

## 恒力石化 (600346)

### 炼化一体化完成，新增产能助力业绩同比增长34%

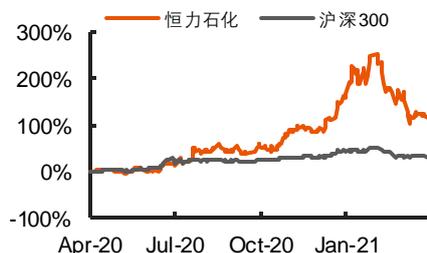
#### 推荐 (维持)

现价: 29.72 元

#### 主要数据

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 行业            | 石油石化              |
| 公司网址          | www.hengliinc.com |
| 大股东           | 恒力集团/29.84%       |
| 实际控制人         | 陈建华、范红卫           |
| 总股本(百万股)      | 7,039             |
| 流通 A 股(百万股)   | 7,039             |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                 |
| 总市值 (亿元)      | 2,092             |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 2,092             |
| 每股净资产(元)      | 6.66              |
| 资产负债率(%)      | 75.4              |

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《恒力石化“600346”业绩增量主要来自炼化，乙烯项目下半年贡献业绩》 2020-08-13

#### 证券分析师

刘永来 投资咨询资格编号  
S1060520070002  
liuyonglai647@pingan.com.cn



#### 投资要点

**事项:** 恒力石化披露年报: 2020 年实现收入 1523.7 亿元, 同比增长 51.2%; 归母净利润 134.6 亿元, 同比增长 34.3%。拟每 10 股派发现金股利 7.70 元(含税)。

#### 平安观点:

- **炼化项目产业链完全打通，新增产能助力业绩增长:** 虽处于疫情之年，但公司仍然逆势取得了业绩的大幅增长，主要原因包括：1) 报告期公司完成了 150 万吨乙烯项目、PTA-4 项目、PTA-5 项目投产，炼化化工产业一体化完全成型，新增产能贡献了较多的业绩增量，同时提升了产业链协同效应；2) 2000 万吨炼化一体化项目 2020 年较 2019 年增产 5 个月；3) 公司成品油和化工销售贸易体系进展较大，目前成品油自产量和贸易量大约各占一半，成品油贸易量的增加促进了报告期业绩的增长。4) 下半年石油化工业景气度快速恢复，各产品价格相较上半年有了较大的提升。
- **不断布局下游差别化纤维和新材料业务，未来成长性凸显:** 公司下游业务横跨民用丝、工业丝、聚酯塑料、聚酯薄膜和可降解塑料等。报告期公司 10 万吨的阳离子 POY、10 万吨全消光 POY 投产，20 万吨工业丝技改项目完成，可降解塑料项目投产。目前还有部分项目在建。预计在建项目和惠州的 PTA 项目将为公司带来新的业绩增量。
- **盈利预测和投资建议:** 结合市场环境和公司经营计划，我们调整 2021-2022 年并新增 2023 年的归母净利润预测分别是 164 亿元 (原值 168 亿元)、176 亿元 (原值 193 亿元) 和 188 亿元，EPS 分别为 2.32、2.50 和 2.67 元，PE 分别为 13、12 和 11 倍。公司民营大炼化和聚酯行业龙头，目前一期炼化一体化项目完全打通，600 万吨的原油仓储能力大大提高了公司抗风险能力。公司产品结构不断优化，仍有较多新建项目提供增长动力。维持公司“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 产品市场需求增速放缓；2) 在建项目进度不及预期；3) 原材料价格大幅波动；4) 行业竞争日趋激烈。

|           | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 100,782 | 152,373 | 178,850 | 202,788 | 222,652 |
| YoY (%)   | 67.8    | 51.2    | 17.4    | 13.4    | 9.8     |
| 净利润(百万元)  | 10,025  | 13,462  | 16,365  | 17,621  | 18,824  |
| YoY (%)   | 201.7   | 34.3    | 21.6    | 7.7     | 6.8     |
| 毛利率 (%)   | 20.8    | 18.5    | 16.3    | 15.3    | 14.9    |
| 净利率 (%)   | 9.9     | 8.8     | 9.2     | 8.7     | 8.5     |
| ROE (%)   | 27.5    | 28.7    | 28.5    | 24.3    | 21.3    |
| EPS(摊薄/元) | 1.42    | 1.91    | 2.32    | 2.50    | 2.67    |
| P/E(倍)    | 20.9    | 15.5    | 12.8    | 11.9    | 11.1    |
| P/B(倍)    | 5.8     | 4.5     | 3.6     | 2.9     | 2.4     |

