

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04月07日

业绩大增，民营大炼化优势凸显

证券分析师：杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002
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：薛聪 xuecong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001
证券分析师：刘子栋 liuzidong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

事项：

公司发布《2020年度业绩快报》和《2021年一季度业绩预增公告》，2020年实现营收1524亿，同比+51%；归母净利润135亿，同比+34%。2021Q1预计归母净利润41亿，同比+93%。

国信化工观点：1) 业绩大增彰显一体化规模优势和抗风险能力；2) 受益油价回暖和海外恶劣天气影响，21Q1化工品价格走强利好公司业绩提升；3) 纺织服装出口回暖，涤纶长丝盈利提升；4) 在手项目保障盈利稳定增长。预计公司20-22年归母净利润135/155/175亿元，EPS为1.92/2.20/2.49元/股，当前股价对应PE为15.5x/13.5x/11.9x，维持“买入”评级。

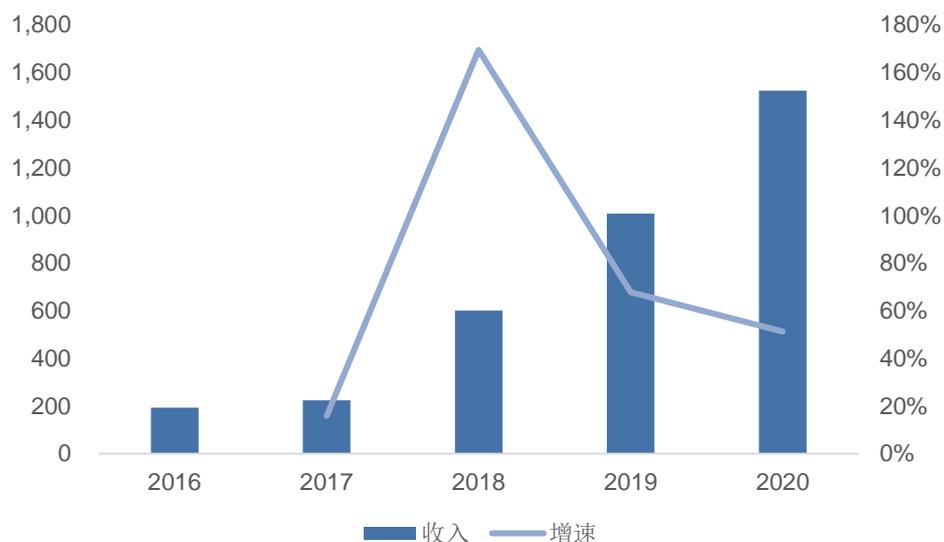
风险提示：化工品价格波动风险，在建项目进度不达预期，疫情导致需求复苏的不确定性。

评论：

■ 业绩大增彰显一体化规模优势和抗风险能力

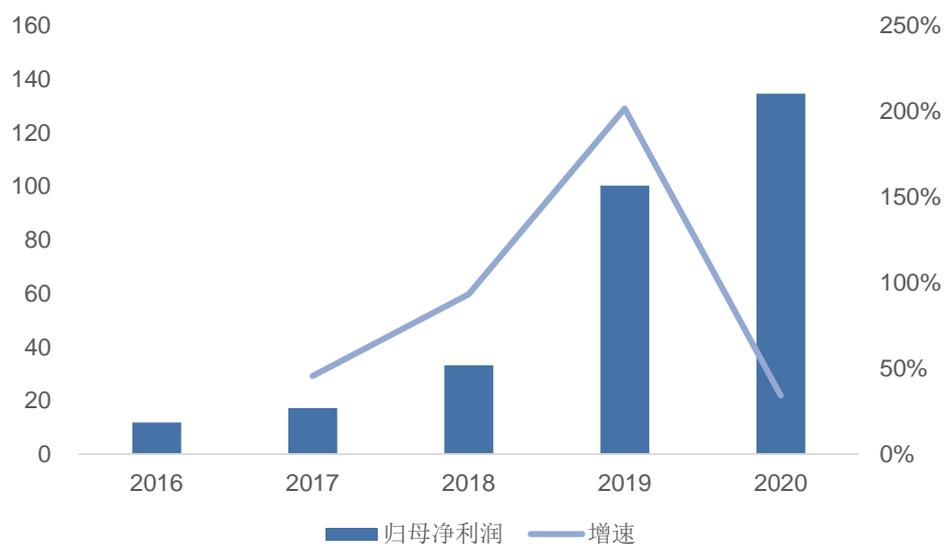
公司在20年业绩的大幅增长，我们认为主要得益于公司大炼化项目的一体化优势，以及在建项目投产贡献。公司2000万吨/年炼化一体化项目全年满负荷运行，150万吨乙烯项目于2020年三季度正式投产，实现了公司的盈利提升。疫情和低油价之下，公司利润的大幅增长，体现了自身一体化规模优势和抗风险能力。相比于传统炼厂，恒力2000万吨级炼厂的规模效应会带来能耗、物耗、人工、折旧成本的节约，大炼化本身复杂系数更高，对于原料的吃干榨尽也尽可能的提升整体盈利水平，去年行业景气底部已经实现了十分优秀的超额利润。

