

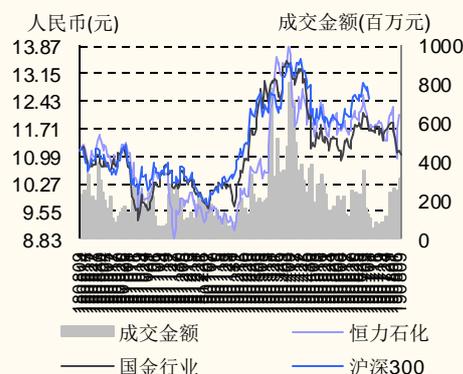
## 恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.30 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	4,631.94
总市值(百万元)	86,580.93
年内股价最高最低(元)	13.89/8.83
沪深 300 指数	3633.53
上证指数	2774.75



## 相关报告

1. 《如果百亿利润仅是盈利下限? 附测算依据! - 《2019-08-0...》, 2019.8.7

刘蒙 联系人  
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

## 恒力中报解读——未来有望百亿利润做起点

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.608	0.658	1.285	2.047	2.432
每股净资产(元)	2.53	5.46	6.50	8.20	10.40
每股经营性现金流(元)	0.06	0.82	3.57	5.32	6.28
市盈率(倍)	20.26	20.15	8.99	5.64	4.75
净利润增长率(%)	45.73%	93.25%	172.31%	59.28%	18.80%
净资产收益率(%)	24.03%	12.04%	27.55%	34.78%	32.57%
总股本(百万股)	2,825.69	5,052.79	7,039.10	7,039.10	7,039.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 恒力石化 2019 年上半年实现归母净利润 40.21 亿元, EPS 0.57 元, 同比增长 113.62%, 二季度环比一季度增长 700.99%, 大幅超出市场一致预期。

## 经营分析

- 由于恒力石化炼厂在 2 季度实现炼厂提负荷以及部分后续装置的开车投产, 其炼厂具体产品在投产过程中难于拆分。但从公司总体扣非净利率来看, 符合我们对于恒力石化公司层面净利率的理论测算, 大幅超过市场预期。
- 二季度 PX 大部分利润显著转移至 PTA 环节逻辑验证: 以 2019 年 3 月为节点, PX 的中国主港 CFR 价格大幅下挫, 从 1000 美元左右的中枢价格迅速下移至 850 美元左右的中枢价格, 而 PTA 的价格在此区间并没有明显下跌, 从而增厚 PTA 利润。
- 聚酯盈利下滑: 恒力石化的聚酯主要分为长丝 (FDY 与 DTY), 切片, 工程塑料 PBT, 以及聚酯薄膜 BOPET, 利润同比下滑 30% 左右。

## 盈利调整

■ 考虑到

1. 恒力炼化装置投产进度超出预期, 业绩预测需要上修。
2. 中美贸易摩擦波动潜在影响下半年聚酯产业的订单释放和原料采购节奏
3. 原油价格潜在下跌可能带来的跌价准备

我们将恒力石化 2019 年净利润预期从 75 亿调升至 90.86 亿, 并微调 2020 年/2021 盈利预测净利润至 144 亿/171 亿。

## 投资建议

■ 我们对公司维持“买入”评级及目标价 20.49 元, 目标价分别对应 2019-2021 年市盈率 15.9 倍, 10.2 倍, 8.7 倍。

## 风险提示

- 1. 原油单向大规模下跌风险 2. 纺织服装严重需求恶化 3. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险 4. 地缘政治风险 5. 项目进度不及预期 6. 公司股票大规模解禁风险 7. 美元汇率大幅波动风险 8. 行业竞争严重加剧带来的盈利不及预期 9. 主要化工产品价格的大幅波动风险 10. 全球经济周期下行风险 11. 其他不可抗力造成影响

## 一. 恒力半年度业绩情况

- 恒力石化上半年营业收入 423.33 亿，同比增长 60.04%；上半年归母净利润 40.21 亿，同比增长 113.62%。
- 其中恒力石化 2 季度贡献营业收入 272.80 亿元，2 季度归母净利润 35.15 亿元，归母净利润同比增长 363.49%。

