

证券研究报告
2019年09月06日

【方正化工】恒力石化深度报告之四 从ROE和ROIC角度分析民营炼化的盈利

首席分析师：李永磊 执业证书编号：S1220517110004
联系人：于宏杰

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

一、为什么恒力炼化项目ROE与PB如此之高？

- 据测算，恒力炼化项目ROE为32.4%，PB为3.24（假设PE为10倍）。根据杜邦分析法，原因在于**权益乘数较高（权益乘数=2.78）**，即企业有能力获得大额贷款提升杠杆。根本原因是响应政府号召，顺应时代潮流，公司资质好从而获得了政府及银行的大力支持。

二、恒力炼化项目的实际投资收益率（ROIC）如何？

- 当前恒力炼化项目的ROIC为14.5%，同行业中较好。而在通过测算未来累计经营活动现金流现值与本息还款现值，我们认为恒力炼化项目现金流充足，债务风险较低。

三、民营炼化赚的什么钱

- （1）赚权益乘数的钱：获得低利息，高额度贷款的能力
- （2）赚净利率的钱：产品结构、低运营成本带来的超额利润

➤ 1 为何现在的恒力炼化项目ROE与PB如此之高？

- 1.1 恒力炼化项目时间轴
- 1.2 恒力炼化项目融资情况
- 1.3 恒力炼化项目目前ROE、PB较高
- 1.4 杜邦分析法确定PB高的直接原因是权益乘数较大、净利率高
- 1.5 权益乘数偏大的根本原因

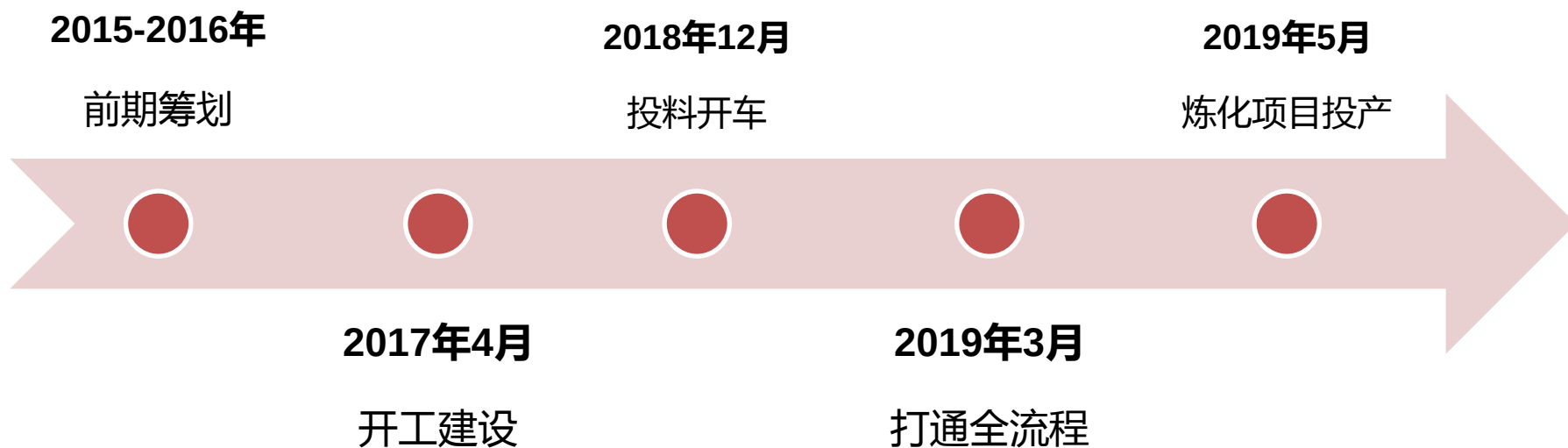
➤ 2 恒力炼化项目的实际投资收益率（ROIC）如何？

- 2.1 用ROIC展现恒力炼化项目真正盈利能力
- 2.2 测算恒力炼化项目现金流
- 2.3 恒力炼化项目现金流充足

➤ 3 盈利预测和风险提示

1.1 恒力炼化项目时间轴

图表1：恒力炼化项目时间轴



资料来源：恒力官网，方正证券研究所

1.2 恒力炼化项目融资情况

- 恒力炼化项目(含乙烯项目)投入资金共计771.8亿人民币，其中炼化项目贷款394亿元，乙烯项目贷款100亿。
- 2018年4月10日，恒力石化与国家开发银行等8家银行组成的银团签署《银团贷款合同》，获得总计价值310亿元人民币、12亿美元的贷款额度。乙烯项目前期由公司垫资，100亿贷款流程还在进行中。
- 前两年先付息，2021年起开始归还本金。

