证券研究报告

公司研究

点评报告

恒力石化(600346.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴，CFA 石化行业首席分析师
执业编号：S1500519080001
联系电话：+86 21 61678597
邮　箱：chenshuxian@cindasc.com

曹熠　　石化行业研究助理
联系电话：+86 21 61678597
邮　箱：caoyi@cindasc.com

相关研究

《“炼化+新材料”，上下一体化强化龙头》2021.4.26

《多个项目齐披露，加大力度深耕新材料》2021.06.26

《景气周期推动，半年业绩同比大幅回升》2021.06.30

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

顺周期业绩复苏，加大布局“炼化+新材料”

2021 年 08 月 17 日

事件：2021 年 8 月 16 日，恒力石化发布《2021 年半年度报告》，2021 年半年度，公司实现营业收入 1045.74 亿元，同比增加 55.25%；归属于上市公司股东的净利润为 86.42 亿元，同比增加 56.65%；实现扣非后归属母公司股东净利润 82.66 亿元，同比增加 50.44%；实现基本每股收益 1.23 元。其中 2021 年 2 季度单季实现营业收入 513.41 亿元，同比增加 36.59%，环比下降 3.55%；实现归母净利润 45.31 亿元，同比增加 34.31%，环比增长 10.22%，实现扣非后归属母公司股东净利润 45.08 亿元，同比增加 34.87%，环比增加 19.96%。与公司 2021 年 6 月 30 日发布的《2021 年半年度业绩预增公告》相比，2021 年半年度业绩略超预期。

点评：

- **顺周期行业复苏，龙头呈现业绩弹性。**2021 年上半年，公司主营业务及各子公司的盈利能力：1）大炼化及乙烯业务：恒力炼化和恒力化工分别实现净利润 52.42 亿元和 14.81 亿元。2）PTA 业务：恒力石化（大连）亏损 2.87 亿元。3）聚酯化纤（包括切片、涤纶工业丝和涤纶民用丝）业务：恒力化纤实现净利润 11.01 亿元。4）新材料业务（聚酯新材料、工程塑料、功能性薄膜和可降解塑料）：康辉新材料实现净利润 7.34 亿元。2020 年，恒力化工新增 150 万吨/年乙烯项目和 500 万吨/年 PTA 项目。2021 年行业受益于国际原油价格中枢不断上移的成本端推动以及国内外经济增长趋稳后的终端消费修复，叠加外部需求区域复苏和海外产能因极端天气以及疫情影响导致的供给能力脆弱引发的国际订单反复回，公司炼化、乙烯和煤化工装置产出的重要化工品种价格和价差总体上维持和波动在强势区间，支撑了企业盈利稳定。根据我们的测算，公司上半年涤纶长丝单吨净利润超过 500 元/吨，从行业平均水平来看，2021 年 1 季度和 2 季度 FDY 行业单吨净利润分别为 87.20 元/吨和 222.05 元/吨；2021 年上半年 FDY 行业平均单吨净利润为 155 元/吨，公司涤纶长丝盈利远超行业平均水平，体现了公司低成本高品质的优势。公司上半年 PTA 单吨净亏损不超过 50 元/吨，从行业平均水平来看，2021 年 1 季度和 2 季度 PTA 行业单吨净亏损分别为 121 元/吨和 59.57 元/吨，2021 年上半年行业平均单吨净亏损 90.12 元/吨，公司 PTA 亏损远低于行业平均水平，体现了公司大规模低成本优势。另外，2 季度 FDY 和 PTA 盈利能力较 1 季度有较大回升。公司聚酯新材料、工程塑料、功能性薄膜和可降解塑料等新材料产品维持在较高的价差和盈利水平，根据百川盈孚的数据，2021 年上半年，子公司康辉新材料 PBAT 自 4 月有报价以来的平均出厂价为 24871.43 元/吨。康辉新材料 6μ和 12μ聚酯薄膜 2021 年 6 月 30 日售价分别为 18510 元/吨和 10310 元/吨，相比于行业中大部分公司的出厂价更高。
- **加大力度规划聚酯新材料项目。**公司大炼化项目和乙烯项目均已完全投产，另外拥有全国规模最大的煤制氢装置。中长期来看，公司仍有极强的内生增长力，完善上游配套的同时加大力度拓展下游新材料领域。**聚**

酯产业链方面，惠州 500 万吨/年 PTA 项目预计 2022 年建成，建成后 PTA 产能将达到 1660 万吨/年，将成为国内唯一的千万吨级以上权益产能的 PTA 生产商。营口康辉新材料在建 3 条功能性薄膜生产线（12 万吨/年）、4 条工程塑料/PBS 类改性生产线（3 万吨/年），预计 2021 年下半年陆续投产。大连康辉新材料 45 万吨可降解塑料项目、江苏康辉新材料 47 万吨高端功能性聚酯薄膜、10 万吨特种功能性薄膜、15 万吨改性 PBT、8 万吨改性 PBAT 和江苏南通 150 万吨绿色多功能纺织新材料项目正在建设中。**就技术优势来看，**公司是国内唯一一家能够量产 7D FDY 产品的公司，MLCC 离型基膜国内产量占比超过 65%，是国内唯一、全球第二家能够在线生产 12 纳米涂硅离型叠片式锂电池保护膜的企业，公司在功能性薄膜和民用涤纶长丝领域，拥有绝对的技术优势和工艺的积累，中长期公司在聚酯下游新材料领域的拓展是进一步将公司技术绝对优势拓展至产能的绝对优势。

- **依托“大化工”平台，加深入化工新材料。**公司已启动建设恒力化工新材料配套项目，核心为 30 万吨/年己二酸产能，构建可降解塑料全产业链同时，也提供了发展尼龙 66 的可能性。未来公司除了瞄准高增长、高潜力的新材料市场，还将**加速规划和完善 C2-C4 烯烃产业链的深加工能力**，包括规划苯乙烯下游的聚苯乙烯（PS）产能，规划丙烯下游的丙烯腈产能并结合苯乙烯和丁二烯进一步规划 ABS 产能，规划丙烯、环氧乙烷、甲醇、纯苯下游的电池级碳酸二甲酯（DMC）、苯酚、丙酮、双酚 A 产能及其下游的聚碳酸酯（PC）产能，规划聚醚多元醇（EO/PO）产能。公司将加强从“大化工”平台向下游化工新材料产业链的辐射，不仅限于蓝海的聚酯新材料领域，也将加深在炼化下游化工材料领域的产品布局，打造“炼化+化工新材料”一体化的石化龙头企业。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 167.14 亿元、189.29 亿元和 209.71 亿元，归母净利润增速分别为 24.2%、13.3%和 10.8%，EPS（摊薄）分别为 2.37 元/股、2.69 元/股和 2.98 元/股，对应 2021 年 8 月 17 日的收盘价，PE 分别为 12.89 倍、11.38 倍和 10.27 倍。我们看好公司大炼化项目持续贡献收益，快速布局下游差异化、高端化、供需格局利好的聚酯新材料产业，长期依托于“大化工”平台发展化工新材料业务，我们维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；国内 PTA 产能加剧导致利润持续摊薄的风险；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险；“碳中和”政策对石化行业大幅加码的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	100,782	152,373	166,070	184,315	209,615
同比(%)	67.8%	51.2%	9.0%	11.0%	13.7%
归属母公司净利润	10,025	13,462	16,714	18,929	20,971
同比(%)	201.7%	34.3%	24.2%	13.3%	10.8%
毛利率(%)	20.8%	18.5%	20.5%	20.2%	19.5%
ROE(%)	27.6%	28.7%	28.8%	27.2%	25.6%
EPS（摊薄）(元)	1.42	1.91	2.37	2.69	2.98
P/E	11.29	14.63	12.89	11.38	10.27
P/B	3.12	4.20	3.71	3.10	2.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 17 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	53,294	52,105	57,681	74,120	89,422
货币资金	16,509	15,671	19,661	33,206	44,363
应收票据	17	4	5	5	6
应收账款	675	1,364	1,486	1,649	1,876
预付账款	910	1,994	2,122	2,365	2,713
存货	19,464	19,691	20,954	23,346	26,782
其他	15,719	13,380	13,453	13,549	13,682
非流动资产	121,083	138,924	140,896	139,077	140,819
长期股权投	0	0	0	0	0
固定资产	83,075	121,850	119,803	121,381	121,348
无形资产	5,808	7,189	9,585	11,139	12,916
其他	32,200	9,885	11,509	6,557	6,556
资产总计	174,378	191,029	198,577	213,197	230,241
流动负债	82,267	85,800	82,117	85,257	89,754
短期借款	47,597	49,879	49,879	49,879	49,879
应付票据	4,984	7,805	8,306	9,254	10,616
应付账款	18,778	15,005	15,967	17,790	20,408
其他	10,908	13,110	7,965	8,334	8,851
非流动负债	55,371	58,205	58,205	58,205	58,205
长期借款	51,265	53,883	53,883	53,883	53,883
其他	4,106	4,322	4,322	4,322	4,322
负债合计	137,639	144,004	140,322	143,462	147,959
少数股东权益	406	119	160	207	258
归属母公司	36,333	46,905	58,095	69,529	82,024
负债和股东权益	174,378	191,029	198,577	213,197	230,241

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	100,782	152,373	166,070	184,315	209,615
同比	67.8%	51.2%	9.0%	11.0%	13.7%
归属母公司净利润	10,025	13,462	16,714	18,929	20,971
同比	201.7%	34.3%	24.2%	13.3%	10.8%
毛利率（%）	20.8%	18.5%	20.5%	20.2%	19.5%
ROE%	27.6%	28.7%	28.8%	27.2%	25.6%
EPS (摊薄)(元)	1.42	1.91	2.37	2.69	2.98
P/E	11.29	14.63	12.89	11.38	10.27
P/B	3.12	4.20	3.71	3.10	2.63
EV/EBITDA	10.03	9.51	9.04	7.54	6.40

利润表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	100,782	152,373	166,070	184,315	209,615
营业成本	79,866	124,116	132,076	147,153	168,813
营业税金及	2,121	2,628	2,864	3,179	3,615
销售费用	952	177	881	596	895
管理费用	1,090	1,716	1,833	2,055	2,325
研发费用	958	826	1,595	1,507	1,621
财务费用	3,563	5,029	5,250	5,240	5,206
减值损失合	-6	-626	-1	-1	-3
投资净收益	275	-397	-433	-481	-547
其他	723	1,192	1,016	1,127	1,282
营业利润	13,223	18,051	22,152	25,231	27,871
营业外收支	-11	-14	-13	-13	-13
利润总额	13,212	18,037	22,139	25,218	27,858
所得税	3,100	4,543	5,385	6,242	6,836
净利润	10,112	13,495	16,755	18,976	21,023
少数股东损	87	33	41	46	51
归属母公司	10,025	13,462	16,714	18,929	20,971
EBITDA	19,871	30,475	33,672	38,558	43,714
EPS (当年)(元)	1.42	1.91	2.37	2.69	2.98

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16,937	24,143	24,072	33,736	38,592
净利润	10,112	13,495	16,755	18,976	21,023
折旧摊销	4,076	7,565	6,852	8,732	11,369
财务费用	3,110	3,576	5,289	5,289	5,289
投资损失	0	-275	397	433	481
营运资金变	191	-1,342	-5,270	244	349
其它	-277	452	13	14	15
投资活动现	-39,913	-22,411	-8,105	-7,232	-13,496
资本支出	-41,774	-23,929	-7,672	-6,751	-12,949
长期投资	204	1,103	0	0	0
其他	1,657	415	-433	-481	-547
筹资活动现	25,637	-1,021	-11,977	-12,959	-13,939
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	33,633	7,097	0	0	0
支付利息或股息	-6,209	-8,006	-11,977	-12,959	-13,939
现金流净增加额	2,758	701	3,990	13,545	11,157

研究团队简介

陈淑娴，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围 2020 年第 18 届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获 2020 年第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020 年第 8 届 Wind“金牌分析师”石化行业第四名，2020 年“21 世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告, 2020 年第 7 届 Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

曹熠，石化行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。