

## 恒力石化

600346

审慎增持 (维持)

炼化项目全面投产，业绩同比大幅增长，  
乙烯、PTA 等项目快速推进，未来成长可期

2019年10月25日

## 市场数据

市场数据日期	2019-10-24
收盘价(元)	16.34
总股本(百万股)	7039.10
流通股本(百万股)	4631.94
总市值(百万元)	115018.89
流通市值(百万元)	75685.83
净资产(百万元)	32282.36
总资产(百万元)	169207
每股净资产	4.59

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	60067	116966	183757	205116
同比增长	26.5%	94.7%	57.1%	11.6%
净利润(百万元)	3323	9421	11846	13590
同比增长	4.0%	183.5%	25.7%	14.7%
毛利率	12.7%	20.1%	19.3%	18.4%
净利润率	5.5%	8.1%	6.4%	6.6%
净资产收益率(%)	12.0%	26.1%	25.9%	22.9%
每股收益(元)	0.47	1.34	1.68	1.93
每股经营现金流(元)	0.59	3.04	3.07	3.03

## 相关报告

《兴证化工-恒力股份(600346) 2018 年年报点评报告: 炼化项目全流程打通, 民营炼化龙头崛起》2019-04-11

《业绩同比较快增长, 炼化项目投产, 打开未来成长空间》2019-01-31

《兴证化工-恒力股份(600346) 2018 年三季度点评: PTA、涤纶长丝景气助业绩大幅增长, 炼化项目投产在即, 打开长远发展空间》2018-10-21

分析师:

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

研究助理:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **事件:** 恒力石化发布 2019 年三季报, 公司 2019 年前三季度实现营业收入 763.29 亿元, 同比增长 74.14%; 实现归属于上市公司股东的净利润 68.17 亿元, 同比增长 86.64%; 实现基本每股收益 0.98 元, 同比增长 75%; 前三季度经营活动产生的现金流量净额为 266.24 亿元, 同比增长 368.70%。  
2019 年 Q3 单季度, 公司实现营业收入 339.95 亿元, 同比增长 95.61%, 环比增长 24.61%; 单季度实现归属于上市公司股东的净利润 27.96 亿元, 同比增长 57.95%, 环比下滑 20.45%。
- **维持“审慎增持”的投资评级。** 恒力炼化 2000 万吨炼化项目顺利投产, 炼油产品产销量快速增长, 助力公司业绩同比大幅提升; 2019 年 Q3 单季度, 公司产销规模环比提高, 毛利增长, 但公司税金及附加、管理、财务费用增幅较大, 拖累公司业绩环比下滑。公司 2000 万吨炼化一体化项目已顺利打通全流程, 预计 Q3 基本满负荷运行, 整体而言炼化项目综合成本较低、竞争力强, 具有较强盈利能力。除炼化项目外, 公司亦对产业链进行扩张, 推进 150 万吨乙烯项目、500 万吨 PTA 项目、135 万吨长丝项目和 20 万吨高性能车用丝项目, 伴随规划项目的投产, 公司产品种类及规模将不断扩张。我们调整公司 2019~2021 年 EPS 预测值分别至 1.34、1.68 和 1.93 元, 维持“审慎增持”的投资评级。

**风险提示:** 国际原油价格大幅回落的风险; 中美贸易摩擦进一步恶化的风险; 聚酯涤纶终端需求不及预期的风险。



## 报告正文

## 事件

恒力石化发布 2019 年三季报, 公司 2019 年前三季度实现营业收入 763.29 亿元, 同比增长 74.14%; 实现归属于上市公司股东的净利润 68.17 亿元, 同比增长 86.64%; 实现基本每股收益 0.98 元, 同比增长 75%; 前三季度经营活动产生的现金流量净额为 266.24 亿元, 同比增长 368.70%。

