

# 恒力石化 (600346)

证券研究报告

2019年10月25日

## Q3 实现净利润 27.96 亿，经营性现金流持续健康

### 2019 三季度利润 27.96 亿，经营性现金流持续健康

公司发布 2019 年 3 季报，报告期内公司实现营业收入 763.29 亿元，同比大增 74.14%，主要系 2000 万吨/年炼化一体化项目投产，公司营业收入增加；报告期内实现归属于上市公司股东净利润 68.17 亿元（Q1/Q2/Q3 分别为 5.06/35.15/27.96 亿元）。费用方面，公司 19Q3 销售费用 2.49 亿（去年同期 1.44 亿）；管理费用 3.24 亿（去年同期 1.45 亿）；财务费用 11.74 亿（去年同期 4.24 亿）。19Q3 单季度实现营收 339.96 亿元，经营性现金流 142.48 亿（Q2 为 161.80 亿），炼化项目投产后公司经营性现金流持续转正，Q3 实现归母净利润 27.96 亿元，较 19Q2 的 35.15 亿有所下滑，但依然属于较为理想的单季度盈利（图 1）。

### 三季度存货变化较大，PTA、聚酯产销平稳

三季度公司外部经营环境复杂多变，布伦特原油价格下跌幅度高达 8.20%，截止 9 月 30 日公司存货项目为 154.3 亿元，截止 6 月 30 日存货项目为 176.1 亿元，预计 Q3 存货跌价损失达到 21.8 亿元。中美贸易摩擦也持续影响了化纤终端纺服需求，7 月 PTA 期现货价格一度大幅上涨，盈利也随之改善（图 2），8-9 月在对新增产能担忧及原油走弱等多因素影响下 PTA 走势疲软，产业链利润转移至涤纶环节（图 3）。报告期内公司 PTA+聚酯业务产销平稳，涤纶聚酯方面，Q3 实现涤纶民用长丝产量 35.13 万吨，涤纶工业丝 3.66 万吨，聚酯切片 21.22 万吨，工程塑料及聚酯薄膜 16.41 万吨；PTA 方面，公司披露口径出现调整：“2019 年半年度主要经营数据公告”中 PTA 产量 273.42 万吨（不含下游自用部分），“2019 年三季度主要经营数据公告”中 PTA 产量 530.18 万吨（含下游自用部分），2019H1 聚酯产品合计 127.77 万吨，按 0.86 单耗计算消化 PTA 量 109.88 万吨，那么 19H1 公司实际 PTA 产量为 383.30 万吨（273.42+109.88），推算 19Q3 公司实现 PTA 产量 146.88 万吨。总体来说报告期内公司 PTA、聚酯业务产销平稳。

### 预计 2000 万吨炼化一体化项目已全部转固

炼化一体化项目逐步走上正轨，Q3 实现化工品产量 251.32 万吨，成品油产量 126.67 万吨，较 Q2 化工品 227.98 万吨、成品油 45.24 万吨相比，化工品/成品油比例更趋近于设计方案；截止 19H1 公司固定资产 558 亿元，截止 19Q3 公司固定资产变更为 820 亿，三季度在建工程转为固定资产 262 亿，预计 2000 万吨炼化一体化项目已于 Q3 全部转为固定资产。

### 业绩预测与估值

我们预测公司 2019/2020/2021 年实现净利润 82.6/109.9/114.9 亿元，对应 EPS 为 13.9/10.5/10.0 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**炼化、PTA 及聚酯盈利下行；原油价格大幅波动等。

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	16,197.30	20,416.43	21,156.73
净利润(百万元)	1,719.33	3,322.61	8,256.00	10,988.97	11,488.63
增长率(%)	45.73	93.25	148.48	33.10	4.55
EPS(元/股)	0.24	0.47	1.17	1.56	1.63
市盈率(P/E)	66.90	34.62	13.93	10.47	10.01
市净率(P/B)	16.07	4.17	3.27	2.76	2.45
市销率(P/S)	5.16	1.91	0.95	0.77	0.80
EV/EBITDA	10.53	13.61	11.46	8.13	8.20

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	16.34 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)	115,018.89
流通 A 股市值(百万元)	75,685.83
每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	80.74
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** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090001  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 股价走势

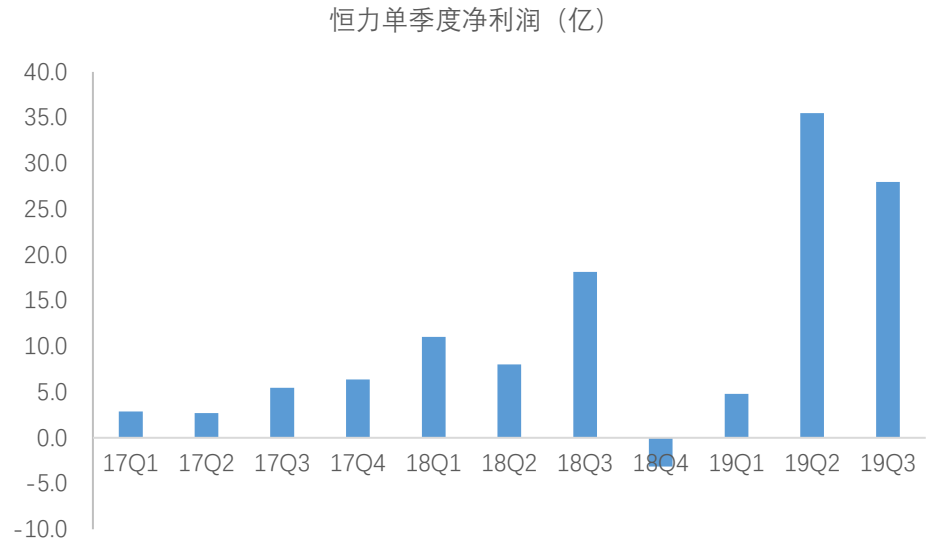


资料来源：贝格数据

### 相关报告

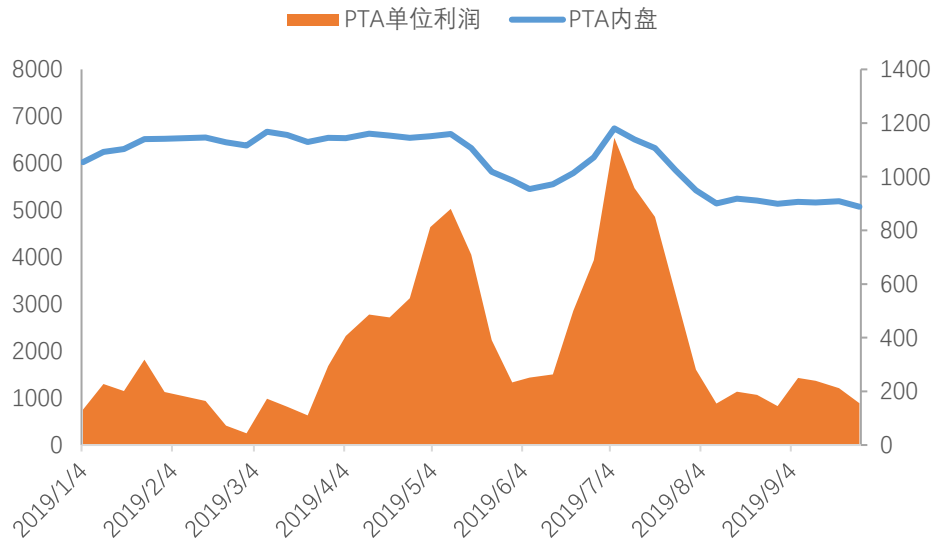
- 《恒力石化-半年报点评:中报大超预期，炼化投产及 PTA 二季度高盈利是主因》2019-08-11
- 《恒力股份-年报点评报告:18 年业绩符合预期，炼化项目扬帆起航》2019-04-10
- 《恒力股份-公司点评:4 季度盈利欠佳无碍 2018 年业绩同比大增》2019-02-11

图 1: 19Q3 公司实现较为理想的单季度盈利



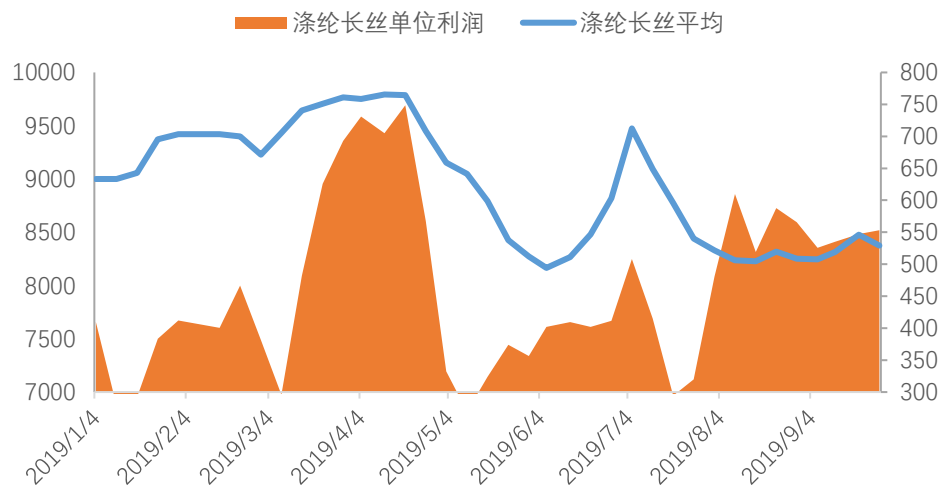
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 7 月 PTA 单位利润较高 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 3: 8/9 月涤纶长丝单位利润较好 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>8,876.29</b>	<b>39,579.39</b>	<b>41,884.66</b>	<b>48,795.70</b>	<b>37,293.75</b>
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	82,346.37	91,813.95	94,452.05
在建工程	156.55	46,007.55	9,213.51	5,576.11	3,375.66
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,807.92</b>	<b>85,663.08</b>	<b>99,984.41</b>	<b>106,903.23</b>	<b>108,753.73</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,684.21</b>	<b>125,242.46</b>	<b>141,869.07</b>	<b>155,698.93</b>	<b>146,047.48</b>
短期借款	7,496.58	22,990.53	39,482.09	46,811.64	55,472.29
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
<b>流动负债合计</b>	<b>10,718.74</b>	<b>54,215.74</b>	<b>61,639.22</b>	<b>92,483.56</b>	<b>77,692.62</b>
长期借款	497.00	40,066.59	42,952.95	19,087.67	18,550.14
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,610.06</b>	<b>43,118.39</b>	<b>44,737.55</b>	<b>21,070.82</b>	<b>20,823.32</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,328.80</b>	<b>97,334.13</b>	<b>106,376.76</b>	<b>113,554.38</b>	<b>98,515.94</b>
少数股东权益	200.19	320.66	341.56	490.08	640.67
股本	2,825.69	5,052.79	7,039.10	7,039.10	7,039.10
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	28,111.64	34,615.37	39,851.76
其他	(907.22)	(21,047.24)	(20,457.67)	(20,457.67)	(20,457.67)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,355.41</b>	<b>27,908.34</b>	<b>35,492.31</b>	<b>42,144.55</b>	<b>47,531.53</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>19,684.21</b>	<b>125,242.46</b>	<b>141,869.07</b>	<b>155,698.93</b>	<b>146,047.48</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,744.71	3,402.47	8,256.00	10,988.97	11,488.63
折旧摊销	1,005.71	1,882.76	3,677.51	4,363.38	4,725.90
财务费用	320.30	1,259.95	2,905.95	2,972.42	2,766.63
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	10.24	156.10	154.55
<b>经营活动现金流</b>	<b>155.97</b>	<b>4,131.45</b>	<b>7,932.30</b>	<b>36,179.24</b>	<b>5,020.10</b>
资本支出	730.15	64,320.11	26,327.20	9,881.45	4,759.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,557.07)	(96,750.31)	(51,301.87)	(19,924.87)	(9,786.52)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(826.91)</b>	<b>(32,430.20)</b>	<b>(24,974.67)</b>	<b>(10,043.43)</b>	<b>(5,026.55)</b>
债权融资	8,263.58	65,627.55	83,659.32	67,254.21	75,738.97
股权融资	(382.62)	19,709.83	(330.08)	(2,972.42)	(2,766.63)
其他	(6,861.76)	(51,032.79)	(68,897.45)	(88,147.08)	(73,509.87)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,019.20</b>	<b>34,304.58</b>	<b>14,431.79</b>	<b>(23,865.28)</b>	<b>(537.53)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>348.25</b>	<b>6,005.83</b>	<b>(2,610.58)</b>	<b>2,270.53</b>	<b>(543.98)</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>22,287.97</b>	<b>60,067.26</b>	<b>121,405.95</b>	<b>149,787.55</b>	<b>142,987.85</b>
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	3,023.01	1,235.75	900.82
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	2,905.95	2,972.42	2,766.63
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)
<b>营业利润</b>	<b>2,035.48</b>	<b>4,119.17</b>	<b>9,613.84</b>	<b>13,080.63</b>	<b>13,664.19</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>2,037.41</b>	<b>4,140.08</b>	<b>9,666.76</b>	<b>13,105.89</b>	<b>13,697.22</b>
所得税	292.70	737.61	1,388.76	1,965.88	2,054.58
<b>净利润</b>	<b>1,744.71</b>	<b>3,402.47</b>	<b>8,278.00</b>	<b>11,140.00</b>	<b>11,642.64</b>
少数股东损益	25.38	79.86	22.00	151.03	154.01
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,719.33</b>	<b>3,322.61</b>	<b>8,256.00</b>	<b>10,988.97</b>	<b>11,488.63</b>
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
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.84%	169.51%	102.12%	23.38%	-4.54%
营业利润	61.29%	102.37%	133.39%	36.06%	4.46%
归属于母公司净利润	45.73%	93.25%	148.48%	33.10%	4.55%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.27%	12.74%	15.57%	14.28%	14.87%
净利率	7.71%	5.53%	6.80%	7.34%	8.03%
ROE	24.03%	12.04%	23.49%	26.38%	24.50%
ROIC	20.32%	35.48%	15.21%	12.90%	15.09%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.63%	77.72%	74.98%	72.93%	67.45%
净负债率	79.49%	191.00%	208.35%	131.15%	135.28%
流动比率	0.83	0.73	0.68	0.53	0.48
速动比率	0.61	0.39	0.55	0.21	0.45
<b>营运能力</b>					
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	0.91	1.01	0.95
<b>每股指标(元)</b>					
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	1.13	5.14	0.71
每股净资产	1.02	3.92	4.99	5.92	6.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	66.90	34.62	13.93	10.47	10.01
市净率	16.07	4.17	3.27	2.76	2.45
EV/EBITDA	10.53	13.61	11.46	8.13	8.20
EV/EBIT	14.24	17.65	14.83	10.34	10.56

### 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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