

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学纤维

恒力石化（600346）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021年01月19日

加大可降解塑料布局力度，化纤高景气利好聚酯产业链

证券分析师： 龚诚

010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

证券分析师： 杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002

事项：

近日，公司子公司营口康辉石化年产60万吨PBS类生物可降解塑料项目正式签约，公司进一步加大在可降解塑料产业的布局力度。

国信化工观点：

- 1) **塑料污染治理政策持续推进，可降解塑料有望成为国内需求增长最快的市场。**公司作为国内聚酯行业的龙头企业，在聚酯类产品生产方面积累的丰富的经验，PBS类生物可降解聚酯塑料，与PET/PBT等聚酯类产品的生产过程有类似之处。去年12月25日，恒力石化子公司康辉石化年产3.3万吨PBS类生物可降解聚酯新材料项目投产成功，本次进一步加大布局力度，公司有望在市场空间巨大的可降解塑料市场中占得先机。
- 2) **全球经济复苏，涤纶库存持续下行，聚酯行业景气度有望持续。**近期各类化纤品种的库存水平都有不同幅度的下降，反映了下游纺织服装行业对化纤的需求旺盛。公司是国内涤纶长丝和工业丝的龙头企业，具有民用丝163万吨、工业丝20万吨、聚酯切片65万吨、聚酯薄膜20万吨、工程塑料16万吨的生产能力，聚酯行业的整体盈利水平的提升，将有效改善公司的盈利状况。
- 3) **大乙烯和PTA项目投产后，公司加大下游布局力度，发展进入新阶段。**公司150万吨/年乙烯项目在去年7月转固并实现商业运营，另外新建500万吨/年PTA装置已经在三季度顺利投产，当前公司PTA产能已上升至1160万吨。随着公司的“原油-炼化-化纤”产业链一体化的逐步完善，上游原材料端已经得到了有效保障，后续公司在下游聚酯端将持续有新增产能扩产，届时公司一体化的产业链将持续增强盈利能力。
- 4) **投资建议：**作为国内率先投产的民营炼化项目，公司逐步打造产业链一体化的战略布局非常清晰，投产后的超强及稳定的盈利能力也验证了炼化-化纤一体化产业链的竞争优势。我们看好公司持续完善产业链，盈利能力稳步增强，预计公司20-22年归母净利润135/155/175亿元，同比+35/15/13%，EPS为1.92/2.20/2.49元，当前股价对应PE为19.9/17.3/15.4，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价大幅波动；化纤需求增长不及预期；新项目投产进度低于预期。

评论:

■ 塑料污染治理政策持续推进，可降解塑料有望成为国内需求增长最快的市场

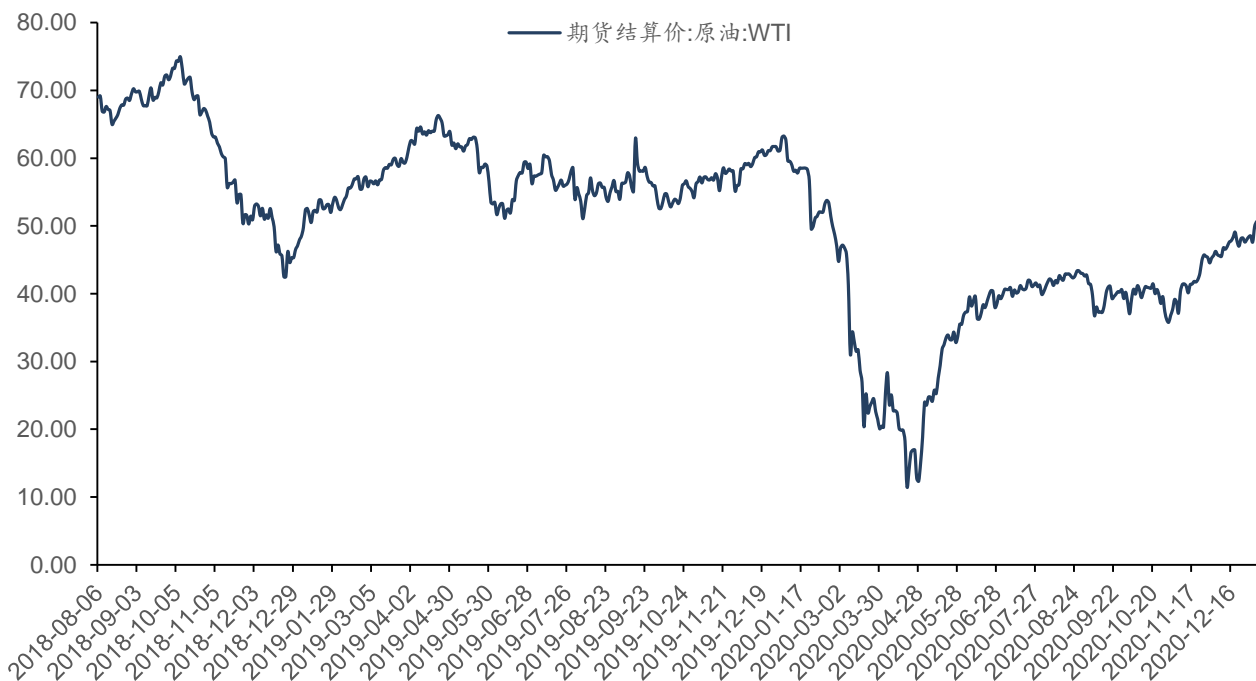
可降解塑料国内起步晚、增速快、行业空间大。根据降解机制，通常分为光降解塑料、生物降解塑料和光-生物降解塑料，其中生物降解塑料为主流。全球可降解塑料需求稳步增长，2018 年达到 36 万吨，HIS 预测到 2023 年全球需求将增加至 55 万吨，5 年平均增幅达 9%。2018 年，国内生物降解塑料需求 7 万吨，行业规模约 54.4 亿元，2016~2018 年需求量增速均保持在 20% 以上。国内生物降解塑料需求空间巨大，根据我们测算，一次性餐具、一次性塑料袋、农用地膜和包装用塑料薄膜四大重点应用领域合计约有 1017 万吨的潜在需求空间。全球生物降解塑料渗透率普遍在 3% 以下，中国的渗透率为仅 0.62%。

