

## 恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

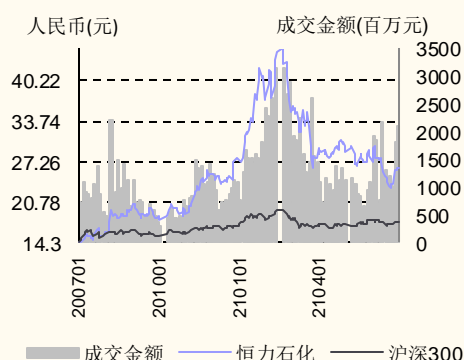
公司点评

市场价格 (人民币): 26.24 元

目标价格 (人民币): 71.40 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	70.39
已上市流通 A 股(亿股)	70.39
总市值(亿元)	1,847.06
年内股价最高最低(元)	45.36/14.30
沪深 300 指数	5224
上证指数	3591



## 相关报告

- 1.《高增长低估值持续验证! -恒力石化业绩快报点评》, 2021.4.6
- 2.《如果 250 亿仅是盈利下限? 附测算依据! -《2021-02-0...》》, 2021.2.8

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 联系人  
chenlvlu@gjzq.com.cn

## 高基数也压不住的高成长!

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	100,782	152,373	177,599	194,070	217,030
营业收入增长率	352.18%	51.19%	16.56%	9.27%	11.83%
归母净利润(百万元)	10,025	13,462	15,076	18,140	25,122
归母净利润增长率	201.73%	34.28%	11.99%	20.33%	38.49%
摊薄每股收益(元)	1.424	1.912	2.142	2.577	3.569
每股经营性现金流净额	2.40	3.26	6.46	4.75	5.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.59%	28.70%	26.93%	27.13%	30.66%
P/E	11.29	14.63	12.25	10.18	7.35
P/B	3.12	4.20	3.30	2.76	2.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩快报

恒力石化 2021 年 6 月 30 日发布 2021 年上半年业绩预增公告, 2021 年上半年预计实现归母净利润 85 亿元左右, 同比增长 54.07%, 扣非归母净利润 80.66 亿元, 同比增长 46.79% 左右。

## 经营分析

- **强 Alpha 产能持续释放业绩:** 恒力石化乙烯装置及小部分 PBAT 产能分别在 2020 年下半年及年底投产, 并未在 2020 年全年贡献利润, 新建产能在 2021 年实现满产持续推动业绩持续增长
- **终端消费回暖推动景气逐步回升:** 伴随全球疫苗大规模推广, 欧美终端消费持续回暖, 推动原油-聚酯/化工品产业链行业景气度上行, 2021 年上半年行业全产品加权价差处于 21.9% 历史百分位, 相比 2020 年全年平均 11.4% 历史百分位景气回升较为明显, 终端需求的回暖推动给公司带来显著的盈利弹性。
- **深加工持续发力带来中长期成长性确定性:** 公司 6 月 25 日公告 150 万吨民用丝, 45 万吨 PBAT, 80 万吨功能性聚酯薄膜及功能性塑料以及 30 万吨己二酸配套装置, 进一步扩大公司下游长丝、薄膜、塑料及可降解塑料等深加工产业链产能, 新产能的规划建设将进一步增厚公司产品附加值, 恒力石化中长期成长性确定性强。

## 盈利调整

我们维持景气极端底部预测假设, 公司实际业绩大概率高于我们的预测, 我们预计公司 2021-2023 年净利润为 150.76/181.4/251.22 亿元, 对应 EPS 为 2.14/2.58/3.57 元, 给予恒力石化 2023 年 20 倍 PE, 公司市值有望达 5024 亿元, 目标价 71.4 元, 维持公司“买入”评级。

## 风险提示

1.原油单向大规模下跌风险; 2.终端需求严重需求恶化 3.地缘政治风险 4.项目建设进度不及预期 5.美元汇率大幅波动风险 6.其他不可抗力影响

## 1、新建产能持续释放叠加行业景气回暖，公司业绩持续释放

恒力石化 2021 年 6 月 30 日发布半年报业绩预增公告，预计 2021 年上半年归母净利润有望达 85 亿元，相比去年同期增长 54.07%，扣非归母净利润有望达 80.66 亿元，同比增长 46.79%。

2021 年 Q2 恒力石化有望实现 43.89 亿元归母净利润，相比 2020 年同期增长 30.28%，环比 2021 年 Q1 增长 6.7%

恒力石化 2021 年上半年业绩增长核心驱动因素为新建产能业绩持续释放以及行业景气回暖带来盈利弹性。

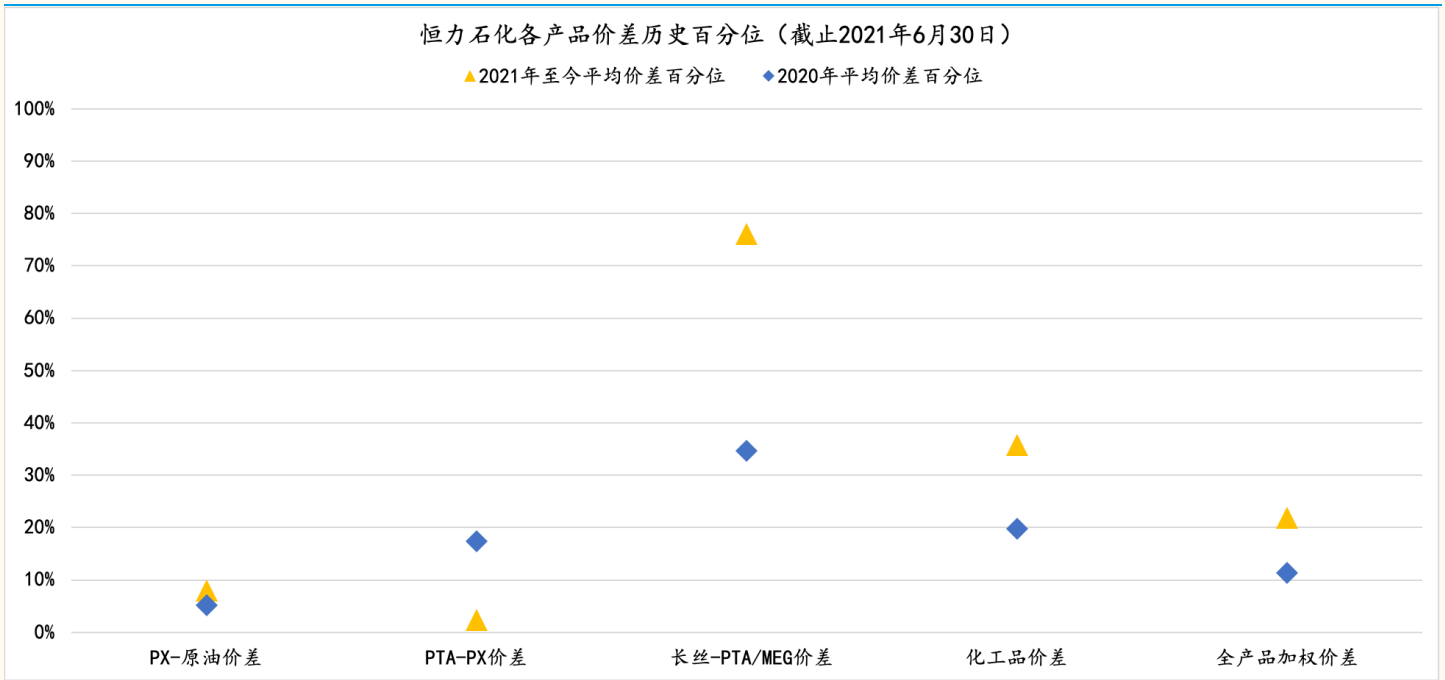
### 新建产能持续增厚业绩：

- 1、恒力石化 2020 年下半年乙烯装置投产，2020 年仅贡献一个多季度业绩，目前持续满负荷生产，有望全年贡献收益；
- 2、2020 年投产 20 万吨工业丝以及 80 万吨民用丝产能，均未在 2020 年全年贡献收益，差异化长丝产能有望在 2021 年全年增厚公司业绩；
- 3、营口康辉石化 2020 年底投产 3.3 万吨 PBAT 产能，2021 年产能释放拓展公司产业链并增加盈利。

**行业景气回暖带来盈利弹性。** 伴随疫苗在全球范围内大规模推广，全球疫情逐步受控，欧美各国终端消费持续恢复，推动原油-PX-PTA-聚酯产业链各环节供需格局修复，行业景气度回暖，相较于 2020 年行业极端景气底部水平，环节间价差有所恢复，公司获得一定盈利弹性。

根据我们的测算，截止 6 月 30 日，部分小体量产能（包括部分烯烃，长丝等）在 2021 年上半年受益于终端消费需求的回暖，环节景气度出现较为显著的回升，比如恒力石化炼厂化工品-原油价差从 2020 年全年 20%左右历史百分位上升至 36%左右历史百分位，而涤纶长丝环节价差从 2020 年全年平均 35%左右历史百分位上升至 76.1%历史百分位。但大体量产能（PX, PTA）并未出现显著的景气度回暖趋势，PX2021 年上半年环节价差相比 2020 年全年上升仅 3%左右历史分位，而 PTA 环节由于新建大产能持续投产，环节价差景气度从 2020 年全年平均 17.4%历史分位下滑至 2.4%历史分位。从整体而言，恒力石化全产品加权景气度仍处于中性偏低水平。从中长期而言，大体量产能新建产能集中投产期将进入尾声，后续有望倒逼老旧产能持续出清，未来大体量环节业绩弹性巨大。

图表 1：恒力石化各环节景气历史百分位



来源：国金证券研究所

## 2、持续推动深加工及全产业链布局，中长期成长确定性强

2020年成本端单边波动，终端需求低迷以及供给端产能持续放量等多个极端条件同步对原油-PX-PTA-聚酯产业链盈利能力造成负面影响，公司仍获得近135亿元净利，原油-聚酯产业链行业底部验证。2020年下半年投产乙烯装置，PTA装置，聚酯产能以及可降解塑料等项目产能持续在2021年释放业绩。恒力石化于近日公告涤纶长丝、聚酯薄膜及工程塑料、PBAT、己二烯及配套项目建设规划，深加工项目有望推动恒力石化持续完善下游产业链布局，进一步增厚公司产品附加值。与此同时，我们要说明的是，伴随着恒力石化在深加工和新材料产品产能的逐步扩张和发展，恒力石化公司现有竞争优势及未来行业进入壁垒有望进一步增加，全产业链深加工布局有望推动终端产品价格差中枢稳中有升，公司生产成本持续维持行业领先水平，未来公司业绩受周期影响有望进一步弱化且中长期成长性确定性强。

**PBAT项目及己二酸配套项目：**公司于长兴岛规划45万吨PBS/PBAT产能和30万吨/年己二酸装置及配套装置，完善公司可降解塑料全产业链布局。PBS/PBAT原材料主要为BDO，PTA及己二酸，公司目前已投产1160万吨PTA，己二酸及配套项目的建设有望推动公司在可降解塑料进行全产业链布局，且45万吨PBAT及己二烯项目均位于长兴岛内，自有配套公共设施及产业链集中布局能有效节约生产相关公用工程消耗及物流费用，增厚产品获利能力。

**150万吨民用丝项目：**项目包含双组份、再生纤维、阳离子、全消光、POY及FDY等多个差异化民用长丝品种，新建项目将进一步丰富公司涤纶长丝牌号并增加公司终端产品的规模，增厚公司产品附加值。

**80万吨功能性聚酯薄膜及塑料项目：**新建产能预计包含功能性聚酯薄膜34.6万吨/年，高端聚酯薄膜12.4万吨/年，功能性薄膜10万吨/年，8万吨/年改性PBAT以及15万吨/年改性PBT，公司新建中高端聚酯薄膜及塑料项目能进一步满足电子、汽车、包装等下游产业对新材料日益增长的需求，扩大及丰富公司功能性聚酯薄膜和塑料产品规模及品种能进一步增厚公司最终产成品的附加值，推动公司中长期成长性确定性强。

### 3、风险提示

- 1.原油单向大规模下跌风险;
- 2.终端需求严重需求恶化;
- 3.地缘政治风险;
- 4.项目建设进度不及预期;
- 5.美元汇率大幅波动风险;
- 6.其他不可抗力影响;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2017	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	22,288	100,782	152,373	177,599	194,070	217,030	货币资金	12,323	16,509	15,671	25,569	31,013	34,206
增长率		352.2%	51.2%	16.6%	9.3%	11.8%	应收账款	5,352	5,161	6,253	6,357	6,364	7,117
主营业务成本	-18,662	-79,866	-124,116	-146,955	-158,753	-171,636	存货	18,479	19,464	19,691	28,183	30,446	32,916
%销售收入	83.7%	79.2%	81.5%	82.7%	81.8%	79.1%	其他流动资产	3,426	12,161	10,489	2,980	3,110	3,252
毛利	3,626	20,917	28,257	30,645	35,317	45,394	流动资产	39,579	53,294	52,105	63,089	70,933	77,491
%销售收入	16.3%	20.8%	18.5%	17.3%	18.2%	20.9%	%总资产	31.6%	30.6%	27.3%	30.8%	33.0%	34.7%
营业税金及附加	-119	-2,121	-2,628	-2,664	-3,105	-3,690	长期投资	36	34	232	232	232	232
%销售收入	0.5%	2.1%	1.7%	1.5%	1.6%	1.7%	固定资产	70,064	107,366	126,046	130,267	131,146	132,101
销售费用	-206	-952	-177	-1,598	-2,135	-2,821	%总资产	55.9%	61.6%	66.0%	63.5%	61.1%	59.2%
%销售收入	0.9%	0.9%	0.1%	0.9%	1.1%	1.3%	无形资产	4,971	8,500	10,274	11,418	12,405	13,468
管理费用	-1,041	-1,090	-1,716	-2,309	-2,523	-2,821	非流动资产	85,663	121,083	138,924	141,918	143,783	145,801
%销售收入	4.7%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	68.4%	69.4%	72.7%	69.2%	67.0%	65.3%
研发费用	0	-958	-826	-977	-1,067	-1,194	<b>资产总计</b>	<b>125,242</b>	<b>174,378</b>	<b>191,029</b>	<b>205,007</b>	<b>214,716</b>	<b>223,293</b>
%销售收入	0.0%	1.0%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	短期借款	25,561	50,441	53,708	36,603	29,058	15,249
息税前利润 (EBIT)	2,260	15,795	22,910	23,097	26,487	34,868	应付款项	27,497	23,950	23,226	40,611	43,875	47,440
%销售收入	10.1%	15.7%	15.0%	13.0%	13.6%	16.1%	其他流动负债	1,157	7,876	8,865	10,627	11,733	13,479
财务费用	-383	-3,563	-5,029	-4,214	-3,724	-3,269	流动负债	54,216	82,267	85,800	87,841	84,665	76,169
%销售收入	1.7%	3.5%	3.3%	2.4%	1.9%	1.5%	长期贷款	40,067	51,265	53,883	56,883	58,883	60,883
资产减值损失	1	19	604	0	0	0	其他长期负债	3,052	4,106	4,322	4,189	4,189	4,189
公允价值变动收益	-9	125	239	0	0	0	<b>负债</b>	<b>97,334</b>	<b>137,639</b>	<b>144,004</b>	<b>148,913</b>	<b>147,737</b>	<b>141,241</b>
投资收益	6	275	-397	200	200	200	<b>普通股股东权益</b>	<b>27,588</b>	<b>36,333</b>	<b>46,905</b>	<b>55,975</b>	<b>66,859</b>	<b>81,932</b>
%税前利润	0.3%	2.1%	n.a	1.0%	0.9%	0.6%	其中：股本	5,053	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
营业利润	2,035	13,223	18,051	19,083	22,963	31,800	未分配利润	2,087	10,512	21,121	30,166	41,050	56,123
营业利润率	9.1%	13.1%	11.8%	10.7%	11.8%	14.7%	少数股东权益	321	406	119	119	119	119
营业外收支	2	-11	-14	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>125,242</b>	<b>174,378</b>	<b>191,029</b>	<b>205,007</b>	<b>214,716</b>	<b>223,293</b>
税前利润	2,037	13,212	18,037	19,083	22,963	31,800	<b>比率分析</b>						
利润率	9.1%	13.1%	11.8%	10.7%	11.8%	14.7%		2017	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-293	-3,100	-4,543	-4,007	-4,822	-6,678	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.4%	23.5%	25.2%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.340	1.424	1.912	2.142	2.577	3.569
净利润	1,745	10,112	13,495	15,076	18,140	25,122	每股净资产	5.460	5.162	6.664	7.952	9.498	11.640
少数股东损益	25	87	33	0	0	0	每股经营现金净流	0.818	2.404	3.255	6.463	4.745	5.629
归属于母公司的净利润	1,719	10,025	13,462	15,076	18,140	25,122	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.857	1.031	1.428
净利率	7.7%	9.9%	8.8%	8.5%	9.3%	11.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.04%	27.59%	28.70%	26.93%	27.13%	30.66%
	2017	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	2.65%	5.75%	7.05%	7.35%	8.45%	11.25%
净利润	1,745	10,112	13,495	15,076	18,140	25,122	投入资本收益率	4.68%	8.67%	11.01%	12.12%	13.42%	17.30%
少数股东损益	25	87	33	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,004	4,070	6,939	8,104	9,181	8,808	主营业务收入增长率	169.51%	67.78%	51.19%	16.56%	9.27%	11.83%
非经营收益	315	2,551	3,822	4,541	4,110	3,744	EBIT增长率	135.87%	196.28%	45.05%	0.81%	14.68%	31.64%
营运资金变动	-2,908	191	-1,342	17,773	1,970	1,947	净利润增长率	93.25%	201.73%	34.28%	11.99%	20.33%	38.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>156</b>	<b>16,924</b>	<b>22,913</b>	<b>45,493</b>	<b>33,402</b>	<b>39,621</b>	总资产增长率	536.26%	39.23%	9.55%	7.32%	4.74%	3.99%
资本开支	-611	-41,774	-23,929	-11,207	-11,047	-10,826	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	204	1,103	287	0	0	应收账款周转天数	1.6	2.1	2.4	3.0	3.0	3.0
其他	-216	1,657	415	200	200	200	存货周转天数	72.4	86.7	57.6	70.0	70.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-827</b>	<b>-39,913</b>	<b>-22,411</b>	<b>-10,721</b>	<b>-10,847</b>	<b>-10,626</b>	应付账款周转天数	59.4	80.3	49.7	65.0	65.0	65.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	146.2	300.9	291.9	247.3	225.5	206.3
债权募资	1,943	33,633	7,097	-14,229	-5,545	-11,809	<b>偿债能力</b>						
其他	-917	-7,899	-8,128	-10,646	-11,566	-13,992	净负债/股东权益	190.84%	227.49%	194.12%	120.45%	84.47%	50.67%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,026</b>	<b>25,734</b>	<b>-1,031</b>	<b>-24,875</b>	<b>-17,111</b>	<b>-25,801</b>	EBIT利息保障倍数	3.6	4.4	4.6	5.5	7.1	10.7
<b>现金净流量</b>	<b>355</b>	<b>2,746</b>	<b>-529</b>	<b>9,898</b>	<b>5,443</b>	<b>3,193</b>	资产负债率	77.72%	78.93%	75.38%	72.64%	68.81%	63.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	13	19	28	71	101
增持	1	4	6	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.07	1.17	1.18	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

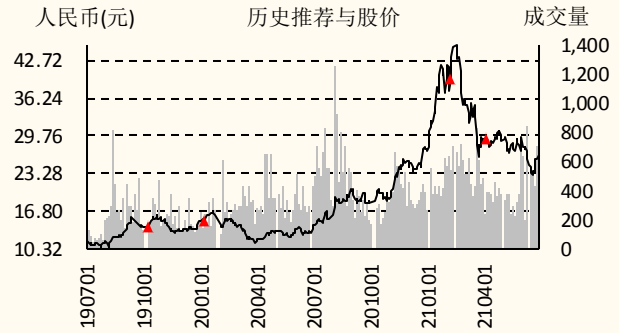
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-09	买入	14.94	20.49~20.49
2	2019-10-27	买入	16.36	20.49~20.49
3	2020-01-08	买入	16.28	20.49~20.49
4	2020-01-18	买入	17.51	22.76~22.76
5	2020-02-02	买入	17.07	22.76~22.76
6	2020-04-19	买入	13.85	22.76~22.76
7	2021-02-08	买入	38.51	71.40~71.40
8	2021-04-06	买入	29.70	71.40~71.40

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402