2019 年 Q3 单季度, 公司实现营业收入 339.95 亿元, 同比增长 95.61%, 环比增长 24.61%; 单季度实现归属于上市公司股东的净利润 27.96 亿元, 同比增长 57.95%, 环比下滑 20.45%。

## 点评

恒力炼化 2000 万吨炼化项目全面投产, 炼油产品产销量快速增长, 助力公司业绩同比大幅提升。2019 年 Q3 单季度, 公司产销规模环比提高, 毛利增长, 但公司税金及附加、管理、财务费用增幅较大, 拖累公司业绩环比下滑。

- **炼化项目全面投产, 营收、毛利大幅增长。**2019 年前三季度, 公司主营聚酯产业链产品涤纶民用长丝、工业长丝、聚酯切片、PTA 产量分别为 98.8、10.87、63.69 和 530.18 万吨, 分别较去年同期增加 0.22、0.35、1.25 和 3.85 万吨; 销量方面, 公司上述产品 2019 年前三季度销量分别为 98.67、10.73、55.27 和 478.41 万吨(PTA 含贸易销量), 分别较去年变化+6.52、0.94、-4.41 和 -48.14 万吨, 其中 PTA 销量下降较多, 预计主要为贸易量减少所致。

2019 年上半年公司炼化项目打通全流程, 并逐步提负, 公司开始生产及销售炼油产品, 2019 年前三季度, 成品油产销量分别为 171.91 和 170.79 万吨, 化工品产销量分别为 479.3 和 478.41 万吨。受到公司炼化项目全面投产的影响, 2019 前三季度公司营业收入 763.29 亿元, 同比大幅增加 74.14%; 毛利方面, 2019 年前三季度公司毛利为 137.26 亿元, 同比增长 64.88 亿元, 增幅 89.65%, 毛利增幅较大, 2019 年前三季度公司主营业务毛利率为 17.98%, 同比增加 1.47 个百分点。公司炼化项目投产, 产销规模扩大为公司业绩同比大幅增长之主要原因。

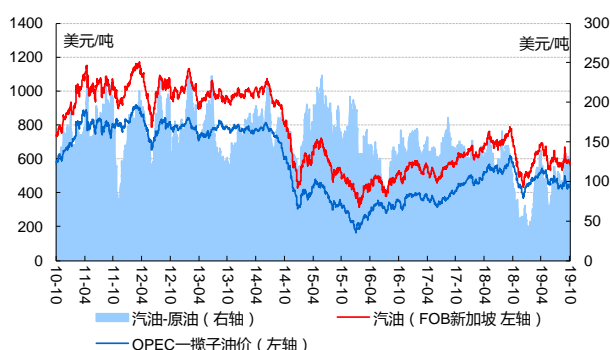
- **前三季度公司期间费用增长, 期间费用率略有下降。**2019 年前三季度, 公司期间费用为 41.08 亿元, 同比增加 13.98 亿元, 期间费用率为 5.38%, 同比下降 0.80 个百分点, 期间费用增幅较大但费用率下降主要为营收大幅增长所致。

公司炼化项目投产、产销规模扩大, 公司销售费用、管理费用及财务费用均有不同程度增加, 拆分来看, 2019 年前三季度销售费用为 6.21 亿元, 同比增加 2.11 亿元, 销售费用率为 0.81%, 同比下降 0.12 个百分点; 管理费用为 6.67 亿元, 同比增加 2.01 亿元, 管理费用率为 0.87%, 同比下降 0.19 个百分点; 财务费用为 20.73 亿元, 同比增加 8.66 亿元, 其中利息费用为 18.87 亿元,

同比增加 7.39 亿元，财务费用率为 2.72%，同比下降 0.04 个百分点。

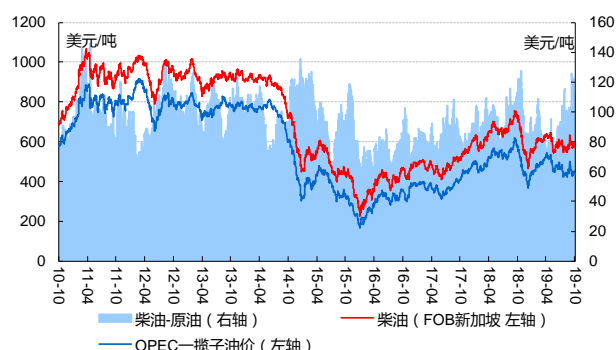
- **产销环比增长，Q3 毛利继续增长。** Q3 公司实现营业收入 339.95 亿元，环比增长 24.61%，增幅较大，此主要为公司炼化装置负荷提升，产品产销环比增加所致：2019 年 Q3 单季度公司炼化项目所产化工品及成品油合计 377.99 万吨，销售量为 378.29 万吨，环比分别增加 104.77 和 107.38 万吨。产销规模环比增长，公司 Q3 单季度毛利环比增加至 63.50 亿元，环比提高 4.25 亿元。公司 Q3 炼化项目两条生产线转固，而 Q2 仅一条线转固，Q3 折旧增加，或为公司毛利增速较慢之主要原因。

图 1、汽油-原油价差走势



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

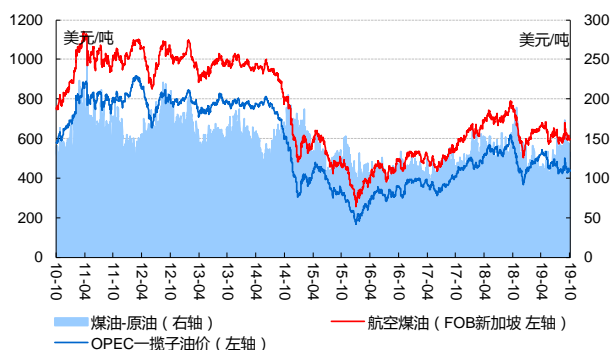
图 2、柴油-原油价差走势



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

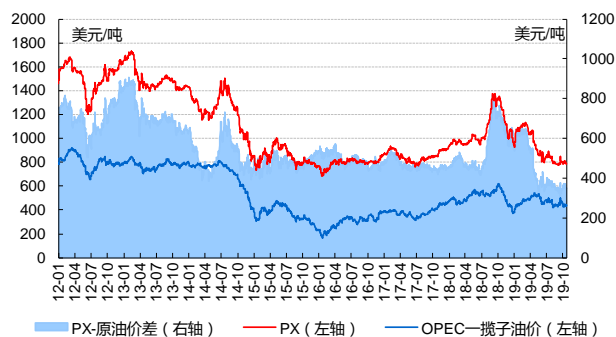
成品油（公允价格）-原油价差（计算公式为国际成品油价格-原油价格）数据显示，Q3 单季度汽柴煤油-原油均价差均较 Q2 环比修复：Q3 单季度汽油-原油均价差为 100 美元/吨（不含税，下同），环比增加 6.1 美元/吨；柴油-原油均价差为 94 美元/吨，环比提高月 19.6 美元/吨；航煤-原油均价差为 127 美元/吨，环比提高 21 美元/吨。但 PX-原油均价差为 357 美元/吨，环比下跌 53 美元/吨。虽然成品油-原油价差环比改善，但 PX-原油价差下滑幅度较大，一定程度上拖累公司毛利增长。

图 3、航空煤油-原油价差走势



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、PX-原油价差走势



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

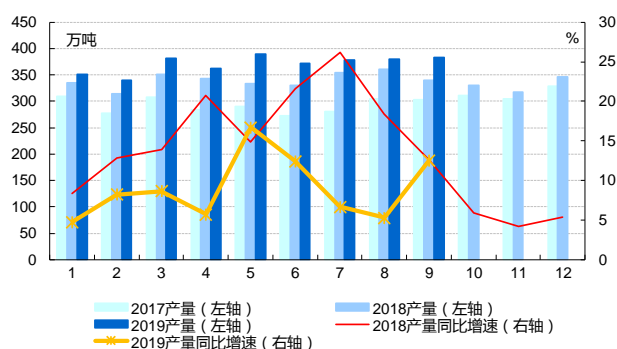
- **税金及附加、销售费用、管理费用及财务费用增加致公司 Q3 单季度业绩环**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