图1：公司营收不断增长（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

图 2: 公司归母净利润不断增长 (亿元)

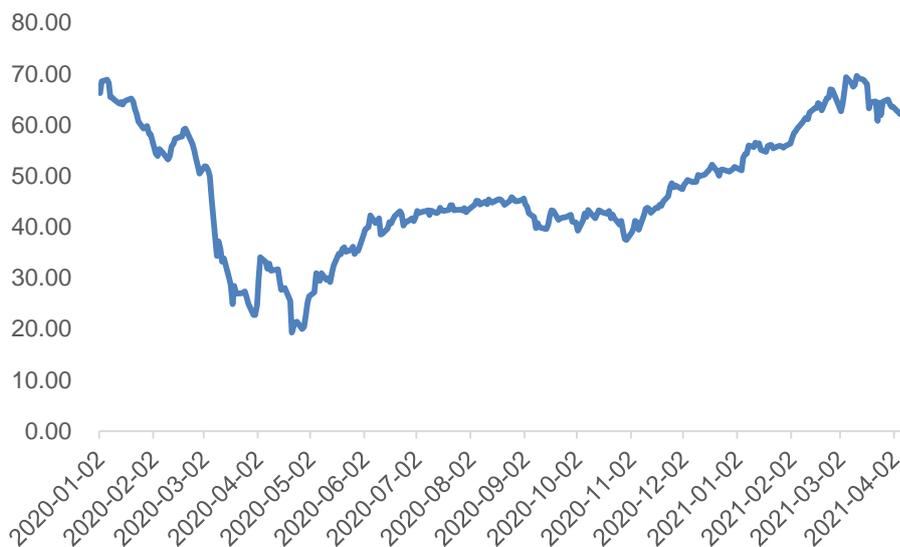


资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

■ 受益油价回暖和海外恶劣天气影响，21Q1 化工品价格走强利好公司业绩提升

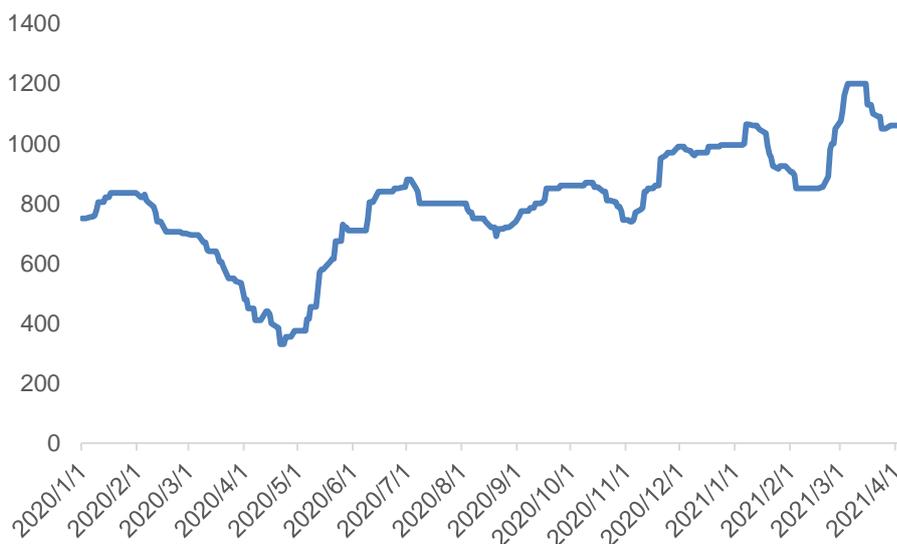
受 OPEC 减产影响，油价持续回暖，目前布伦特已经站稳 60 美金/桶，大炼化会有比较明显的库存收益。美国遭遇的恶劣天气导致多个石化工厂停产，使得部分化工品的全球供应出现短缺，价格一路走高。以化工品中最具代表性的乙烯为例，根据百川盈孚，乙烯 CFR 东北亚在 21Q1 均价为 1010 美元/吨，同比 20Q1 上涨 40%。

