

信义山证 汇通天下

证券研究报告

石油石化

恒力石化(600346.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

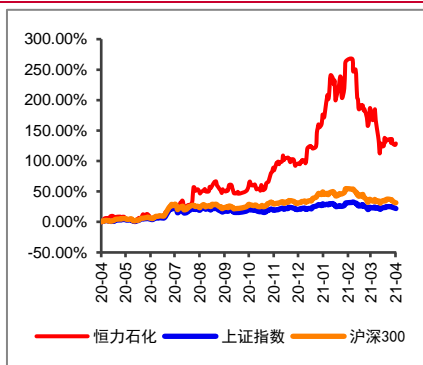
全产业链一体化协同发展，公司盈利能力得到大幅提升

增持

2021年4月13日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月13日

收盘价(元):	29.03
年内最高/最低(元):	49.8/26.8
流通A股/总股本(亿):	70.39/70.39
流通A股市值(亿):	2043
总市值(亿):	2043

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益	1.92
摊薄每股收益:	1.92
每股净资产(元):	6.66
净资产收益率:	28.70%

分析师：程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

E-mail: chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于2021年4月13日发布2020年度报告，公司实现营业收入1523.73亿元，同比增长51.19%；归属母公司股东的净利润134.62亿元，同比增长34.28%；扣非后归属母公司股东的净利润128.74亿元，同比增长38.8%；经营性现金流量净额为241.43亿元，同比增长42.55%。其中，2020Q4实现营业收入490.39亿，环比增长36.31%，同比增长100.54%；实现归母净利润35.66亿，环比减少18.57%，同比增长11.16%。

事件点评

公司经营规模与盈利能力得到大幅提升，化工品业务表现亮眼。通过布局全球标杆级的2000万吨炼化一体化项目以及配套的煤制氢装置和下游的150万吨乙烯能力，公司成功打通了最上游的炼化、芳烃、烯烃战略性业务环节与原料供给瓶颈。2020年四季度以来，受到油价成本推动、内外需求回暖等因素影响，公司主要化工品种的市场价格与价差都出现了明显的抬升。化工品业务实现营收722.37亿，同比+138.25%；平均售价3543.46元/吨，同比-10.1%；销量2038.59万吨，同比+126.51%；毛利率26.36%，较去年同期增长2.03pct。PTA产品实现营业收入294.48亿，同比+2.83%；平均售价3202.82元/吨，同比-36.5%；销量919.4万吨，同比+61.95%；毛利率11.15%，较去年同期减少11.51pct。成品油业务实现营业收入175.86亿，同比+43.06%；平均售价3742.07元/吨，同比-18.17%；销量469.96万吨，同比+48.9%；毛利率16.1%，较去年同期减少11.22pct。聚酯实现营业收入175.2亿，同比-23.26%；平均售价6445.28元/吨，同比-24.11%；销量271.82万吨，同比+1.12%；毛利率16.35%，较去年同期增加2.08pct。全年公司毛利率为18.54%，较去年同期减少2.21pct。期间费用率为5.08%，较去年同期下降1.43pct。

延伸新材料价值产业链，致力于差异化和规模化化工新材料业务持续拓展。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。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

➤ 下游聚酯新材料业务板块的产能结构不断完善，产能规模持续提升。子公司康辉新材料拥有年产 24 万吨 PBT 工程塑料产能，是国内最大的 PBT 生产商；拥有年产 26.6 万吨 BOPET 聚酯薄膜产能，2021 年底将增加至 38.5 万吨。公司进一步开发和拓展 PBS/PBAT 可降解新材料、高性能工业丝、高端聚酯薄膜等新兴市场需求与业务领域，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。

投资建议

➤ 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 185.42 亿、247.37 亿、323.96 亿，EPS 分别为 2.63 元、3.51 元、4.60 元，对应公司 4 月 13 日收盘价 29.03 元，PE 分别为 11.02 倍、8.26 倍、6.31 倍。维持“增持”评级。

风险提示

➤ 汇率风险、安全和环保风险、原材料价格波动风险、项目投产不及预期的风险。

主要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	152373	209057	269701	335956
收入同比(%)	51%	37%	29%	25%
归属母公司净利润	13462	18542	24737	32396
净利润同比(%)	34%	38%	33%	31%
毛利率(%)	18.5%	15.7%	15.7%	15.7%
ROE(%)	28.7%	30.3%	30.6%	30.5%
每股收益(元)	1.91	2.63	3.51	4.60
P/E	15.18	11.02	8.26	6.31
P/B	4.36	3.34	2.52	1.92
EV/EBITDA	9	9	7	6

