太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-13

公司点评报告

买入/维持

恒力石化(600346)

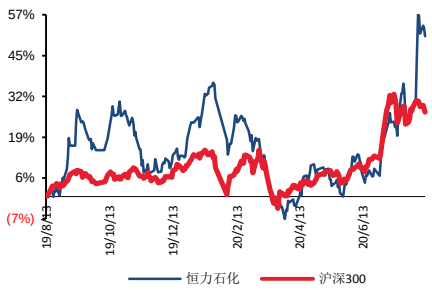
目标价：28.5

昨收盘：19.06

材料 材料II

中报55亿，乙烯投产转固，全年业绩再上新台阶，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)	134,165/88,285
12 个月最高/最低(元)	19.91/12.11

相关研究报告：

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

恒力石化(600346)《【太平洋化工】恒力石化：现金流继续改善，加快推进PTA及乙烯项目续力成长》--2019/10/25

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2020年半年报，报告期实现营业收入673.58亿元，同比+59.11%；归母净利润55.17亿元，同比+37.20%。其中第二季度实现营业收入375.87亿元，同比+37.78%，环比+26.26%；归母净利润33.74亿元，同比-4.03%，环比+57.39%。

主要观点：

1.化工型炼厂，优势明显，业绩靓丽

产销情况：2020年Q1、Q2公司分别实现成品油产量105.04万吨、73.08万吨，小计178.12万吨；成品油销量114.28万吨、46.67万吨，小计160.95万吨；化工品产量312.29万吨、766.96万吨，小计1079.25万吨；化工品销量297.44万吨、433.61万吨，小计731.05万吨；PTA产量173.99万吨、284.41万吨，小计458.4万吨；PTA销量199.69万吨、236.98万吨，小计436.67万吨；聚酯产品产量62.35万吨、66.42万吨，小计128.77万吨；聚酯产品销量42.61万吨、60.08万吨，小计102.69万吨。**分析可见（1）公司2000万吨炼油处于满负荷运行。（2）产品结构调整，减少成品油产量，多产盈利能力更好的化工品，再次验证“化工型”炼厂。（3）PTA、聚酯板块产销处于复苏阶段，环比改善。**

2020年H1，面对宏观不利因素，公司业绩靓丽，主要由于**（1）一季度炼油产品预售策略，受疫情影响可控，二季度产销恢复，炼油满负荷生产。（2）进一步优化产品结构，提升化工品产销量，盈利较好。2020年H1，恒力炼化实现净利润46.2亿元。（3）公司构建了从“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯-民用丝、工业丝、聚酯薄膜、工程塑料”世界级产业链业务体系，在全产业链的上、中、下游都布局了以“装置大型化、产能规模化、结构一体化、工艺先进、绿色环保”为特点的优质高效产能结构，优势明显。（4）新增产能的投放。**

2.大乙烯项目投产转固，全年业绩将再创新高

公司150万吨乙烯及其下游全部化工装置于2020年1月29日一次投料成功并产出合格乙烯产品，7月份实施转固并实现商业化运营。该项目主要装置包括150万吨/年蒸汽裂解装置、40万吨/年高密度聚乙烯（HDPE）装置、2套20万吨/年聚丙烯（PP）装置、72万吨/年苯乙烯（SM）装置、2套90万吨/年乙二醇（EG）装置、14万吨/年丁

二烯抽提装置、35 万吨/年裂解汽油加氢装置和 17 万吨/年碳四加氢装置，具体产品包括 180 万吨乙二醇、72 万吨苯乙烯、42.3 万吨聚丙烯、40 万吨高密度聚乙烯、14 万吨丁二烯等。**根据项目可行性研究报告，项目全部达产后，预计年可实现销售收入 243 亿元，年均净利润约 43 亿元。**

在 PTA 领域，公司 250 万吨 PTA-4 号线于 2020 年 1 月份一次投料成功并启动调试工作，于今年 5 月份完成投产工作并正式转固实现商业运营，250 万吨 PTA-5 号线也已完成了项目建设安装工作，于 2020 年 6 月份启动投料工作，目前正处于调试中，预计将于今年下半年实现正式投产。届**时公司 PTA 总产能达 1160 万吨/年，全球产能最大。**

