



## 恒力石化 (600346)

## 炼化项目投产明显改善现金流，乙烯项目投产在即

## 推荐 (维持)

现价: 16.36 元

## 主要数据

行业	石油石化
公司网址	www.hengliinc.com
大股东	恒力集团/30.11%
实际控制人	陈建华
总股本(百万股)	7,039
流通 A 股(百万股)	4,632
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,151.60
流通 A 股市值(亿元)	757.78
每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	80.7

## 行情走势图



## 相关研究报告

- 《恒力石化\*600346\*炼化项目投产提升业绩,下半年业绩仍有保障》 2019-08-14
- 《恒力股份\*600346\*恒力股份 2000 万吨炼化项目打通全流程》 2019-03-25
- 《恒力股份\*600346\*炼化项目投产在即,聚酯龙头跨入新阶段》 2019-02-22

## 证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号  
S1060511020001  
0755-22625476  
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.  
CN

## 研究助理

刘永来 一般从业资格编号  
S1060118060026  
LIUYONGLAI647@PINGAN.COM.CN

## 投资要点

## 事项:

公司发布2019年三季报:前三季度实现营业收入763.3亿元,同比增长74.1%;归母净利润68.2亿元,同比增长86.6%;每股收益0.97元,每股净资产4.59元。

## 平安观点:

- **炼化项目投产明显改善现金流:** 2019 前三季度实现收入 763.3 亿元,同比增长 74.1%,其中第三季度营收 340.0 亿元,同比增长 95.6%,环比增长 24.6%。主要原因是公司 2000 万吨炼化项目投产并分两步完全转固,开始贡献业绩。截止三季度末,成品油产量 172 万吨,销量 171 万吨;化工品产量 479 万吨,销量 478 万吨。炼化项目的投产大幅改善了公司的现金流,报告期经营性现金流净增加额 266.2 亿元,现金流净增加额 54.2 亿元。
- **PTA 价差基本稳定,涤纶长丝仍承压:** 前三季度 PTA 价格基本稳定,报告期内公司的 PTA 销售平均价格 5337 元,同比微降 1.3%,原料 PX 平均采购价格 6959 元,同比微增 1.7%,PTA 跟 PX 的价差由 768 元变为 763 元,基本保持稳定。但受贸易摩擦等因素的影响,涤纶长丝价格承压,公司前三季度民用涤纶长丝产品平均售价 9759 元,工业涤纶长丝平均售价 10478 元,同比分别下滑 9%和 18%。原料 PTA 价格的基本稳定和长丝产品价格的下跌挤压了长丝环节的利润。
- **近期取得航煤准入,乙烯项目投产在即:** 近期中国民航局向公司颁发了《技术标准规定项目批准书》和《民用航空油料检测单位批准函》,正式批准恒力炼化生产的 3 号喷气燃料通过适航审定,并可投入商业使用,标志着公司取得首张民企航油市场准入证,保证了炼化项目出产的航空煤油顺利销售。公司在建的乙烯项目投产在即,项目产品包括乙二醇、苯乙烯、高密度聚乙烯(HDPE)、聚丙烯(PP)等,目前项目进入冲刺阶段,投产后将进一步提高下游业务的原料自给率和盈利能力。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22,288	60,067	102,619	161,239	181,936
YoY(%)	15.8	169.5	70.8	57.1	12.8
净利润(百万元)	1,719	3,323	8,986	16,600	19,201
YoY(%)	45.7	93.3	170.4	84.7	15.7
毛利率(%)	16.3	12.7	23.4	21.3	21.5
净利率(%)	7.7	5.5	8.8	10.3	10.6
ROE(%)	23.7	12.2	25.6	32.5	27.9
EPS(摊薄/元)	0.24	0.47	1.28	2.36	2.73
P/E(倍)	67.0	34.7	12.8	6.9	6.0
P/B(倍)	16.1	4.2	3.3	2.3	1.7

- **盈利预测与投资建议：**国内几大民营炼化项目中，公司的项目进度最快，2019年5月领先全行业率先投产随后分两步转固。炼化项目的投产为公司贡献了新的业绩增长点。前三季度公司PTA盈利稳定但长丝承压，在建150万吨乙烯项目投产在即，也将成为公司业绩新的增长点。由于油价等行业和公司假设与前期模型相比无明显变化，我们维持公司2019-2021年的归母净利润预测分别是89.9亿元、166.0亿元和192.0亿元，对应的EPS为1.28、2.36、2.73元，对应的PE分别为12.8、6.9和6.0倍，维持“推荐”评级。
  
- **风险提示：**1) 市场风险：公司的产品包括民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、聚酯切片、聚酯薄膜、工程塑料、汽油、柴油、航空煤油等，下游市场覆盖服装、汽车、包装、电子、交通运输等多个行业。这些行业的国内外景气程度跟公司产品的销售息息相关。2) 在建项目进度不及预期：公司目前在建项目进度不及预期将直接影响盈利。3) 国际原油大幅波动：国际油价的大幅波动会影响企业的成本管理，影响企业盈利。4) 行业竞争：公司产品众多，易受到国内外竞争对手荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、中国石油、中国石化等的竞争。同时公司的主要产品涤纶长丝还受到天然纤维（棉花）和其他化纤（腈纶、氨纶和尼龙等）的竞争。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	39579	25935	55964	35651
现金	12323	0	0	0
应收票据及应收账款	5248	9467	13654	12435
其他应收款	104	87	213	126
预付账款	819	1062	1894	1442
存货	18479	12712	37597	19042
其他流动资产	2606	2606	2606	2606
<b>非流动资产</b>	85663	132667	187753	199408
长期投资	0	0	0	0
固定资产	24056	72288	124461	138806
无形资产	4922	5745	6734	7922
其他非流动资产	56685	54634	56558	52680
<b>资产总计</b>	125242	158602	243717	235059
<b>流动负债</b>	54216	69243	126959	113024
短期借款	22991	37984	50892	64824
应付票据及应付账款	26946	16866	53799	25758
其他流动负债	4279	14393	22268	22442
<b>非流动负债</b>	43118	53907	65431	52252
长期借款	40067	50855	62379	49200
其他非流动负债	3052	3052	3052	3052
<b>负债合计</b>	97334	123150	192390	165276
少数股东权益	321	394	461	705
股本	5053	7039	7039	7039
资本公积	20458	18471	18471	18471
留存收益	2667	9879	22299	37296
<b>归属母公司股东权益</b>	27588	35058	50866	69077
<b>负债和股东权益</b>	125242	158602	243717	235059

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	4131	7379	37072	24356
净利润	3402	9059	16667	19445
折旧摊销	1883	3205	6614	9169
财务费用	1478	3932	5108	4740
投资损失	-108	-29	-36	-45
营运资金变动	-2205	-8787	8719	-8952
其他经营现金流	-319	-0	-0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-32430	-50179	-61664	-20778
资本支出	35367	47004	55087	11655
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	2937	-3175	-6578	-9123
<b>筹资活动现金流</b>	34305	24679	24559	514
短期借款	15494	9196	12875	18025
长期借款	39570	10788	11524	-13179
普通股增加	2227	1986	0	0
资本公积增加	19550	-1986	0	0
其他筹资现金流	-42537	4695	160	-4332
<b>现金净增加额</b>	5967	-18120	-34	4092

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	60067	102619	161239	181936
营业成本	52413	78625	126816	142773
营业税金及附加	325	489	888	955
营业费用	543	2167	1992	2354
管理费用	620	6785	6063	7312
研发费用	834	356	700	987
财务费用	1478	3932	5108	4740
资产减值损失	59	0	0	0
其他收益	205	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	1
投资净收益	108	29	36	45
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	4119	10293	19710	22861
营业外收入	26	48	54	33
营业外支出	5	3	3	3
<b>利润总额</b>	4140	10339	19761	22891
所得税	738	1279	3094	3446
<b>净利润</b>	3402	9059	16667	19445
少数股东损益	80	73	67	244
<b>归属母公司净利润</b>	3323	8986	16600	19201
EBITDA	9691	16706	30937	37407
EPS (元)	0.47	1.28	2.36	2.73

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	169.5	70.8	57.1	12.8
营业利润(%)	102.4	149.9	91.5	16.0
归属于母公司净利润(%)	93.3	170.4	84.7	15.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	12.7	23.4	21.3	21.5
净利率(%)	5.5	8.8	10.3	10.6
ROE(%)	12.2	25.6	32.5	27.9
ROIC(%)	6.7	8.5	11.0	11.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	77.7	77.6	78.9	70.3
净负债比率(%)	201.9	295.0	263.2	196.7
流动比率	0.7	0.4	0.4	0.3
速动比率	0.3	0.1	0.1	0.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	13.9	13.9	13.9	13.9
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.47	1.28	2.36	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.05	5.27	3.46
每股净资产(最新摊薄)	3.92	4.98	7.23	9.81
<b>估值比率</b>				
P/E	34.7	12.8	6.9	6.0
P/B	4.2	3.3	2.3	1.7
EV/EBITDA	17.7	13.2	8.1	6.8

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033