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	52,105	62,422	74,917	88,251
现金	15,671	17,238	19,479	20,453
应收账款	2,167	2,856	4,179	4,858
其他应收款	803	1,204	2,062	2,092
预付账款	1,994	2,864	3,986	5,384
存货	19,691	21,850	24,286	28,702
其他流动资产	11,779	16,409	20,923	26,763
非流动资产	138,924	154,612	172,094	193,409
长期投资	0	0	0	0
固定资产	121,850	146,223	165,114	187,198
无形资产	7,189	6,709	6,262	5,845
其他非流动资产	9,885	1,679	718	366
资产总计	191,029	217,034	247,011	281,660
流动负债	85,800	95,126	103,439	110,801
短期借款	49,879	45,972	38,608	33,178
应付账款	15,005	21,307	27,478	34,229
其他流动负债	20,915	27,847	37,353	43,394
非流动负债	58,205	60,444	62,198	63,976
长期借款	53,883	55,883	57,383	58,883
其他非流动负债	4,322	4,561	4,815	5,093
负债合计	144,004	155,571	165,638	174,776
少数股东权益	119	222	360	540
股本	7,039	7,039	7,039	7,039
资本公积	18,350	18,350	18,350	18,350
留存收益	21,864	35,852	55,624	80,954
归属母公司股东权益	46,905	61,241	81,013	106,343
负债和股东权益	191,029	217,034	247,011	281,660

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	24,143	39,316	41,868	45,251
净利润	13,495	18,542	24,737	32,396
折旧摊销	7,565	5,365	6,128	7,026
财务费用	3,576	5,442	5,237	4,983
投资损失	397	(130)	(130)	(130)
营运资金变动	8,571	9,993	5,758	795
其他经营现金流	(9,461)	103	138	180
投资活动现金流	(22,411)	(26,192)	(23,560)	(28,298)
资本支出	23,929	26,322	23,690	28,428
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(46,340)	(52,514)	(47,250)	(56,726)
筹资活动现金流	(1,021)	(11,903)	(16,067)	(15,979)
短期借款	2,282	(3,907)	(7,365)	(5,430)
长期借款	2,618	2,000	1,500	1,500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	78	0	0	0
其他筹资现金流	(5,999)	(9,996)	(10,203)	(12,049)
现金净增加额	711	1,221	2,240	974

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	152,373	209,057	269,701	335,956
营业成本	124,116	176,249	227,294	283,139
营业税金及附加	2,628	3,045	4,752	5,535
销售费用	177	243	314	391
管理费用	1,716	2,258	2,956	3,698
财务费用	5,029	5,442	5,237	4,983
资产减值损失	(626)	0	0	0
公允价值变动收益	239	0	0	0
投资净收益	(397)	130	130	130
营业利润	18,051	21,949	29,279	38,339
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	25	25	25	25
利润总额	18,037	21,935	29,265	38,325
所得税	4,543	3,290	4,390	5,749
净利润	13,495	18,645	24,875	32,576
少数股东损益	33	103	138	180
归属母公司净利润	13,462	18,542	24,737	32,396
EBITDA	30,967	32,757	40,643	50,348
EPS (元)	1.91	2.63	3.51	4.60

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	51.19%	37.20%	29.01%	24.57%
营业利润	36.51%	21.59%	33.39%	30.95%
归属于母公司净利润	34.28%	37.74%	33.41%	30.96%
获利能力				
毛利率(%)	18.54%	15.69%	15.72%	15.72%
净利率(%)	4.49%	8.83%	8.87%	9.17%
ROE(%)	28.70%	30.33%	30.57%	30.48%
ROIC(%)	16.45%	17.53%	19.69%	22.89%
偿债能力				
资产负债率(%)	75.38%	71.68%	67.06%	62.05%
净负债比率(%)	40.94%	29.55%	36.12%	41.49%
流动比率	0.61	0.66	0.72	0.80
速动比率	0.38	0.43	0.49	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.83	1.02	1.16	1.27
应收账款周转率	149.46	138.66	143.11	137.59
应付账款周转率	9.02	11.51	11.06	10.89
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.91	2.63	3.51	4.60
每股经营现金流(最新摊薄)	3.43	5.59	5.95	6.43
每股净资产(最新摊薄)	6.66	8.70	11.51	15.11
估值比率				
P/E	15.2	11.0	8.3	6.3
P/B	4.4	3.3	2.5	1.9
EV/EBITDA	9.13	8.92	6.99	5.55

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

