

投资评级 优于大市 维持

大炼化带动盈利稳定增长，新建项目贡献未来增量

股票数据

08月12日收盘价(元)	19.06
52周股价波动(元)	11.94-20.85
总股本/流通A股(百万股)	7039/4632
总市值/流通市值(百万元)	134165/88285

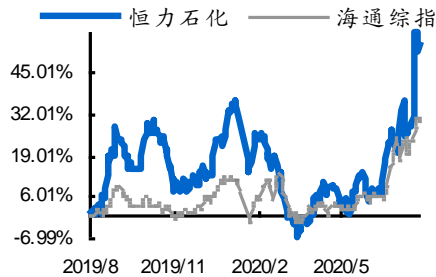
相关研究

《大炼化项目投产，逐步释放效益》
2020.04.17

《大炼化释放效益，预计2019年归母净利润同比大幅增长228%》2020.01.18

《大炼化投产释放效益，2019前三季度归母净利润同比+87%》2019.10.24

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.4	15.4	12.9
相对涨幅(%)	6.9	-1.8	-5.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

证书:S0850519080001

联系人:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

投资要点:

- 核心观点:** 2020H1, 公司实现归母净利润 55.17 亿元, 同比+37.20%, 其中恒力炼化净利润 46.20 亿元。公司 150 万吨/年乙烯项目 7 月转固, 500 万吨/年 PTA、135 万吨/年民用丝、20 万吨/年工业丝、3.3 万吨/年 PBAT 可降解塑料计划 2020-2021 年陆续投产, 提供未来业绩增量。
- 2020 年上半年归母净利润稳定增长。** 2020H1, 公司实现营业收入 673.58 亿元, 同比+59.11%; 实现归母净利润 55.17 亿元, 同比增长 37.20%; 基本每股收益 0.79 元/股, 加权平均净资产收益率 14.26%。二季度随着国际油价企稳回升, 公司盈利环比实现较大幅度改善, 2Q20 单季度归母净利润 33.74 亿元, 环比+57.39%, 同比相对稳定; 经营性现金流 111.54 亿元, 环比+58.49%。
- 大炼化项目投产带动盈利中枢提升。** 公司 2000 万吨/年大炼化项目于 2019 年 5 月全面投产, 逐步释放效益。2Q19-2Q20, 公司单季度归母净利润基本稳定在 25-35 亿元 (除 1Q20 油价大幅下跌导致公司库存损失压力加大外), 较此前单季度最高 17.7 亿元 (3Q18) 大幅提升。2020H1, 公司成品油产销量分别为 178/161 万吨, 化工品产销量分别为 1079/731 万吨 (销量不包括自用)。
- 150 万吨/年乙烯项目转固, 完善炼化产业链。** 公司 150 万吨/年乙烯项目于 2020 年 7 月转固并实现商业化运营, 将于今年三季度开始为公司贡献盈利。项目产品主要包括 180 万吨乙二醇、72 万吨苯乙烯、42.3 万吨聚丙烯、40 万吨高密度聚乙烯、14 万吨丁二烯, 我们认为一方面补充公司聚酯所需的乙二醇原材料, 另一方面有助于提升大炼化项目的产品附加值, 贡献增量业绩。
- PTA-聚酯产能稳步扩张, 巩固龙头地位。** 公司 500 万吨/年 PTA、135 万吨/年民用丝、20 万吨/年工业丝、3.3 万吨/年 PBAT 可降解塑料计划 2020-2021 年陆续投产, 提供未来业绩增量。项目投产后, 公司 PTA 年产能将达到 1160 万吨, 聚酯总产能超过 400 万吨/年。
- 制定五年股东回报计划。** 2020-2024 年公司结合资产负债率情况, 将每年现金分红比例划分为不低于 35%、40%、45%、50% 四档。截至 2020 年 6 月底, 公司资产负债率 78.92%。我们认为随着公司在建项目逐步投产落地, 公司未来资产负债率有望逐步降低, 现金分红比例有进一步提升的空间。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 130 亿元、140 亿元和 147 亿元, EPS 分别为 1.85、2.00、2.08 元, 2020 年 BPS 为 6.26 元, 给予其 2020 年 3.2-3.4 倍 PB, 对应合理价值区间 20.03-21.28 元 (2020 年 PE 为 11-12 倍), 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 原油价格大幅波动; 产品价格大幅波动的风险; 在建项目进程不及预期。

主要财务数据及预测

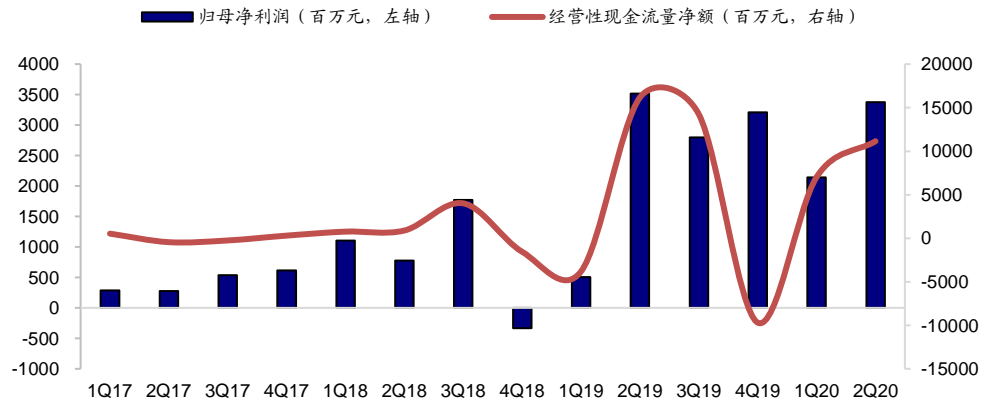
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60067	100782	131406	153741	164941
(+/-)YoY(%)	26.5%	67.8%	30.4%	17.0%	7.3%
净利润(百万元)	3323	10025	13036	14049	14657
(+/-)YoY(%)	4.0%	201.7%	30.0%	7.8%	4.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	1.42	1.85	2.00	2.08
毛利率(%)	12.7%	20.8%	21.4%	20.6%	20.1%
净资产收益率(%)	12.0%	27.6%	29.6%	27.2%	25.0%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

2020 年上半年归母净利润稳定增长。2020 年上半年，公司实现营业收入 673.58 亿元，同比+59.11%；实现归母净利润 55.17 亿元，同比+37.20%；基本每股收益 0.79 元/股，加权平均净资产收益率 14.26%。二季度随着国际油价企稳回升，公司盈利环比实现较大幅度改善，2Q20 单季度归母净利润 33.74 亿元，环比+57.39%，同比相对稳定；经营性现金流 111.54 亿元，环比+58.49%。

图 1 恒力石化单季度归母净利润及经营性现金流净额



资料来源: Wind, 海通证券研究所

大炼化项目投产带动盈利中枢提升。公司 2000 万吨/年大炼化项目于 2019 年 5 月全面投产，逐步释放效益。2Q19-2Q20，公司单季度归母净利润基本稳定在 25-35 亿元（除 1Q20 油价大幅下跌导致公司库存损失压力加大外），较此前单季度最高 17.7 亿元（3Q18）大幅提升。2020H1，公司成品油产销量分别为 178/161 万吨，化工品产销量分别为 1079/731 万吨（销量不包括自用），恒力炼化实现净利润 46.20 亿元，同比+239%。

150 万吨/年乙烯项目转固，完善炼化产业链。公司 150 万吨/年乙烯项目于 2020 年 7 月转固并实现商业化运营，将于今年三季度开始为公司贡献盈利。乙烯项目作为大炼化产业链的延伸，相关原料 98%以上由炼化项目供应，乙烯设计收率 48%，双烯收率 60%，均为国内领先。项目产品主要包括 180 万吨乙二醇、72 万吨苯乙烯、42.3 万吨聚丙烯、40 万吨高密度聚乙烯、14 万吨丁二烯，我们认为一方面有助于补充公司聚酯所需的乙二醇原材料，另一方面有助于提升大炼化项目的产品附加值，贡献增量业绩。

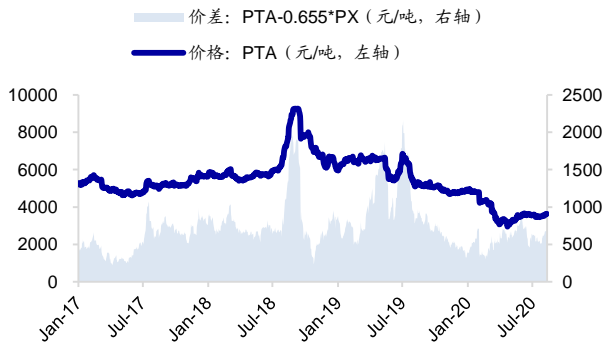
PTA-聚酯产能稳步扩张，巩固龙头地位。（1）PTA：2020H1 公司 2 条线合计 500 万吨 PTA 新产能建设稳步推进，其中 PTA-4 号线于 5 月投产并正式转固，PTA-5 号线完成项目建设安装工作，6 月启动投料，目前处于调试中，公司预计 2020 年下半年正式投产，项目投产后公司 PTA 年产能将达到 1160 万吨。（2）聚酯：截至 2019 年底，公司聚酯总产能超过 280 万吨，目前在建项目主要包括 135 万吨/年民用丝、20 万吨/年工业丝、3.3 万吨/年 PBAT 可降解塑料，公司计划上述项目均在 2020-2021 年投产，投产后公司聚酯总产能将超过 400 万吨/年。

表 1 公司主要产品现有产能及在建产能规划

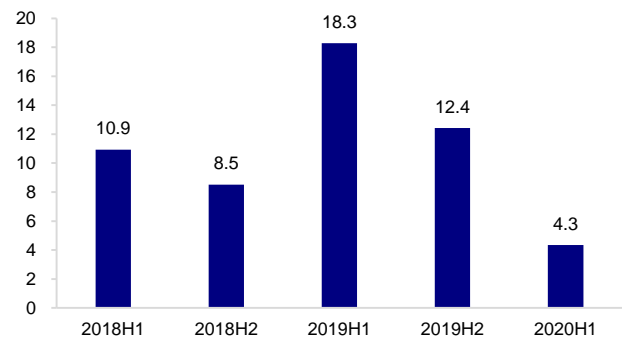
产品 (项目)	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	在建产能 预计完工时间
PTA	910	250	已建成，目前正在调试过程中，预计 2020 年下半年正式投产
民用涤纶长丝	155	135	2020 年上半年已投产 20 万吨 POY 产能，预计下半年新投产 60 万吨 DTY、POY 产能，剩余产能预计 2021 年投放
涤纶工业丝	20	20	预计 2020 年下半年投产
炼化一体化项目	2000	-	-
乙烯项目	150	-	-

资料来源: 恒力石化 2019 年报、2020 年半年报, 海通证券研究所

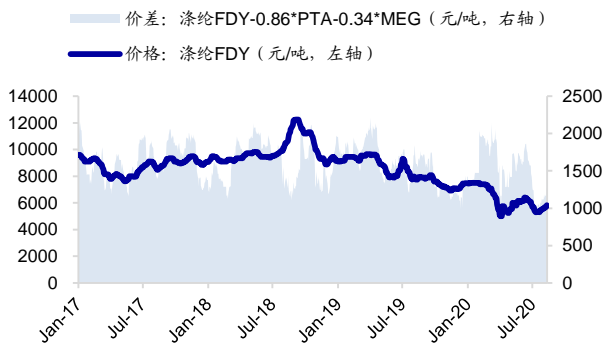
2020 年上半年 PTA-聚酯产业链景气有所回落。2020H1 受国内外疫情影响，纺织服装需求下滑，PTA-聚酯产业链景气回落。2020H1，PTA 平均价差 565 元/吨，同比-47%；涤纶 FDY 平均价差 1615 元/吨，同比-6%。公司 PTA 子公司恒力石化（大连）上半年净利润 4.34 亿元，同比-76%；聚酯子公司恒力化纤净利润 0.7 亿元，同比-89%。

图2 2017年以来PTA价格、价差


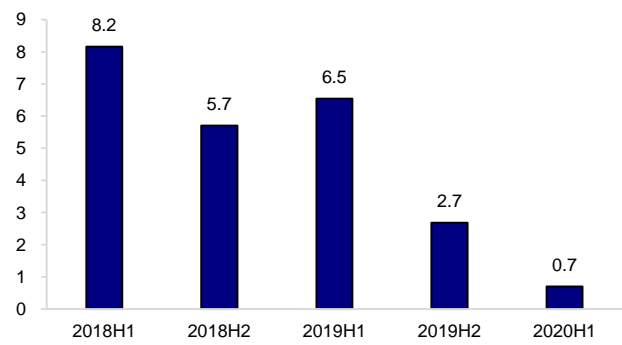
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 恒力石化(大连, PTA)半年度净利润(百万元)


资料来源: 恒力石化 2018-2020 半年报、年报, 海通证券研究所

图4 2017年以来涤纶FDY价格、价差


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 恒力化纤半年度净利润(亿元)


资料来源: 恒力石化 2018-2020 半年报、年报, 海通证券研究所

制定 2020-2024 年五年股东回报计划, 稳定股东回报预期。根据公司《未来五年股东回报规划(2020-2024 年)》, 2020-2024 年公司结合资产负债率情况, 将每年现金分红比例划分为不低于 35%、40%、45%、50% 四档。截至 2020 年 6 月底, 公司资产负债率 78.92%。我们认为随着公司在建项目逐步投产落地, 公司未来资产负债率有望逐步降低, 现金分红比例有进一步提升的空间。

表 2 恒力石化未来五年股东回报规划(2020-2024 年)

资产负债率	现金分红不低于当年实现的可分配利润的百分比
≥ 80%	35%
≥ 75%, < 80%	40%
≥ 70%, < 75%	45%
< 70%	50%

资料来源: 恒力石化《未来五年股东回报规划(2020-2024 年)》, 海通证券研究所

盈利预测与投资评级。公司大炼化项目盈利稳定, 乙烯项目 7 月转固逐步释放效益, 我们上调盈利预测, 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 130 亿元、140 亿元和 147 亿元, EPS 分别为 1.85、2.00、2.08 元, 2020 年 BPS 为 6.26 元。由于公司是民营大炼化中率先投产并释放效益的企业, 我们给予一定估值溢价, 给予其 2020 年 3.2-3.4 倍 PB, 对应合理价值区间 20.03-21.28 元(2020 年 PE 为 11-12 倍), 维持“优于大市”评级。

盈利预测主要调整:

- (1) 假设乙烯项目从 2020 年 7 月开始逐步释放效益, 化工品收入及盈利提升;
- (2) 2020 年以来国际油价大幅波动, 带动产品价格波动, 调整公司主要产品价格。

表 3 恒力石化分业务盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
成品油				
营业收入 (百万元)	12293	13530	14190	14520
营业成本 (百万元)	8934	10016	10841	11171
毛利率	27.32%	25.98%	23.60%	23.07%
化工品				
营业收入 (百万元)	30320	63000	67500	69000
营业成本 (百万元)	22942	47385	50385	51885
毛利率	24.33%	24.79%	25.36%	24.80%
PTA				
营业收入 (百万元)	28637	27440	36302	39838
营业成本 (百万元)	22148	20969	29192	32391
毛利率	22.66%	23.58%	19.58%	18.69%
聚酯				
营业收入 (百万元)	22831	18724	25294	30082
营业成本 (百万元)	19574	16735	21754	25558
毛利率	14.27%	10.62%	14.00%	15.04%
其他				
营业收入 (百万元)	6702	8712	10455	11500
营业成本 (百万元)	6268	8190	9828	10810
毛利率	6.47%	6.00%	6.00%	6.00%
合计				
营业收入 (百万元)	100782	131406	153741	164941
营业成本 (百万元)	79866	103294	121999	131815
毛利率	20.75%	21.39%	20.65%	20.08%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
601233.SH	桐昆股份	278	1.56	1.61	2.04	9.65	9.35	7.38	1.3
000703.SZ	恒逸石化	376	1.13	1.12	1.35	9.03	9.11	7.56	1.4
002493.SZ	荣盛石化	1180	0.35	1.00	1.36	53.57	18.75	13.79	4.2
	均值		1.01	1.24	1.58	24.08	12.40	9.57	2.3

注: 收盘价为 2020 年 8 月 12 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 原油价格大幅波动; 产品价格大幅波动的风险; 在建项目进程不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	100782	131406	153741	164941
每股收益	1.42	1.85	2.00	2.08	营业成本	79866	103294	121999	131815
每股净资产	5.16	6.26	7.33	8.34	毛利率%	20.8%	21.4%	20.6%	20.1%
每股经营现金流	2.41	3.51	3.68	3.67	营业税金及附加	2121	2628	3075	3299
每股股利	0.40	0.75	0.92	1.08	营业税金率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
价值评估 (倍)					营业费用	952	1241	1452	1558
P/E	13.38	10.29	9.55	9.15	营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
P/B	3.69	3.04	2.60	2.29	管理费用	1090	1422	1663	1784
P/S	1.33	1.02	0.87	0.81	管理费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
EV/EBITDA	10.03	8.63	7.49	7.07	EBIT	15795	21572	24090	24917
股息率%	2.1%	4.0%	4.8%	5.7%	财务费用	3563	5387	6737	6937
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.5%	4.1%	4.4%	4.2%
毛利率	20.8%	21.4%	20.6%	20.1%	资产减值损失	-6	-80	-10	-10
净利润率	9.9%	9.9%	9.1%	8.9%	投资收益	275	358	419	450
净资产收益率	27.6%	29.6%	27.2%	25.0%	营业利润	13223	17198	18534	19336
资产回报率	5.7%	6.3%	6.4%	6.5%	营业外收支	-11	-10	-10	-10
投资回报率	8.7%	10.1%	11.1%	11.2%	利润总额	13212	17188	18524	19326
盈利增长 (%)					EBITDA	19871	27222	30640	31867
营业收入增长率	67.8%	30.4%	17.0%	7.3%	所得税	3100	4039	4353	4542
EBIT 增长率	196.3%	36.6%	11.7%	3.4%	有效所得税率%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
净利润增长率	201.7%	30.0%	7.8%	4.3%	少数股东损益	87	113	122	127
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	10025	13036	14049	14657
资产负债率	78.9%	78.5%	76.0%	73.6%					
流动比率	0.65	0.60	0.64	0.67	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.40	0.34	0.34	0.35	货币资金	16509	18000	18500	19000
现金比率	0.20	0.18	0.18	0.18	应收账款及应收票据	693	903	1057	1134
经营效率指标					存货	19464	25187	29748	32141
应收帐款周转天数	2.45	2.45	2.45	2.45	其它流动资产	16629	17261	17740	17985
存货周转天数	88.95	89.00	89.00	89.00	流动资产合计	53294	61351	67044	70260
总资产周转率	0.58	0.63	0.71	0.73	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.21	1.28	1.52	1.66	固定资产	83075	102575	101175	99375
					在建工程	24291	29291	34291	39291
					无形资产	5808	6658	7508	8358
					非流动资产合计	121083	146433	150883	154933
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	174378	207784	217927	225193
净利润	10025	13036	14049	14657	短期借款	47597	58628	53724	49974
少数股东损益	87	113	122	127	应付票据及应付账款	23762	30847	36433	39364
非现金支出	4082	5730	6560	6960	预收账款	6024	7855	9190	9859
非经营收益	2551	2938	3027	2997	其它流动负债	4884	5496	5951	6182
营运资金变动	191	2882	2173	1106	流动负债合计	82267	102825	105297	105379
经营活动现金流	16937	24699	25931	25847	长期借款	51265	56265	56265	56265
资产	-41774	-31010	-11010	-11010	其它长期负债	4106	4106	4106	4106
投资	204	0	0	0	非流动负债合计	55371	60371	60371	60371
其他	1657	358	419	450	负债总计	137639	163196	165669	165750
投资活动现金流	-39913	-30651	-10591	-10560	实收资本	7039	7039	7039	7039
债权募资	65698	16031	-4903	-3750	归属于母公司所有者权益	36333	44069	51617	58674
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	406	519	641	769
其他	-40062	-8587	-9937	-11037	负债和所有者权益合计	174378	207784	217927	225193
融资活动现金流	25637	7444	-14840	-14787					
现金净流量	2758	1491	500	500					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,东华能源,浙江龙盛,通源石油,东方盛虹,中石化冠德,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新宙邦,嘉化能源,中国石油,星湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,荣盛石化,中海油服

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。