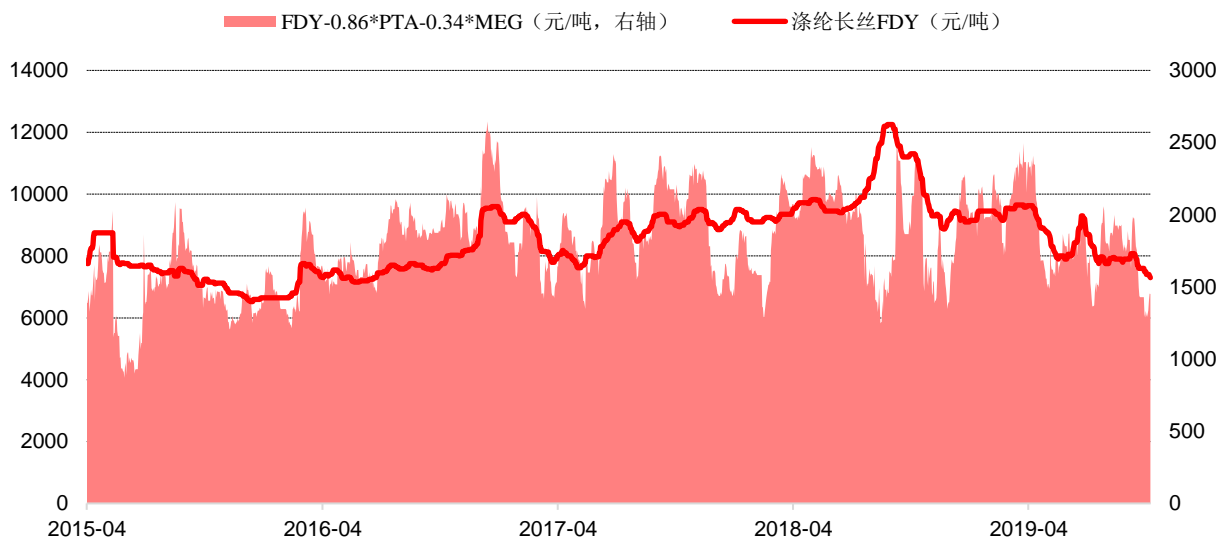
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表4: POY 价格及价差变动



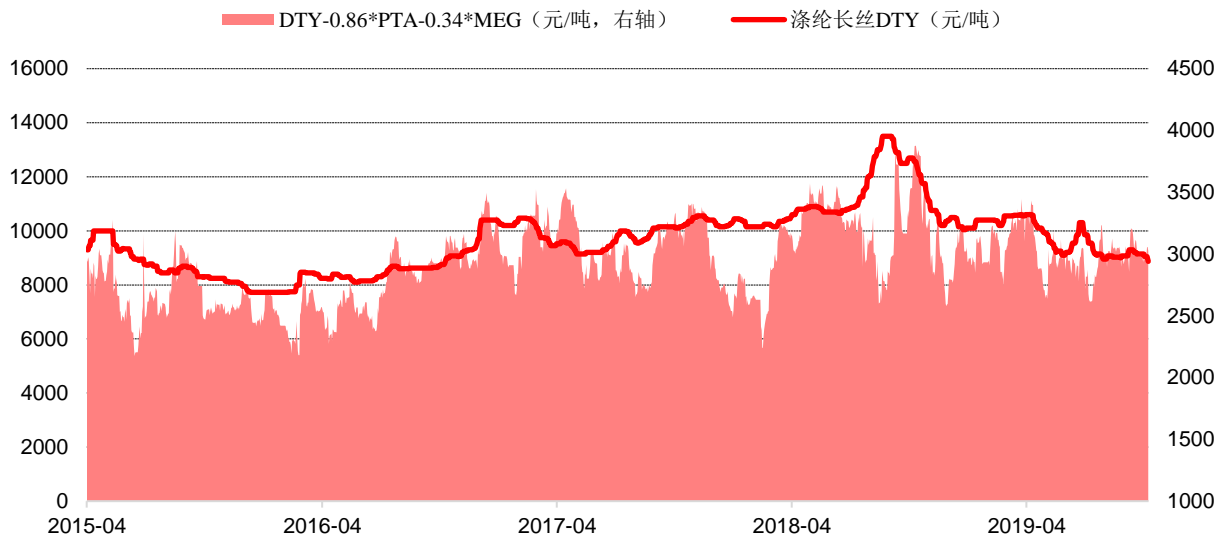
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表5: FDY 价格及价差变动



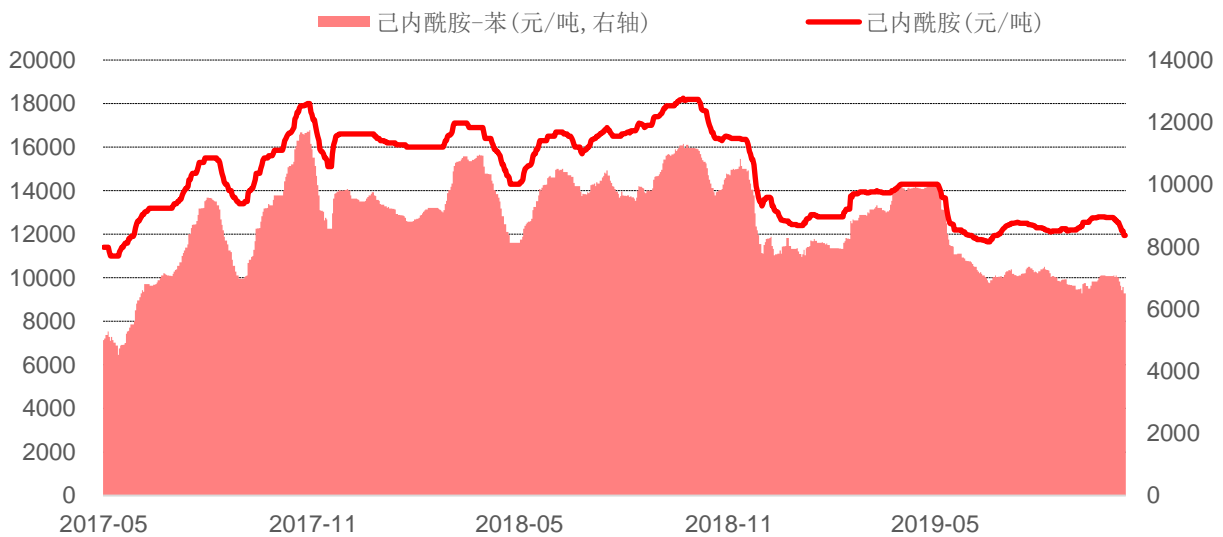
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表6: 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7: 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**：化工行业，材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余，4 年化工行业经验，从产业视角做研究找化工投资机会

**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 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 010-85159274 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

董娟 -85156405 dongjuan@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@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 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 021-68801600 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  
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