恒力石化（600346.SH）

2020 年 10 月 28 日

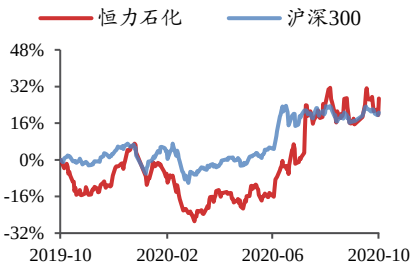
石化航母盈利能力凸显，未来成长动能值得期待

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/28
当前股价(元)	20.38
一年最高最低(元)	21.65/11.94
总市值(亿元)	1,434.57
流通市值(亿元)	943.99
总股本(亿股)	70.39
流通股本(亿股)	46.32
近 3 个月换手率(%)	46.47

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-公司进军惠州投建 PTA 项目，彰显未来成长动能》-2020.10.7

《公司信息更新报告-半年报业绩再创历史新高，石化航母强者恒强》-2020.8.13

《公司首次覆盖报告-石化航母乘风破浪，炼化项目迎来业绩释放期》-2020.7.16

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

● **石化航母盈利能力凸显，未来成长可期，维持“买入”评级**

10 月 28 日，公司发布《2020 年第三季度报告》，前三季度公司实现营收 1033.34 亿元（同比+35.38%），归母净利润 98.96 亿元（同比+45.16%）。Q3 公司乙烯项目正式转固、全面释放业绩，公司单季度业绩再创新高。我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 129.89、153.27、163.74 亿元，EPS 分别为 1.85、2.18、2.33 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 11.0、9.4、8.8 倍。**我们认为，公司作为民营大炼化行业领军者，拥有突出的一体化优势、规模优势和成本优势，未来成长可期，维持“买入”评级。**

● **公司毛利率、净利率水平显著提升，彰显公司优异的盈利能力**

Q3 单季度公司实现营业收入 359.76 亿元（同比+5.83%，环比-4.29%），归母净利润 43.79 亿元（同比+56.60%，环比+29.79%），主要得益于公司继续享受低成本原油，Q3 公司营业成本环比下降 12.45%。根据公司公布的经营数据，1-9 月公司原油平均进价为 2,197.81 元/吨，较 1-6 月的平均进价再度下降，低成本原油显著增强了公司盈利能力。Q3 公司毛利率和净利率得以明显提升，Q3 公司毛利率为 24.28%，净利率为 12.13%，较 Q2 分别提升 7.06、3.14 个百分点，未来随低成本原油消耗完毕，预计毛利率水平或将恢复正常。**公司持续优化资本结构，截至三季报，公司资产负债率下降至 77.41%，较中报下降 1.51 个百分点。**

● **公司进军惠州大亚湾投建 PTA 项目，未来成长动能值得期待**

据公司公告，恒力石化（惠州）拟投资约 115 亿元在惠州大亚湾石化园区内建设“2×250 万吨/年 PTA 项目”，预计将于 2021 年底建成投产，项目建成后公司将拥有 1660 万吨 PTA 年产能，稳居行业龙头地位。惠州石化园区是国内八大石化产业基地之一，地理位置优越，项目投产后可全面辐射华南市场需求，**我们认为，公司在惠州大亚湾投建 PTA 项目是布局华南地区的关键一环，为向聚酯产业链延伸迈出的坚实一步。公司成长瓶颈或已被打破，未来成长动能值得期待。**

● **风险提示：**油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,067	100,782	132,279	161,026	171,297
YOY(%)	169.5	67.8	31.3	21.7	6.4
归母净利润(百万元)	3,323	10,025	12,989	15,327	16,374
YOY(%)	93.3	201.7	29.6	18.0	6.8
毛利率(%)	12.7	20.8	20.5	20.3	20.4
净利率(%)	5.5	9.9	9.8	9.5	9.6
ROE(%)	12.2	27.5	28.0	25.9	22.4
EPS(摊薄/元)	0.47	1.42	1.85	2.18	2.33
P/E(倍)	43.2	14.3	11.0	9.4	8.8
P/B(倍)	5.2	3.9	3.1	2.4	2.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	39579	53294	69260	85618	88156
现金	12323	16509	22678	29654	38079
应收票据及应收账款	5248	693	8756	12714	10125
其他应收款	104	1200	511	1572	644
预付账款	819	910	1435	1374	1639
存货	18479	19464	26024	28116	26647
其他流动资产	2606	14519	9856	12187	11022
非流动资产	85663	121083	125887	130279	135038
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	24056	83075	101474	102494	104059
无形资产	4922	5808	9603	13313	16940
其他非流动资产	56685	32200	14810	14471	14039
资产总计	125242	174378	195147	215897	223194
流动负债	54216	82267	92431	100078	93710
短期借款	22991	47597	55542	53875	53450
应付票据及应付账款	26946	23762	30189	32403	32531
其他流动负债	4279	10908	6700	13800	7729
非流动负债	43118	55371	55598	55590	55300
长期借款	40067	52276	52525	52506	52221
其他非流动负债	3052	3095	3073	3084	3079
负债合计	97334	137639	148029	155668	149010
少数股东权益	321	406	611	858	1080
股本	5053	7039	7039	7039	7039
资本公积	20458	18272	18272	18272	18272
留存收益	2667	11202	19534	30051	40895
归属母公司股东权益	27588	36333	46507	59370	73104
负债和股东权益	125242	174378	195147	215897	223194

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4131	16937	14491	26382	28244
净利润	3402	10112	13194	15574	16595
折旧摊销	1883	4076	5691	6607	7082
财务费用	1478	3563	4267	4907	5163
投资损失	-108	-275	-191	-233	-212
营运资金变动	-2205	178	-8486	-334	-322
其他经营现金流	-319	-718	16	-139	-62
投资活动现金流	-32430	-39913	-10320	-10626	-11567
资本支出	35367	41775	2099	5744	4083
长期投资	0	204	0	0	0
其他投资现金流	2937	2066	-8221	-4882	-7484
筹资活动现金流	34305	25637	1998	-8780	-8251
短期借款	15494	24606	7945	-1667	-425
长期借款	39570	12210	248	-18	-285
普通股增加	2227	1986	0	0	0
资本公积增加	19550	-2185	0	0	0
其他筹资现金流	-42537	-10981	-6195	-7094	-7541
现金净增加额	5967	2758	6169	6976	8425

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	60067	100782	132279	161026	171297
营业成本	52413	79866	105205	128312	136360
营业税金及附加	325	2121	2784	3389	3605
营业费用	543	952	1124	1514	1610
管理费用	620	1090	1431	1742	1853
研发费用	834	958	1164	1473	1567
财务费用	1478	3563	4267	4907	5163
资产减值损失	59	-6	61	32	56
其他收益	205	610	407	509	458
公允价值变动收益	11	125	68	97	82
投资净收益	108	275	191	233	212
资产处置收益	1	0	1	0	1
营业利润	4119	13223	16911	20496	21835
营业外收入	26	10	18	14	16
营业外支出	5	21	13	17	15
利润总额	4140	13212	16916	20492	21836
所得税	738	3100	3722	4918	5241
净利润	3402	10112	13194	15574	16595
少数股东损益	80	87	205	247	222
归母净利润	3323	10025	12989	15327	16374
EBITDA	9691	23127	26874	31363	32882
EPS(元)	0.47	1.42	1.85	2.18	2.33

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	169.5	67.8	31.3	21.7	6.4
营业利润(%)	102.4	221.0	27.9	21.2	6.5
归属于母公司净利润(%)	93.3	201.7	29.6	18.0	6.8
获利能力					
毛利率(%)	12.7	20.8	20.5	20.3	20.4
净利率(%)	5.5	9.9	9.8	9.5	9.6
ROE(%)	12.2	27.5	28.0	25.9	22.4
ROIC(%)	6.7	10.3	10.2	10.9	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	77.7	78.9	75.9	72.1	66.8
净负债比率(%)	201.9	243.0	195.7	139.2	101.0
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.9	0.9
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	13.9	33.9	28.0	15.0	15.0
应付账款周转率	3.6	3.1	3.9	4.1	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	1.42	1.85	2.18	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	2.41	2.06	3.75	4.01
每股净资产(最新摊薄)	3.92	5.16	6.61	8.43	10.39
估值比率					
P/E	43.2	14.3	11.0	9.4	8.8
P/B	5.2	3.9	3.1	2.4	2.0
EV/EBITDA	20.6	10.0	8.7	7.2	6.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn