石油石化　恒力石化（600346.SH）　维持评级

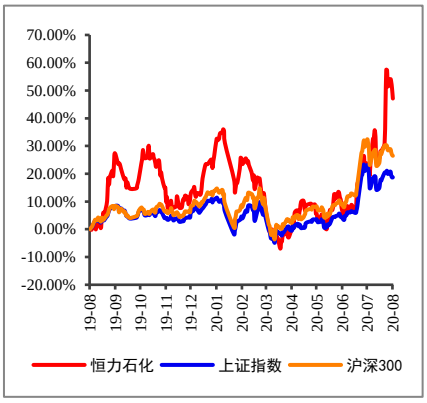
报告原因：定期报告

产品产销大幅增长推动业绩增长，炼化业务盈利能力凸显　增持

2020 年 8 月 13 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 13 日

收盘价(元)：18.6

年内最高/最低（元）：20.85/11.94

流通 A 股/总股本（亿）：46.32/70.39

流通 A 股市值（亿）：861.54

总市值（亿）:1309.27

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益：0.79

每股净资产(元)：5.56

净资产收益率（摊薄）：14.09%

分析师：程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

E-mail：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司于 2020 年 8 月 13 日发布半年报，上半年实现营业收入 673.58 亿，同比增长 59.11%；实现归母净利润 55.17 亿，同比增长 37.20%；扣非后归属母公司股东净利润为 54.95 亿，同比增长 42.94%；经营活动产生的现金流量净额为 181.92 亿，同比增长 47.01%。

事件点评

- **恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目高效稳定运营提升公司持续盈利能力，产销大幅增长推动业绩增长。**2020 年 H1 营业收入 673.58 亿元，同比增长 59.11%；归属母公司股东的净利润 55.17 亿元，同比增长 37.20%。由于“PTA-聚酯”产业链经营运行良好，保持着合理盈利水平，为公司贡献稳定业绩，也进一步增厚盈利规模。分产品来看，公司上半年成品油收入为 67.08 亿元；化工品收入为 312.2 亿元；PTA 收入为 150.98 亿元；聚酯收入为 76.61 亿元。产销方面，公司成品油、化工品、PTA、聚酯产量分别同比+293.72%、+373.4%、+67.65%、+0.78%，环比+69.57%、+245.59%、+163.46%、+106.53%；销量分别同比+258.94%、+223.37%、+49.45%、-20.25%，环比+40.84%、+145.78%、+118.67%、+141%。价格方面，除化工品平均售价微涨外，成品油、PTA、聚酯售价均较去年同期有所下滑。原料方面，上半年公司原油平均进价为 2277.77 元/吨，同比下滑 34.2%，公司在二季度积极利用国际原油战略采购机遇期加大原油采购量，控股子公司恒力炼化目前合计具备约 600 万吨的原油储备能力，一定程度上保证了恒力炼化二、三季度在库原油低成本锁定下的超额盈利能力。
- **销售毛利增加，期间费用率受借款利息支出影响有所增长。**1）2020 年 H1 公司销售毛利率为 19.45%，较去年同期增长 11.65pct。恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目高效稳定运营，显著优化、提升公司业务一体化结构与持续盈利能力。2）2020 年 H1 公司期间费用率为 6.85%，较去年同期增长 37.27pct，其中，利息费用为 25.24 亿元，同比增长 232.98%。
- **乙烯项目有望下半年为公司贡献盈利，聚酯总产能将达到年产超过 400 万吨以上规模。**公司 150 万吨/年乙烯工程项目于 2020 年 7 月份实施转固并实现商业化运营，将为公司贡献盈利，乙烯项目投产有利于

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

充分发挥炼化一体化项目中炼化与乙烯两大业务板块的大炼化战略协作价值与业务协同空间，进一步提升了公司的产业运作能力与长期盈利能力。目前公司聚酯产能突破到年产 300 万吨以上规模水平，预计下半年还将投产 60 万吨的聚酯 DTY、POY 新产能以及 3.3 万吨的 PBAT 可降解塑料产能，剩余产能建设预计将于 2021 年投放，公司聚酯总产能规模将达到年产超过 400 万吨以上规模，聚酯产能规模持续提升，对上游石化原料产业的市场支撑作用也将得到明显增强。

- **公司积极推进第二次股份回购，同时完成 2019 年年度权益分派，单次现金分红金额创历史新高。**公司实施第二次股份回购计划，回购资金总额不低于人民币 5 亿元，不超过人民币 10 亿元。另外，公司完成了 2019 年年度权益分派，共计派发现金 280,611.53 万元（含税），单次现金分红金额创历史新高。通过稳定持续回报投资者，与公司股东共享成长收益，积极推进第二次股份回购，增强市场信心。

投资建议

- 公司是行业内唯一一家民营独资“原油-PX-PTA-聚酯”炼化一体化经营企业，100%的权益产能确保公司炼化、乙烯业务的盈利能力中枢与上游原料掌控能力，另外，加上快速推进的乙烯、PTA、聚酯新材料等新建产能依次投产，炼化、乙烯业务盈利能力确定性强。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 128.65 亿、165.13 亿、202.43 亿，EPS 分别为 1.83 元、2.35 元、2.88 元，对应公司 8 月 13 日收盘价 18.6 元，PE 分别为 10.18 倍、7.93 倍、6.47 倍。维持“增持”评级。

存在风险

- 原材料和产品价格大幅波动风险、下游需求不及预期、产能消化的风险、项目投产不及预期的风险

荣盛石化主要财务指标 **单位：百万元**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	100782	119600	147154	181348
收入同比(%)	68%	19%	23%	23%
归属母公司净利润	10025	12865	16513	20243
净利润同比(%)	202%	28%	28%	23%
毛利率(%)	20.8%	21.8%	21.8%	21.9%
ROE(%)	27.5%	27.9%	27.4%	26.4%
每股收益(元)	1.42	1.83	2.35	2.88
P/E	13.06	10.18	7.93	6.47
P/B	3.60	2.84	2.18	1.71
EV/EBITDA	9	9	8	7

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	53,294	59,027	70,438	90,299
现金	16,509	16,947	18,303	25,084
应收账款	1,875	1,294	1,844	2,537
其他应收款	1,200	493	791	1,294
预付账款	910	1,373	1,999	2,543
存货	19,470	22,798	28,048	34,540
其他流动资产	13,330	16,123	19,453	24,300
非流动资产	121,083	161,079	199,402	232,685
长期投资	0	0	0	0
固定资产	83,075	121,999	158,564	191,837
无形资产	5,808	5,421	5,060	4,722
其他非流动资产	32,200	33,659	35,778	36,126
资产总计	174,378	220,106	269,840	322,984
流动负债	82,267	107,988	132,954	159,076
短期借款	47,597	66,597	81,597	93,597
应付账款	18,778	21,987	27,050	33,312
其他流动负债	15,892	19,404	24,307	32,167
非流动负债	55,371	65,547	76,111	86,463
长期借款	51,265	61,265	71,265	81,265
其他非流动负债	4,106	4,282	4,846	5,198
负债合计	137,639	173,535	209,065	245,539
少数股东权益	406	518	661	837
股本	7,039	7,039	7,039	7,039
资本公积	18,272	18,272	18,272	18,272
留存收益	11,202	20,743	34,802	51,296
归属母公司股东	36,333	46,054	60,114	76,608
负债和股东权益	174,378	220,106	269,840	322,984

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	16,937	23,428	28,228	37,175
净利润	10,112	12,865	16,513	20,243
折旧摊销	4,076	4,464	5,796	7,065
财务费用	3,110	5,980	7,416	8,630
投资损失	(275)	(275)	(275)	(275)
营运资金变动	(3,687)	281	(1,368)	1,333
其他经营现金流	3,601	113	145	178
投资活动现金流	(39,913)	(42,575)	(41,455)	(39,435)
资本支出	41,774	42,850	41,730	39,710
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(81,687)	(85,425)	(83,185)	(79,145)
筹资活动现金流	25,637	19,695	15,130	9,620
短期借款	24,606	19,000	15,000	12,000
长期借款	11,198	10,000	10,000	10,000
普通股增加	1,986	0	0	0
资本公积增加	(2,185)	0	0	0
其他筹资现金流	(9,969)	(9,305)	(9,870)	(12,380)
现金净增加额	2,661	549	1,902	7,360

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	100,782	119,600	147,154	181,348
营业成本	79,866	93,514	115,049	141,682
营业税金及附加	2,121	1,267	1,817	2,659
销售费用	952	1,130	1,390	1,713
管理费用	1,090	2,705	2,147	2,903
财务费用	3,563	5,980	7,416	8,630
资产减值损失	(6)	1	2	2
公允价值变动收益	125	0	0	0
投资净收益	275	275	275	275
营业利润	13,223	15,279	19,608	24,034
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	21	21	21	21
利润总额	13,212	15,267	19,597	24,022
所得税	3,100	2,290	2,939	3,603
净利润	10,112	12,977	16,657	20,419
少数股东损益	87	112	144	176
归属母公司净利润	10,025	12,865	16,513	20,243
EBITDA	20,952	25,722	32,820	39,729
EPS（元）	1.42	1.83	2.35	2.88

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	67.78%	18.67%	23.04%	23.24%
营业利润	221.02%	15.54%	28.33%	22.57%
归属于母公司净利润	201.73%	28.33%	28.36%	22.58%
获利能力				
毛利率(%)	20.75%	21.81%	21.82%	21.87%
净利率(%)	4.04%	9.95%	10.76%	11.22%
ROE(%)	27.53%	27.87%	27.41%	26.37%
ROIC(%)	19.39%	16.04%	15.34%	14.95%
偿债能力				
资产负债率(%)	78.93%	78.84%	77.48%	76.02%
净负债比率(%)	41.37%	38.60%	38.69%	35.20%
流动比率	0.65	0.55	0.53	0.57
速动比率	0.41	0.34	0.32	0.35
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.61	0.60	0.61
应收账款周转率	173.89	161.96	158.74	158.03
应付账款周转率	5.74	5.87	6.00	6.01
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.83	2.35	2.88
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	3.33	4.01	5.28
每股净资产(最新摊薄)	5.16	6.54	8.54	10.88
估值比率				
P/E	13.1	10.2	7.9	6.5
P/B	3.6	2.8	2.2	1.7
EV/EBITDA	9.04	9.12	7.81	6.84

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336