

大规模投资扩建计划上线,持续加码下游新材料完善产业布局

——恒力石化(600346)点评报告

买入(维持)

2021年06月25日

报告关键要素:

2021年6月24日晚,恒力石化发布公告称,公司下属子公司江苏康辉新材料、恒力石化(大连)、江苏轩达高分子材料和康辉大连新材料将分别投资建设新材料项目共计四项,合计投资金额超242亿元。

投资要点:

积极把握禁塑政策风口,再度扩建可降解塑料并向上游原材料延伸:自我国“禁塑”政策发布以来,公司积极把握可降解塑料市场需求爆发的风口,基于自身在聚酯新材料领域的研发积累及平台优势,高效研发出了具备完整自主知识产权的PBS/PBAT工艺技术。公司现已有3.3万吨PBS/PBAT产能投产且处于满产满销状态,另有90万吨产能处于规划建设中,预计于2022年中期逐步释放。公司子公司康辉大连新材料计划投资17.98亿元再度加码建设对以苯二甲酸/己二酸、1,4-丁二醇等单体为原料的年产45万吨PBS类生物降解塑料,预计2022-2023年公司合计可降解塑料产能将达到138.3万吨/年。原材料方面,公司现有PTA产能1160万吨/年,同时子公司恒力石化(大连)在本次大规模投资扩建中,将同步投资23.11亿元建设新材料配套化工项目,其中包含年产30万吨己二酸装置,另外陕西榆林恒力年产180万吨BDO项目正在规划建设中。公司后期将陆续实现PBS/PBAT类可降解塑料主要原材料的自主生产,进而削弱原材料端价格波动对可降解塑料产品生产成本的影响,使得公司可降解塑料产品成本优势在业内更为突出。本次新建PBS项目和新材料配套化工项目的建设期分别为1年和3年,两项目均达产后预计为公司贡献新增营收合计约135.76亿元、贡献新增年均利润合计约32.77亿元。

扩建聚酯新材料及多功能纺织新材料项目,巩固全产业链协同优势:公司拥有2000万吨/年炼化一体化产能及150万吨/年乙烯产能且现已全面投产,有效推动了公司加速实现“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”全产业链一体化发展。现公司子公司江苏康辉新材料计划投资111.25亿元,引进国外先进生产设备建设年产80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目;子公司江苏轩达高分子计划投资90亿元建设150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目。两项项目均达产后预计为公

基础数据

| | |
|------------|----------|
| 总股本(百万股) | 7,039.10 |
| 流通A股(百万股) | 7,039.10 |
| 收盘价(元) | 23.53 |
| 总市值(亿元) | 1,656.30 |
| 流通A股市值(亿元) | 1,656.30 |

个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

扩产项目投产顺利,主营产品产销双增带动Q1业绩增幅明显
民营大炼化业绩兑付,21Q1盈利增幅亮眼
万联证券研究所20200813-公司半年报点评-AAA-Q2季度业绩环比改善明显,略超预期

分析师:

黄侃

执业证书编号: S0270520070001

电话: 02036653064

邮箱: huangkan@wlzq.com.cn

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 152373.40 | 176239.41 | 195310.13 | 210694.86 |
| 增长比率(%) | 51 | 16 | 11 | 8 |
| 净利润(百万元) | 13461.79 | 15834.39 | 17436.89 | 17958.80 |
| 增长比率(%) | 34 | 18 | 10 | 3 |
| 每股收益(元) | 1.91 | 2.25 | 2.48 | 2.55 |
| 市盈率(倍) | 12.30 | 10.46 | 9.50 | 9.22 |
| 市净率(倍) | 3.53 | 2.55 | 1.93 | 1.54 |

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

司贡献新增营收合计约 331.24 亿元、贡献新增年均利润合计约 42.06 亿元。以上两项扩建项目将助力公司炼化下游产品结构向差异化、高端化发展，进一步巩固公司在聚酯环节及全产业链的综合竞争实力，凸显产业链上下游协同发展的“大化工”平台优势，同时也是在积极回应现下我国下游终端各领域对于高端新材料国产化的迫切需求。

盈利预测与投资建议：综合公司各项产业规划布局，我们预计公司 2021-2023 年分别实现营业收入 1762.39/1953.10/2106.95 亿元；实现净利润 158.34/174.37/179.59 亿元；对应的 P/E（对应 6 月 24 日收盘价 23.53 元）分别为 10.46/9.50/9.22；对应的 EPS 分别为 2.25/2.48/2.55。维持“买入”评级。

风险因素：原油及化工品价格波动明显、项目建设进度不及预期、可降解塑料需求不及预期、炼化产品下游需求不及预期。

利润表 (百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 152373 | 176239 | 195310 | 210695 |
| %同比增速 | 51% | 16% | 11% | 8% |
| 营业成本 | 124116 | 143609 | 159833 | 173043 |
| 毛利 | 28257 | 32630 | 35477 | 37652 |
| %营业收入 | 19% | 19% | 18% | 18% |
| 税金及附加 | 2628 | 2820 | 3206 | 3429 |
| %营业收入 | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 销售费用 | 177 | 1586 | 1262 | 1354 |
| %营业收入 | 0% | 1% | 1% | 1% |
| 管理费用 | 1716 | 2291 | 2355 | 2578 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 研发费用 | 826 | 969 | 1069 | 1155 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 财务费用 | 5029 | 4555 | 5248 | 6057 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 资产减值损失 | -626 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 932 | 441 | 839 | 843 |
| 投资收益 | -397 | -18 | -91 | -148 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 239 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 18051 | 20833 | 23086 | 23774 |
| %营业收入 | 12% | 12% | 12% | 11% |
| 营业外收支 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 18037 | 20833 | 23086 | 23774 |
| %营业收入 | 12% | 12% | 12% | 11% |
| 所得税费用 | 4543 | 4871 | 5540 | 5703 |
| 净利润 | 13495 | 15962 | 17547 | 18071 |
| %营业收入 | 9% | 9% | 9% | 9% |
| 归属于母公司的净利润 | 13462 | 15834 | 17437 | 17959 |
| %同比增速 | 34% | 18% | 10% | 3% |
| 少数股东损益 | 33 | 128 | 110 | 112 |
| EPS (元/股) | 1.91 | 2.25 | 2.48 | 2.55 |

基本指标

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 1.91 | 2.25 | 2.48 | 2.55 |
| BVPS | 6.66 | 9.24 | 12.19 | 15.28 |
| PE | 12.30 | 10.46 | 9.50 | 9.22 |
| PEG | 0.43 | 0.59 | 0.94 | 3.08 |
| PB | 3.53 | 2.55 | 1.93 | 1.54 |
| EV/EBITDA | 9.51 | 8.42 | 8.46 | 8.70 |
| ROE | 29% | 24% | 20% | 17% |
| ROIC | 11% | 10% | 9% | 8% |

资产负债表 (百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 15671 | 18864 | 22563 | 14153 |
| 交易性金融资产 | 1650 | 1650 | 1650 | 1650 |
| 应收票据及应收账款 | 1368 | 3761 | 2892 | 3374 |
| 存货 | 19691 | 31497 | 32472 | 34804 |
| 预付款项 | 1994 | 2084 | 2402 | 2571 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 11730 | 12142 | 12331 | 12354 |
| 流动资产合计 | 52105 | 69998 | 74311 | 68906 |
| 长期股权投资 | 0 | 200 | 200 | 200 |
| 固定资产 | 121850 | 142852 | 175482 | 218341 |
| 在建工程 | 4196 | 11546 | 16496 | 18996 |
| 无形资产 | 7189 | 8352 | 9606 | 10829 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 其他非流动资产 | 5579 | 5577 | 5575 | 5573 |
| 资产总计 | 191029 | 238634 | 281779 | 322954 |
| 短期借款 | 49879 | 61705 | 84178 | 99341 |
| 应付票据及应付账款 | 22810 | 39744 | 39834 | 42826 |
| 预收账款 | 0 | 3961 | 4141 | 3812 |
| 合同负债 | 5401 | 3125 | 4058 | 4707 |
| 应付职工薪酬 | 364 | 431 | 479 | 519 |
| 应交税费 | 2291 | 2644 | 2953 | 3174 |
| 其他流动负债 | 54933 | 66948 | 88674 | 103912 |
| 流动负债合计 | 85800 | 116852 | 140139 | 158950 |
| 长期借款 | 53883 | 52165 | 51176 | 51670 |
| 应付债券 | 1014 | 1014 | 1014 | 1014 |
| 递延所得税负债 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 其他非流动负债 | 3299 | 3299 | 3299 | 3299 |
| 负债合计 | 144004 | 173338 | 195637 | 214942 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 46905 | 65049 | 85785 | 107543 |
| 少数股东权益 | 119 | 247 | 357 | 469 |
| 股东权益 | 47024 | 65296 | 86142 | 108012 |
| 负债及股东权益 | 191029 | 238634 | 281779 | 322954 |

现金流量表 (百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流净额 | 24143 | 31749 | 29133 | 31274 |
| 投资 | 1103 | -200 | 0 | 0 |
| 资本性支出 | -23929 | -33774 | -41438 | -48967 |
| 其他 | 415 | -18 | -91 | -148 |
| 投资活动现金流净额 | -22411 | -33991 | -41529 | -49114 |
| 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加(减少) | 70953 | 10107 | 21484 | 15657 |
| 筹资成本 | -8006 | -4672 | -5390 | -6227 |
| 其他 | -63968 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | -1021 | 5435 | 16094 | 9430 |
| 现金净流量 | 701 | 3193 | 3699 | -8411 |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场