东兴证券 DONGXING SECURITIES

恒力石化（600346）：业绩大超预期，迈入新一轮成长周期

——三季度报告点评

2020 年 10 月 30 日

强烈推荐/维持

恒力石化 | 公司报告

- **事件：**公司发布 2020 年三季度报告，报告期内公司实现营业收入 1033 亿元，同比增长 35.38%；实现归母净利润 98.96 亿元，同比大增 45.16%。随着公司 150 万吨乙烯项目、PTA-5 项目的顺利投产，公司三季度单季度实现营业收入 359.76 亿元，实现归母净利润为 43.79 亿元，同比增长 56.6%，创下单季度历史新高，大超预期。
- **需求向好叠加乙烯项目投产，单季度业绩再创新高。**三季度海外新冠疫情虽有反复，但国内的生产生活秩序有序恢复。前三季度我国经济增速由负转正，供需关系逐步改善，市场活力动力增强。三季度全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，比二季度加快 1.4 个百分点。同时海外部分订单因为疫情原因回流国内，国内出口订单大幅增加。终端需求的超预期恢复带动了国内众多化工品价格的上涨行情。而三季度全球原油价格围绕 42 美元/桶中枢震荡，维持了较低的生产成本。除此之外，公司 PTA-5 生产线于 6 月 28 日正式投产，150 万吨乙烯项目也于 7 月份正式投入商业化运营，进一步推动了公司经营规模的增长和盈利能力的提升。在众多利好因素之下，公司三季度单季度实现归母净利润 43.79 亿元，再创历史新高，大超预期。
- **坚定看好民营炼化项目的长期竞争优势。**随着进口原油“双权”的放开，我国民营炼化行业迎来了宝贵的发展机会。公司借势向聚酯产业链上游扩张，规模化、产业链一体化带来的成本优势明显。恒力石化 2000 万吨炼化一体化项目自 2019 年 5 月正式投产至今，展现了强劲的盈利能力，吨油净利达到近 500 元/吨。随着国内炼油产能过剩加剧，炼化企业高质量发展的需求也愈发强烈。回顾美国炼化行业的发展，规模化发展之后，将进入产业集群化发展和精细化发展的新阶段。国内几大民营炼化都位于国家统一规划的七大石化基地之内，同时丰富的炼化产品也是下游重要的化工原材料，公司具备了进入新材料、智能制造等科技含量更高的领域的基础条件。因此我们坚定看好民营炼化项目的长期竞争优势，不仅可有效抵御行业景气度波动，而且更具长期成长空间。
- **公司迈入新一轮成长周期。**随着公司 150 万吨乙烯项目、PTA-5 项目的顺利投产，公司现有的重大项目建设也逐渐进入尾声。公司围绕聚酯产业链，新规划诸多产能，即将迈入新一轮成长周期。下半年公司 20 万吨工业丝项目、南通 60 万吨聚酯新材料项目、营口康辉 3.3 万吨可降解新材料（PBAT）将陆续投产。同时公司还分别在苏州、南通、宿迁和泸州规划了 PBAT 项目，未来总规划产能 50 万吨，积极响应国家大力发展生物可降解塑料的号召。此外为进一步巩固上游产能规模优势，增强聚酯化纤全产业链综合竞争实力，提升上市公司持续盈利能力，公司子公司拟投资 1,149,491 万元在广东省惠州大亚湾石化园区内建设“2×250 万吨/年 PTA 项目”。预计项目 2021 年建成后，上市公司拥有 PTA 产能将增至 1660 万吨/年，有利于上市公司进一步强化在聚酯化纤产业链上游 PTA 行业的技术、规模与成本竞争优势，优化全产业链结构，夯实上游产能领先优势，提升公司综合竞争实力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 132.29 亿元、156.29 亿元和 171.95 亿元，对应 EPS 分别为 1.88、2.22 和 2.44 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 11 倍、9 倍和 8 倍。我们持续看好民营大炼化项目的运行前景，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：新项目投产不及预期；下游产品需求不及预期，原油价格大幅波动。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E

公司简介：

公司致力于“炼化—对二甲苯、乙烯—PTA、乙二醇—民用丝、工业丝、工程塑料、聚酯薄膜”的世界级全产业链的经营发展，拥有 2000 万吨石油炼化项目，是全球单体装置最大和产能规模最大的 PTA 制造商。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

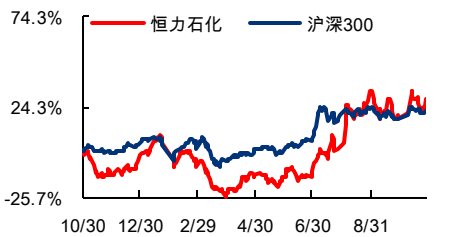
发债及交叉持股介绍：

2019-9-23 发行 10 亿元 3 年期公司债

交易数据

52 周股价区间（元）	21.13-11.76
总市值（亿元）	1,402.19
流通市值（亿元）	922.68
总股本/流通 A 股（万股）	703,910/463,194
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.65

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：徐昆仑

010-66554050 xukl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520090002

研究助理：薛阳

010-66554090 xueyang@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070062

营业收入（百万元）	60,067.26	100,782.37	140,225.27	166,159.60	180,269.60
增长率（%）	169.51%	67.78%	39.14%	18.49%	8.49%
归母净利润（百万元）	3,322.61	10,025.18	13,229.27	15,628.90	17,195.01
增长率（%）	95.02%	197.21%	31.02%	18.07%	10.04%
净资产收益率（%）	12.04%	27.59%	26.94%	24.44%	21.41%
每股收益(元)	0.68	1.44	1.88	2.22	2.44
PE	29.97	14.15	10.84	9.18	8.34
PB	3.73	3.95	2.92	2.24	1.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	39579	53294	54368	68729	73970
货币资金	12323	16509	16827	26586	28843
应收账款	484	675	1035	1226	1330
其他应收款	6	1200	1670	1978	2146
预付款项	819	910	1547	2307	3132
存货	18479	19464	18998	21555	23015
其他流动资产	2561	8619	10985	11764	12187
非流动资产合计	85663	121083	125432	136156	144089
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	24056	83075	109261	112644	118048
无形资产	4922	5808	5480	5171	4881
其他非流动资产	10565	4985	0	0	0
资产总计	125242	174378	179800	204885	218059
流动负债合计	54216	82267	72712	77597	69039
短期借款	22991	47597	36376	35790	25219
应付账款	16347	18778	16853	20094	21825
预收款项	920	6024	7011	8308	9013
一年内到期的非流动负债	2570	2844	3981	4380	3723
非流动负债合计	43118	55371	57529	62860	68230
长期借款	40067	51265	53765	59265	64765
应付债券	0	1011	758	569	427
负债合计	97334	137639	130241	140457	137269
少数股东权益	321	406	426	441	461
实收资本（或股本）	5053	7039	7039	7039	7039
资本公积	20458	18272	18272	18272	18272
未分配利润	2087	10512	22655	37001	52784
归属母公司股东权益合计	27588	36333	49102	63957	80299
负债和所有者权益	125242	174378	179800	204885	218059

现金流量表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4131	16937	22705	29706	31260
净利润	3402	10112	13249	15644	17215
折旧摊销	1882.76	4076.09	7179.02	8546.21	9324.00
财务费用	1478	3563	5211	5160	5191
应收帐款减少	-440	-192	-359	-191	-104
预收帐款增加	477	5104	987	1297	705
投资活动现金流	-32430	-39913	-8815	-19148	-17094
公允价值变动收益	11	125	0	0	0
长期投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	108	275	130	171	192
筹资活动现金流	34305	25637	-13571	-800	-11909
应付债券增加	0	1011	-253	-190	-142
长期借款增加	39570	11198	2500	5500	5500
普通股增加	2227	1986	0	0	0
资本公积增加	19550	-2185	0	0	0
现金净增加额	6006	2661	319	9759	2258

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	60067	100782	140225	166160	180270
营业成本	52413	79866	111840	133350	144835
营业税金及附加	325	2121	2951	3497	3794
营业费用	543	952	1325	1569	1703
管理费用	620	1090	1823	1828	1983
财务费用	1478	3563	5211	5160	5191
研发费用	834	958	767	1035	1139
资产减值损失	58.93	-6.37	17.11	23.22	11.32
公允价值变动收益	10.78	125.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	108.20	274.80	129.74	170.91	191.82
加：其他收益	204.74	609.85	885.27	566.62	687.25
营业利润	4119	13223	17307	20435	22493
营业外收入	25.61	9.60	12.97	16.06	12.88
营业外支出	4.70	20.93	9.13	11.59	13.88
利润总额	4140	13212	17310	20439	22492
所得税	738	3100	4061	4795	5277
净利润	3402	10112	13249	15644	17215
少数股东损益	80	87	20	15	20
归属母公司净利润	3323	10025	13229	15629	17195

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	169.51	67.78%	39.14%	18.49%	8.49%
营业利润增长	102.37	221.02%	30.88%	18.07%	10.07%
归属于母公司净利润增长	93.25%	201.73%	31.96%	18.14%	10.02%
获利能力					
毛利率(%)	12.74%	20.75%	20.24%	19.75%	19.66%
净利率(%)	5.66%	10.03%	9.45%	9.41%	9.55%
总资产净利润（%）	2.65%	5.75%	7.36%	7.63%	7.89%
ROE(%)	12.04%	27.59%	26.94%	24.44%	21.41%
偿债能力					
资产负债率(%)	78%	79%	72%	69%	63%
流动比率	0.73	0.65	0.75	0.89	1.07
速动比率	0.39	0.41	0.49	0.61	0.74
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.67	0.79	0.86	0.85
应收账款周转率	228	174	164	147	141
应付账款周转率	7.04	5.74	7.87	8.99	8.60
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.44	1.88	2.22	2.44
每股净现金流(最新摊薄)	1.19	0.38	0.05	1.39	0.32
每股净资产(最新摊薄)	5.46	5.16	6.98	9.09	11.41
估值比率					
P/E	29.97	14.15	10.84	9.18	8.34
P/B	3.73	3.95	2.92	2.24	1.79
EV/EBITDA	21.00	11.16	7.56	6.42	5.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	石油石化行业：终端需求恢复延缓，去库存大幕即将拉开	2020-07-28
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之三： 动态视角看油价暴跌后乙烷裂解成本.docx	2020-05-21
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之二：油价暴跌之后美国乙烷供给依然充足	2020-05-21
行业普通报告	油价波动点评：危机与机遇并存，无限风光在险峰	2020-04-27
行业深度报告	能源开采天然气专题系列报告之二:天然气基础设施建设任重道远 管道建设加速创万亿市场	2019-12-09
行业深度报告	天然气供给端:非常规气和进口 LNG 发展加速	2019-11-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，CFA、FRM 持证人。2018 年 6 月加入东兴证券研究所，2018 年水晶球公募榜入围。

研究助理简介

薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science, CCS Chemistry 等期刊发表论文三篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526