太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-09

公司点评报告

买入/维持

恒力石化(600346)

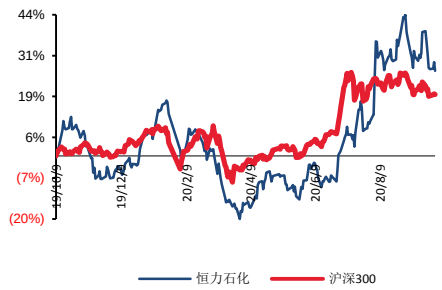
目标价：28.5

昨收盘：18.56

材料 材料II

南下布局500万吨PTA项目，巩固龙头地位，维持“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7,039/4,632
总市值/流通(百万元)	130,646/85,969
12 个月最高/最低(元)	21.13/12.11

相关研究报告：

恒力石化(600346)《【太平洋化工】恒力石化：中报55亿，乙烯投产转固，全年业绩再上新台阶，维持“买入”》--2020/08/13

恒力石化(600346)《【太平洋化工】恒力石化一季报点评：大炼化项目处于收获期，维持“买入”》--2020/04/26

恒力石化(600346)《【太平洋化工】恒力石化：2019年即实现百亿利润规模超预期，维持“买入”》--2020/01/19

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

事件：公司发布公告（1）拟投资约115亿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”（2）发布第五期员工持股计划（草案）。

主要观点：

1. 南下布局500万吨PTA项目，巩固炼化聚酯龙头地位

公司打造炼化聚酯一体化全产业链，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力，公司下属公司恒力石化（惠州）有限公司拟投资1,149,491万元建设“2×250万吨/年PTA项目”。项目基本情况：该项目建设地点位于广东省惠州大亚湾石化园区内。拟新征建设土地706亩，新建两套年产250万吨PTA装置及辅助设施，建（构）筑物占地面积28.2万平方米。该项目资金筹措计划为自有资金318,015万元，其余部分向银行申请贷款，计划于2021年底建成投产。项目达产达效后，预计年均销售收入212.5亿元，利润总额12.06亿元。

项目意义：目前公司在大连长兴岛建成了1160万吨/年PTA生产装置，全球产能规模最大，该项目建成后公司PTA产能进一步增至1660万吨/年，有利于巩固公司在上游PTA行业的技术、规模与成本竞争优势。同时，该项目位于我国重点发展的七大石化产业基地之一、炼化一体化规模全国第一的惠州大亚湾石化园区，园区循环经济产业链关联度高。**项目所在地周边地区也是我国重要的服装消费终端市场。**本项目建成后，公司布局扩展至华南地区，有利于进一步提高市场份额，同时补齐惠州乃至广东石化产业链中下游短板，改善产业结构。

2. 发布第五期员工持股计划，增强凝聚力

公司自2017年推出第一期员工持股计划，目前已进行至第五期，激励效果良好。根据《第五期员工持股计划（草案）》，本次持股计划的资金总额上限为8000万元，资金来源为公司根据经营情况所提取的奖励基金，奖励基金总额不超过8000万元。以信托计划通过购买上市公司回购的公司股票。信托计划按照1:1的比例设立优先级份额、劣后级份额，资金总额上限为1.6亿元。本次员工持股计划的持有人为公司参与150万吨/年乙烯项目、250万吨/年PTA-4项目和250万吨/年PTA-5项目建设的主要操作员及以上级别人员、公司及部分其他子公

司与前述项目相关的人员，员工总数不超过 1,500 人。本次员工持股计划存续期为 66 个月，锁定期 60 个月。**项目员工持有公司股票，有利于激励员工，提高公司凝聚力，共享公司成长收益。**

3. 公司全年业绩将再创新高

我们预计公司 2020 年盈利将再创新高，主要由于（1）新增 150 万吨乙烯项目投产，2020 年 7 月转固。（2）公司在原油采购机遇期内加大了原油采购量，锁定低成本原料，受益后续油价回升。（3）新增 PTA、聚酯、PBAT 项目陆续投产。（4）尽管当前供需矛盾在比较长的一段时间内仍然较突出，市场比较悲观，但未来随着 PTA、聚酯需求恢复，盈利有望逐渐改善。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 137.67 亿元、156.98 亿元和 180.71 亿元，对应 EPS 1.96 元、2.23 元和 2.57 元，PE 9.5X、8.3X 和 7.2X。**考虑公司炼化一体化项目处于收获期，在建多个项目陆续投放，一体化优势明显，顺周期成长，业绩弹性大，维持目标市值 2000 亿元，“买入”评级。**

风险提示：宏观经济下滑，原油及产品价格大幅波动，项目投产进度及盈利不及预期，环保及安全风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	100782	145633	162756	190089
(+/-%)	67.8%	44.5%	11.8%	16.8%
净利润(百万元)	10025	13767	15698	18071
(+/-%)	201.73%	37.32%	14.03%	15.11%
摊薄每股收益(元)	1.42	1.96	2.23	2.57
市盈率(PE)	11.3	9.5	8.3	7.2

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

附表：财务报表预测

利润表（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**100782**	**145633**	**162756**	**190089**
营业成本	79866	116507	130205	153592
毛利	20917	29127	32551	36497
%营业收入	21%	20%	20%	19%
税金及附加	2121	1926	2789	2886
%营业收入	2%	1%	2%	2%
销售费用	952	1347	1521	1767
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	1090	1893	2116	2471
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	958	1704	1726	2120
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	3563	4326	3926	3653
%营业收入	4%	3%	2%	2%
资产减值损失	6	0	0	0
信用减值损失	13	2	2	2
其他收益	610	240	240	240
投资收益	275	1	1	1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	125	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**13223**	**18170**	**20713**	**23840**
%营业收入	13%	12%	13%	13%
营业外收支	-11	-27	-24	-24
利润总额	**13212**	**18143**	**20689**	**23816**
%营业收入	13%	12%	13%	13%
所得税费用	3100	4256	4854	5587
净利润	10112	13887	15835	18228
归属于母公司的净利润	**10025**	**13767**	**15698**	**18071**
少数股东损益	87	120	137	157
EPS（元/股）	1.42	1.96	2.23	2.57

现金流量表（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	**16937**	**21689**	**19246**	**22761**
投资	0	0	0	0
资本性支出	21690	21690	21693	21693
其他	-61603	1	1	1
投资活动现金流净额	**-39913**	**21691**	**21694**	**21694**
债权融资	0	-1011	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	33633	-47597	0	0
筹资成本	-6209	-2933	-1696	-1696
其他	-1787	-14	0	0
筹资活动现金流净额	**25637**	**-51555**	**-1696**	**-1696**
现金净流量	**2661**	**-8175**	**39244**	**42759**

资产负债表（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	16509	8334	47578	90337
交易性金融资产	2632	2632	2632	2632
应收账款及应收票据	693	4292	4797	5602
存货	19464	27675	30929	36485
预付账款	910	1328	1484	1751
其他流动资产	9819	9561	9672	9849
流动资产合计	50026	53822	97092	146655
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	34	34	34	34
固定资产合计	83075	83075	83075	83075
无形资产	5808	5808	5808	5808
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	198	198	198	198
其他非流动资产	31968	10251	-11466	-33183
资产总计	**171109**	**153188**	**174741**	**202587**
短期借款	47597	0	0	0
应付票据及应付账款	23762	36986	41335	48759
预收账款	6024	8705	9729	11362
应付职工薪酬	264	386	431	508
应交税费	1578	2280	2548	2976
其他流动负债	3042	3128	3160	3215
流动负债合计	82267	51484	57202	66820
长期借款	51265	51265	51265	51265
应付债券	1011	0	0	0
递延所得税负债	13	13	13	13
其他非流动负债	3082	3082	3082	3082
负债合计	**137639**	**105845**	**111562**	**121181**
归属于母公司的所有者权益	36333	50086	65785	83856
少数股东权益	406	526	662	819
股东权益	**36739**	**50612**	**66447**	**84675**
负债及股东权益	**174378**	**156456**	**178009**	**205855**

基本指标

EPS	1.42	1.96	2.23	2.57
BVPS	5.16	7.12	9.35	11.91
PE	11.3	9.5	8.3	7.2
PEG	0.06	0.25	0.59	0.48
PB	3.12	2.61	1.99	1.56
EV/EBITDA	10.04	7.93	5.62	3.46
ROE	28%	27%	24%	22%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。