

恒力石化 (600346)

证券研究报告

2019年08月11日

中报大超预期,炼化投产及 PTA 二季度高盈利是主因

公司公布 2019 年中报业绩,报告期内公司实现营业收入 423.33 亿元,同比增加 60.0%;净利润 40.21 亿元,同比大增 113.6%,其中一季度 4.80 亿,二季度 35.51 亿。二季度公司盈利非常亮眼,原因有二:1) 2000 万吨/年炼化一体化项目投产带来较大增量,报告期内恒力炼化(炼化业务)实现净利润 13.61 亿元;2) 二季度 PX 价格盈利下行,PTA 环节景气度较高,恒力石化(PTA 业务)实现净利润 18.29 亿元。

炼化投产,业绩增量

报告期内公司圆满完成了 2000 万吨/年炼化一体化项目的全面投产工作,实现化工品产量 227.98 万吨,成品油 45.24 万吨,并且同样出色地完成了销售工作,化工品、油品产销率均达到 99%以上,贡献净利润 13.61 亿。从产品结构上看,报告期内化工品产量远超过油品,项目投产之初由于各装置调试、产能爬坡等因素,与项目设计产品方案存在一定差异,预计随着炼厂运营趋于平稳,油品/化工品比率会逐步趋向设计方案。

PTA 一季度高产销,二季度高效益

19H1 恒力石化(PTA)实现净利润 18.29 亿元,远超 18H1/H2 水平,报告期内实现 PTA 销量 292 万吨(Q1/Q2 分别实现 PTA 销量 165/127 万吨),估算 PTA 吨净利 626 元;价差方面(PTA-0.65PX)Q1/Q2 分别为 840/1273 元/吨,公司一季度实现更多的 PTA 产销,但利润二季度远高于一季度。

聚酯与薄膜业务效益受上游挤压

公司实现聚酯全口径销量 128.8 万吨,其中恒力化纤实现民用长丝+工业长丝+聚酯切片销量 114.4 万吨,净利润 6.54 亿,估算单位净利润约 572 元/吨;营口康辉石化实现工程塑料+聚酯薄膜销量共 14.36 万吨,净利润 0.3 亿,报告期内 PTA 环节较为强势,对下游效益形成一定挤压。

乙烯、PTA、聚酯新材料等新建产能开启后续成长

截止 6 月 30 日,150 万吨/年乙烯项目已累计投资 18.9 亿,占总投资额 8.57%,预计将于 19 年四季度建成投产;恒力 PTA-4 项目与 PTA-5 项目正同步推进,并进入了设备安装高峰期,截止 6 月 30 日分别累计投资 8.5/3.2 亿,占总投资额 29.28%/11.21%;聚酯新材料项目累计投资 15.4 亿,占总投资额 12.53%,开启后续成长空间。

公司盈利预测、估值及投资评级

报告期内公司已实现净利润 40.21 亿元,交出了出色的业绩答卷,我们将 19/20/21 年净利润预测由 68.8/96.8/100.8 亿元向上调整至 82.6/109.9/114.9 亿元,当前股价对应 19/20/21 年 PE10.5/7.9/7.5 倍,维持“买入”评级。

风险提示: 炼化、聚酯盈利下行,乙烯/PTA 项目进度不及预期等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22,287.97	60,067.26	121,405.95	149,787.55	142,987.85
增长率(%)	15.84	169.51	102.12	23.38	(4.54)
EBITDA(百万元)	3,860.02	8,069.37	13,528.19	16,952.76	17,438.06
净利润(百万元)	1,719.33	3,322.61	8,257.48	10,994.51	11,494.84
增长率(%)	45.73	93.25	148.52	33.15	4.55
EPS(元/股)	0.24	0.47	1.17	1.56	1.63
市盈率(P/E)	50.36	26.06	10.49	7.87	7.53
市净率(P/B)	12.10	3.14	2.46	2.08	1.85
市销率(P/S)	3.88	1.44	0.71	0.58	0.61
EV/EBITDA	10.53	13.61	9.93	6.31	6.42

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学纤维
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,039.10
流通 A 股股本(百万股)	4,631.94
A 股总市值(百万元)	86,580.93
流通 A 股市值(百万元)	56,972.81
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	80.78
一年内最高/最低(元)	20.58/10.76

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 联系人
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

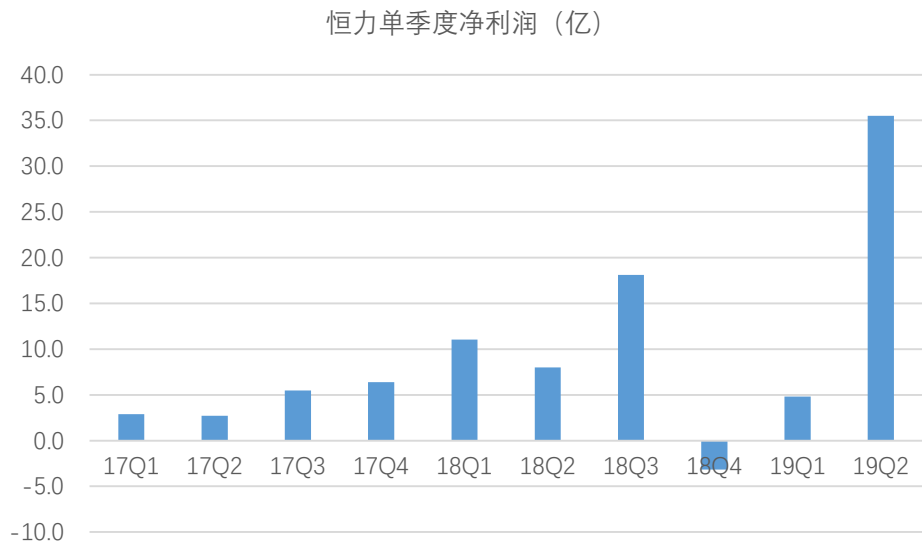
- 《恒力股份-年报点评报告:18 年业绩符合预期, 炼化项目扬帆起航》2019-04-10
- 《恒力股份-公司点评:4 季度盈利欠佳无碍 2018 年业绩同比大增》2019-02-11
- 《恒力股份-季报点评:经营性现金流大幅增加, 炼化项目收官冲刺》2018-10-22

中报大超预期，炼化投产及 PTA 二季度高盈利是主因

公司公布 2019 年中报业绩，报告期内公司实现营业收入 423.33 亿元，同比增加 60.0%；净利润 40.21 亿元，同比大增 113.6%，其中一季度 4.80 亿，二季度 35.51 亿。

二季度公司盈利非常亮眼，原因有二：1) 2000 万吨/年炼化一体化项目投产带来较大增量，报告期内恒力炼化（炼化业务）实现净利润 13.61 亿元；2) 二季度 PX 价格盈利下行，PTA 环节景气度较高，恒力石化（PTA 业务）实现净利润 18.29 亿元。

图 1：19Q2 单季度盈利高达 35 亿



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：主要控股参股子公司 19H1 经营情况 (亿)

公司名称	持股比例 (%)	总资产 (亿)	净资产 (亿)	净利润 (亿)
恒力石化 (大连) 炼化有限公司	100	1052.23	197.4	13.61
恒力石化 (大连) 有限公司	99.83	343.06	119.04	18.29
江苏恒力化纤股份有限公司	99.99	201.3	44	6.54
营口康辉石化有限公司	75	47.92	10.73	0.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

炼化方面，报告期内公司圆满完成了 2000 万吨/年炼化一体化项目的装置调试与全面投产工作，实现化工品产量 227.98 万吨，成品油 45.24 万吨，并且同样出色地完成了销售工作，化工品、油品产销率均达到 99% 以上，贡献净利润 13.61 亿。从产品结构上看，报告期内化工品产量远超过油品，项目投产之初由于各装置调试、产能爬坡等因素，与设计产品方案存在一定差异，预计随着炼厂运营趋于平稳，油品/化工品比率会逐步趋向设计产品方案。该项目的全面投产实现了公司在炼化、芳烃关键产能环节的战略突破，公司成为行业内首家拥有了从“原油-PX-PTA-聚酯”产业链一体化经营的企业。

图 2：恒力炼化一体化项目设计产品方案

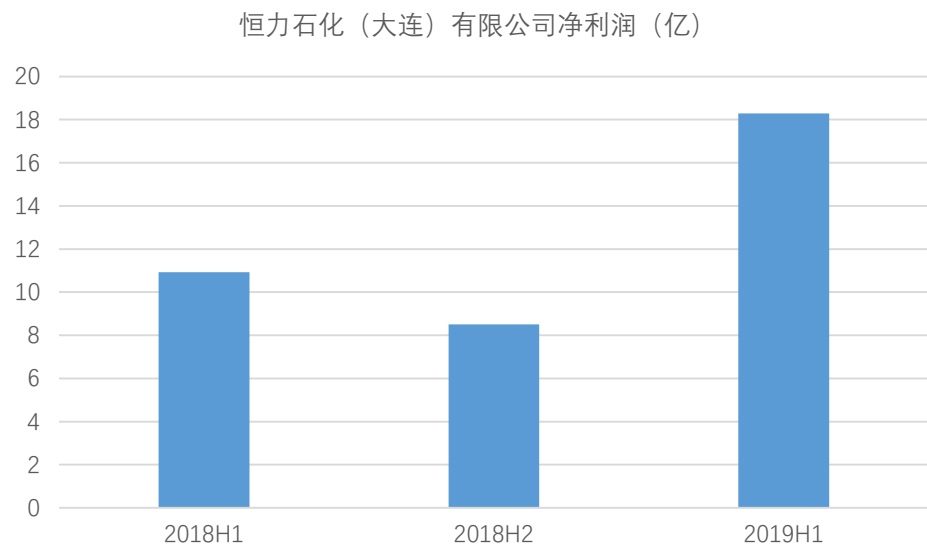
原料	主要产品	
1200万吨/年 沙重	450万吨/年 对二甲苯	64万吨/年 液化气
600万吨/年 沙中	371万吨/年 航空煤油	53万吨/年 润滑油
200万吨/年 马林	205万吨/年 国V汽油	52万吨/年 硫磺
	255万吨/年 国五汽油	43万吨/年 聚丙烯
	162万吨/年 化工轻油	35万吨/年 醋酸
	161万吨/年 国五柴油	13万吨/年 重芳烃
	97万吨/年 苯	

注：PX全部自用
醋酸15万吨自用

资料来源：公司公告，天风证券研究所

PTA 方面，19H1 恒力石化（PTA）实现净利润 18.29 亿元，远超 18H1/H2 水平，报告期内实现 PTA 销量 292 万吨（Q1/Q2 分别实现 PTA 销量 165/127 万吨），估算 PTA 吨净利 626 元；价差方面（PTA-0.65PX）Q1/Q2 分别为 840/1273 元/吨，公司一季度实现了更多的 PTA 产销，但利润方面二季度远高于一季度。

图 3：报告期内 PTA 业务盈利强劲，远超 18H1/H2 水平

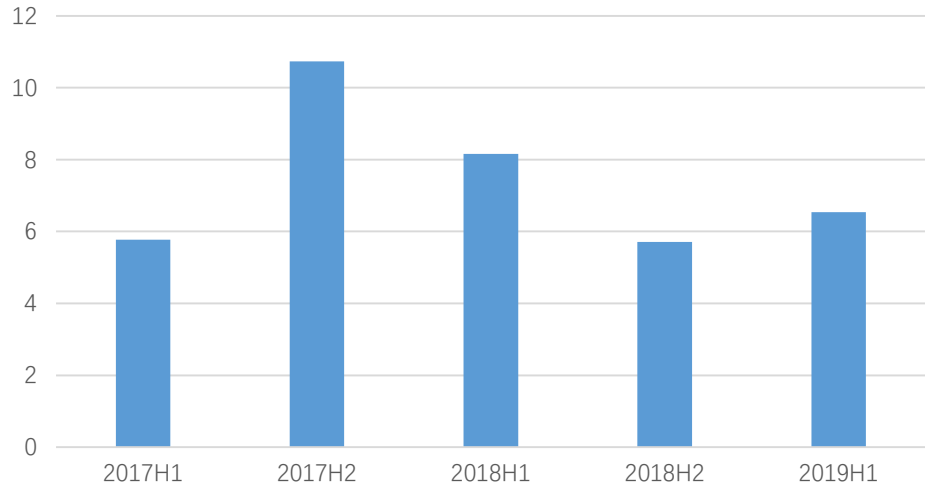


资料来源：公司公告，天风证券研究所

聚酯方面，19H1 公司实现聚酯全口径销量 128.8 万吨，其中恒力化纤实现民用长丝+工业长丝+聚酯切片销量 114.4 万吨，净利润 6.54 亿，估算单位净利润约 572 元/吨，聚酯业务盈利较景气高点出现一定程度下滑，主要系报告期内 PTA 环节较为强势，对长丝及聚酯产业品效益形成一定挤压，公司差别化的高端长丝产品保证了其较高的盈利。

图 4：报告期内恒力化纤实现净利润 6.54 亿元

恒力化纤股份有限公司净利润（亿）

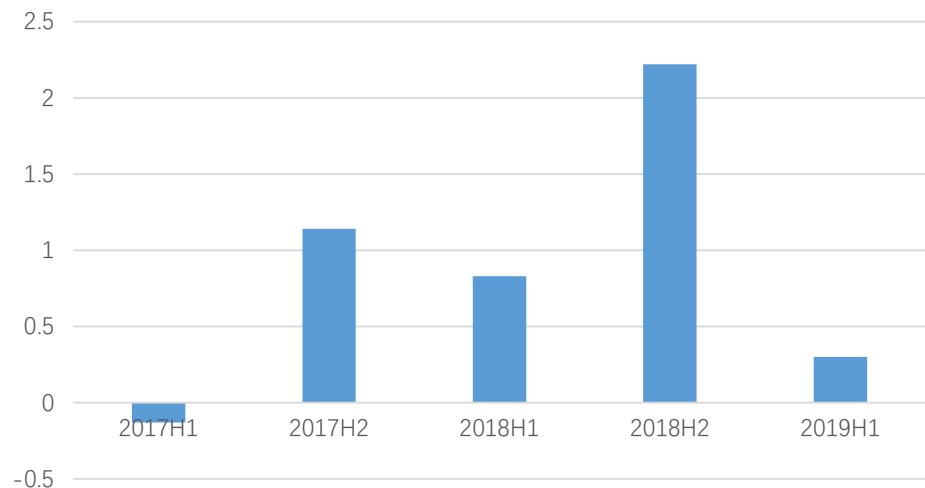


资料来源：公司公告，天风证券研究所

营口康辉石化实现工程塑料+聚酯薄膜销量共 14.36 万吨，报告期内 PTA 环节较为强势，对下游效益形成一定挤压，报告期内营口康辉石化实现净利润 0.3 亿，效益略有下滑。

图 5：报告期内营口康辉石化效益下滑

营口康辉石化有限公司净利润（亿）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2000 万吨/年炼化一体化项目投产后，150 万吨/年乙烯、500 万吨/年 PTA、135 万吨/年聚酯新材料等新建产能开启后续成长。

乙烯方面，150 万吨/年乙烯项目截止 6 月 30 日已累计投资 18.9 亿，占总投资额 8.57%，乙烯项目建设已全面进入了设备安装的高峰期，大型设备与材料陆续按期进场，各主装置安装等关键任务有条不紊进行中，预计将于 19 年四季度建成投产（公司公告）。项目投产后，公司将实现对占到聚酯原料成本 90%以上的 PTA 和乙二醇两大关键原材料的全面覆盖和自给自足，公司的上游原材料保障能力和综合盈利能力预计将实现较大提升。

PTA 方面，恒力 PTA-4 项目与 PTA-5 项目正同步推进，并进入了设备安装高峰期，截止 6 月 30 日分别累计投资 8.5/3.2 亿，占总投资额 29.28%/11.21%，从扩产节奏上看预计两套年产 250 万吨 PTA 装置投产时间不会间隔太久。

涤纶方面，年产 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目定位高端，单吨投资强度近亿元（123/135），截止 6 月 30 日累计投资 15.4 亿，占总投资额 12.53%。

表 1：重要在建工程项目变动情况（亿）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转入固定 资产金额	期末余额	工程累计投入 占预算比例(%)
2000万吨/年炼化一体化项目	562	427.4	155.9	324.8	258.5	103.77
150万吨/年乙烯工程项目	220.9	5.7	13.3		18.9	8.57
年产135万吨多功能高品质纺织新材料项目	123	5.9	9.6	0.1	15.4	12.53
年产250万吨PTA-4项目	29	0.6	7.9		8.5	29.28
年产250万吨PTA-5项目	29		3.2		3.2	11.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司盈利预测、估值及投资评级

19H1 报告期内公司已实现净利润 40.21 亿元，交出了出色的业绩答卷，考虑到炼化项目投资顺利打开公司成长空间，PTA 高景气，及后续乙烯、PTA 和涤纶新材料项目的成长空间，我们将 2019/2020/2021 年净利润预测由 68.8/96.8/100.8 亿元向上调整至 82.6/109.9/114.9 亿元，当前股价对应 19/20/21 年 PE10.5/7.9/7.5 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,416.72	12,323.06	9,712.48	11,983.00	11,439.03
应收票据及应收账款	3,365.71	5,247.60	21,955.96	3,948.50	20,780.01
预付账款	281.96	819.46	1,331.01	1,612.25	1,021.66
存货	2,313.59	18,479.14	7,709.59	29,681.13	2,287.39
其他	498.31	2,710.13	1,175.63	1,570.81	1,765.66
流动资产合计	8,876.29	39,579.39	41,884.66	48,795.70	37,293.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9,424.99	24,056.29	41,090.70	50,231.90	54,624.17
在建工程	156.55	46,007.55	27,640.53	16,632.32	10,009.39
无形资产	989.47	4,922.10	4,808.54	4,694.98	4,581.42
其他	236.91	10,677.14	3,615.99	4,818.19	6,344.59
非流动资产合计	10,807.92	85,663.08	77,155.76	76,377.39	75,559.58
资产总计	19,684.21	125,242.46	119,040.42	125,173.09	112,853.32
短期借款	7,496.58	22,990.53	27,437.76	33,602.11	40,821.13
应付票据及应付账款	2,260.27	26,946.01	17,411.63	41,879.60	17,023.58
其他	961.90	4,279.20	4,745.50	3,792.33	5,196.75
流动负债合计	10,718.74	54,215.74	49,594.89	79,274.03	63,041.46
长期借款	497.00	40,066.59	32,167.75	1,767.12	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,113.06	3,051.79	1,784.59	1,983.15	2,273.18
非流动负债合计	1,610.06	43,118.39	33,952.34	3,750.27	2,273.18
负债合计	12,328.80	97,334.13	83,547.23	83,024.30	65,314.64
少数股东权益	200.19	320.66	341.57	490.16	640.83
股本	2,825.69	5,052.79	7,039.09	7,039.09	7,039.09
资本公积	907.22	20,457.67	20,457.67	20,457.67	20,457.67
留存收益	4,329.53	23,124.45	28,112.54	34,619.55	39,858.77
其他	(907.22)	(21,047.24)	(20,457.67)	(20,457.67)	(20,457.67)
股东权益合计	7,355.41	27,908.34	35,493.19	42,148.79	47,538.69
负债和股东权益总	19,684.21	125,242.46	119,040.42	125,173.09	112,853.32

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,744.71	3,402.47	8,257.48	10,994.51	11,494.84
折旧摊销	1,005.71	1,882.76	1,506.16	2,060.57	2,394.22
财务费用	320.30	1,259.95	2,406.46	1,804.95	1,372.24
投资损失	(6.22)	(108.20)	(38.14)	(38.14)	(38.14)
营运资金变动	(3,311.41)	(12,644.55)	(6,879.27)	17,736.51	(14,077.48)
其它	402.87	10,339.02	10.25	156.18	154.64
经营活动现金流	155.97	4,131.45	5,262.94	32,714.58	1,300.32
资本支出	730.15	64,320.11	1,327.20	(118.55)	(240.03)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,557.07)	(96,750.31)	(1,301.87)	75.13	213.48
投资活动现金流	(826.91)	(32,430.20)	25.33	(43.43)	(26.55)
债权融资	8,263.58	65,627.55	60,829.79	36,724.13	42,537.66
股权融资	(382.62)	19,709.83	169.40	(1,804.95)	(1,372.24)
其他	(6,861.76)	(51,032.79)	(68,898.03)	(65,319.81)	(42,983.17)
筹资活动现金流	1,019.20	34,304.58	(7,898.85)	(30,400.63)	(1,817.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	348.25	6,005.83	(2,610.58)	2,270.53	(543.98)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,287.97	60,067.26	121,405.95	149,787.55	142,987.85
营业成本	18,662.37	52,413.24	102,502.44	128,398.54	121,721.47
营业税金及附加	118.65	324.78	698.01	822.82	793.56
营业费用	205.87	543.40	1,456.87	1,797.45	1,715.85
管理费用	444.93	620.44	3,520.77	2,396.60	2,287.81
研发费用	595.96	834.21	1,214.06	1,497.88	1,429.88
财务费用	382.62	1,478.16	2,406.46	1,804.95	1,372.24
资产减值损失	(1.24)	58.93	18.15	25.28	34.12
公允价值变动收益	(9.24)	10.78	(11.76)	5.07	0.54
投资净收益	6.22	108.20	38.14	38.14	38.14
其他	(153.64)	(444.06)	(52.77)	(86.41)	(77.36)
营业利润	2,035.48	4,119.17	9,615.57	13,087.24	13,671.60
营业外收入	3.71	25.61	56.41	28.58	36.87
营业外支出	1.78	4.70	3.49	3.32	3.84
利润总额	2,037.41	4,140.08	9,668.49	13,112.50	13,704.63
所得税	292.70	737.61	1,389.00	1,966.87	2,055.69
净利润	1,744.71	3,402.47	8,279.48	11,145.62	11,648.93
少数股东损益	25.38	79.86	22.00	151.11	154.10
归属于母公司净利润	1,719.33	3,322.61	8,257.48	10,994.51	11,494.84
每股收益(元)	0.24	0.47	1.17	1.56	1.63

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.84%	169.51%	102.12%	23.38%	-4.54%
营业利润	61.29%	102.37%	133.43%	36.10%	4.47%
归属于母公司净利润	45.73%	93.25%	148.52%	33.15%	4.55%
获利能力					
毛利率	16.27%	12.74%	15.57%	14.28%	14.87%
净利率	7.71%	5.53%	6.80%	7.34%	8.04%
ROE	24.03%	12.04%	23.49%	26.39%	24.51%
ROIC	20.32%	35.48%	14.60%	15.26%	20.61%
偿债能力					
资产负债率	62.63%	77.72%	70.18%	66.33%	57.88%
净负债率	79.49%	191.00%	144.02%	58.70%	65.42%
流动比率	0.83	0.73	0.84	0.62	0.59
速动比率	0.61	0.39	0.69	0.24	0.56
营运能力					
应收账款周转率	6.29	13.95	8.93	11.56	11.56
存货周转率	10.79	5.78	9.27	8.01	8.95
总资产周转率	1.13	0.83	0.99	1.23	1.20
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.47	1.17	1.56	1.63
每股经营现金流	0.02	0.59	0.75	4.65	0.18
每股净资产	1.02	3.92	4.99	5.92	6.66
估值比率					
市盈率	50.36	26.06	10.49	7.87	7.53
市净率	12.10	3.14	2.46	2.08	1.85
EV/EBITDA	10.53	13.61	9.93	6.31	6.42
EV/EBIT	14.24	17.65	11.18	7.18	7.44

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com