公司作为国内聚酯行业的龙头企业，在聚酯类产品生产方面积累的丰富的经验，PBS 类生物可降解聚酯塑料，与 PET/PBT 等聚酯类产品的生产过程有类似之处。去年 12 月 25 日，恒力石化子公司康辉石化年产 3.3 万吨 PBS 类生物可降解聚酯新材料项目投产成功，本次进一步加大布局力度，公司有望在市场空间巨大的可降解塑料市场中占得先机。

■ 全球经济复苏，涤纶库存持续下行，聚酯行业景气度有望持续

近期随着全球经济的逐渐复苏，美国 EIA 原油库存持续下降，以及沙特的主动减产，油价中枢不断上行，国际 WTI 原油价格已经连续超过 50 美元/桶，达到去年全球疫情爆发之前的水平。在原油价格中枢向上的趋势当中，公司上游炼化环节有利于产品价格的持续提升。

图 1: 近期国际 WTI 原油价格中枢持续上行 (单位: 美元/桶)



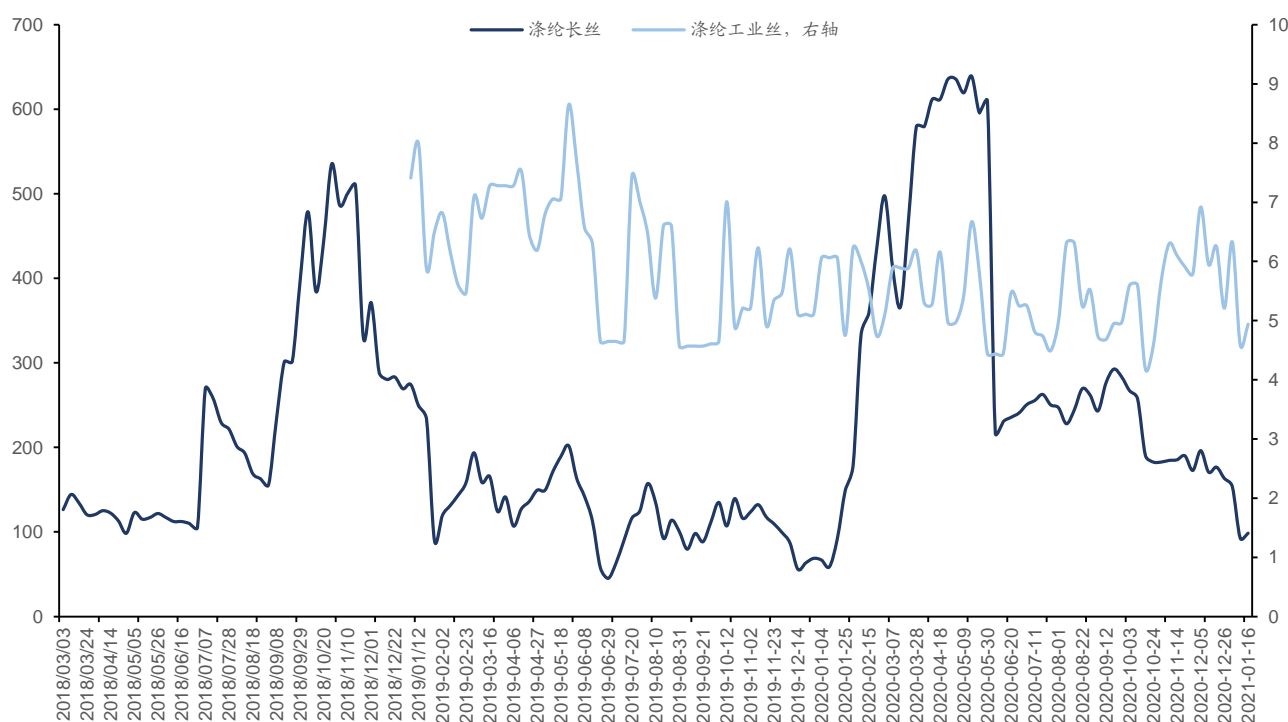
资料来源:同花顺金融、国信证券经济研究所整理

近期在海外货币政策的刺激之下，全球经济呈现复苏的趋势。国内作为全球纺织服装的最大生产基地，化纤需求从 2020Q4 开始增长速度明显加快。从我们观察的各化纤的库存水平来看，近期下降的幅度较大，反映了下游纺织服

装行业对化纤的需求旺盛。

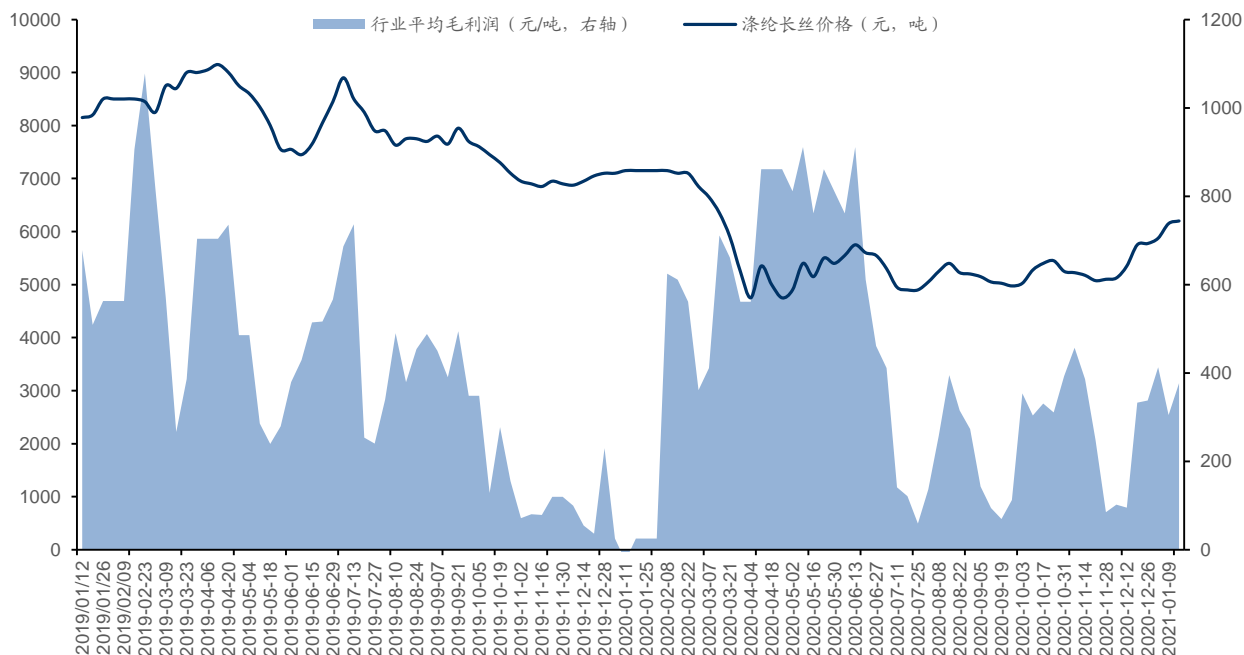
公司是国内涤纶长丝和工业丝的龙头企业，具有民用丝 163 万吨、工业丝 20 万吨、聚酯切片 65 万吨、聚酯薄膜 20 万吨、工程塑料 16 万吨的生产能力，聚酯行业的整体盈利水平的提升，将有效改善公司的盈利状况。

图 2：涤纶长丝和工业丝的近期库存走势（单位：万吨）



资料来源:百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 3：近期涤纶长丝价格及行业毛利走势（单位：元/吨）



资料来源:百川盈孚、国信证券经济研究所整理

■ 大乙烯和 PTA 项目投产后, 公司加大下游布局力度, 发展进入新阶段

公司大乙烯项目 7 月转固并实现商业运营, 将贡献全年盈利增量。150 万吨乙烯项目的全部原材料基本都由上游 2000 万吨炼厂供应, 乙烯收率 48% 国内最高, 项目全部达产后, 预计年均净利润约 43 亿元。中游领域, 公司新建 500 万吨的 PTA 装置已经在三季度顺利投产, PTA-4 号线于今年 5 月份完成投产工作并正式转固实现商业运营, PTA-5 项目也在 10 月份转固运行, 当前公司 PTA 产能已上升至 1160 万吨。

随着公司的“原油-炼化-化纤”产业链一体化的逐步完善, 上游原材料端已经得到了有效保障, 后续公司在下游聚酯端将持续有新增产能扩产, 届时公司一体化的产业链将持续增强盈利能力。

■ 投资建议: 看好公司持续完善产业布局, 维持“买入”评级

作为国内率先投产的民营炼化项目, 公司逐步打造产业链一体化的战略布局非常清晰, 投产后的超强及稳定的盈利能力也验证了炼化-化纤一体化产业链的竞争优势。我们看好公司持续完善产业链, 盈利能力稳步增强, 预计公司 20-22 年归母净利润 135/155/175 亿元, 同比+35/15/13%, EPS 为 1.92/2.20/2.49 元, 当前股价对应 PE 为 19.9/17.3/15.4, 维持“买入”评级。

■ 风险提示:

国际油价大幅波动; 化纤需求增长不及预期; 新项目投产进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	715	2197	5523	9326
应收款项	34	33	35	38
存货净额	332	321	341	363
其他流动资产	1116	1064	1144	1217
流动资产合计	3491	4909	8337	12238
固定资产	12467	11714	10938	9735
无形资产及其他	1070	1227	1185	1142
投资性房地产	1159	1159	1159	1159
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	18187	19010	21619	24275
短期借款及交易性金融负债	914	0	0	0
应付款项	824	799	847	902
其他流动负债	696	688	1301	1716
流动负债合计	2434	1486	2148	2618
长期借款及应付债券	1504	1704	1704	1704
其他长期负债	18	18	18	18
长期负债合计	1522	1722	1722	1722
负债合计	3956	3209	3870	4341
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	14231	15801	17749	19934
负债和股东权益总计	18187	19010	21619	24275

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.51	1.38	1.71	1.92
每股红利	0.31	0.41	0.51	0.58
每股净资产	8.75	9.71	10.91	12.25
ROIC	18%	16%	21%	26%
ROE	17%	14%	16%	16%
毛利率	28%	27%	28%	28%
EBIT Margin	23%	21%	23%	24%
EBITDA Margin	33%	30%	32%	33%
收入增长	-1%	-5%	8%	6%
净利润增长率	-19%	-9%	24%	12%
资产负债率	22%	17%	18%	18%
息率	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%
P/E	27.1	29.6	23.9	21.3
P/B	4.7	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	15.2	17.2	15.1	14.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190	13519	14545	15474
营业成本	10239	9917	10490	11124
营业税金及附加	93	95	102	108
销售费用	372	406	364	309
管理费用	156	313	261	213
财务费用	154	60	56	47
投资收益	42	(40)	0	0
资产减值及公允价值变动	17	(20)	0	0
其他收入	(335)	(30)	0	0
营业利润	2899	2639	3273	3673
营业外净收支	(2)	0	0	0
利润总额	2896	2639	3273	3673
所得税费用	443	396	491	551
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	2453	2243	2782	3122

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2453	2243	2782	3122
资产减值准备	(72)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	1286	1268	1319	1346
公允价值变动损失	(17)	20	0	0
财务费用	154	60	56	47
营运资本变动	(71)	39	559	372
其它	72	0	0	0
经营活动现金流	3651	3570	4660	4840
资本开支	(495)	(700)	(500)	(100)
其它投资现金流	(1293)	0	0	0
投资活动现金流	(1789)	(700)	(500)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1090)	200	0	0
支付股利、利息	(506)	(673)	(835)	(937)
其它融资现金流	762	(914)	0	0
融资活动现金流	(2431)	(1387)	(835)	(937)
现金净变动	(569)	1483	3325	3804
货币资金的期初余额	1283	715	2197	5523
货币资金的期末余额	715	2197	5523	9326
企业自由现金流	3540	2977	4207	4780
权益自由现金流	3211	2212	4160	4740

相关研究报告

- 《恒力石化-600346-2020 年三季度点评：三季度大幅超预期，盈利增长显著》 ——2020-10-31
- 《恒力石化-600346-2020 半年度财报点评：半年报业绩再创新高，产能持续释放》 ——2020-08-17
- 《恒力石化-600346-2019 年年报点评：盈利超预期，一体化突显成本优势》 ——2020-04-21
- 《恒力石化-600346-2019 年业绩预增点评：盈利超预期，一体化突显成本优势》 ——2020-01-20
- 《恒力石化-600346-2019 年半年报点评：业绩增长超预期，炼化龙头扬帆起航》 ——2019-08-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032