恒逸石化（000703）

公司研究/点评报告

长丝毛利率提升、文莱项目投产，净利增 49%

—恒逸石化 2020 年半年报点评

点评报告/石化行业　　2020 年 8 月 31 日

一、事件概述

公司 2020 年 8 月 29 日发布 2020 年半年报，2020 年营收 394 亿元，同比下降 6%，归母净利 19 亿元，同比增长 49%，归母扣非净利 18 亿，同比增长 64%。

二、分析与判断

➢ **长丝毛利率提升及文莱项目投产，净利同比增长 49%。**

公司 2020 年 8 月 29 日发布 2020 年半年报，2020 年营收 394 亿元，同比下降 6%，归母净利 19 亿元，同比增长 49%，归母扣非净利 18 亿，同比增长 64%。文莱项目炼油产品、化工产品销售收入分别为 90.46 亿元、15.42 亿元，与去年同期相比毛利增量贡献达 12 亿。由于中文两国高度支持，该享受最长 24 年税收优惠等政策支持。公司上下游均衡一体化发展的战略以及高端差异化产品在应对行业周期波动的过程中表现了良好的竞争优势，报告期聚酯纤维毛利率 12.72%，较去年显著提升 3.65 个百分点。

➢ **产业链一体化优势和规模优势打造公司牢固护城河。**

公司是全球领先的炼化化纤一体化企业，原油加工能力 800 万吨/年，已披露拟新增 1400 万吨/年；参控股 PTA 产能 1350 万吨/年，已投拟新增 600 万吨/年； CPL 产能 40 万吨/年；聚酯纤维产能 635 万吨/年；聚酯瓶片产能 150 万吨/年，已投拟新增 50 万吨/年。

产业链一体化优势：公司一体化产业链上、中、下游原料自给自足，增强抵御经营波动风险的能力。文莱炼化二期项目建成投产后，将新增“乙烯-丙烯-聚丙烯”产业链，有利于提升文莱炼化一体化项目集约化、规模化和一体化水平。

规模优势：公司参控股 PTA 产能占 2019 年全国有效产能的 28%，参控股聚酯产能占 2019 年全国聚酯有效产能 13%。规模优势促进了生产装置运行及产品质量的稳定性、生产效率的提高，并极大地降低了单位投资成本及单位能耗，产品单位制造成本在同行业中具有显著优势；同时规模化采购让公司具备较强的议价能力，获得优势价格节省采购成本。

➢ **公司持续受益聚酯产业链集中度提升和产业链利润下移**

据公司公告，国内 PX 产能占全球份额从 2018 年底的 27.4%提升至 2019 年底的 36.7%，预计 2020 年国内 PX 进口依存度将大幅降低。PTA 在 2020 年将会有一轮集中的产能释放，预计新增产能 1100 万吨。2020 年 PTA 的产量增速将超过聚酯， PTA 将进入供应宽松格局。聚酯纤维自 2017 年开始产能增速即稳步下降，预计在 2020 年产量增速将滑落到 5%左右。我们判断随着上游原材料供给宽松，产业链的利润将向下游聚酯转移。涤纶长丝从 2011 年至 2019 年行业集中度 CR6 占有率从 32%提升至 46%。未来行业内主要新增产能均来自于上市公司，公司等领企业未来将持续受益集中度提升。

➢ **文莱项目将成为新的业绩增长点**

据公司公告，东南亚成品油市场缺口较大。东南亚炼油能力约 3 亿吨，成品油产能约 1.8 亿吨，产量约 1.4 亿吨，缺口约 10700 万吨。东南亚人口约 6.41 亿，成品油需求增长潜力大。随着文莱二期 1400 万吨/年的陆续投产，公司业绩有望快速增长。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.60 元、1.94 元、2.28 元，对应 PE 分别为 7.2 倍、5.9 倍、5.1 倍。当前水泥行业可比公司平均估值为 18 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

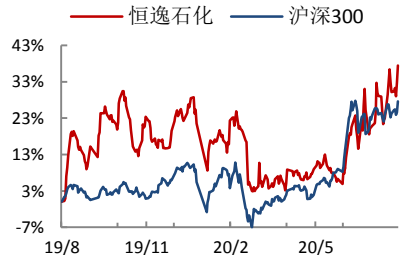
聚酯和 PTA 产品价格下滑：新产能投放速度放缓。

推 荐　维持评级

当前价格： 11.55

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低(元)	14.99/8.77
总股本（百万股）	3681.65
流通股本（百万股）	3315.24
流通股比例（%）	90%
总市值（亿元）	425.23
流通市值（亿元）	382.91

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：　S0100516120001

电话：　0755-22662010

邮箱：　yangkan@mszq.com

相关研究

1,《恒逸石化（000703）19 年年报点评报告：毛利率提升及文莱项目投产，净利同比增 71%》20200428

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	79,621	85,830	93,853	102,088
增长率（%）	-6.3%	7.8%	9.3%	8.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,201	4,546	5,520	6,484
增长率（%）	63.2%	42.0%	21.4%	17.5%
每股收益（元）	1.13	1.60	1.94	2.28
PE（现价）	10.2	7.2	5.9	5.1
PB	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	79,621	85,830	93,853	102,088
营业成本	73,995	77,319	83,804	90,683
营业税金及附加	185	200	218	237
销售费用	456	491	537	584
管理费用	583	629	688	748
研发费用	493	531	581	632
EBIT	3,909	6,660	8,026	9,203
财务费用	1,012	1,283	1,179	891
资产减值损失	(20)	0	0	0
投资收益	1,505	1,505	1,505	1,505
营业利润	4,789	7,114	8,639	10,149
营业外收支	(18)	0	0	0
利润总额	4,771	7,114	8,639	10,149
所得税	750	1,119	1,359	1,596
净利润	4,021	5,995	7,280	8,553
归属于母公司净利润	3,201	4,546	5,520	6,484
EBITDA	5,409	10,097	11,242	12,206

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7440	7425	14026	21969
应收账款及票据	6618	4297	5055	6365
预付款项	639	952	874	948
存货	9153	3424	10188	4523
其他流动资产	1594	1594	1594	1594
流动资产合计	26853	17887	33287	35812
长期股权投资	9260	10765	12270	13774
固定资产	38776	38776	38776	38776
无形资产	1558	1856	2339	2734
非流动资产合计	58378	57038	55881	50593
资产合计	85231	74924	89169	86405
短期借款	23324	11603	18785	7699
应付账款及票据	11909	8878	10333	12063
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	38232	23430	32216	23039
长期借款	12733	12733	12733	12733
其他长期负债	4318	4318	4318	4318
非流动负债合计	17935	17935	17935	17935
负债合计	56167	41365	50151	40974
股本	2842	2842	2842	2842
少数股东权益	5810	7260	9021	11089
股东权益合计	29063	33559	39018	45431
负债和股东权益合计	85231	74924	89169	86405

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-6.3%	7.8%	9.3%	8.8%
EBIT 增长率	84.4%	70.4%	20.5%	14.7%
净利润增长率	63.2%	42.0%	21.4%	17.5%
盈利能力				
毛利率	7.1%	9.9%	10.7%	11.2%
净利润率	4.0%	5.3%	5.9%	6.4%
总资产收益率 ROA	3.8%	6.1%	6.2%	7.5%
净资产收益率 ROE	13.8%	17.3%	18.4%	18.9%
偿债能力				
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.6
速动比率	0.5	0.6	0.7	1.4
现金比率	0.2	0.3	0.4	1.0
资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	16.4	9.1	10.3	11.9
存货周转天数	29.0	29.0	29.0	29.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2
每股指标（元）				
每股收益	1.1	1.6	1.9	2.3
每股净资产	8.2	9.3	10.6	12.1
每股经营现金流	(0.0)	5.4	1.1	6.6
每股股利	0.4	0.5	0.6	0.8
估值分析				
PE	10.2	7.2	5.9	5.1
PB	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.0	6.1	5.5	3.6
股息收益率	3.5%	4.6%	5.5%	6.5%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,021	5,995	7,280	8,553
折旧和摊销	1,510	3,437	3,217	3,003
营运资金变动	(5,238)	5,872	(7,196)	7,328
经营活动现金流	(132)	15,305	3,198	18,691
资本开支	11,307	591	556	(3,790)
投资	(1,554)	0	0	0
投资活动现金流	(12,489)	(591)	(556)	3,790
股权募资	4,428	0	0	0
债务募资	10,400	(1)	0	0
筹资活动现金流	10,480	(14,729)	3,959	(14,538)
现金净流量	(2,141)	(15)	6,601	7,943

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨　侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。