以上业绩明显超出 WIND 市场一致预期全年 73.65 亿的全年利润预期，符合我们对于恒力石化扣非净利率的理论测算。但由于恒力炼厂的提负荷进度显著超出我们预期，因而我们将 2019 年盈利预测从 75 亿上修至 90 亿，并微调恒力石化 2020 年 144 亿，2021 年 171 亿的净利润预测，维持公司 20.49 元的目标价格，保持“买入”评级。

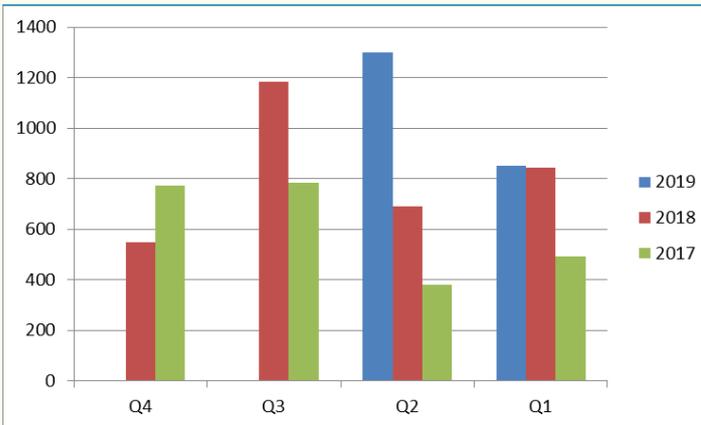
## 二. 上半年行业复盘

上半年 PX-PTA 走势较好的印证了 PX 环节利润向 PTA 环节利润转移的观点，虽然 PX 快速下跌，但是根据我们的理论测算，恒力 PX 的成本优势在 2 季度依旧可以带来每吨 PX 约 1400 元左右的理论收益。由于中美贸易战美方对中国 3000 亿商品加税影响国内纺织服装外贸订单，聚酯产业出现采购观望的现象，从而使得 PTA 价格出现较大幅度下跌；然而当 6 月份中美局势缓和后，PTA 价格快速修复，恢复了 PTA 利润承接 PX 环节利润下移的现象。PTA 在上半年贡献了 18 亿左右的利润（包含部分蒸汽以及电力销售利润）。

化工品与成品油开车期间产品组成拆分较为困难，原因在于在开车过程中，如渣油及部分副产品并不会继续加工而是直接销售；部分调油料由于产品没有达到生产标准，按照副产品进行销售。且化工装置由于尚未投产，炼油与化工装置的协同效应尚未体现。因此，对于恒力石化的利润还需要持续关注下半年炼厂装置正常满产的利润释放。2019 年上半年恒力的炼化装置共计贡献利润 13 亿左右。

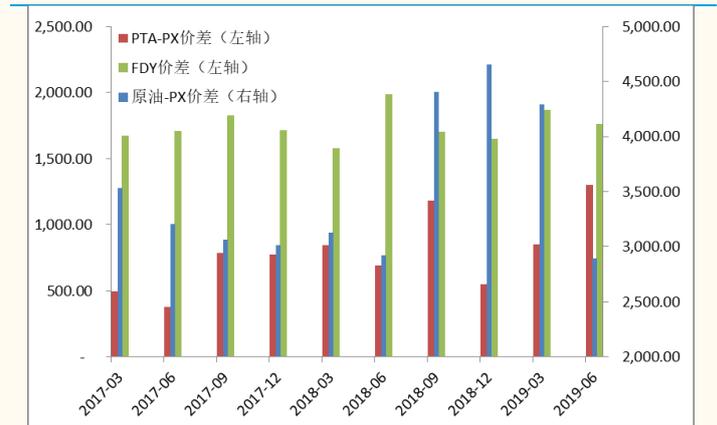
除此之外，长丝以及工程塑料板块利润有所缩窄。图中可以看出 FDY 长丝环节价差上半年同比较弱，一定幅度拖累了聚酯环节利润。2019 年上半年长丝业绩下滑 25% 左右，而工程塑料与薄膜业务利润下滑 50% 以上。

图表 1: PTA-PX 价差同比 (单位: 元/吨)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 2: 原油-PX-PTA-FDY 季度价差 (单位元/吨)



来源: WIND, 国金证券研究所

## 三. 恒力石化未来项目推进情况以及下半年预期

### 3.1 项目推进

恒力炼化项目于 2018 年 12 月 15 日启动了常减压等装置的投料开车工作后，于今年 3 月 25 日成功一次性打通了炼厂生产全流程，顺利产出汽油、柴油、航空煤油、PX 等主要产品，并于 5 月 17 日圆满实现项目的正式全面投产，也创造了全球业内建设速度、开车速度与投产速度最快的行业奇迹，集中体现了恒力速度与恒力品质。

恒力的化工装置预计四季度中交。恒力化工装置主要包含中国目前最大规模的 150 万吨/年乙烯装置，2\*90 万吨/年乙二醇装置，配套聚乙烯、聚丙烯装置，72 万吨/年苯乙烯装置。

图表 3：在建项目推进进度符合预期

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	本期其他减少金额	期末余额	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度	利息资本化率		本期利息资本化率 (%)	资金来源
									其中：本期利息资本化金额	利息资本化率 (%)		
2000 万吨/年炼化一体化项目	562.06 亿	42,736,950.14	15,588,013,737.31	22,473,797,161.89	25,851,166,723.20	103.77	试生产	2.451,416.75	996,256,097.87	4.04	自筹、自筹、自筹	
150 万吨/年乙烯工程	220.90 亿	566,473,654.81	1,326,881,650.55		1,892,155,305.36	8.57	在建	152,972,915.82	147,926,370.79	4.49	自筹	
年产 135 万吨多功胺类特种新材料项目	123 亿	588,140,914.55	962,935,597.50	11,429,111.69	1,540,651,400.36	12.53	在建				自筹	
年产 20 万吨工业装置	15.19 亿	430,188,681.4	51,651,588.14		52,081,776.82	3.43	在建				自筹	
年产 8 万吨 PBT 项目	2 亿	123,240,073.26	74,030,301.22	180,276,047.13	16,994,327.45	0.13	在建				自筹	
年产 210 万吨 PTA-4 项目	29 亿	60,197,096.01	789,041,866.57		849,238,962.58	29.28	在建	5,280,535.29	4,286,792,087.8	5.08	自筹	
年产 210 万吨 PTA-5 项目	29 亿		324,993,028.14		324,993,028.14	11.21	在建	20,574,283.24	20,574,283.24	5.78	自筹	
年产 6.6 万吨 BOPE T 项目	6 亿		28,957,632.97		28,957,632.97	4.83	在建				自筹	
员工宿舍楼		36,488,741.26		36,488,741.26			在建				自筹	
热网技改工程		17,006,031.44	4,569,458.45	9,654,458.79	11,923,002.10		在建					
零星建筑工程		13,095,601.57	55,974,925.46	14,885,302.06	54,185,224.99		在建					
设备安装工程		75,507,094.93	43,655,337.96	34,879,392.92	84,283,009.97		在建					
合计	987.15 亿	44,219,631,544.39	19,251,505,124.29	32,763,506.2	30,707,430,454.94	/	/	2,630,214,426.20	1,169,043,544.08	/	/	

来源：恒力石化中报，国金证券研究所

- 另外，恒力石化的聚酯项目也在有条不紊的进行推进。从项目进度来看，PTA-4，PTA-5，135 万吨/年恒科长丝项目进度符合预期。

### 3.2 下半年预期

由于三季度中美贸易摩擦再起波澜，行业大环境同今年 2 季度较为类似，对国内纺织服装行业的原料采购节奏造成了一定的冲击；PTA 在 8 月初出现了较大幅度的回落。原油价格自 7 月份以来，原油价格出现了明显波动，从 7 月初的 64 美元继续回落至最低 55 美元每桶。

成品油汽柴油价差显著走阔，柴油受益于 IMO2020 航运新规，走势较强。航煤在国内航空需求较快增速的拉动下，保持较高利润。而汽油由于供需关系恶化，利润持续走弱。

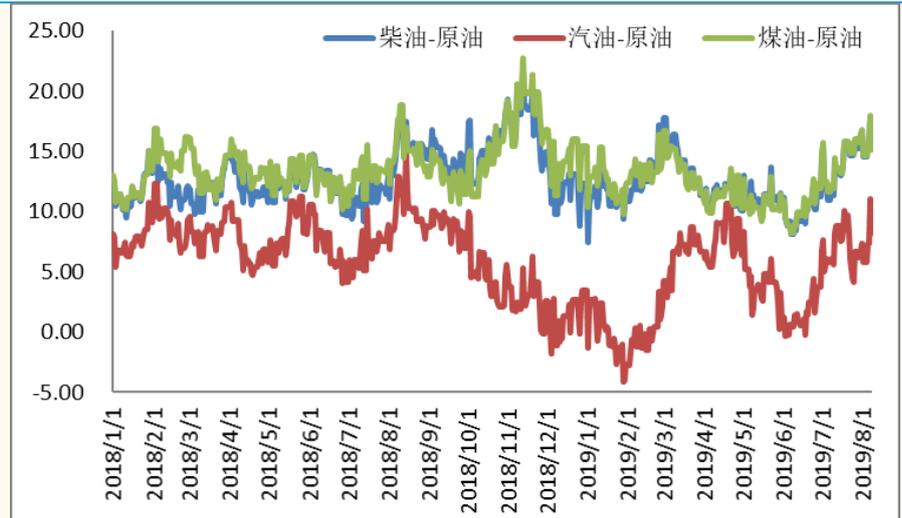
由于航空煤油与轻柴油之间可以大量互相转换，因此下半年预计恒力石化可以通过增加柴油产出，适当减少煤油产出来增加盈利。

然而下半年有两点影响不同忽视

1. 中美贸易摩擦虽然并不直接改变纺织服装等必须消费品的总需求，但是对于纺服产业链部分环节的订单节奏和原料采购节奏可能存在一定的影响
2. 原油价格持续下跌以及主要化学产品价格相应波动的影响。

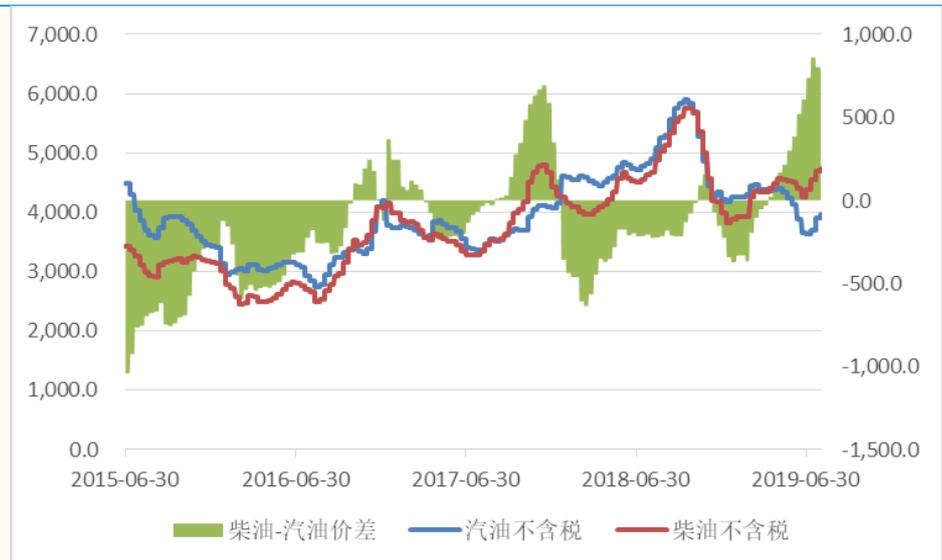
由于之前的项目满产速度预期不足，我们对 2019 全年盈利预测略有调升，将恒力石化 2019 年归母净利润从 74.9 亿盈利调升至 90 亿元，修正我们对于恒力石化投产进度的预期不足，并微调未来两年 144 亿，171 亿的盈利预测，维持公司“买入”评级，以及目标价 20.49 元。

图表 4：新加坡交易所汽/煤/柴油价格走势(单位：美元/桶)



来源：WIND，新交所，国金证券研究所

图表 5：国内国六柴油-国六汽油（不含税）价差



来源：WIND，国金证券研究所

注：左轴：价格，右轴：价差，单位：元/吨

### 风险提示

1. 原油单向大规模下跌风险
2. 纺织服装严重需求恶化
3. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险
4. 地缘政治风险
5. 项目进度不及预期
6. 公司股票大规模解禁风险
7. 美元汇率大幅波动风险
8. 行业竞争严重加剧带来的盈利不及预期
9. 主要化工产品价格的大幅波动风险
10. 全球经济周期下行风险
11. 其他不可抗力造成影响

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	19,240	22,288	60,067	112,156	156,880	176,526
增长率		15.8%	169.5%	86.7%	39.9%	12.5%
主营业务成本	-16,650	-18,662	-52,413	-92,327	-128,025	-144,351
%销售收入	86.5%	83.7%	87.3%	82.3%	81.6%	81.8%
毛利	2,590	3,626	7,654	19,829	28,855	32,175
%销售收入	13.5%	16.3%	12.7%	17.7%	18.4%	18.2%
营业税金及附加	-125	-119	-325	-1,478	-2,203	-2,255
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	1.3%	1.4%	1.3%
销售费用	-193	-206	-543	-1,570	-2,196	-2,471
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-525	-1,041	-620	-1,626	-2,353	-2,736
%销售收入	2.7%	4.7%	1.0%	1.5%	1.5%	1.6%
研发费用	0	0	-834	-1,346	-1,883	-2,118
%销售收入	0.0%	0.0%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	1,747	2,260	5,331	13,808	20,219	22,594
%销售收入	9.1%	10.1%	8.9%	12.3%	12.9%	12.8%
财务费用	-488	-383	-1,478	-4,029	-4,558	-3,857
%销售收入	2.5%	1.7%	2.5%	3.6%	2.9%	2.2%
资产减值损失	3	1	-59	-19	-7	-3
公允价值变动收益	0	-9	11	0	0	0
投资收益	0	6	108	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.3%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,262	2,035	4,119	9,760	15,654	18,735
营业利润率	6.6%	9.1%	6.9%	8.7%	10.0%	10.6%
营业外收支	136	2	21	925	1,358	1,466
税前利润	1,398	2,037	4,140	10,684	17,012	20,201
利润率	7.3%	9.1%	6.9%	9.5%	10.8%	11.4%
所得税	-253	-293	-738	-1,603	-2,552	-3,030
所得税率	18.1%	14.4%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,145	1,745	3,402	9,082	14,460	17,170
少数股东损益	-34	25	80	34	50	50
归属于母公司的净利润	1,180	1,719	3,323	9,048	14,411	17,121
净利率	6.1%	7.7%	5.5%	8.1%	9.2%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,145	1,745	3,402	9,082	14,460	17,170
少数股东损益	-34	25	80	34	50	50
非现金支出	1,064	1,004	1,942	4,137	8,078	9,767
非经营收益	366	315	1,133	3,323	3,499	2,724
营运资金变动	-1,845	-2,908	-2,346	1,508	831	2,092
经营活动现金净流	730	156	4,131	18,050	26,868	31,753
资本开支	-375	-611	-35,364	-33,446	-9,327	-4,229
投资	-638	0	0	157	200	-400
其他	698	-216	2,934	0	0	0
投资活动现金净流	-315	-827	-32,430	-33,289	-9,127	-4,629
股权募资	1,560	0	7,194	-628	-776	0
债权募资	-1,321	1,943	31,512	27,278	-4,987	-16,161
其他	-1,795	-917	-4,440	-7,442	-9,910	-10,187
筹资活动现金净流	-1,556	1,026	34,265	19,208	-15,673	-26,348
现金净流量	-1,141	355	5,967	3,968	2,068	776

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,564	2,417	12,323	16,292	18,360	19,136
应收款项	3,729	3,374	5,352	10,397	12,674	13,235
存货	1,819	2,314	18,479	20,236	17,538	17,797
其他流动资产	580	772	3,426	2,727	2,570	2,996
流动资产	8,692	8,876	39,579	49,652	51,142	53,163
%总资产	44.1%	45.1%	31.6%	30.0%	30.1%	31.7%
长期投资	82	5	36	36	36	36
固定资产	10,203	9,582	70,064	98,843	101,829	98,333
%总资产	51.8%	48.7%	55.9%	59.7%	60.0%	58.7%
无形资产	720	990	4,971	5,509	5,637	5,564
非流动资产	11,007	10,808	85,663	115,933	118,557	114,493
%总资产	55.9%	54.9%	68.4%	70.0%	69.9%	68.3%
资产总计	19,699	19,684	125,242	165,585	169,699	167,656
短期借款	6,132	7,767	25,561	37,853	32,166	21,206
应付款项	5,519	2,731	28,417	35,722	35,820	38,583
其他流动负债	134	221	238	721	1,083	1,259
流动负债	11,785	10,719	54,216	74,296	69,069	61,048
长期贷款	690	497	40,067	54,567	55,067	49,567
其他长期负债	1,189	1,113	3,052	3,527	3,727	4,027
负债	13,664	12,329	97,334	132,390	127,863	114,642
普通股股东权益	5,860	7,155	27,588	32,840	41,432	52,560
其中：股本	2,826	2,826	5,053	5,053	5,053	5,053
未分配利润	1,875	3,019	2,087	7,968	17,335	28,463
少数股东权益	175	200	321	355	404	454
负债股东权益合计	19,699	19,684	125,243	165,585	169,699	167,656

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.418	0.608	0.658	1.285	2.047	2.432
每股净资产	2.074	2.532	5.460	6.499	8.200	10.402
每股经营现金净流	0.258	0.055	0.818	3.572	5.317	6.284
每股股利	0.150	0.250	0.350	0.627	0.998	1.186
回报率						
净资产收益率	20.13%	24.03%	12.04%	27.55%	34.78%	32.57%
总资产收益率	5.99%	8.73%	2.65%	5.46%	8.49%	10.21%
投入资本收益率	11.13%	12.39%	4.68%	9.34%	13.32%	15.51%
增长率						
主营业务收入增长率	2188.56%	15.84%	169.51%	86.72%	39.88%	12.52%
EBIT 增长率	N/A	29.36%	135.87%	159.01%	46.43%	11.74%
净利润增长率	-585.33%	45.73%	93.25%	172.31%	59.28%	18.80%
总资产增长率	579.96%	-0.07%	536.26%	32.21%	2.48%	-1.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.5	0.9	1.6	9.0	8.8	8.6
存货周转天数	27.1	40.4	72.4	80.0	50.0	45.0
应付账款周转天数	10.9	11.9	59.4	80.0	60.0	55.0
固定资产周转天数	188.9	154.3	146.2	211.7	220.2	186.2
偿债能力						
净负债/股东权益	70.24%	79.49%	190.84%	229.20%	164.52%	97.32%
EBIT 利息保障倍数	3.6	5.9	3.6	3.4	4.4	5.9
资产负债率	69.37%	62.63%	77.72%	79.95%	75.35%	68.38%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	5	6	22
增持	1	2	5	7	15
中性	0	2	3	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.85	1.88	1.60

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-07	买入	10.91	20.49~20.49

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH