

证券研究报告

公司研究

点评报告

恒力石化 (600346. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴 石化行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: chenshuxian@cindasc.com

曹熠 石化行业研究助理
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: caoyi@cindasc.com

相关研究

《“炼化+新材料”，上下一体化强化龙头》2020. 4. 26

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

多个项目齐披露，加大力度深耕新材料

2021年06月25日

事件 1: 2021年6月24日，恒力石化发布《关于投资建设年产80万吨功能性聚脂薄膜、功能性塑料项目的公告》，公司下属公司江苏康辉新材料科技有限公司拟投资111.25亿元建设年产80万吨功能性聚脂薄膜、功能性塑料项目，项目位于长三角生态绿色一体化发展示范区，项目建设期约32个月。

事件 2: 2021年6月24日，恒力石化发布《关于投资建设新材料配套化工项目的公告》，公司下属公司恒力石化(大连)化工有限公司拟投资23.11亿元建设新材料配套化工项目，项目位于大连市长兴岛恒力石化(大连)产业园内，项目建设期约3年。

事件 3: 2021年6月24日，恒力石化发布《关于投资建设150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目的公告》，公司下属公司江苏轩达高分子材料有限公司拟投资90亿元建设150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目，项目位于南通市通州滨江新区恒力纺织新材料产业园，项目建设期约2年。

事件 4: 2021年6月24日，恒力石化发布《关于投资建设45万吨PBS类生物降解塑料项目的公告》，公司下属公司康辉大连新材料科技有限公司拟投资18.98亿元建设年产45万吨PBS类生物降解塑料项目，项目位于大连长兴岛经济区西部产业区，项目建设期约1年。

点评:

- **持续布局降解塑料，逐步完善原料覆盖。**公司持续以康辉新材料科技有限公司为主体建设和布局可降解塑料产能。本次布局的两个项目均位于公司大连的炼化一体化项目和PTA项目旁边，未来将在大连长兴岛拥有完整的“PX-PTA/己二酸-可降解塑料”产业链。公司计划拓展45万吨PBS产能的同时，还将配套建设化工项目，包括35万吨/年合成氨装置、30万吨/年硝酸装置、30万吨/年己二酸装置和20万吨/年食品级CO₂装置。己二酸可以供公司生产可降解塑料，按照PBS/PBAT的投料产出比，1吨PBS消耗0.389吨己二酸，30万吨/年己二酸可以供公司PBS产能约77.12万吨，可以完全覆盖公司已投产6.6万吨PBS/PBAT和未来将建设的45万吨PBS。可降解塑料原材料PTA、己二酸和丁二醇中公司将实现两种原料的自给自足，并且在大连长兴岛园区形成可降解塑料生产基地。两个项目投资额合计113.11亿元，根据公司公告内容，合计年化将贡献32.77亿元利润。
- **聚酯纤维产能扩大，拓展差异化聚酯产品。**本次公司同时公告了80万吨功能性聚脂薄膜、功能性塑料项目和150万吨绿色多功能纺织新材料项目，两个项目分别在江苏康辉新材料厂区和江苏省南通市恒力纺织新材料产业园。其中80万吨聚酯薄膜项目产能包含：34.6万吨/年功能性聚酯薄膜、12.4万吨/年高端功能性聚酯薄膜、10万吨/年功能性薄膜、15万吨/年改性PBT和8万吨/年改性PBAT，产能布局主要以聚

酯薄膜为主。150 万吨/年绿色多功能纺织新材料项目包含 15 万吨/年超仿真功能性新型弹性纤维项目（双组份）、15 万吨/年超仿真差别化环保纤维项目（再生纤维）、30 万吨/年改性聚酯纤维项目（阳离子）、30 万吨/年差别化功能性聚酯纤维项目（全消光）、60 万吨/年差别化超仿真聚酯纤维项目（30 万吨/年 POY，30 万吨/年 FDY）。公司将持续大力度拓展差异化和高端化长丝产能，同时还将加大力度建设高端聚酯薄膜产能。对比各家聚酯龙头企业，恒力将拥有最大的聚酯薄膜产能，在扩大规模的同时，继续加大产品覆盖面和高端化比例。两个项目合计投资 130.23 亿元，合计将贡献年化利润总额 42.06 亿元。综合来看，本次公司披露 4 个资本开支项目，合计投资 243.34 亿元，全部建成后预计可实现年均利润总额 74.83 亿元，公司盈利能力将有潜力实现大幅突破。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 168.38 亿元、190.45 亿元和 200.76 亿元，EPS（摊薄）分别为 2.39 元/股、2.71 元/股和 2.85 元/股，对应 2021 年 6 月 24 日的收盘价，PE 分别为 10 倍、9 倍和 8 倍。我们看好公司大炼化项目持续贡献收益，快速布局下游差异化、高端化、供需格局利好的聚酯新材料产业，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；国内 PTA 产能加剧导致利润持续摊薄的风险；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险；“碳中和”政策对石化行业大幅加码的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	100,782	152,373	172,356	184,463	196,115
增长率 YoY %	67.8%	51.2%	13.1%	7.0%	6.3%
归属母公司净利润 (百万元)	10,025	13,462	16,838	19,045	20,076
增长率 YoY%	201.7%	34.3%	25.1%	13.1%	5.4%
毛利率%	20.8%	18.5%	20.5%	20.8%	20.4%
净资产收益率ROE%	27.6%	28.7%	25.9%	22.6%	19.2%
EPS(摊薄)(元)	1.42	1.91	2.39	2.71	2.85
市盈率 P/E(倍)	11.29	14.63	9.84	8.70	8.25
市净率 P/B(倍)	3.12	4.20	2.55	1.97	1.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 06 月 24 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	53,294	52,105	65,514	88,533	117,432
货币资金	16,509	15,671	26,553	47,790	74,797
应收票据	17	4	5	5	6
应收账款	675	1,364	1,542	1,651	1,755
预付账款	910	1,994	2,201	2,349	2,507
存货	19,464	19,691	21,727	23,188	24,756
其他	15,719	13,380	13,486	13,550	13,611
非流动资产	121,083	138,924	140,896	139,077	132,530
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	83,075	121,850	119,803	121,381	113,059
无形资产	5,808	7,189	9,585	11,139	12,916
其他	32,200	9,885	11,509	6,557	6,556
资产总计	174,378	191,029	206,411	227,610	249,962
流动负债	82,267	85,800	83,138	85,070	87,123
短期借款	47,597	49,879	49,879	49,879	49,879
应付票据	4,984	7,805	8,612	9,191	9,812
应付账款	18,778	15,005	16,556	17,670	18,864
其他	10,908	13,110	8,090	8,330	8,567
非流动负债	55,371	58,205	58,205	58,205	58,205
长期借款	51,265	53,883	53,883	53,883	53,883
其他	4,106	4,322	4,322	4,322	4,322
负债合计	137,639	144,004	141,343	143,275	145,328
少数股东权益	406	119	161	207	257
归属母公司	36,333	46,905	64,907	84,127	104,377
负债和股东权益	174,378	191,029	206,411	227,610	249,962

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	100,782	152,373	172,356	184,463	196,115
同比	67.8%	51.2%	13.1%	7.0%	6.3%
归属母公司净利润	10,025	13,462	16,838	19,045	20,076
同比	201.7%	34.3%	25.1%	13.1%	5.4%
毛利率(%)	20.8%	18.5%	20.5%	20.8%	20.4%
ROE%	27.6%	28.7%	25.9%	22.6%	19.2%
EPS(摊薄)(元)	1.42	1.91	2.39	2.71	2.85
P/E	11.29	14.63	9.84	8.70	8.25
P/B	3.12	4.20	2.55	1.97	1.59
EV/EBITDA	10.03	9.51	7.11	5.71	4.87

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	100,782	152,373	172,356	184,463	196,115
营业成本	79,866	124,116	136,951	146,161	156,038
营业税金及附加	2,121	2,628	2,972	3,181	3,382
销售费用	952	177	914	597	837
管理费用	1,090	1,716	1,903	2,057	2,176
研发费用	958	826	1,656	1,509	1,517
财务费用	3,563	5,029	6,247	6,220	6,167
减值损失合	-6	-626	-1	-1	-3
投资净收益	275	-397	-449	-481	-511
其他	723	1,192	1,054	1,128	1,200
营业利润	13,223	18,051	22,317	25,385	26,683
营业外收支	-11	-14	-13	-13	-13
利润总额	13,212	18,037	22,304	25,373	26,669
所得税	3,100	4,543	5,425	6,281	6,544
净利润	10,112	13,495	16,879	19,092	20,125
少数股东损	87	33	41	47	49
归属母公司	10,025	13,462	16,838	19,045	20,076
EBITDA	19,871	30,475	34,812	39,692	40,924
EPS(当年)(元)	1.42	1.91	2.39	2.71	2.85

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16,937	24,143	25,290	34,755	35,857
净利润	10,112	13,495	16,879	19,092	20,125
折旧摊销	4,076	7,565	6,852	8,732	8,760
财务费用	3,110	3,576	6,287	6,287	6,287
投资损失	0	-275	397	449	481
营运资金变	191	-1,342	-5,190	149	158
其它	-277	452	13	14	16
投资活动现金流	-39,913	-22,411	-8,122	-7,232	-2,563
资本支出	-41,774	-23,929	-7,672	-6,751	-2,051
长期投资	204	1,103	0	0	0
其他	1,657	415	-449	-481	-511
筹资活动现金流	25,637	-1,021	-6,287	-6,287	-6,287
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	33,633	7,097	0	0	0
支付利息或股息	-6,209	-8,006	-6,287	-6,287	-6,287
现金流净增加额	2,758	701	10,882	21,237	27,007

研究团队简介

陈淑娴，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围2020年第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获2020年第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020年第8届Wind“金牌分析师”石化行业第四名，2020年“21世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告，2019年第7届Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

曹熠，石化行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。