比下滑。毛利增幅较小，但 Q3 单季度炼化项目两套常减压装置完全转固，可资本化的期间费用减少，公司管理费用、财务费用分别增加 1.38 和 5.43 亿元，增加幅度较大，拖累公司 Q3 单季度业绩环比下滑。此外，公司 Q3 单季度成品油销售量为 125.95 万吨，环比增加 81.11 万吨，成品油销量增加，消费税随之增长，公司 Q3 单季度税金及附加环比增加 6.30 亿元，增幅大于公司毛利增幅，亦为公司业绩环比下滑之原因。

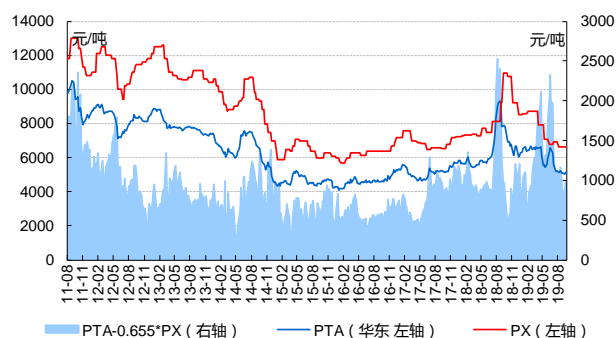
- **PTA 景气延续，助力公司前三季度业绩增长。**前三季度 PTA 整体保持景气，2019 年国内新增 PTA 产能合计 250 万吨（翔鹭 150 万吨+晟达 100 万吨），整体而言新增产能较少。根据中纤网统计，2019 年 1~9 月国内 PTA 产量为 3336.4 万吨，同比增长 8.9%，产量增量为 273.8 万吨，高于产能增量。PTA 延续 2018 年的景气行情，我们测算 2019 年前三季度的 PTA-PX 均价差为 1279 元/吨，同比提高 139 元/吨。但 2019 年 Q3 单季度，我们测算 PTA-PX 均价差为 1285 元/吨，环比下降 298 元/吨，拖累公司毛利环比增速。

图 5、国内 PTA 月度产量



资料来源：中纤网 兴业证券经济与金融研究院整理

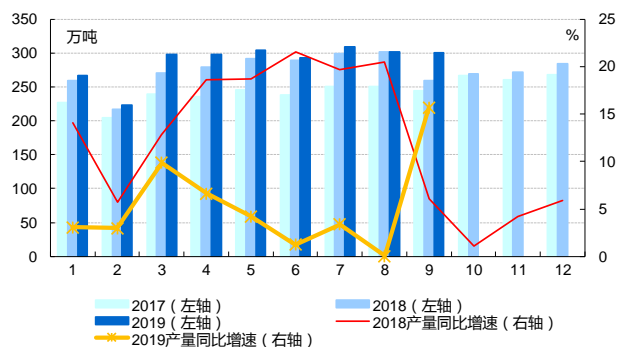
图 6、PTA-PX 价差走势



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

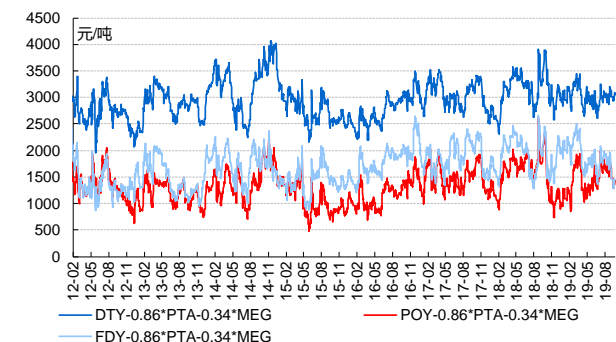
涤纶长丝需求增速放缓，涤纶-原料价差环比略有下滑。中纤网数据显示，2019 年前三季度国内涤纶长丝总产量为 2594 万吨，同比增 126.5 万吨，增速为 5.13%，增速下滑。根据公司经营数据测算，Q3 公司民营涤纶长丝-原料均价差为 3750 元/吨，环比下跌 64 元/吨，亦拖累公司毛利增速。

图 7、国内涤纶长丝月度产量



资料来源：中纤网 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、涤纶长丝-原材料价差走势



资料来源：Wind 兴业证券经济与金融研究院整理

- **聚酯全产业链打通，民营炼化巨擘扬帆起航，产业链继续扩张，助力未来继续成长。**公司为 PTA 行业的龙头企业，现阶段拥有 PTA 产能 660 万吨，为全球单体最大的 PTA 工厂。公司上下游一体化较高，现已形成炼油-PX-PTA-聚酯涤纶全产业链格局，下游方面公司拥有聚酯聚合产能 276 万吨，其中涤纶民用长丝产能 155 万吨，工业长丝产能 20 万吨，聚酯切片产能 65 万吨，工程塑料产能 16 万吨，聚酯薄膜产能 20 万吨，产品种类较为丰富。

公司 2000 万吨炼化一体化项目于 2018 年 12 月 15 日投料试车，并于 2019 年 3 月 25 日顺利打通全流程，炼化项目建设、打通全流程仅耗时 22 个月，建设、运行效率国际领先。根据公司经营数据，Q3 公司化工品及成品油产量 377.99 万吨，按照炼化项目产品方案测算，Q3 炼化项目或已基本满负荷运行。公司 2000 万吨炼化项目具有规模、配套等优势，主炼油品质以中重质为主，原料及加工成本低廉，整体竞争力及盈利能力较强。此外，公司积极推进 150 万吨万吨乙烯项目的建设，该项目或于近期投料试车，未来伴随乙烯项目的投产，公司不仅能够优化现有炼厂产品结构，还可增加产品种类，产品的多元化将增强公司抵御周期波动风险的能力。

此外，公司亦积极扩张现有业务规模：公司计划新建两套 250 万吨 PTA 装置，或将于 2019 年底前后投产，建成投产后公司将拥有 PTA 产能 1160 万吨，进一步巩固 PTA 行业龙头的地位；下游方面，公司计划在恒科新材料建设 135 万吨民用长丝项目，项目采取分批投入、分批投产的方式进行建设，建设期为 48 个月，预计将于 2022 年前后全部投产；恒力化纤拟利用现有聚酯切片产能建设 20 万吨高性能车用丝项目，建设周期为两年，预计将于 2020 年前后投产。伴随新规划项目的建成投产，公司现有聚酯涤纶产业链规模亦将不断扩大。

- **维持“审慎增持”的投资评级。**恒力炼化 2000 万吨炼化项目顺利投产，炼油产品产销量快速增长，助力公司业绩同比大幅提升。2019 年 Q3 单季度，公司产销规模环比提高，毛利增长，但公司税金及附加、管理、财务费用增幅较大，拖累公司业绩环比下滑。公司 2000 万吨炼化一体化项目已顺利打通全流程，预计 Q3 基本满负荷运行，整体而言炼化项目具有较强的竞争力及盈利能力。除炼化项目外，公司亦对产业链进行扩张，推进 150 万吨乙烯项目、500 万吨 PTA 项目、135 万吨长丝项目和 20 万吨高性能车用丝项目，伴随规划项目的投产，公司产品种类及规模将不断扩张。我们调整公司 2019~2021 年 EPS 预测值分别至 1.34、1.68 和 1.93 元，维持“审慎增持”的投资评级。
- **风险提示：**国际原油价格大幅回落的风险；中美贸易摩擦进一步恶化的风险；聚酯涤纶终端需求不及预期的风险。