在下游聚酯产业领域，公司在建的 135 万吨民用丝项目已于报告期内顺利投产了一套 10 万吨阳离子 POY 产能和一套 10 万吨全消光 POY 产能，公司聚酯产能达到 300 万吨/年以上规模水平。同时，20 万吨工业丝新产能项目也已完成建设并正处于投料调试阶段，投产在即，公司工业丝产能也将于 2020 年下半年实现翻倍并扩充至 40 万吨/年。2020 年下半年公司还将投产 60 万吨的聚酯 DTY、POY 新产及 3.3 万吨的 PBAT 可降解塑料产能。剩余聚酯产能将于 2021 年投放，**公司聚酯总产能超过 400 万吨/年规模。**

在原油储存方面，公司从 2020 年 3 月份开始启动了二期 24 个 15 万立方原油储罐合计 360 万立方的新原油罐区建设，并于 6 月底陆续具备储备原油条件，加上一期罐区已有的 320 万立方的一期罐区资源，恒力炼化目前合计具备约 **600 万吨的原油储备能力**。

我们预计公司 2020 年盈利将再创新高。（1）新增 150 万吨乙烯项目投产。（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 项目投产。（4）PTA、聚酯需求恢复，盈利改善。

3. 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 172.36 亿元，对应 EPS 1.96 元、2.23 元和 2.45 元，PE 9.7X、8.5X 和 7.8X。**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，目标市值 2000 亿元，维持“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，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	175089
(+/-%)	*67.8%*	*44.5%*	*11.8%*	*7.6%*
净利润(百万元)	10025	13767	15698	17236
(+/-%)	201.73%	37.32%	14.03%	9.80%
摊薄每股收益(元)	1.42	1.96	2.23	2.45
市盈率(PE)	11.3	9.7	8.5	7.8

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	2020	2021	2022
营业收入	**100782**	**145633**	**162756**	**175089**
营业成本	79866	116507	130205	140421
毛利	20917	29127	32551	34668
%营业收入	21%	20%	20%	20%
税金及附加	2121	1926	2789	2658
%营业收入	2%	1%	2%	2%
销售费用	952	1347	1521	1628
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	1090	1893	2116	2276
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	958	1704	1726	1952
%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**	**22739**
%营业收入	13%	12%	13%	13%
营业外收支	-11	-27	-24	-24
利润总额	**13212**	**18143**	**20689**	**22715**
%营业收入	13%	12%	13%	13%
所得税费用	3100	4256	4854	5329
净利润	10112	13887	15835	17386
归属于母公司的净利润	**10025**	**13767**	**15698**	**17236**
少数股东损益	87	120	137	150
EPS（元/股）	1.42	1.96	2.23	2.45

现金流量表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流净额	**16937**	**22913**	**21680**	**22749**
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	-498	-515	-843
筹资成本	-6209	-4157	-4130	-4095
其他	-1787	-14	0	0
筹资活动现金流净额	**25637**	**-5680**	**-4645**	**-4938**
现金净流量	**2661**	**38924**	**38730**	**39505**

资产负债表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
货币资金	16509	55433	94162	133668
交易性金融资产	2632	2632	2632	2632
应收账款及应收票据	693	4292	4797	5160
存货	19464	27675	30929	33356
预付账款	910	1328	1484	1600
其他流动资产	9819	9561	9672	9752
流动资产合计	50026	100921	143676	186168
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**	**200287**	**221325**	**242100**
短期借款	47597	47099	46584	45742
应付票据及应付账款	23762	36986	41335	44578
预收账款	6024	8705	9729	10466
应付职工薪酬	264	386	431	465
应交税费	1578	2280	2548	2741
其他流动负债	3042	3128	3160	3184
流动负债合计	82267	98583	103787	107175
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**	**152944**	**158147**	**161535**
归属于母公司的所有者权益	36333	50086	65785	83021
少数股东权益	406	526	662	812
股东权益	**36739**	**50612**	**66447**	**83833**
负债及股东权益	**174378**	**203555**	**224593**	**245368**

基本指标

EPS	1.42	1.96	2.23	2.45
BVPS	5.16	7.12	9.35	11.79
PE	11.3	9.7	8.5	7.8
PEG	0.06	0.26	0.61	0.79
PB	3.12	2.68	2.04	1.62
EV/EBITDA	10.04	8.09	5.77	3.84
ROE	28%	27%	24%	21%

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。