

## “恒力速度” 打造全国规模最大可降解新材料基地

——恒力石化（600346.SH）年产60万吨可降解新材料项目签约点评

### 要点

**事件：**2021年1月19日，恒力石化股份有限公司(以下简称“恒力石化”)子公司营口康辉石化有限公司(以下简称“康辉石化”)年产60万吨PBS类生物可降解塑料项目正式签约。

**点评：**

**60万吨PBS项目签约，全国规模最大可降解新材料项目落户恒力。**继12月25日子公司康辉石化年产3.3万吨PBS项目投产成功后，康辉石化又签下年产60万吨PBS项目，标志着国内规模最大、产能最高的可降解新材料项目落户恒力，恒力石化有望成为国内可降解塑料龙头企业。随着全面禁塑临近，国内可降解塑料供需缺口较大，尤其是PLA供应不足，PBS耐热性好、工艺简单，可作为PLA替代产品使用，在国内PLA产能受限情况下，PBS市场空间依然广阔。恒力石化进军可降解塑料PBS领域，预计将大幅缓解国内PBS类生物可降解塑料供需缺口。随着公司PBS产能逐步投放，公司在可降解塑料领域的规模优势将得到凸显，支撑公司未来业绩持续增长。

**禁塑令推行稳步推进，可降解塑料市场空间巨大。**2020年1月，国家发展改革委与生态环境部联合发布《进一步加强塑料污染治理的意见》，要求有序禁止、限制部分塑料制品产生、销售和使用，积极推广替代产品等。2020年11月30日，商务部发布《商务领域一次性塑料制品使用、回收报告办法（试行）》，被认为是“限塑令”的再升级。随着国内环保政策持续加码，可降解塑料渗透率有望持续提升，叠加新增产能的陆续投放，我国生物可降解塑料市场空间广阔。

**盈利预测、估值与评级：**公司当前业务发展顺利，我们维持公司2020-2022年盈利预测，预计2020-2022年的净利润为118.15/135.29/149.08亿元，对应EPS分别为1.68/1.92/2.12元。公司是国内首个投产的民营大炼化企业，我们继续看好其未来发展，故维持“买入”评级。

**风险提示：**行业周期性风险、原材料价格波动风险、汇率风险、成品油税收政策变化风险。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60,067	100,782	127,715	142,332	154,327
营业收入增长率	169.51%	67.78%	26.72%	11.45%	8.43%
净利润（百万元）	3,323	10,025	11,815	13,529	14,908
净利润增长率	93.25%	201.73%	17.86%	14.50%	10.20%
EPS（元）	0.66	1.42	1.68	1.92	2.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.04%	27.59%	26.06%	24.73%	22.99%
P/E	58	27	23	20	18
P/B	7.0	7.4	5.9	4.9	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-19

### 买入（维持）

当前价：38.21元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebscn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	70.39
总市值(亿元):	2689.64
一年最低/最高(元):	11.60/39.05
近3月换手率:	32.36%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	45.19	76.13	96.88
绝对	54.53	92.17	128.72

资料来源：Wind

### 相关研报

PBS可降解聚酯新材料项目开车成功，正式进军可降解塑料市场——恒力石化（600346.SH）年产3.3万吨PBS项目投产点评（2020-12-28）

乙烯项目顺利投产，世界级石化产业基地稳步落地——恒力石化（600346.SH）年产150万吨乙烯项目投产点评（2020-07-15）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	60,067	100,782	127,715	142,332	154,327
营业成本	52,413	79,866	103,221	115,146	125,112
折旧和摊销	1,844	3,792	5,009	5,305	5,589
税金及附加	325	2,121	2,688	2,995	3,248
销售费用	543	952	1,206	1,344	1,458
管理费用	620	1,090	1,382	1,540	1,670
研发费用	834	958	1,214	1,353	1,468
财务费用	1,478	3,563	3,477	3,295	2,992
投资收益	108	275	250	275	300
营业利润	4,119	13,223	15,537	17,788	19,610
利润总额	4,140	13,212	15,541	17,793	19,609
所得税	738	3,100	3,646	4,174	4,600
净利润	3,402	10,112	11,895	13,619	15,008
少数股东损益	80	87	80	90	100
归属母公司净利润	3,323	10,025	11,815	13,529	14,908
EPS(按最新股本计)	0.66	1.42	1.68	1.92	2.12

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,131	16,937	22,181	22,973	24,646
净利润	3,323	10,025	11,815	13,529	14,908
折旧摊销	1,844	3,792	5,009	5,305	5,589
净营运资金增加	2,569	11,923	3,337	1,893	1,042
其他	-3,604	-8,803	2,020	2,247	3,107
投资活动产生现金流	-32,430	-39,913	-960	-3,950	-4,900
净资本支出	-35,364	-41,774	-1,200	-4,200	-5,200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	2,934	1,861	240	250	300
融资活动现金流	34,305	25,637	-12,186	-16,100	-17,347
股本变化	2,227	1,986	0	0	0
债务净变化	57,364	37,090	-5,894	-8,642	-9,589
无息负债变化	27,641	3,215	10,895	6,695	7,298
净现金流	5,967	2,758	9,034	2,923	2,399

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	12.7%	20.8%	19.2%	19.1%	18.9%
EBITDA 率	12.3%	20.3%	18.6%	18.4%	18.1%
EBIT 率	9.1%	16.3%	14.7%	14.6%	14.5%
税前净利润率	6.9%	13.1%	12.2%	12.5%	12.7%
归母净利润率	5.5%	9.9%	9.3%	9.5%	9.7%
ROA	2.7%	5.8%	6.3%	6.9%	7.4%
ROE (摊薄)	12.0%	27.6%	26.1%	24.7%	23.0%
经营性 ROIC	4.8%	8.9%	10.3%	11.3%	12.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	78%	79%	76%	72%	68%
流动比率	0.73	0.65	0.82	0.93	1.06
速动比率	0.39	0.41	0.56	0.64	0.71
归母权益/有息债务	0.42	0.35	0.47	0.62	0.83
有形资产/有息债务	1.83	1.61	1.86	2.12	2.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	125,242	174,378	188,459	195,967	203,919
货币资金	12,323	16,509	25,543	28,466	30,865
交易性金融资产	45	2,632	2,632	2,632	2,632
应收帐款	484	675	855	953	1,033
应收票据	4,764	17	22	24	26
其他应收款 (合计)	104	1,200	1,519	1,693	1,836
存货	18,479	19,464	22,702	25,326	28,769
其他流动资产	2,561	11,887	16,735	19,366	21,525
流动资产合计	39,579	53,294	71,184	79,773	88,113
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	24,056	83,075	84,489	85,382	85,748
在建工程	44,220	23,716	18,312	15,834	14,501
无形资产	4,922	5,808	5,890	5,970	6,049
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	10,565	4,985	4,985	4,985	4,985
非流动资产合计	85,663	121,083	117,274	116,195	115,806
总负债	97,334	137,639	142,640	140,694	138,403
短期借款	22,991	47,597	41,547	32,905	23,316
应付账款	16,347	18,778	24,269	27,073	29,416
应付票据	10,599	4,984	8,258	10,939	15,013
预收账款	920	6,024	6,024	8,508	9,225
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	54,216	82,267	87,269	85,322	83,032
长期借款	40,067	51,265	51,265	51,265	51,265
应付债券	0	1,011	1,011	1,011	1,011
其他非流动负债	2,998	2,946	2,946	2,946	2,946
非流动负债合计	43,118	55,371	55,371	55,371	55,371
股东权益	27,908	36,739	45,818	55,274	65,515
股本	5,053	7,039	7,039	7,039	7,039
公积金	21,037	18,963	20,144	21,497	21,792
未分配利润	2,087	10,512	18,330	26,342	36,189
归属母公司权益	27,588	36,333	45,333	54,698	64,840
少数股东权益	321	406	486	576	676

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.90%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
管理费用率	1.03%	1.08%	1.08%	1.08%	1.08%
财务费用率	2.46%	3.54%	2.72%	2.31%	1.94%
研发费用率	1.39%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
所得税率	18%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.30	0.40	0.59	0.68	0.85
每股经营现金流	0.82	2.41	3.15	3.26	3.50
每股净资产	5.46	5.16	6.44	7.77	9.21
每股销售收入	11.89	14.32	18.14	20.22	21.92

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	58	27	23	20	18
PB	7.0	7.4	5.9	4.9	4.1
EV/EBITDA	35.4	18.5	15.3	13.6	12.4
股息率	0.8%	1.0%	1.5%	1.8%	2.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