## 附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	39579	43416	70072	98655
货币资金	12323	13499	18027	34411
交易性金融资产	45	21	22	29
应收账款	484	720	1295	1456
其他应收款	104	780	1307	1807
存货	18479	8573	16037	17033
<b>非流动资产</b>	85663	97971	110265	106130
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	36	41	27	35
固定资产	24056	86260	87506	84922
在建工程	46008	0	7500	4056
油气资产	0	0	0	0
无形资产	4922	6467	8336	9573
<b>资产总计</b>	125242	141386	180337	204785
<b>流动负债</b>	54216	62575	91275	101931
短期借款	22991	28025	32991	32991
应付票据	0	11491	19424	18781
应付账款	26946	18701	32609	43533
其他	4279	4359	6251	6627
<b>非流动负债</b>	43118	42322	42677	42706
长期借款	40067	40067	40067	40067
其他	3052	2255	2610	2639
<b>负债合计</b>	97334	104897	133952	144637
股本	5053	7039	7039	7039
资本公积	20458	18437	18437	18437
未分配利润	2087	9049	17988	30577
少数股东权益	321	423	569	725
<b>股东权益合计</b>	27908	36489	46385	60148
<b>负债及权益合计</b>	125242	141386	180337	204785

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3402	9421	11846	13590
折旧和摊销	1776	3882	6353	6734
资产减值准备	59	-51	37	26
无形资产摊销	107	78	98	94
公允价值变动损失	-11	12	15	17
财务费用	1260	2013	3370	3074
投资损失	-108	-59	-83	-71
少数股东损益	80	102	146	156
营运资金的变动	-2205	-1469	-1283	1597
<b>经营活动产生现金流量</b>	4131	21418	21600	21297
<b>投资活动产生现金流量</b>	-32430	-21523	-16896	-1877
<b>融资活动产生现金流量</b>	34305	1280	-175	-3035
现金净变动	5967	1176	4529	16384
现金的期初余额	2068	12323	13499	18027
现金的期末余额	8035	13499	18027	34411

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	60067	116966	183757	205116
营业成本	52413	93503	148224	167434
营业税金及附加	325	6808	12202	12284
销售费用	543	784	1154	1302
管理费用	620	1740	3118	3022
财务费用	1478	2013	3370	3074
资产减值损失	59	30	33	33
公允价值变动	11	12	15	17
投资收益	108	59	83	71
<b>营业利润</b>	4119	12158	15755	18054
营业外收入	26	55	28	36
营业外支出	5	3	3	4
<b>利润总额</b>	4140	12210	15780	18087
所得税	738	2686	3787	4341
净利润	3402	9524	11992	13746
少数股东损益	80	102	146	156
<b>归属母公司净利润</b>	3323	9421	11846	13590
<b>EPS (元)</b>	0.47	1.34	1.68	1.93

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	26.5%	94.7%	57.1%	11.6%
营业利润增长率	16.2%	195.1%	29.6%	14.6%
净利润增长率	4.0%	183.5%	25.7%	14.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	12.7%	20.1%	19.3%	18.4%
净利率	5.5%	8.1%	6.4%	6.6%
ROE	12.0%	26.1%	25.9%	22.9%

资产负债率	77.7%	74.2%	74.3%	70.6%
流动比率	0.73	0.69	0.77	0.97
速动比率	0.39	0.56	0.59	0.80

资产周转率	62.9%	87.7%	114.2%	106.5%
应收帐款周转率	14292.4%	18770.3%	17785.2%	14454.8%

每股收益	0.47	1.34	1.68	1.93
每股经营现金	0.59	3.04	3.07	3.03
每股净资产	3.92	5.12	6.51	8.44

PE	34.6	12.2	9.7	8.5
PB	4.2	3.2	2.5	1.9

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn