

**证券研究报告—动态报告**

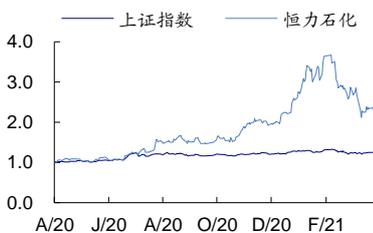
基础化工

化学纤维

**恒力石化(600346)**
**买入**
**2020 年年报点评**

(维持评级)

2021 年 04 月 13 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	7,039/7,039
总市值/流通(百万元)	204,486/204,486
上证综指/深圳成指	3,451/13,813
12个月最高/最低(元)	49.80/12.40

**相关研究报告:**

《恒力石化-600346-重大事件快评: 业绩大增, 民营大炼化优势凸显》——2021-04-07  
 《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 年三季报点评: 三季报大幅超预期, 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

**证券分析师: 杨林**

电话: 010-88005379  
 E-MAIL: 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**

电话: 010-88005306  
 E-MAIL: 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**

电话:  
 E-MAIL: 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**

电话:  
 E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

**独立性声明:**

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。

**财报点评**
**业绩再创新高, 成长性逐步验证**
**● 业绩再创新高**

公司 2020 年实现营业收入 1523.73 亿元, 同比增长 51.19%; 归母净利润 134.62 亿元, 同比增长 34.28%。业绩增长主要得益于公司大炼化项目的一体化优势, 以及在在建项目投产贡献。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, 单体最大的 250 万吨 PTA-4、250 万吨 PTA-5 全部投产实现了公司的盈利提升。

**● 炼化板块带动业绩增长**

分板块来看, 公司业绩的增长主要由于炼化板块的增长所致。2020 年公司成品油、化工品、PTA、聚酯产品及其他板块营收分别为 175.86 (+43.06%)、722.37 (+138.25%)、294.48 (+2.83%)、175.20 (-23.26%) 亿元; 2020 年公司成品油、化工品、PTA、聚酯产品毛利分别为 28.31 (-15.70%)、190.42 (+158.10%)、32.85 (-49.38%)、28.64 (-12.07%) 亿元。

**● 在手项目稳步推进, 保障盈利增长**

公司“2×250 万吨/年 PTA 项目”预计将于 2021 年底建成投产, 新装置更具后发优势, 盈利能力高于行业平均水平; PBS/PBAT 可降解新材料将规划建设 90 万吨的新产能, 预计将于 2022 年中期逐步释放。

**● 投资建议:** 预计 21-23 年归母净利润为 156/185/215 亿, EPS 为 2.22/2.63/3.05 元/股, 对应 PE 为 13.5x/11.4x/9.8x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示:** 能化品价格波动风险; 在建项目进度不达预期风险; 疫情复苏导致需求下滑风险。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	100,782	152,373	170,179	190,098	207,092
(+/-%)	67.8%	51.2%	11.7%	11.7%	8.9%
净利润(百万元)	10,025	13,462	15,605	18,515	21,493
(+/-%)	201.7%	34.3%	15.9%	18.6%	16.1%
摊薄每股收益(元)	1.42	1.91	2.22	2.63	3.05
EBIT Margin	16.6%	15.6%	14.9%	15.5%	16.1%
净资产收益率(ROE)	27.6%	28.7%	27.7%	27.5%	26.8%
市盈率(PE)	21.0	15.7	13.5	11.4	9.8
EV/EBITDA	17.0	11.6	9.6	8.9	8.3
市净率(PB)	5.80	4.49	3.74	3.13	2.62

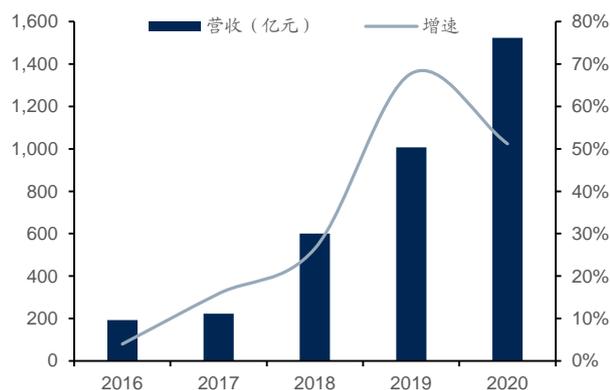
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 1.业绩再创新高

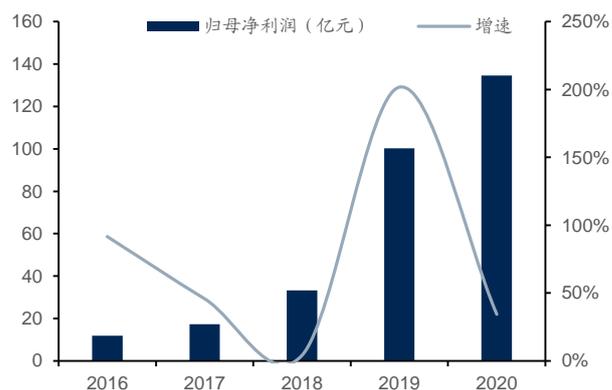
业绩符合预期，再创新高。公司 2020 年实现营业收入 1523.73 亿元，同比增长 51.19%；归母净利润 134.62 亿元，同比增长 34.28%。业绩增长主要得益于公司大炼化项目的一体化优势，以及在建项目投产贡献。公司 2000 万吨/年炼化一体化项目全年满负荷运行，150 万吨乙烯项目于 2020 年三季度正式投产，单体最大的 250 万吨 PTA-4、250 万吨 PTA-5 全部投产实现了公司的盈利提升。

图 1：恒力石化营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

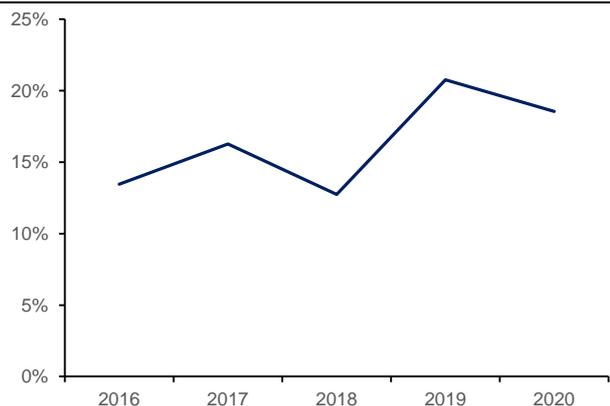
图 2：恒力石化归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

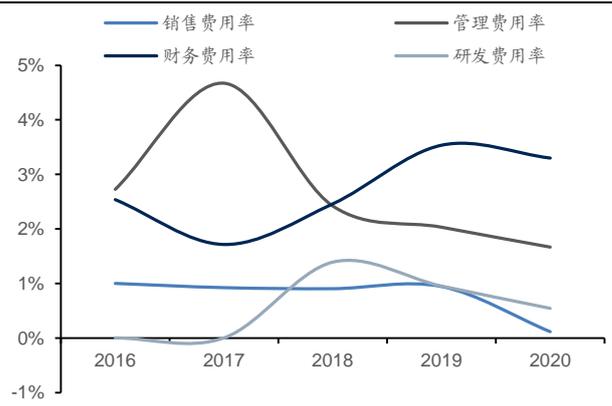
毛利率方面，公司全年毛利率 18.54%，同比下降 2.21pct，主要因为疫情导致产品售价下降较多所致。期间费用率方面，公司 2020 年销售费用率 0.12% (-0.83pct)、管理费用率 1.67% (-0.36pct)、财务费用率 3.30% (-0.23pct)、研发费用率 0.54% (-0.41pct)，各项期间费用率把控优良，在原来较低费用率水平的基础上仍有一定程度的下降，主要源于公司大炼化项目的成本优势。

图 3：恒力石化毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：恒力石化期间费用率（%）

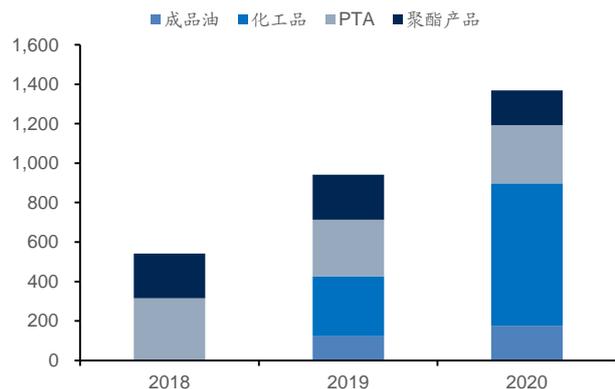


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 2.炼化板块带动业绩增长

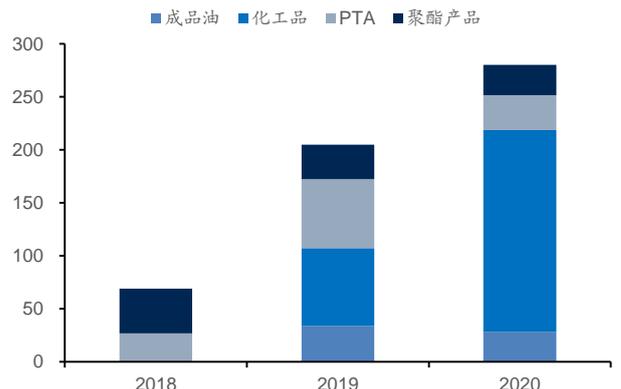
分板块来看，公司业绩的增长主要由于炼化板块的增长所致。2020年公司成品油、化工品、PTA、聚酯产品及其他板块营收分别为175.86(+43.06%)、722.37(+138.25%)、294.48(+2.83%)、175.20(-23.26%)亿元；2020年公司成品油、化工品、PTA、聚酯产品毛利分别为28.31(-15.70%)、190.42(+158.10%)、32.85(-49.38%)、28.64(-12.07%)亿元。

图 5：恒力石化各板块收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：恒力石化各板块毛利（单位：亿元）



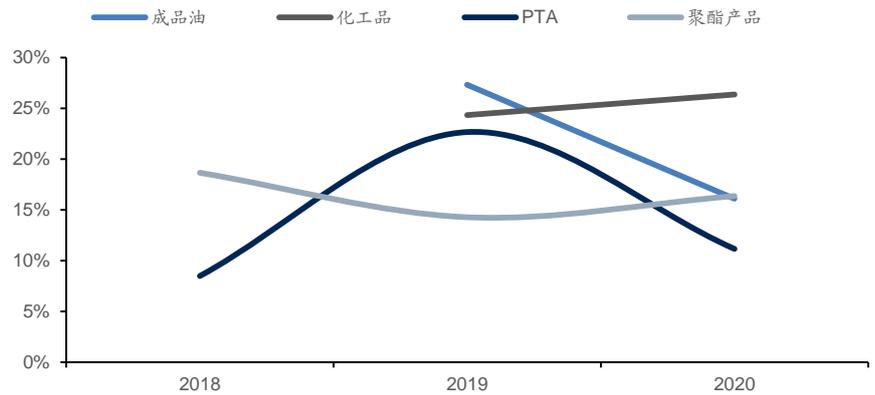
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从各板块经营变化来看，2020年公司炼化板块成品油产量、销量分别为254.59、469.96万吨，毛利率为16.10%(-11.22%)。化工品产量、销量分别为2,260.23、2,038.59万吨，毛利率为26.36%(+2.03%)。公司上游的2000万吨/年炼化项目实现了第一个整年的满负荷运行，并始终保持低库存、经营灵活、产销顺畅的运行态势，公司独资建设的150万吨/年乙烯新产能也于三季度正式投产并于8月份开始贡献业绩。上游“炼化+乙烯”成为公司当前利润结构的主要来源与业绩增长的主要驱动力。

**PTA 板块**产量、销量分别为961.5、919.43万吨，毛利率为11.15%(-11.51%)。报告期内，公司2条新线合计500万吨PTA新产能建设和投产进展顺利，PTA-4号线于20年1月份一次投料成功并启动调试工作，于20年5月份完成投产工作并正式转固实现商业运营，PTA-5号线于去年6月份启动投料工作，于去年10月份完成投产工作并正式转固实现商业运营。公司在运营的有1160万吨PTA产能，单体产能规模为3套年产220万吨和2套年产250万吨，在建产能为惠州2套年产250万吨装置。

**聚酯产品板块**产量、销量分别为266.44、271.82万吨，毛利率为16.35%(+2.08%)。公司恒科新材料在建的恒科二期135万吨民用丝项目已于报告期内顺利投产了一套10万吨的阳离子POY、10万吨全消光POY和60万吨聚酯装置（后道纺丝装置预计今年上半年完成，公司将新增60万吨差异化FDY产能），上市公司聚酯产能由此突破到年产360万吨以上规模水平，跻身行业前列。同时，恒力化纤在建的20万吨工业丝技改项目已于2020年底建成，并于今年一季度完全投产，公司工业丝运营产能实现翻倍并扩充至年产40万吨规模。

图 7: 公司各板块毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 3. 在手项目稳步推进，保障盈利增长

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。新建的2条250万吨新生产线，采用的是最新的英威达P8+技术，预计将进一步降低公司总体的原料单耗与综合运行成本，也进一步增强公司在PTA行业的技术、规模与成本竞争优势。

聚酯新材料领域，公司在PBS/PBAT可降解新材料将规划建设90万吨的新产能，目前该项目已完成了全部设备合同签订，并逐步启动建设，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，成为国内规模最大、产能最高的可降解新材料生产基地。此外，150万吨恒科三期项目、120万吨德力二期项目、100万吨高端聚酯薄膜项目、140万吨高性能工业丝项目也正处于规划阶段，将随审批进度或项目实施条件逐步快速启动建设。

### 4. 投资建议

预计21-23年归母净利润预计亿，EPS为元/股，对应PE为。维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	15,671	46,593	74,292	104,708	营业收入	152,373	170,179	190,098	207,092
应收款项	2,171	2,425	2,709	2,951	营业成本	124,116	137,027	151,994	164,332
存货净额	19,691	20,969	23,446	25,507	营业税金及附加	2,628	3,404	3,802	4,142
其他流动资产	12,922	14,431	16,121	17,562	销售费用	177	1,532	1,711	1,864
<b>流动资产合计</b>	<b>52,105</b>	<b>85,418</b>	<b>117,567</b>	<b>151,728</b>	管理费用	1,716	2,840	3,139	3,394
固定资产	126,046	114,657	102,542	90,342	财务费用	5,029	4,519	4,705	4,633
无形资产及其他	7,189	6,901	6,613	6,326	投资收益	-397	0	0	0
投资性房地产	5,689	5,689	5,689	5,689	资产减值及公允价值变动	865	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	-1,124	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>191,029</b>	<b>212,665</b>	<b>232,412</b>	<b>254,085</b>	营业利润	18,051	20,857	24,747	28,727
短期借款及交易性金融负债	53,708	53,708	53,708	53,708	营业外净收支	-14	0	0	0
应付款项	22,810	24,290	27,159	29,547	<b>利润总额</b>	<b>18,037</b>	<b>20,857</b>	<b>24,747</b>	<b>28,727</b>
其他流动负债	9,281	10,059	15,810	22,177	所得税费用	4,543	5,214	6,187	7,182
<b>流动负债合计</b>	<b>85,800</b>	<b>88,057</b>	<b>96,677</b>	<b>105,433</b>	少数股东损益	33	38	45	53
长期借款及应付债券	54,897	64,897	64,897	64,897	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13,462</b>	<b>15,605</b>	<b>18,515</b>	<b>21,493</b>
其他长期负债	3,308	3,308	3,308	3,308					
<b>长期负债合计</b>	<b>58,205</b>	<b>68,205</b>	<b>68,205</b>	<b>68,205</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>144,004</b>	<b>156,262</b>	<b>164,882</b>	<b>173,638</b>	净利润	13,462	15,605	18,515	21,493
少数股东权益	119	135	153	174	资产减值准备	619	-36	-55	-61
股东权益	46,905	56,268	67,377	80,273	折旧摊销	6,763	12,713	12,957	13,049
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>191,029</b>	<b>212,665</b>	<b>232,412</b>	<b>254,085</b>	公允价值变动损失	-865	0	0	0
					财务费用	5,029	4,519	4,705	4,633
					营运资本变动	2,687	-819	4,115	4,950
					其它	-606	52	73	82
关键财务与估值指标					<b>经营活动现金流</b>	<b>22,061</b>	<b>27,514</b>	<b>35,605</b>	<b>39,513</b>
每股收益	1.91	2.22	2.63	3.05	资本开支	-26,701	-1,000	-500	-500
每股红利	1.14	0.89	1.05	1.22	其它投资现金流	982	650	0	0
每股净资产	6.66	7.99	9.57	11.40	<b>投资活动现金流</b>	<b>-25,719</b>	<b>-350</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>
ROIC	12%	13%	17%	23%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	29%	28%	27%	27%	负债净变化	2,618	10,000	0	0
毛利率	19%	19%	20%	21%	支付股利、利息	-8,006	-6,242	-7,406	-8,597
EBIT Margin	16%	15%	15%	16%	其它融资现金流	13,596	0	0	0
EBITDA Margin	20%	22%	22%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2,821</b>	<b>3,758</b>	<b>-7,406</b>	<b>-8,597</b>
收入增长	51%	12%	12%	9%	<b>现金净变动</b>	<b>-837</b>	<b>30,922</b>	<b>27,699</b>	<b>30,416</b>
净利润增长率	34%	16%	19%	16%	货币资金的期初余额	16,509	15,671	46,593	74,292
资产负债率	75%	74%	71%	68%	货币资金的期末余额	15,671	46,593	74,292	104,708
息率	3.8%	3.0%	3.5%	4.1%	企业自由现金流	508	29,925	38,661	42,519
P/E	15.7	13.5	11.4	9.8	权益自由现金流	16,722	36,536	35,132	39,044
P/B	4.5	3.7	3.1	2.6					
EV/EBITDA	11.6	9.6	8.9	8.3					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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