

## 恒力石化 (600346.SH) 石化航母进军新材料引领成长, 一体化优势再度凸显

2021年06月27日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

龚道琳 (联系人)

张晓锋 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790120010015

证书编号: S0790120080059

日期	2021/6/25
当前股价(元)	25.88
一年最高最低(元)	49.80/13.40
总市值(亿元)	1,821.72
流通市值(亿元)	1,821.72
总股本(亿股)	70.39
流通股本(亿股)	70.39
近3个月换手率(%)	30.04

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q1 公司业绩同比环比大增, 背靠大炼化进军新材料》-2021.4.21

《公司信息更新报告-公司全年盈利能力稳定, 聚酯新材料领域蓄势待发》-2021.4.13

《公司信息更新报告-石化航母彰显稳定盈利能力, Q1 公司业绩表现突出》-2021.4.6

### ● 公司作为炼化龙头进军下游新材料项目引领成长, 一体化优势再度凸显

6月24日, 公司集中披露4个项目投资公告, 合计投资242.34亿元, 用于建设功能性聚酯薄膜和塑料、绿色多功能聚酯纤维、合成氨-硝酸-己二酸、食品级CO<sub>2</sub>等配套项目、PBS类生物降解塑料等项目, 均为向下游的进一步延伸。根据公司公告, 以上项目全部建成后预计可实现年均利润总额74.84亿元, 公司盈利能力仍然具有较大提升空间。我们维持2021-2023年盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润为153.27、163.74、184.16亿元, EPS分别为2.18、2.33、2.62元/股, 当前股价对应2021-2023年PE为11.9、11.1、9.9倍。我们认为公司作为民营大炼化领军者将在聚酯新材料领域持续发力, 维持“买入”评级。

### ● 高端聚酯纤维、聚酯薄膜、可降解塑料是公司新材料领域延伸的发展方向

公司公告的4个投资项目, 涉及苏州、南通、大连三个生产基地: (1) 投资111.25亿元在江苏康辉新材料科技有限公司厂区内建设80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料; (2) 投资90亿元在南通市恒力纺织新材料产业园建设150万吨聚酯纤维; (3) 投资23.11亿元在大连市长兴岛建设35万吨合成氨、30万吨硝酸、30万吨己二酸、20万吨食品级CO<sub>2</sub>, 主要为下游可降解塑料进行配套; (4) 投资17.98亿元在大连长兴岛建设45万吨PBS类生物降解塑料。公司新材料延伸方向明确, 公司现有的炼厂产品可保障原料供应, 上下游一体化优势再度凸显。

### ● 下游新材料领域将再度为公司赋能, 公司的盈利能力仍有较大提升空间

根据公司公告, 聚酯薄膜和功能性塑料项目预计将为公司实现营收145.05亿元, 实现年均利润总额29.06亿元; 聚酯纤维项目将为公司实现营收186.19亿元, 实现年均利润总额13亿元; 合成氨-硝酸-己二酸配套项目将为公司实现营收35.18亿元, 实现利润总额12.61亿元; 可降解塑料项目将为公司实现营收100.58亿元, 实现年均利润总额20.16亿元。以上项目将共计实现利润总额74.84亿元, 公司盈利能力仍具有较大提升空间, 新材料项目将为公司赋能, 引领公司成长。

### ● 风险提示: 油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	100,782	152,373	161,002	171,271	182,195
YOY(%)	67.8	51.2	5.7	6.4	6.4
归母净利润(百万元)	10,025	13,462	15,327	16,374	18,416
YOY(%)	201.7	34.3	13.9	6.8	12.5
毛利率(%)	20.8	18.5	19.5	19.7	20.5
净利率(%)	9.9	8.8	9.5	9.6	10.1
ROE(%)	27.5	28.7	24.8	21.3	19.4
EPS(摊薄/元)	1.42	1.91	2.18	2.33	2.62
P/E(倍)	18.2	13.5	11.9	11.1	9.9
P/B(倍)	5.0	3.9	2.9	2.4	1.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、炼化航母具备向下游继续延伸的成长基因，新材料项目为公司打开发展空间 .....	3
2、优质炼厂为下游新材料发展打下坚实基础，精益求精彰显石化航母本色 .....	4
3、盈利预测与投资建议 .....	5
4、风险提示 .....	5
附：财务预测摘要 .....	6

## 图表目录

表 1： 公司集中披露 4 个项目投资公告，涉及苏州、南通、大连三个生产基地 .....	3
--	---

## 1、炼化航母具备向下游继续延伸的成长基因，新材料项目为公司打开发展空间

6月24日，公司集中披露4个项目投资公告，涉及苏州、南通、大连三个生产基地：（1）投资111.25亿元在江苏康辉新材料科技有限公司厂区内建设**80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料**，预计将为公司实现营收145.05亿元，实现年均利润总额29.06亿元；（2）投资90亿元在南通市恒力纺织新材料产业园建设**150万吨聚酯纤维**，预计将为公司实现营收186.19亿元，实现年均利润总额13亿元；（3）投资23.11亿元在大连市长兴岛建设**35万吨合成氨、30万吨硝酸、30万吨己二酸、20万吨食品级CO<sub>2</sub>**，主要为下游可降解塑料进行配套，预计将为公司实现营收35.18亿元，实现利润总额12.61亿元；（4）投资17.98亿元在大连长兴岛建设**45万吨PBS类生物降解塑料**，预计将为公司实现营收100.58亿元，实现年均利润总额20.16亿元。公司新材料延伸方向明确，主要为PTA、纯苯的下游延伸，公司现有的炼厂产品可保障原料供应；同时建设合成氨-硝酸-己二酸全产业链，打通PBAT、PBS可降解塑料全产业链，公司上下游一体化优势再度凸显，公司作为炼化航母天生就具备向下游不断延伸、补全全产业链的成长基因，以上新材料项目为公司开启成长空间。

表1：公司集中披露4个项目投资公告，涉及苏州、南通、大连三个生产基地

项目名称	投资金额 (亿元)	预计可实现年 均销售总收入 (亿元)	预计可实现年 均利润总额 (亿元)	建设地点	具体建设内容	建设周 期
江苏康辉新材料科技有限公司年产80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目	111.25	145.05	29.06	江苏康辉新材料科技有限公司厂区内	(1) 功能性聚酯薄膜 34.6万吨/年装置 (2) 高端功能性聚酯薄膜 12.4万吨/年装置 (3) 功能性薄膜 10万吨/年装置 (4) 改性PBT15万吨/年装置 (5) 改性PBAT8万吨/年装置	32个月
江苏轩达高分子材料有限公司150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目	90.00	186.19	13.00	南通市通州滨江新区(五接镇)恒力纺织新材料产业园	(1) 15万吨/年超仿真功能性新型弹性纤维项目(双组份) (2) 15万吨/年超仿真差别化环保纤维项目(再生纤维) (3) 30万吨/年改性聚酯纤维项目(阳离子) (4) 30万吨/年差别化功能性聚酯纤维项目(全消光) (5) 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)	24个月
恒力石化(大连)化工有限公司新材料配套化工项目	23.11	35.18	12.61	大连市长兴岛恒力石化(大连)产业园内	(1) 35万吨/年合成氨装置 (2) 30万吨/年硝酸装置 (3) 30万吨/年己二酸装置 (4) 20万吨/年食品级CO <sub>2</sub> 装置 (5) 以及配套总图和储运设施	36个月
康辉大连新材料科技有限公司年产45万吨PBS类生物降	17.98	100.58	20.16	大连长兴岛经济区西部产业区	本项目产品以对苯二甲酸/己二酸、1,4丁二醇等单体为原料采用聚合方法生产PBS类生物降解塑料，年产能45万吨	12个月

项目名称	投资金额 (亿元)	预计可实现年 均销售总收入 (亿元)	预计可实现年均 利润总额(亿元)	建设地点	具体建设内容	建设周 期
解塑料项目						
总计	242.34	467.00	74.84			

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、优质炼厂为下游新材料发展打下坚实基础，精益求精彰显

### 石化航母本色

本次公告的 150 万吨聚酯纤维项目位于南通市恒力纺织新材料产业园内，由江苏轩达高分子材料有限公司承建，项目具体建设内容包括：（1）15 万吨/年超仿真功能性新型弹性纤维项目（双组份）；（2）15 万吨/年超仿真差别化环保纤维项目（再生纤维）；（3）30 万吨/年改性聚酯纤维项目（阳离子）；（4）30 万吨/年差别化功能性聚酯纤维项目（全消光）；（5）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）。公司目前已经拥有 235 万吨民用涤纶长丝产能，40 万吨涤纶工业丝产能，待上述项目投产后，公司民用涤纶长丝产能将达到 385 万吨，同时将进一步消耗上游 PTA，优化产业链条结构。

**80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目是本次公告投资额最大的项目**，投资额为 111.25 亿元，其中建设投资 100.95 亿元，流动资金 7.21 亿元。项目位于江苏康辉新材料科技有限公司厂区内，建设内容包括：（1）功能性聚酯薄膜 34.6 万吨/年装置；（2）高端功能性聚酯薄膜 12.4 万吨/年装置；（3）功能性薄膜 10 万吨/年装置；（4）改性 PBT 15 万吨/年装置；（5）改性 PBAT 8 万吨/年装置。根据公司 2020 年年报，公司已经拥有 26.6 万吨 BOPET 聚酯薄膜产能。经过数年快速发展，目前康辉新材料在薄膜和塑料新材料领域的行业竞争力持续提升，跻身国内一流水平，未来将继续提升高端薄膜占比，面向高附加值的工业生产与差异化的消费需求，有望成为高端聚酯薄膜一体化龙头企业。

**在可降解塑料领域，公司未来将打通可降解塑料全产业链，一体化优势凸显。**在大连长兴岛炼化基地，公司将投建 45 万吨 PBS 类可降解塑料，将对苯二甲酸/己二酸、1,4 丁二醇等单体为原料采用聚合方法生产 PBS 类生物降解塑料；同时向上游进行延伸配套，投资建 35 万吨合成氨-30 万吨硝酸-30 万吨己二酸、20 万吨食品级 CO<sub>2</sub> 装置以及配套总图和储运设施。己二酸的原料为纯苯和硝酸，纯苯可由炼厂获得，本次配套硝酸后将打通己二酸原料端供应。己二酸、PTA、BDO 是可降解塑料 PBAT 的原材料，PTA 和 BDO 也可由炼厂获得，待己二酸项目投产后，公司将全面打通可降解塑料产业链，具备全产业链优势和成本优势。以生产 1 吨 PBAT 需要 0.38 吨的己二酸来计算，30 万吨的己二酸可生产 79 万吨左右的 PBAT，可满足未来公司在可降解塑料领域的进一步扩张。同时将合成氨的副产气 CO<sub>2</sub> 充分利用，制取食品级 CO<sub>2</sub>，实现产业链内各产品的高效利用。

我们认为，公司作为石化航母在新材料领域将充分发挥一体化优势，在产业链深度延伸和原料配套上精益求精、锐意进取，展现出炼化龙头强大的全产业链优势。我们继续看好恒力石化作为民营大炼化领军者在新材料领域的发展潜力和原料优势，有望向全平台型优质化工龙头迈进。

### 3、盈利预测与投资建议

我们维持 2021-2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润为 153.27、163.74、184.16 亿元, EPS 分别为 2.18、2.33、2.62 元/股, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 11.9、11.1、9.9 倍。公司作为民营大炼化领军者将在聚酯新材料领域持续发力, 具备全产业链优势和一体化优势, 具有先天向下游深度延伸的成长基因, 维持“买入”评级。

### 4、风险提示

油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	53294	52105	83726	95994	120936
现金	16509	15671	38188	49887	74925
应收票据及应收账款	693	1368	809	1507	957
其他应收款	1200	803	1313	938	1457
预付账款	910	1994	914	2263	1072
存货	19464	19691	29445	28582	29589
其他流动资产	14519	12577	13057	12817	12937
<b>非流动资产</b>	121083	138924	141022	156928	167259
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	83075	121850	135159	138400	138919
无形资产	5808	7189	10836	14358	17754
其他非流动资产	32200	9885	-4973	4170	10586
<b>资产总计</b>	174378	191029	224748	252922	288196
<b>流动负债</b>	82267	85800	103113	108935	119984
短期借款	47597	49879	59542	70875	70450
应付票据及应付账款	23762	22810	25816	25787	28564
其他流动负债	10908	13110	17755	12274	20970
<b>非流动负债</b>	55371	58205	59105	66365	72746
长期借款	52276	54897	55904	63111	69518
其他非流动负债	3095	3308	3201	3255	3228
<b>负债合计</b>	137639	144004	162218	175301	192730
少数股东权益	406	119	298	422	555
股本	7039	7039	7039	7039	7039
资本公积	18272	18350	18350	18350	18350
留存收益	11202	21864	35192	50532	67128
<b>归属母公司股东权益</b>	36333	46905	62232	77199	94911
负债和股东权益	174378	191029	224748	252922	288196

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	16937	24143	25227	22646	43151
净利润	10112	13495	15506	16499	18549
折旧摊销	4076	7565	6846	7656	8203
财务费用	3563	5029	4658	5331	5692
投资损失	-275	397	61	229	145
营运资金变动	178	-1336	-1618	-6879	10769
其他经营现金流	-718	-1007	-225	-190	-207
<b>投资活动现金流</b>	-39913	-22411	-8779	-23602	-18472
资本支出	41775	23939	790	16560	10004
长期投资	204	1103	0	0	0
其他投资现金流	2066	2631	-7989	-7042	-8468
<b>筹资活动现金流</b>	25637	-1021	6068	12655	359
短期借款	24606	2282	9663	11333	-425
长期借款	12210	2621	1007	7207	6407
普通股增加	1986	0	0	0	0
资本公积增加	-2185	78	0	0	0
其他筹资现金流	-10981	-6002	-4602	-5884	-5622
<b>现金净增加额</b>	2758	701	22516	11699	25038

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	100782	152373	161002	171271	182195
营业成本	79866	124116	129589	137522	144845
营业税金及附加	2121	2628	2777	2954	3142
营业费用	952	177	1449	1610	1713
管理费用	1090	1716	1813	1928	2051
研发费用	958	826	1530	1567	1667
财务费用	3563	5029	4658	5331	5692
资产减值损失	-6	-626	-336	-530	-472
其他收益	610	932	771	851	811
公允价值变动收益	125	239	182	211	196
投资净收益	275	-397	-61	-229	-145
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	13223	18051	20415	21722	24420
营业外收入	10	11	10	11	10
营业外支出	21	25	23	24	23
<b>利润总额</b>	13212	18037	20402	21709	24407
所得税	3100	4543	4897	5210	5858
<b>净利润</b>	10112	13495	15506	16499	18549
少数股东损益	87	33	179	124	133
<b>归母净利润</b>	10025	13462	15327	16374	18416
EBITDA	23127	31778	31584	33959	37208
EPS(元)	1.42	1.91	2.18	2.33	2.62

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	67.8	51.2	5.7	6.4	6.4
营业利润(%)	221.0	36.5	13.1	6.4	12.4
归属于母公司净利润(%)	201.7	34.3	13.9	6.8	12.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.8	18.5	19.5	19.7	20.5
净利率(%)	9.9	8.8	9.5	9.6	10.1
ROE(%)	27.5	28.7	24.8	21.3	19.4
ROIC(%)	10.3	11.4	10.2	9.1	9.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	78.9	75.4	72.2	69.3	66.9
净负债比率(%)	243.0	204.6	135.0	118.7	77.4
流动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	33.9	147.9	147.9	147.9	147.9
应付账款周转率	3.1	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.91	2.18	2.33	2.62
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	3.43	3.58	3.22	6.13
每股净资产(最新摊薄)	5.16	6.66	8.84	10.97	13.48
<b>估值比率</b>					
P/E	18.2	13.5	11.9	11.1	9.9
P/B	5.0	3.9	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	11.6	8.7	8.4	8.0	6.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn