炼化项目投产拉动业绩　未来成长空间巨大

方正证券研究所证券研究报告

恒力石化(600346)　　公司研究

化工行业　　公司财报点评

2019.08.10/强烈推荐(维持)

首席化工分析师：　李永磊

执业证书编号：　S1220517110004

TEL：

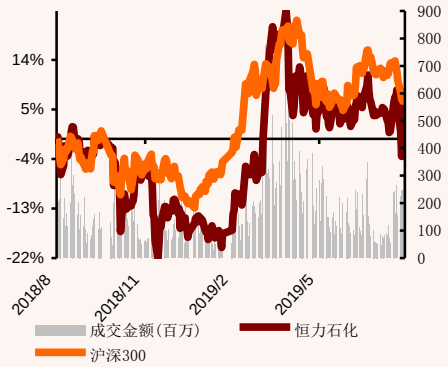
E-mail　liyonglei@foundersc.co

联系人：　于宏杰

TEL：

E-mail：　yuhongjie@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《恒力石化深度之二：全新视角，以概率和价格透析法分析大炼化项目》2019.07.10

《PX 价格上涨拖累业绩 炼化业绩释放在望》2019.04.30

《PTA 助力业绩提升 炼化推升公司未来价值》2019.04.09

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件描述：

2019 年 8 月 10 日，恒力石化（600346）发布 2019 年年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 423.33 亿元，同比增长 60.04%；实现归母净利润为 40.21 亿元，同比增长 113.62%。利润大幅上升的主要原因为大型炼化项目全面投产并产生业绩，“聚酯+PTA”产业链业务盈利增长明显。

事件点评：

炼油项目完全投产，新项目即将开车，业绩快速增长

恒力炼化 2000 万吨/年炼化一体化项目已于 2019 年 3 月全面打通生产流程，率先实现“原油-PX-PTA-聚酯”的全产业链发展模式。中报实现转固 325 亿元，折旧 11.3 亿元，同比增加 2.56 亿元。炼化项目化工品（不含自用 PX）收入 92.4 亿，新增成品油收入 20.1 亿，合计 112.57 亿元，占营业收入 26.59%。炼化分部实现净利润 13.6 亿元，远超市场预期。公司 180 万吨/年乙二醇、80 万吨/年聚烯烃、72 万吨/年苯乙烯将于本年 9 月份投料开车，500 万吨/年 PTA、150 万吨/年乙烯将于本年 10 月份投料开车。公司一方面可以充分享受到炼化产品 450 万吨/年 PX 带来的利润增厚，供给自身聚酯产业链，另一方面也能通过成品油及其它化工产品大幅提高整体盈利能力。未来业绩增长确定性强。

PTA 盈利增长，公司业绩受益

公司 2019 年上半年 PTA 实现收入 160.48 亿元，占营业收入比例为 41.38%。2019 年上半年 PTA 平均价格为 5492.25 元/吨，同比上升 10.69%。其原料 PX 平均价格为 7066.10 元/吨，同比增长 12.58%。按 0.655 系数比例计算，PX 价格增速低于 PTA 增速，带动公司业绩上升。公司现拥有 660 万吨/年 PTA 产能，另有 500 万吨/年 PTA 项目在建，预计将在今年 10 月份投料开车，届时公司 PTA 合计总产能将增加至 1160 万吨/年。这将有利于公司进一步强化规模与成本竞争优势。我们预计，伴随大量炼化装置投产，PX 价格中枢将会逐渐下移，PX-PTA-聚酯产业链的利润将会重新分配而 PTA 有望受益。目前 PTA 盈利伴随 PX 价格下降处于上涨通道中，截至 8 月 9 日，PTA 价差为 804.19 元/吨，月环比降低 50.45%，季度环比增长 12.47%。PTA 的高盈利将带动公司业绩增长。

涤纶长丝行情小幅下跌，对业绩影响较小

公司民用涤纶长丝主要产品为 FDY，2019 年上半年销量 64.52 万吨，工业涤纶长丝销量 7.30 万吨。民用涤纶长丝平均售价 9994.14 元/吨，同比下跌 3.78%；工业涤纶长丝平均售价 10766.58 元/吨，同比下降 13.72%。但受益于公司差异化战略，

公司产品毛利率远超行业平均水平，且进入三季度销售旺季，其盈利水平有望保持高位。9 月 1 日起，美国将对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10%的关税，纺织出口将受到一定限制。但近期人民币贬值幅度较大，刺激出口，且凭借超过行业平均水平的产能规模成本与运行质量优势，加征关税对业绩影响不大。

投资建议：我们认为公司是聚酯产业链龙头，炼化项目顺利投产大幅提升业绩，坚定看好公司长期发展。预计 2019/20/21 年归母净利润分别为 91.1/127.6/163.4 亿元，对应 EPS 为 1.29/1.81/2.32 元，对应 PE 为 9.5/6.8/5.3 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