1.3 恒力炼化目前ROE、PB较高

- 根据我们的《化工巨头商业研究之三：油气常青树——埃克森美孚的合并与成长战略解析》以及对中国石化、上海石化的研究，给予恒力炼化项目稳态PE为10倍。
- 根据《恒力石化深度报告之二：全新视角，以概率和价格透析法分析大炼化项目》，恒力炼化项目净利润（含乙烯项目）有80%的概率位于81.4-98.4 亿元区间，中枢为89.9亿元。
- 恒力炼化项目(含乙烯项目)总资产为771.8亿元，贷款494亿元，即净资产为277.8亿元。

图表2：恒力炼化ROE及PB计算

$$\text{ROE} = \frac{\text{净利润}}{\text{净资产}} = 32.4\%$$

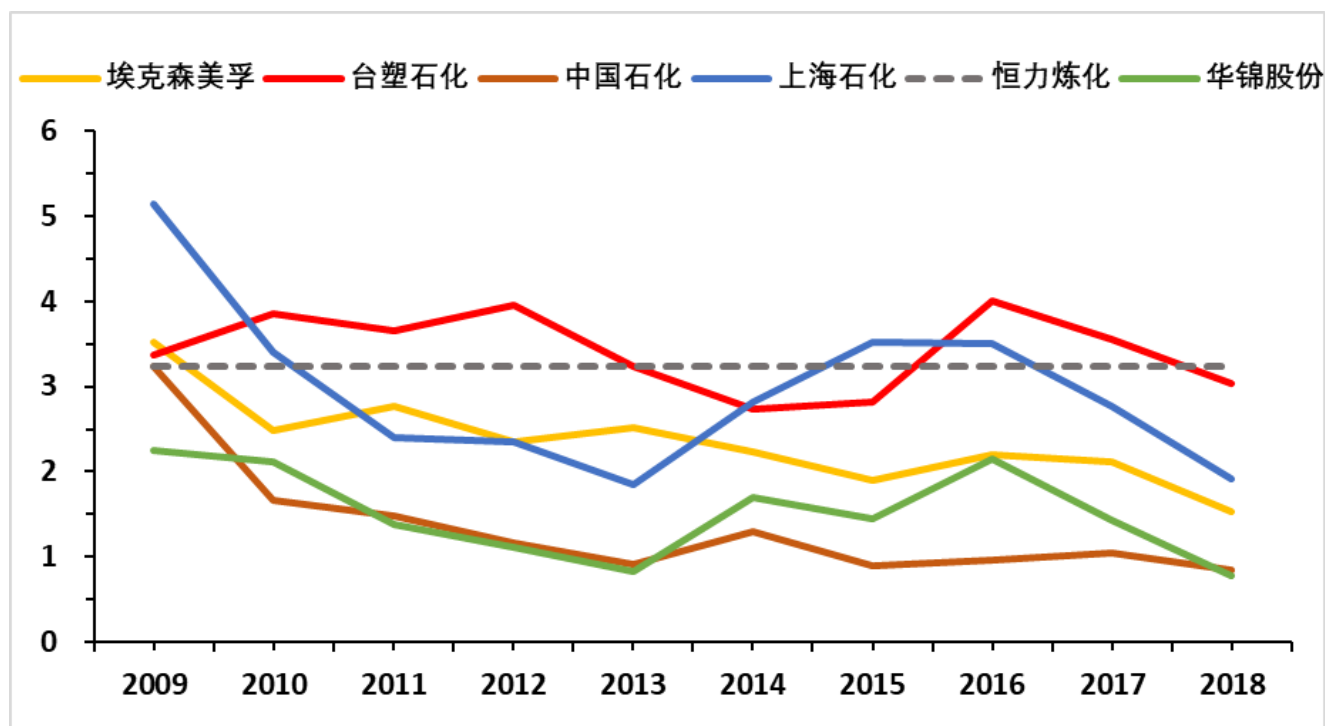
$$\text{PB} = \text{PE} \times \text{ROE} = 3.24$$

资料来源：方正证券研究所

1.3 恒力炼化目前ROE、PB较高

- 相较于2009-2018年PB平均值，中国石化（1.35）、埃克森美孚（2.36）、上海石化（2.97）台塑石化（3.34），恒力炼化项目的PB（3.24）处于较高的位置。

图表3：恒力炼化与同行业公司市净率对比图



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

1.4 杜邦分析法确定PB高的直接原因是权益乘数较大、净利率高

➤ 为何目前PB如此高？

- 根据《恒力石化深度之二》的结论，恒力炼化项目单吨原油加工净利为407-492元/吨，单吨原油加工净利中枢为449.5元/吨，据此测算恒力炼化净利率中枢为8.03%。
- 由资产负债率算得权益乘数为2.78，前面算得ROE为32.4%，由此求得总资产周转率为1.45。相较于2010-2018年总资产周转率平均值，上海石化（2.67）、台塑石化（1.68）、中国石化（1.35）、埃克森美孚（1.01）、华锦股份（1.00）。恒力炼化的总资产周转率处于龙头中游。
- 权益乘数2.78，显著较高，因此我们认为，权益乘数为高PB的直接原因。

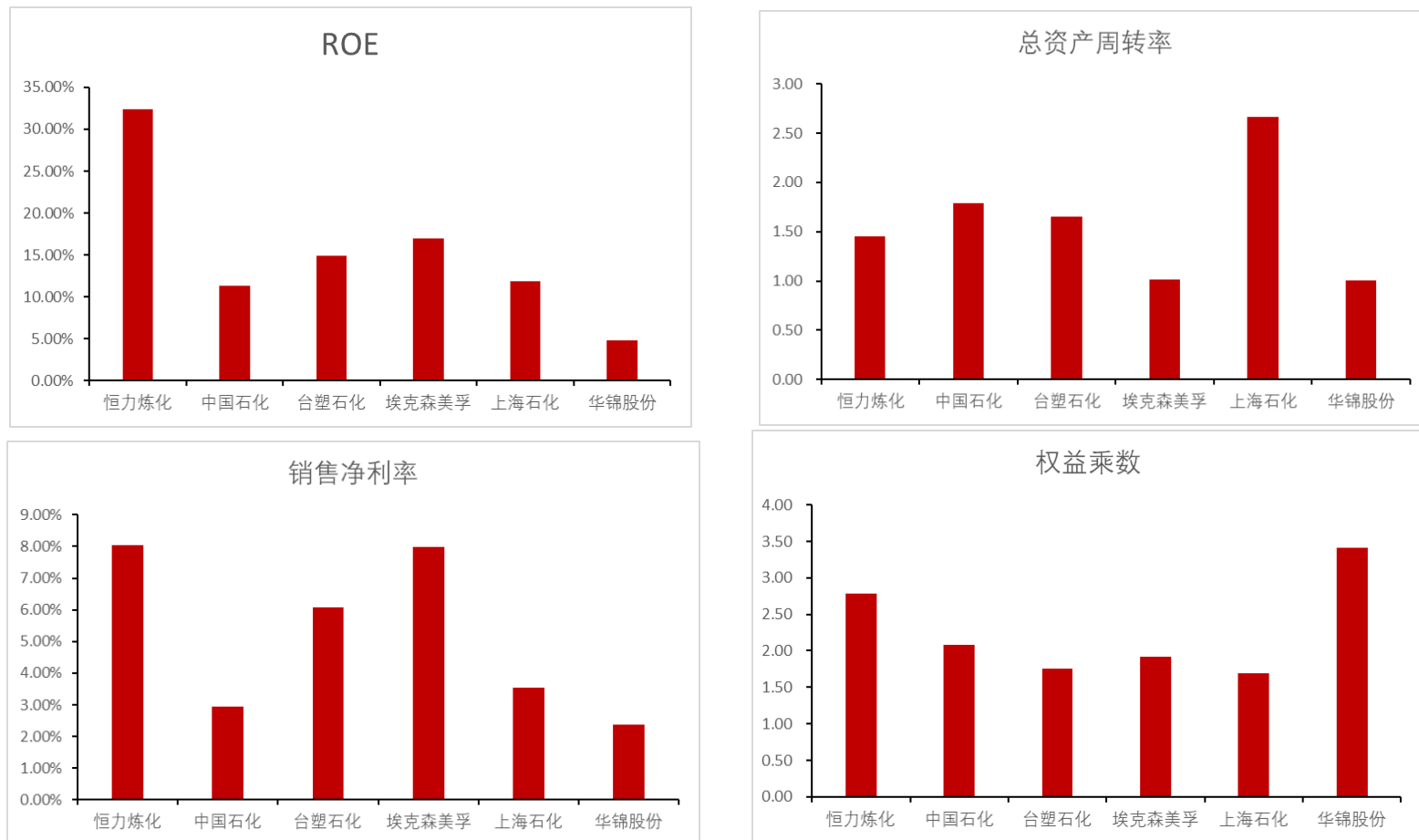
图表4 杜邦分析表(恒力炼化为预测值，其余为09-18年均值)

企业名称	ROE	总资产周转率	权益乘数	销售净利率
恒力炼化	32.40%	1.45	2.78	8.03%
中国石化	11.30%	1.79	2.08	2.95%
台塑石化	14.96%	1.65	1.76	6.07%
埃克森美孚	17.01%	1.01	1.92	7.99%
上海石化	11.90%	2.67	1.69	3.53%
华锦股份	4.80%	1.00	3.41	2.37%

