恒力石化(600346)

公司研究/点评报告

大炼化等项目产能投放，净利同比增长 45%

—恒力石化 2020 年三季报点评

点评报告/石化行业　　2020 年 10 月 29 日

一、事件概述

2020 年 10 月 29 日公司发布 2020 年三季报，2020 年前三季度营收 1033 亿元，同比增长 35%，归母净利 99 亿元，同比增长 45%，归母扣非净利 97 亿，同比增长 46%。

二、分析与判断

➢ 大炼化等项目产能投放，净利同比增长 45%

据公司公告，2020 年前三季度营收 1033 亿元，同比增长 35%，归母净利 99 亿元，同比增长 45%。我们判断营收大幅增长主要是大炼化项目产能投放以及 PTA、乙烯项目报告期内转固。报告期公司毛利率 21.13%，同比提升 3.15 个百分点。我们判断毛利率的提升一方面是今年全球疫情影响下油价处于低位运行，低油价能节省大量原材料成本；另一方面，三季度以来国内需求快速回暖，成品油及其他炼化产品量价持续回暖。我们判断随着国内下游需求的持续回暖，四季度大炼化景气度有望持续。报告期管理费用 13 亿，同比增长 101%，主要是折旧费用、员工薪酬等增加。报告期财务费用 42 亿，同比增长 104%，主要是利息支出增加。

➢ 行业内首家原油-PX-PTA-聚酯一体化企业，持续受益产业链扩张

2019 年 5 月恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目全面投产，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。当前公司产能拥有炼化 2000 万吨，660 万吨 PTA，280 万吨高端聚酯。公司未来将坚持产业链延伸扩张的战略，纵向上推进 150 万吨乙烯项目和 500 万吨 PTA 项目，横向上加快建设 135 万吨民用丝产能和 20 万吨工业丝产能。据公司公告，恒力 150 万吨乙烯项目预计将于 2020 年二季度商业化运行，该项目可行性报告预计年化营收 243 亿，净利 43 亿；2 条年产 250 万吨 PTA 项目预计 2020 年中商业化运行，预计年化营收 232 亿，净利 19 亿；20 万吨工业丝项目预计 2020 年底投产；135 万吨民用丝预计项目建设周期 48 个月，采取分批投产的方式，预计项目营收年化 157 亿，净利 20 亿。

➢ 政策推动下未来石化行业供需格局有望持续改善

据中国石油和化学工业联合会发布的《2019 年中国石油和化学工业经济运行报告》,2019 年我国主要化学品总产量同比增长约 4.6%；石油和化工全行业实现营业收入 12.27 万亿元，同比增长 1.3%，为 4 年来新低；利润总额 6683.7 亿元，利润总额下降 14.9%，近 4 年来最差。全行业营业收入利润率为 45%，同比下降 1.04 个百分点。

石化行业供需格局未来在政策推动下格局有望向好。2019 年，中国的炼油能力已超过 8.5 亿吨/年，产能利用率约为 76%，产能利用率水平较低。2019 年 11 月 6 日，国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2019 年本)》，自 2020 年 1 月 1 日起施行。石化化工领域被列入限制类的有新建 1000 万吨/年以下常减压、150 万吨/年以下催化裂化、100 万吨/年以下连续重整(含芳烃抽提)、150 万吨/年以下加氢裂化生产装置等。未来随着需求复苏以及落后产能的淘汰，石化行业供需格局有望持续改善。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 2.01 元、2.37 元、2.82 元，对应 PE 分别为 10.1 倍、8.6 倍、7.2 倍。当前石化行业可比公司平均估值为 17 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

成品油及化工产品价格下跌；公司产能投放速度放缓。

推　荐　　维持评级

当前价格：　20.38

交易数据	2020-10-28
近 12 个月最高/最低(元)	21.65/11.94
总股本（百万股）	7039.10
流通股本（百万股）	4631.94
流通股比例（%）	66%
总市值（亿元）	1434.57
流通市值（亿元）	943.99

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：　S0100516120001

电话：　0755-22662010

邮箱：　yangkan@mszq.com

相关研究

1,《恒力石化(600346):炼化项目率先投产，先发优势助半年业绩创历史新高》20190812

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	100,782	142,131	162,514	186,579
增长率（%）	67.8%	41.0%	14.3%	14.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	10,025	14,141	16,682	19,879
增长率（%）	201.7%	41.1%	18.0%	19.2%
每股收益（元）	1.44	2.01	2.37	2.82
PE（现价）	14.2	10.1	8.6	7.2
PB	3.9	3.1	2.5	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	100,782	142,131	162,514	186,579
营业成本	79,866	112,275	127,536	146,144
营业税金及附加	2,121	2,991	3,420	3,926
销售费用	952	1,343	1,535	1,762
管理费用	1,090	1,538	1,758	2,018
研发费用	958	1,352	1,545	1,774
EBIT	15,795	22,634	26,720	30,954
财务费用	3,563	4,551	5,336	5,398
资产减值损失	(6)	0	0	0
投资收益	275	275	275	275
营业利润	13,223	18,682	22,039	26,270
营业外收支	(11)	0	0	0
利润总额	13,212	18,686	22,044	26,269
所得税	3,100	4,384	5,172	6,163
净利润	10,112	14,302	16,872	20,106
归属于母公司净利润	10,025	14,141	16,682	19,879
EBITDA	19,871	31,544	36,746	40,967

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	16509	5915	25386	59636
应收账款及票据	693	11619	9533	9160
预付款项	910	1577	1746	1907
存货	19464	21889	31144	30361
其他流动资产	8619	8619	8619	8619
流动资产合计	53294	50050	84684	111815
长期股权投资	0	275	550	824
固定资产	83075	107375	114375	121375
无形资产	5808	7376	9383	10765
非流动资产合计	121083	144691	155136	153382
资产合计	174378	194741	239820	265197
短期借款	47597	48789	67881	76878
应付账款及票据	23762	34908	47722	47869
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	82267	92995	126707	138538
长期借款	51265	51265	51265	51265
其他长期负债	3971	3971	3971	3971
非流动负债合计	55371	55371	55371	55371
负债合计	137639	148367	182079	193910
股本	7039	7039	7039	7039
少数股东权益	406	567	757	983
股东权益合计	36739	46374	57741	71287
负债和股东权益合计	174378	194741	239820	265197

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	67.8%	41.0%	14.3%	14.8%
EBIT 增长率	196.3%	43.3%	18.1%	15.8%
净利润增长率	201.7%	41.1%	18.0%	19.2%
盈利能力				
毛利率	20.8%	21.0%	21.5%	21.7%
净利润率	9.9%	9.9%	10.3%	10.7%
总资产收益率 ROA	5.7%	7.3%	7.0%	7.5%
净资产收益率 ROE	27.6%	30.9%	29.3%	28.3%
偿债能力				
流动比率	0.6	0.5	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.6
现金比率	0.2	0.1	0.2	0.4
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	2.1	1.5	1.7	1.8
存货周转天数	85.5	65.6	74.2	75.1
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	1.4	2.0	2.4	2.8
每股净资产	5.2	6.5	8.1	10.0
每股经营现金流	2.4	4.3	4.5	6.5
每股股利	0.4	0.7	0.8	0.9
估值分析				
PE	14.2	10.1	8.6	7.2
PB	3.9	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	11.0	7.3	6.3	5.0
股息收益率	2.0%	3.3%	3.8%	4.6%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10,112	14,302	16,872	20,106
折旧和摊销	4,070	8,910	10,026	10,013
营运资金变动	191	2,197	(543)	9,953
经营活动现金流	16,924	30,178	31,589	45,957
资本开支	41,774	32,239	20,192	7,985
投资	204	0	0	0
投资活动现金流	(39,913)	(32,239)	(20,192)	(7,985)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	33,633	(10)	0	0
筹资活动现金流	25,637	(8,532)	8,074	(3,722)
现金净流量	2,648	(10,593)	19,471	34,250

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨　侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；　100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；　200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；　518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。