油价大幅下跌带来库存损失；下游需求不及预期；成品油销售不力；其它项目建设进度不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	60067.26	108903.5	151501.39	161969.11
(+/-)(%)	169.51	81.30	39.12	6.91
净利润	3322.61	9113.74	12759.07	16336.56
(+/-)(%)	93.25	174.29	40.00	28.04
EPS(元)	0.47	1.29	1.81	2.32
P/E	28.07	9.50	6.79	5.30

数据来源：wind 方正证券研究所

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	65698.41	98445.33	104490.12
现金	12323.06	33971.40	58640.81	62366.98
应收账款	483.78	408.28	600.53	630.42
其它应收款	6.45	20.20	24.74	27.64
预付账款	819.46	1302.20	1765.16	1864.02
存货	18479.14	16124.57	20347.66	21123.97
其他	7467.50	13871.75	17066.44	18477.08
非流动资产	85663.08	101842.57	104927.21	108017.90
长期投资	35.93	110.13	195.67	277.43
固定资产	70063.83	86218.23	89217.34	92226.26
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	167540.98	203372.54	212508.02
流动负债	54215.74	60828.62	68158.66	59468.49
短期借款	22990.53	22990.53	12990.53	2990.53
应付账款	16347.25	26491.67	42154.12	43563.21
其他	14877.97	11346.42	13014.01	12914.75
非流动负债	43118.39	43118.39	43118.39	43118.39
长期借款	40066.59	40066.59	40066.59	40066.59
其他	3051.79	3051.79	3051.79	3051.79
负债合计	97334.13	103947.01	111277.05	102586.87
少数股东权益	320.66	400.66	480.66	560.66
股本	5052.79	7039.09	7039.09	7039.09
资本公积	20457.67	20457.67	20457.67	20457.67
留存收益	2666.77	11780.51	24539.58	40876.14
归属母公司股东权益	27587.67	38687.71	51446.78	67783.34
负债和股东权益	125242.46	143035.38	163204.49	170930.87

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**4131.45**	**43750.83**	**47705.33**	**26327.09**
净利润	3402.47	9193.74	12839.07	16416.56
折旧摊销	1882.76	4745.60	7000.89	6991.07
财务费用	1259.95	1251.37	3035.92	2600.92
投资损失	-108.20	-74.21	-85.54	-81.76
营运资金变动	-2345.81	28634.33	24914.99	400.30
其他	40.28	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-32430.20	-20850.89	-10000.00	-10000.00
资本支出	-35364.02	-20850.89	-10000.00	-10000.00
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	-1251.60	-13035.92	-12600.92
短期借款	0.00	0.00	-10000.00	-10000.00
长期借款	0.00	0.00	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	-1251.60	-3035.92	-2600.92
现金净增加额	6005.83	21648.34	24669.41	3726.17

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	60067.26	108903.57	151501.39	161969.11
营业成本	52413.24	84235.19	113751.73	120274.16
营业税金及附加	324.78	7840.12	15355.46	15355.46
营业费用	543.40	992.10	1380.16	1475.52
管理费用	620.44	1633.55	2272.52	2429.54
财务费用	1478.16	1208.24	2917.02	2395.67
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	12258.32	15104.78	19313.60
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	12258.32	15104.78	19313.60
所得税	737.61	3064.58	2265.72	2897.04
净利润	3402.47	9193.74	12839.07	16416.56
少数股东损益	79.86	80.00	80.00	80.00
归属母公司净利润	3322.61	9113.74	12759.07	16336.56
EBITDA	7213.94	17948.20	24742.41	28425.51
EPS（元）	0.47	1.29	1.81	2.32

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	1.70	0.81	0.39	0.07
营业利润	1.02	1.98	0.23	0.28
归属母公司净利润	0.93	1.74	0.40	0.28
获利能力				
毛利率	0.13	0.23	0.25	0.26
净利率	0.06	0.08	0.08	0.10
ROE	0.12	0.24	0.25	0.24
ROIC	0.05	0.14	0.31	0.36
偿债能力				
资产负债率	0.78	0.73	0.68	0.60
净负债比率	2.38	1.70	1.08	0.67
流动比率	0.73	1.08	1.44	1.76
速动比率	0.39	0.81	1.15	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.74	0.82	0.78
应收账款周转率	227.60	244.16	300.36	263.16
应付账款周转率	7.04	5.08	4.41	3.78
每股指标(元)				
每股收益	0.47	1.29	1.81	2.32
每股经营现金	0.59	4.85	5.29	2.92
每股净资产	3.92	4.29	5.70	7.51
估值比率				
P/E	28.07	9.50	6.79	5.30
P/B	3.38	2.87	2.16	1.64
EV/EBITDA	16.67	6.51	3.32	2.41

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。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com