资料来源：Bloomberg，Wind，方正证券研究所

1.4 杜邦分析法确定PB高的直接原因是权益乘数较大、净利率高

图表5：杜邦分析对比(恒力炼化为预测值，其余为09-18年均值)



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

1.5 权益乘数偏大的根本原因

- 恒力炼化项目净利率高的原因为：产品结构优化、经营效率高、经营成本低带来的超额收益
- **权益乘数大即负债比例高，恒力炼化项目的权益乘数达到2.78，远高于同行业其他企业，主要是基于民营炼化具有的超强贷款能力：**

（1）振兴东北老工业基地，受到国务院支持。恒力项目是满足国家规划布局的大型石化项目，是《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》明确支持的重大产业项目，列入国家发改委“推进东北地区老工业基地振兴三年滚动计划重点推进项目”，省委、省政府、市委、市政府多次将恒力项目列入政府工作报告中。

（2）旨在打破PX受制于国外格局，切实满足国内需求。恒力石化2000万吨/年炼化一体化项目是在2014年国务院明确提出“国家规划确定的石化基地炼化一体化项目向社会资本开放”背景下，为解决PX原料严重受制于国外的问题应运而生，得到了李克强总理的亲自过问并推动落地。

（3）紧跟民企发展崛起趋势。在民营大炼化放开的当下，国内炼化行业的原有格局将被打破，新的市场环境下，企业之间的较量将在规模实力、管理模式、生产运营等全方位展开。而民企在竞争中具有体量大、技术水平高、全产业链等优势，将成为炼化市场的鲶鱼。

（4）顺应炼化一体化、精加工发展潮流。受汽车行业低迷影响，汽柴油需求承压，更加清洁高效的高标号成品油逐渐成为市场上的新增长点。在炼油能力过剩的当下，化工原料的低端竞争将被原料深加工所替代，而配置了世界先进技术设备的恒力石化，将在一体化、精加工的潮流中占据一席之地。

➤ 1 为何现在的恒力炼化项目ROE与PB如此之高？

- 1.1 恒力炼化项目时间轴
- 1.2 恒力炼化项目融资情况
- 1.3 恒力炼化项目目前ROE、PB较高
- 1.4 杜邦分析法确定PB高的直接原因是权益乘数较大、净利率高
- 1.5 权益乘数偏大的根本原因

➤ 2 恒力炼化项目的实际投资收益率 (ROIC) 如何？

- 2.1 用ROIC展现恒力炼化项目真正盈利能力
- 2.2 测算恒力炼化项目现金流
- 2.3 恒力炼化项目现金流充足

➤ 3 盈利预测和风险提示

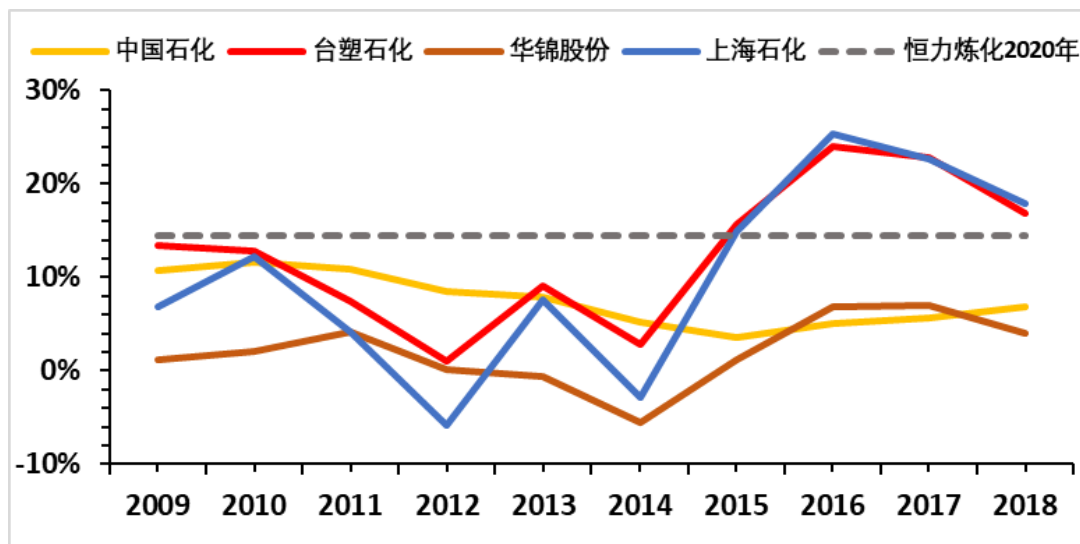
2.1 用ROIC展现恒力炼化项目真正盈利能力

- 恒力炼化项目ROE目前极高，我们试图用ROIC还原其真实盈利能力

$$\text{资本回报率 (ROIC)} = \frac{\text{息前税后利润} - \text{非核心收益}}{(\text{期初全部投入资本} + \text{期末全部投入资本})/2}$$

- 经测算，2020年恒力炼化项目不含息税后利润中枢为89.9亿元，息前税后利润111.74亿元，无非核心收益；期初和期末平均全部投入资本为771.8亿元，**ROIC=14.5%**
- 与同类公司相比，目前恒力炼化的ROIC略高，低于16-18年的上海石化与台塑石化。

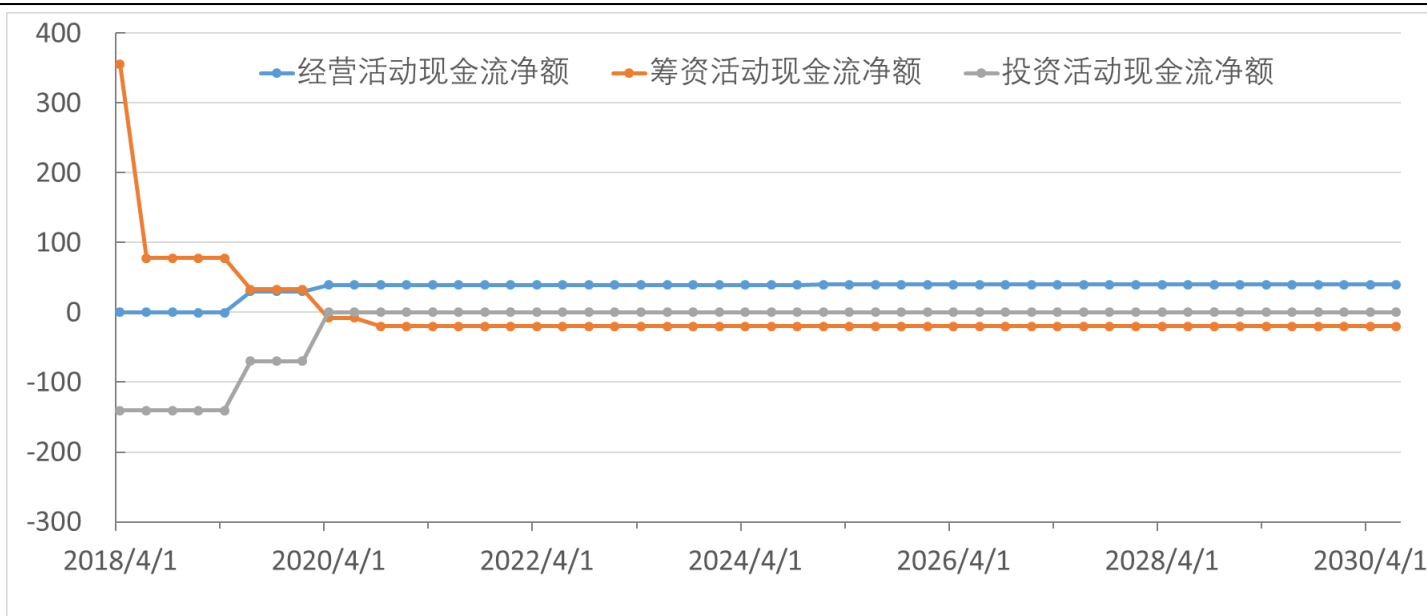
图表6：恒力炼化ROIC（2020年预测）与同行业公司（2009-2018年）对比图



2.2 测算恒力炼化项目现金流量净额

- 我们测算恒力炼化项目未来每季度的经营活动、筹资活动和投资活动产生的现金流量净额。项目稳定运行前筹资和投资活动波动较大，伴随项目顺利运行趋于稳定。

图表7：经营活动、筹资活动和投资活动现金流量净额测算图（亿人民币）



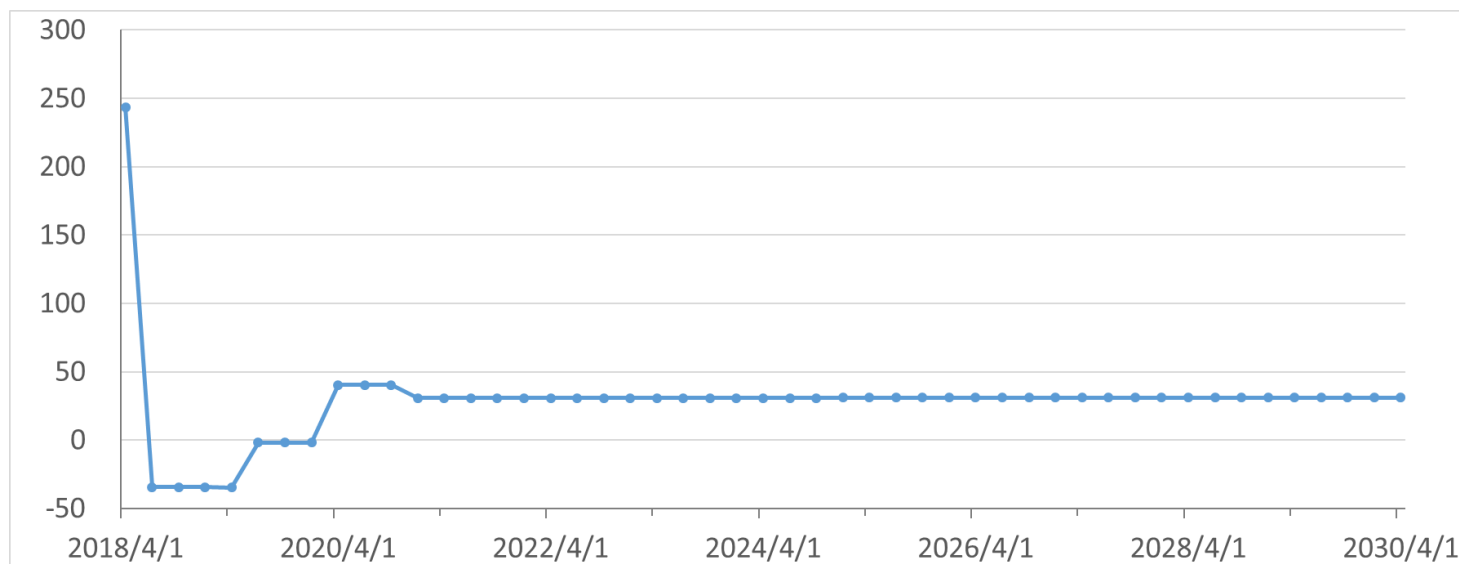
资料来源：Wind，方正证券研究所

假设条件：（1）恒力炼化项目2030年还清贷款；（2）净利润100%留存；（3）暂不考虑后续建设

2.2 测算恒力炼化项目现金流量净额

- 通过测算现金流量净额，我们进一步测算出每季度的现金及现金等价物净增加额。前期由于筹资投资活动带来了较大的变动，后期净增加额维持在每个季度31亿元左右。

图表8：现金及现金等价物净增加额测算图（亿人民币）



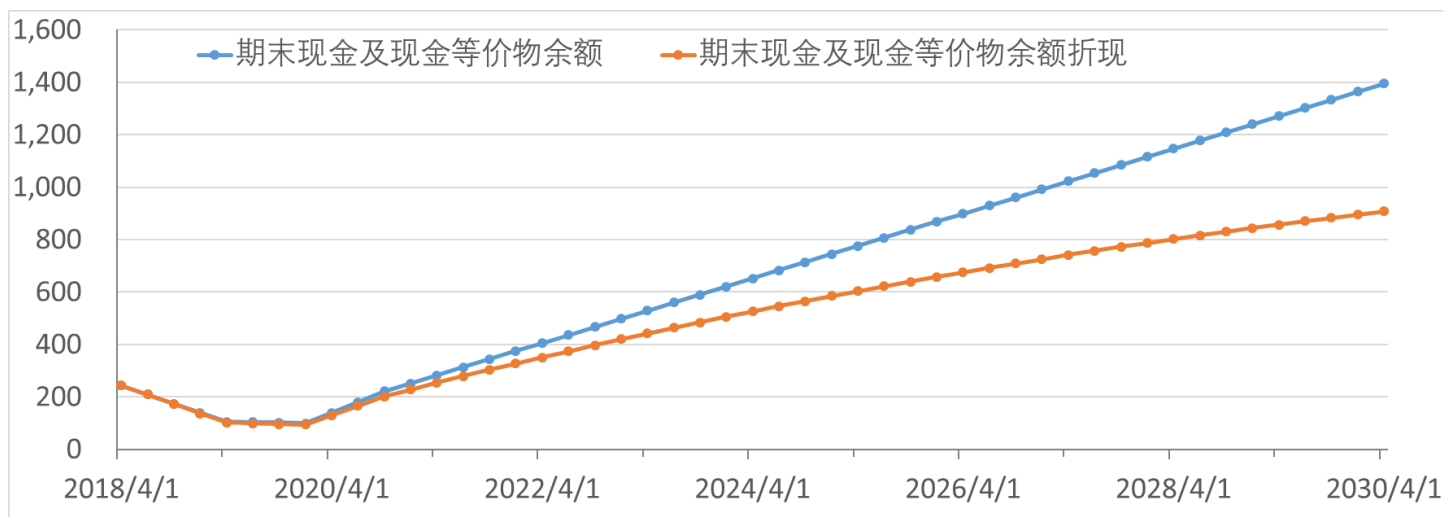
资料来源：Wind，方正证券研究所

假设条件：（1）恒力炼化项目2030年还清贷款；（2）净利润100%留存；（3）暂不考虑后续建设

2.2 测算恒力炼化项目现金流量净额

- 我们对期末现金及现金等价物余额和折现值进行了测算，到2030年4月1日，期末现金及现金等价物余额为1396亿元，折现后为908亿元。

图表9：恒力炼化累计经营/还款现金流现值测算图（亿人民币）



资料来源：Wind，方正证券研究所

假设条件：（1）恒力炼化项目2030年还清贷款；（2）净利润100%留存；（3）暂不考虑后续建设

- 根据以上数据，我们对恒力炼化项目的现金流风险进行了测算，认为恒力石化**现金流充足，债务风险较低**。
- 首先，恒力炼化的长期负债利率较低，大部分银行仅由基础4.90%贷款利率上浮10%至5.39%，贷款利率为较低水平。
- 其次，恒力炼化从2021年起才需本金利息还款，此前仅需付息。可以认为恒力炼化项目整体偿债能力较强，现金流较为充足。

➤ 1 为何现在的恒力炼化项目ROE与PB如此之高？

- 1.1 恒力炼化项目时间轴
- 1.2 恒力炼化项目融资情况
- 1.3 恒力炼化项目目前ROE、PB较高
- 1.4 杜邦分析法确定PB高的直接原因是权益乘数较大、净利率高
- 1.5 权益乘数偏大的根本原因

➤ 2 恒力炼化项目的实际投资收益率（ROIC）如何？

- 2.1 用ROIC展现恒力炼化项目真正盈利能力
- 2.2 测算恒力炼化项目现金流
- 2.3 恒力炼化项目现金流充足

➤ 3 盈利预测和风险提示

3 盈利预测和风险提示

- 预计公司2019/20/21年归母净利润分别为94.1/133.4/144.9亿元，PE为11.3/8.0/7.4倍，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	60067.26	102468.16	145571.61	160402.82
(+/-) (%)	169.51	70.59	42.07	10.19
净利润	3322.61	9410.53	13341.36	14486.90
(+/-) (%)	93.25	183.23	41.77	8.59
EPS(元)	0.47	1.34	1.90	2.06
P/E	28.07	11.31	7.98	7.35

数据来源：wind 方正证券研究所

- 风险提示：

油价大幅上涨增加成本；下游需求不及预期；项目建设进度不及预期；下游产品价格大幅波动；国家相关政策大幅调整。

图表10：可比公司估值

排名	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率PE		
					TTM	19E	20E
1	600346.SH	恒力石化	10643118.88	1064.31	19.49	11.31	7.98
	沪深(11)						
	中位值	中位值	1402079.70	140.21	14.22	12.34	9.72
2	002493.SZ	荣盛石化	7002002.93	700.20	45.47	23.59	11.74
3	000703.SZ	恒逸石化	3509530.96	350.95	16.42	10.80	7.23
4	601233.SH	桐昆股份	2341263.12	234.13	10.89	8.49	6.68
5	000301.SZ	东方盛虹	2175688.74	217.57	13.83	13.53	12.22
6	603225.SH	新凤鸣	1402079.70	140.21	11.69	8.84	5.78
7	002015.SZ	协鑫能科	750616.03	75.06	27.49	--	--
8	000936.SZ	华西股份	651219.47	65.12	11.67	14.76	12.79
9	002427.SZ	*ST尤夫	487341.30	48.73	-4.62	--	--
10	002206.SZ	海利得	465973.91	46.60	14.22	12.27	10.09
11	603332.SH	苏州龙杰	311617.56	31.16	20.32	--	--

货币单位：亿元
数据来源：Wind

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表11：分产品预测

产品名称(百万元)		2018	2019E	2020E	2021E
民用涤纶长丝	销售收入	13309.31	13504.42	13380.53	19648.23
	销售成本	10610.88	10964.02	10750.92	15776.48
工业涤纶长丝	销售收入	1729.15	1699.12	1628.32	1557.52
	销售成本	1206.18	1266.75	1242.39	1230.22
聚酯切片	销售收入	5990.01	5608.18	5601.49	5530.70
	销售成本	5401.29	4887.83	4766.06	4705.18
PTA	销售收入	31477.09	30796.46	43115.04	47991.15
	销售成本	28807.34	28402.85	39671.25	44960.75
其它收入	销售收入	7561.69	54908.39	69645.69	75726.14
	销售成本	6387.55	32049.28	37739.05	40481.11

资料来源：Wind，方正证券研究所

3 盈利预测和风险提示

附录：公司财务预测表 单位:百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	39579.39	36184.39	68306.57	85094.14
现金	12323.06	6655.93	31192.85	43976.91
应收账款	483.78	384.15	577.03	624.33
其他应收款	6.45	19.01	23.77	27.38
预付账款	819.46	1178.38	1597.19	1795.34
存货	18479.14	14735.12	18411.47	20345.64
其他	7467.50	13211.80	16504.28	18324.55
非流动资产	85663.08	117079.56	114453.01	116822.70
长期投资	35.93	110.13	195.67	277.43
固定资产	70063.83	101455.22	98743.14	101031.06
无形资产	4971.21	4922.10	4922.10	4922.10
其他	10592.10	10592.10	10592.10	10592.10
资产总计	125242.46	153263.95	182759.59	201916.83
流动负债	54215.74	67562.08	83322.87	87572.71
短期借款	22990.53	32990.53	32990.53	32990.53
应付账款	16347.25	0.00	0.00	0.00
其他	14877.97	34571.56	50332.35	54582.18
非流动负债	43118.39	48118.39	48118.39	48118.39
长期借款	40066.59	45066.59	45066.59	45066.59
其他	3051.79	3051.79	3051.79	3051.79
负债合计	97334.13	115680.47	131441.26	135691.10
少数股东权益	320.66	585.05	978.54	1399.05
股本	5052.79	7039.10	7039.10	7039.10
资本公积	20457.67	20457.67	20457.67	20457.67
留存收益	2666.77	12077.30	25418.66	39905.56
归属母公司股东权益	27587.67	38984.51	52325.87	66812.77
负债和股东权益	125242.46	155250.03	184745.67	203902.91

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4131.45	15144.58	31582.43	24830.27
净利润	3402.47	9674.91	13734.85	14907.41
折旧摊销	1882.76	2641.43	5712.08	5712.08
财务费用	1259.95	1842.35	4062.21	4062.21
投资损失	-108.20	-74.21	-85.54	-81.76
营运资金变动	-2345.81	1074.67	8175.53	246.33
其他	40.28	-14.59	-16.70	-15.99
投资活动现金流	-32430.20	-33969.12	-2983.30	-7984.01
资本支出	-35364.02	-33969.12	-2983.30	-7984.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2933.82	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	34304.58	13157.42	-4062.21	-4062.21
短期借款	0.00	10000.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	5000.00	0.00	0.00
普通股增加	7193.80	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27110.78	-1842.58	-4062.21	-4062.21
现金净增加额	6005.83	-5667.13	24536.92	12784.06

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	60067.26	102468.16	145571.61	160402.82
营业成本	52413.24	76225.52	102927.61	115842.55
营业税金及附加	324.78	7840.12	15355.46	15355.46
营业费用	543.40	933.47	1323.06	1458.99
管理费用	620.44	2049.36	2911.43	3208.06
财务费用	1478.16	1799.22	4038.91	3953.03
资产减值损失	58.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	10.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	108.20	74.21	85.54	81.76
营业利润	4119.17	12885.30	18296.44	19860.55
营业外收入	25.61	25.61	25.61	25.61
营业外支出	4.70	4.70	4.70	4.70
利润总额	4140.08	12899.88	18313.13	19876.54
所得税	737.61	3224.97	4578.28	4969.14
净利润	3402.47	9674.91	13734.85	14907.41
少数股东损益	79.86	264.38	393.49	420.51
归属母公司净利润	3322.61	9410.53	13341.36	14486.90
EBITDA	7213.94	17061.12	27766.11	29249.84
EPS (元)	0.47	1.34	1.90	2.06

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入	1.70	0.71	0.42	0.10
营业利润	1.02	2.13	0.42	0.09
归属母公司净利润	0.93	1.83	0.42	0.09
获利能力	-	-	-	-
毛利率	0.13	0.26	0.29	0.28
净利率	0.06	0.09	0.09	0.09
ROE	0.12	0.24	0.25	0.22
ROIC	0.05	0.10	0.16	0.17
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率	0.78	0.75	0.71	0.67
净负债比率	2.38	2.07	1.54	1.21
流动比率	0.73	0.54	0.82	0.97
速动比率	0.39	0.32	0.60	0.74
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.83	0.74	0.87	0.83
应收账款周转率	227.60	236.12	302.90	267.04
应付账款周转率	7.04	12.54	—	—
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益	0.47	1.34	1.90	2.06
每股经营现金流	0.59	2.15	4.49	3.53
每股净资产	3.92	5.54	7.43	9.49
估值比率	-	-	-	-
P/E	28.07	11.31	7.98	7.35
P/B	3.38	2.73	2.03	1.59
EV/EBITDA	16.67	9.79	5.13	4.43

数据来源：Wind，方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边

方正化工团队：
李永磊/杨晖/刘万鹏/董伯骏/于宏杰

感谢 王金保、吴宇对本报告的贡献



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China