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>      | 52105  | 64888  | 49614  | 61058  |
| 现金               | 15671  | 20787  | 5115   | 10444  |
| 应收票据及应收账款        | 1368   | 1051   | 1692   | 1319   |
| 其他应收款            | 803    | 1548   | 1118   | 1809   |
| 预付账款             | 1994   | 1415   | 2451   | 1794   |
| 存货               | 19691  | 27510  | 26661  | 33115  |
| 其他流动资产           | 12577  | 12577  | 12577  | 12577  |
| <b>非流动资产</b>     | 138924 | 156796 | 172932 | 184239 |
| 长期投资             | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产             | 121850 | 132929 | 143046 | 150779 |
| 无形资产             | 7189   | 8334   | 9697   | 10583  |
| 其他非流动资产          | 9885   | 15533  | 20188  | 22877  |
| <b>资产总计</b>      | 191029 | 221684 | 222546 | 245297 |
| <b>流动负债</b>      | 85800  | 111766 | 104747 | 121469 |
| 短期借款             | 49879  | 49879  | 49879  | 49879  |
| 应付票据及应付账款        | 22810  | 33333  | 31100  | 39999  |
| 其他流动负债           | 13110  | 28554  | 23767  | 31590  |
| <b>非流动负债</b>     | 58205  | 51770  | 44416  | 34697  |
| 长期借款             | 54897  | 48463  | 41108  | 31389  |
| 其他非流动负债          | 3308   | 3308   | 3308   | 3308   |
| <b>负债合计</b>      | 144004 | 163537 | 149162 | 156166 |
| 少数股东权益           | 119    | 298    | 500    | 657    |
| 股本               | 7039   | 7039   | 7039   | 7039   |
| 资本公积             | 18350  | 18350  | 18350  | 18350  |
| 留存收益             | 21864  | 33694  | 45169  | 57864  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 46905  | 57850  | 72884  | 88474  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 191029 | 221684 | 222546 | 245297 |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 24143  | 36610  | 19093  | 39204  |
| 净利润            | 13495  | 16543  | 17823  | 18981  |
| 折旧摊销           | 7565   | 8585   | 9866   | 11132  |
| 财务费用           | 5029   | 1558   | 125    | -508   |
| 投资损失           | 397    | 1      | 4      | 32     |
| 营运资金变动         | -1336  | 10013  | -8607  | 9710   |
| 其他经营现金流        | -1007  | -91    | -117   | -143   |
| <b>投资活动现金流</b> | -22411 | -26368 | -25889 | -22328 |
| 资本支出           | 23939  | 17872  | 16136  | 11307  |
| 长期投资           | 1103   | 0      | 0      | 0      |
| 其他投资现金流        | 2631   | -8495  | -9753  | -11021 |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1021  | -5126  | -8876  | -11548 |
| 短期借款           | 2282   | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款           | 2621   | -6434  | -7355  | -9719  |
| 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        | -6002  | 1308   | -1521  | -1829  |
| <b>现金净增加额</b>  | 701    | 5116   | -15672 | 5328   |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 152373 | 178850 | 202788 | 222652 |
| 营业成本            | 124116 | 149621 | 171715 | 189481 |
| 营业税金及附加         | 2628   | 2118   | 2816   | 3563   |
| 营业费用            | 177    | 1371   | 1385   | 1397   |
| 管理费用            | 1716   | 2021   | 2216   | 2466   |
| 研发费用            | 826    | 1850   | 1985   | 1952   |
| 财务费用            | 5029   | 1558   | 125    | -508   |
| 资产减值损失          | -626   | 0      | 0      | 0      |
| 其他收益            | 932    | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益        | 239    | 91     | 117    | 143    |
| 投资净收益           | -397   | -1     | -4     | -32    |
| 资产处置收益          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>营业利润</b>     | 18051  | 20401  | 22660  | 24412  |
| 营业外收入           | 11     | 13     | 15     | 12     |
| 营业外支出           | 25     | 13     | 16     | 19     |
| <b>利润总额</b>     | 18037  | 20401  | 22659  | 24405  |
| 所得税             | 4543   | 3857   | 4836   | 5424   |
| <b>净利润</b>      | 13495  | 16543  | 17823  | 18981  |
| 少数股东损益          | 33     | 179    | 202    | 158    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 13462  | 16365  | 17621  | 18824  |
| EBITDA          | 31778  | 33167  | 36636  | 39523  |
| EPS (元)         | 1.91   | 2.32   | 2.50   | 2.67   |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 营业收入(%)        | 51.2  | 17.4  | 13.4  | 9.8   |
| 营业利润(%)        | 36.5  | 13.0  | 11.1  | 7.7   |
| 归属于母公司净利润(%)   | 34.3  | 21.6  | 7.7   | 6.8   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 18.5  | 16.3  | 15.3  | 14.9  |
| 净利率(%)         | 8.8   | 9.2   | 8.7   | 8.5   |
| ROE(%)         | 28.7  | 28.5  | 24.3  | 21.3  |
| ROIC(%)        | 11.4  | 11.6  | 11.7  | 11.8  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 75.4  | 73.8  | 67.0  | 63.7  |
| 净负债比率(%)       | 204.6 | 159.9 | 139.6 | 99.1  |
| 流动比率           | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 0.5   |
| 速动比率           | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 应收账款周转率        | 147.9 | 147.9 | 147.9 | 147.9 |
| 应付账款周转率        | 5.3   | 5.3   | 5.3   | 5.3   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.91  | 2.32  | 2.50  | 2.67  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 3.69  | 5.20  | 2.71  | 5.57  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 6.66  | 8.22  | 10.35 | 12.57 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 15.5  | 12.8  | 11.9  | 11.1  |
| P/B            | 4.5   | 3.6   | 2.9   | 2.4   |
| EV/EBITDA      | 9.6   | 9.1   | 8.5   | 7.5   |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033