图 3: 布伦特油价走势 (美金/桶)



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

图 4: 乙烯价格走势 (美元/吨)

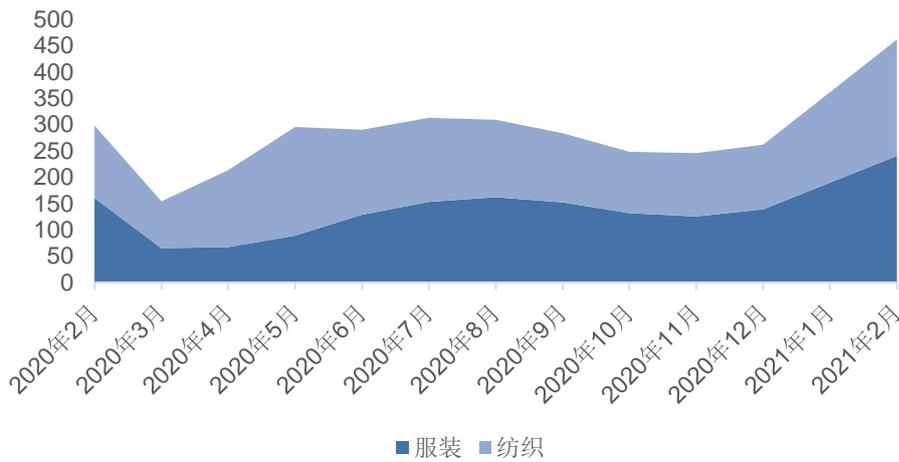


资料来源: 百川盈孚, 国信证券研究所整理

■ 纺织服装出口回暖, 涤纶长丝盈利提升

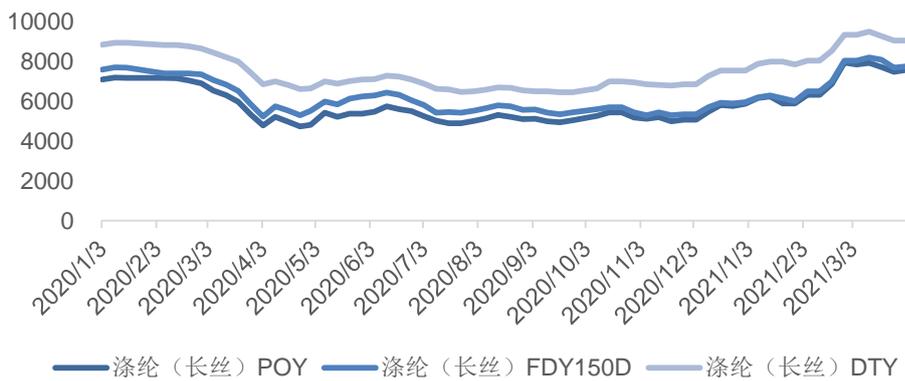
随着疫情的逐步改善, 海外纺织服装景气出现回暖, 根据中纤网数据, 21 年 2 月纺织服装出口总额同比大涨 55%。在海外出口超预期的带动下, 国内涤纶长丝的盈利能力也出现了明显的提升, 根据中纤网数据, 21 年一季度 POY/FDY /DTY 均价达到 6869/7032/8536 元/吨, 环比+29%/26%/22%; 平均价差达到 554/297/741 元/吨, 环比+355/261/265 元/吨。

图 5: 纺织服装出口额 (亿美元)



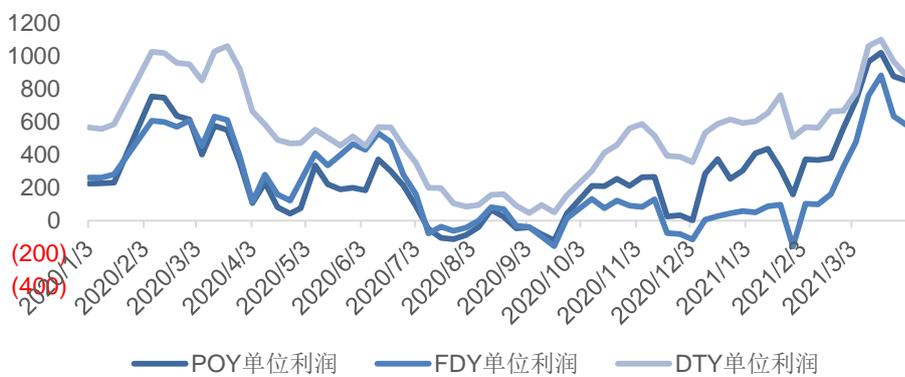
资料来源：中纤网，国信证券研究所整理

图 6：涤纶长丝价格走势（元/吨）



资料来源：中纤网，国信证券研究所整理

图 7：涤纶长丝价差走势（元/吨）



资料来源：中纤网，国信证券研究所整理

■ 在手项目保障盈利稳定增长

公司“2×250万吨/年PTA项目”预计将于2021年底建成投产，项目建成后公司将拥有1660万吨PTA年产能，新装置更具后发优势，盈利能力高于行业平均水平。

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，有望在市场空间巨大的可降解塑料市场中占得先机。

投资建议：预计公司20-22年归母净利润135/155/175亿元，EPS为1.92/2.20/2.49元/股，当前股价对应PE为15.5x/13.5x/11.9x，维持“买入”评级。

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	16,509	44,516	77,502	103,231
应收款项	1,893	2,559	3,034	3,252
存货净额	19,464	25,124	30,102	32,175
其他流动资产	12,797	17,303	20,518	21,990
流动资产合计	53,294	90,502	132,156	161,649
固定资产	107,366	117,911	107,832	96,959
无形资产及其他	5,808	5,576	5,344	5,111
投资性房地产	7,909	7,909	7,909	7,909
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	174,378	221,899	253,242	271,628
短期借款及交易性金融负债	50,441	50,441	50,441	50,441
应付款项	23,762	30,673	36,750	39,281
其他流动负债	8,064	10,530	16,441	21,742
流动负债合计	82,267	91,643	103,631	111,463
长期借款及应付债券	52,276	82,276	92,276	92,276
其他长期负债	3,095	3,095	3,095	3,095
长期负债合计	55,371	85,371	95,371	95,371
负债合计	137,639	177,014	199,003	206,835
少数股东权益	406	449	498	553
股东权益	36,333	44,436	53,741	64,240
负债和股东权益总计	174,378	221,899	253,242	271,628

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.42	1.92	2.20	2.49
每股红利	0.88	0.77	0.88	0.99
每股净资产	5.16	6.31	7.63	9.13
ROIC	11%	13%	15%	19%
ROE	28%	30%	29%	27%
毛利率	21%	21%	20%	21%
EBIT Margin	17%	16%	16%	16%
EBITDA Margin	20%	23%	23%	23%
收入增长	68%	35%	19%	7%
净利润增长率	202%	35%	15%	13%
资产负债率	79%	80%	79%	76%
息率	3.0%	2.6%	3.0%	3.3%
P/E	20.9	15.5	13.5	11.9
P/B	5.8	4.7	3.9	3.3
EV/EBITDA	16.9	12.3	11.2	10.5

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	100,782	136,268	161,582	173,182
营业成本	79,866	107,268	128,969	137,373
营业税金及附加	2,121	3,407	3,232	3,464
销售费用	952	1,226	1,454	1,559
管理费用	1,090	2,685	2,656	2,830
财务费用	3,563	4,791	5,725	5,901
投资收益	275	0	0	0
资产减值及公允价值变动	132	132	0	0
其他收入	-374	0	0	0
营业利润	13,223	17,022	19,547	22,055
营业外净收支	-11	0	0	0
利润总额	13,212	17,022	19,547	22,055
所得税费用	3,100	3,404	3,909	4,411
少数股东损益	87	112	129	146
归属于母公司净利润	10,025	13,505	15,508	17,499

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10,025	13,505	15,508	17,499
资产减值准备	-53	2	0	-1
折旧摊销	3,792	9,816	11,312	11,607
公允价值变动损失	-132	-132	0	0
财务费用	3,563	4,791	5,725	5,901
营运资本变动	-1,012	-1,454	3,320	4,067
其它	86	41	49	56
经营活动现金流	12,706	21,778	30,189	33,228
资本开支	-41,051	-20,000	-1,000	-500
其它投资现金流	-2,587	1,632	0	0
投资活动现金流	-43,638	-18,368	-1,000	-500
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	11,198	30,000	10,000	0
支付股利、利息	-6,209	-5,402	-6,203	-7,000
其它融资现金流	25,139	0	0	0
融资活动现金流	35,117	24,598	3,797	-7,000
现金净变动	4,185	28,008	32,986	25,729
货币资金的期初余额	12,323	16,509	44,516	77,502
货币资金的期末余额	16,509	44,516	77,502	103,231
企业自由现金流	-25,449	5,707	33,849	37,539
权益自由现金流	10,888	31,874	39,269	32,818

相关研究报告

- 《恒力石化-600346-重大事件快评：加大可降解塑料布局力度，化纤高景气利好聚酯产业链》 ——2021-01-19
- 《恒力石化-600346-2020 年三季度报点评：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

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

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