

恒力石化(600346)

公司研究/点评报告

大炼化等项目产能投放，净利同比增长 34%

—恒力石化 2020 年年报点评

点评报告/石化行业

2021 年 4 月 13 日

一、事件概述

2021 年 4 月 13 日公司发布 2020 年年报，营收 1524 亿元，同比增长 51%，归母净利润 135 亿元，同比增长 34%，归母扣非净利 129 亿，同比增长 39%。

二、分析与判断

➤ 大炼化等项目产能投放，净利同比增长 34%

据公司公告，报告期成品油销量 470 万吨，同比增长 49%，化工品销量 2039 万吨，同比增长 127%，PTA 销量 919 万吨，同比增长 62%，聚酯销量 272 万吨，同比增长 1.1%。报告期净利大幅增长主要是 2000 万吨炼化一体化项目较 2019 年增加了 5 个月的盈利，150 万吨乙烯项目和 PTA 项目投产等所致。分产品看，与去年同期相比成品油和 PTA 毛利率分别下滑 11.22 和 11.51 个百分点，化工品和聚酯毛利率分别提升 2.03 和 2.08 个百分点。展望 2021 年，我们判断随着疫情的缓解，下游需求逐步复苏，公司业绩将稳步增长。

➤ 行业内首家原油-PX-PTA-聚酯一体化企业，持续受益产业链扩张

2019 年 5 月恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目全面投产，公司成为行业内首家拥有了从“原油-PX-PTA-聚酯”产业链一体化经营的企业。当前公司产能拥有炼化 2000 万吨，150 万吨乙烯，1160 万吨 PTA。公司未来将坚持产业链延伸扩张的战略，纵向上推进 500 万吨 PTA 项目，横向上加快建设 135 万吨民用丝等产能，未来公司聚酯产能将达到 360 万吨。据公司公告，恒力 150 万吨乙烯项目已于 2020 年三季度商业化运行，该项目可行性研究报告预计年化营收 243 亿，净利 43 亿；2 条年产 250 万吨 PTA 项目已于 2020 年中商业化运行，预计年化营收 232 亿，净利 19 亿；135 万吨民用丝预计项目建设周期 48 个月，采取分批投产的方式，预计项目营收年化 157 亿，净利 20 亿。此外，公司在 PBS/PBAT 可降解新材料规划建设 90 万吨的新产能，预计将于 2022 年中期逐步释放产能，届时公司 PBS/PBAT 可降解新材料将达到 93.3 万吨。

➤ 政策推动下未来石化行业供需格局有望持续改善

石化行业供需格局未来在政策推动下格局有望向好。2019 年，中国的炼油能力已超过 8.5 亿吨/年，产能利用率约为 76%，产能利用率水平较低。2019 年 11 月 6 日，国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2019 年本)》，自 2020 年 1 月 1 日起施行。石化化工领域被列入限制类的有新建 1000 万吨/年以下常减压、150 万吨/年以下催化裂化、100 万吨/年以下连续重整(含芳烃抽提)、150 万吨/年以下加氢裂化生产装置等。未来随着需求复苏以及落后产能的淘汰，石化行业供需格局有望持续改善。

三、投资建议

预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 2.32 元、2.51 元、2.69 元，对应 PE 分别为 12.4 倍、11.4 倍、10.7 倍。当前石化行业可比公司平均估值为 34 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

成品油及化工产品价格下跌；公司产能投放速度放缓。

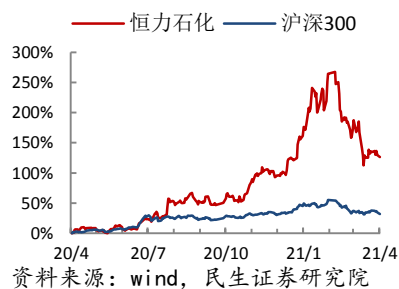
推荐 维持评级

当前价格： 28.70

交易数据 2021-4-12

近 12 个月最高/最低(元)	49.80/12.87
总股本(百万股)	7039.10
流通股本(百万股)	7039.10
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	2020.22
流通市值(亿元)	2020.22

该股与沪深 300 走势比较



分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

1, 《恒力石化(600346):炼化项目率先投产, 先发优势助半年业绩创历史新高》
20190812

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	152,373	170,693	183,796	192,988
增长率 (%)	51.2%	12.0%	7.7%	5.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,462	16,334	17,691	18,913
增长率 (%)	34.3%	21.3%	8.3%	6.9%
每股收益 (元)	1.92	2.32	2.51	2.69
PE (现价)	14.9	12.4	11.4	10.7
PB	4.3	3.2	2.5	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	152,373	170,693	183,796	192,988
营业成本	124,116	138,265	148,697	156,038
营业税金及附加	2,628	2,486	3,238	3,180
销售费用	177	1,118	1,051	864
管理费用	1,716	1,844	2,014	2,124
研发费用	826	1,640	1,503	1,493
EBIT	22,910	25,340	27,291	29,288
财务费用	5,029	4,624	4,604	5,017
资产减值损失	(626)	0	0	0
投资收益	(397)	0	0	0
营业利润	18,051	21,299	23,395	25,013
营业外收支	(14)	0	0	0
利润总额	18,037	21,297	23,386	25,004
所得税	4,543	4,718	5,519	5,912
净利润	13,495	16,579	17,867	19,092
归属于母公司净利润	13,462	16,334	17,691	18,913
EBITDA	30,475	36,195	38,836	43,134
资产负债表 (百万元)				
货币资金	15671	12583	29000	34456
应收账款及票据	1368	5873	3079	3868
预付款项	1994	1986	2073	2308
存货	19691	35451	23767	34268
其他流动资产	6845	6845	6845	6845
流动资产合计	52105	62617	72543	82536
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	121850	146220	173473	206282
无形资产	7189	9050	10234	11554
非流动资产合计	138924	154557	173335	195096
资产合计	191029	217173	245878	277632
短期借款	49879	32072	47008	60709
应付账款及票据	22810	45877	40303	40914
其他流动负债	719	719	719	719
流动负债合计	85800	95165	106003	118665
长期借款	53883	53883	53883	53883
其他长期负债	4198	4198	4198	4198
非流动负债合计	58205	58205	58205	58205
负债合计	144004	153370	164207	176869
股本	7039	7039	7039	7039
少数股东权益	119	365	541	720
股东权益合计	47024	63803	81670	100762
负债和股东权益合计	191029	217173	245878	277632

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	51.2%	12.0%	7.7%	5.0%
EBIT 增长率	45.0%	10.6%	7.7%	7.3%
净利润增长率	34.3%	21.3%	8.3%	6.9%
盈利能力				
毛利率	18.5%	19.0%	19.1%	19.1%
净利润率	8.8%	9.6%	9.6%	9.8%
总资产收益率 ROA	7.0%	7.5%	7.2%	6.8%
净资产收益率 ROE	28.7%	25.7%	21.8%	18.9%
偿债能力				
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.3	0.5	0.4
现金比率	0.2	0.1	0.3	0.3
资产负债率	0.8	0.7	0.7	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	2.4	2.0	2.2	2.2
存货周转天数	56.8	71.2	71.2	66.4
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	2.3	2.5	2.7
每股净资产	6.7	9.0	11.5	14.2
每股经营现金流	3.4	6.5	5.2	4.7
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	14.9	12.4	11.4	10.7
PB	4.3	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA	9.4	7.4	6.9	6.4
股息收益率	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	13,495	16,579	17,867	19,092
折旧和摊销	8,212	10,855	11,545	13,845
营运资金变动	(1,336)	13,663	2,392	(5,576)
经营活动现金流	24,192	45,958	36,606	32,822
资本开支	23,929	26,290	30,332	35,615
投资	1,103	0	0	0
投资活动现金流	(22,411)	(26,290)	(30,332)	(35,615)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	7,097	(89)	0	0
筹资活动现金流	(1,021)	(22,756)	10,143	8,249
现金净流量	760	(3,088)	16,417	5,456

分析师简介

杨 侃: 南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士 (地球探测与信息技术专业, 计算化学与油气资源方向), 本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券, 从事石化、建材方向的行业研究, 2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名, 2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元; 200122

深圳: 广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元; 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。