

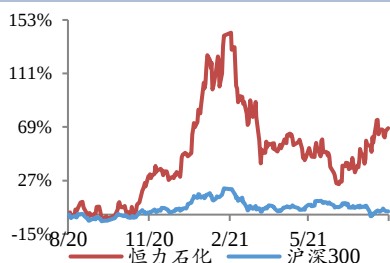
“恒力速度”进军化工新材料，未来可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-16

收盘价（元） 31.36
近12个月最高/最低（元） 45.36/18.07
总股本（百万股） 7,039
流通股本（百万股） 7,039
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 2,207
流通市值（亿元） 2,207

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：王鹏

执业证书号：S0010121020019

电话：18810636601

邮箱：wangpeng@hazq.com

相关报告

- 1.业绩预告同比大增，拓展下游打开空间 2021-07-01
- 2.业绩预告超预期，规划产能助力公司成长 2021-04-06
- 3.单季度盈利创新高，PTA 龙头地位继续巩固 2020-10-29

主要观点：

● 事件描述：

8月16日，公司公告2021年半年报。据公告，2021年上半年公司实现营业收入1045.74亿元，同比增长55.25%；归母净利润86.42亿元，同比增长56.65%；扣非后归母净利润82.66亿元，同比增长50.44%；毛利率为15.27%，净利率为8.26%。

● 产品价格、销量齐升，上半年公司业绩大增。

2021H1 主要产品价格的上升是公司上半年营收的增长的主要原因。2021H1 炼化产品平均售价4152.59元/吨，同比下降2.34%，销量同比增加72.7%；PTA产品平均售价3802.32元/吨，同比增长9.97%，销量同比增加39.41%；新材料产品（聚酯新材料、工程塑料、功能性薄膜和可降解新材料等）平均售价8448.41元/吨，同比增长13.25%，销量同比增加39.66%。虽然公司的营收在2021H1大幅增加，但毛利率与净利率与过去相比变化不大甚至略有下降，主要原因是由于原材料价格的上涨。

图表1 2021年H1主要产品价格

主要产品	2021H1 平均售价 (元/吨)	2020H1 平均售价 (元/吨)	同比 (%)
炼化产品	4152.59	4252.00	-2.34
PTA	3802.32	3457.6	9.97
新材料产品	8448.41	7460.07	13.25

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表2 2021年H1主要产品销量

主要产品	2021H1 销量 (万吨)	2020H1 销量 (万吨)	同比 (%)
炼化产品	1540.52	892	72.7
PTA	608.78	436.67	39.41
新材料产品	143.42	102.69	39.66

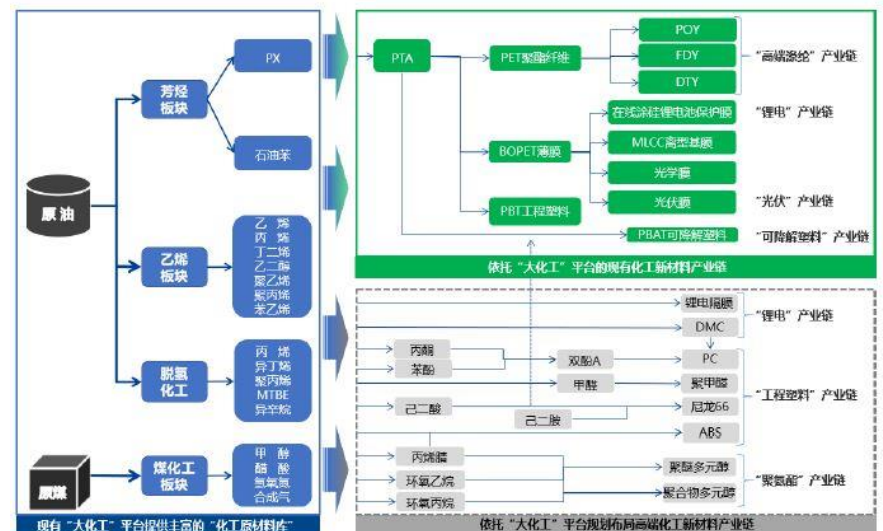
备注：2021H1 中炼化产品包括2020H1 成品油及化工品。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 以“恒力速度”推进化工新材料，未来公司可期

公司在中上游业务板块已形成以2000万吨原油和500万吨原煤加工能力为头，芳烃配套450万吨PX、120万吨纯苯和1160万吨PTA，烯烃配套180万吨纤维级乙二醇、85万吨聚丙烯、72万吨苯乙烯、40万吨高密度聚乙烯和14万吨丁二烯，煤化工配套75万吨甲醇、40万吨醋酸、30万吨纯氢和12.6万吨液氮。

图表 3 公司规划中的全产业链



资料来源：wind，华安证券研究所

为充分利用公司“大化工”平台提供的丰富“化工原材料库”，公司规划了一系列化工新材料产业链产品，以提升公司产品的产值与附加值，同时进一步完善公司全产业链。

图表 4 公司规划项目情况

项目	投资额 (亿元)	产品
恒力(惠州)500万吨/年PTA项目	150	PTA
恒力石化(大连)新材料配套化工项目	23.1	30万吨/年己二酸、食品级CO ₂
年产45万吨PBS类生物降解塑料项目	17.98	45万吨/年PBS/PBAT
江苏轩达(恒科三期)150万绿色多功能纺织新材料新项目	90	15万吨/年新型弹性纤维、15万吨/年环保纤维、30万吨/年阳离子POY、30万吨/年全消光POY、60万吨差别化纤维(30万吨/年POY, 30万吨/年FDY)
年产80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目	111.2	47万吨/年高端功能性聚酯薄膜、10万吨/年特种功能性薄膜、15万吨/年改性PBT、8万吨/年改性PBAT

资料来源：wind，华安证券研究所

30万吨己二酸项目以炼化、乙烯、煤化装置生产出的纯苯、氢气、氮气

和二氧化碳废气等为主要原料，生产己二酸、食品级二氧化碳等产品，将进一步完善“原油—PTA、己二酸—PBAT”的可降解新材料全产业链，并将低温甲醇洗装置排放的高于 95.0%的二氧化碳尾气提纯到 99.99%食品级，既回收工业废气二氧化碳，同时为企业增加效益。

年产 45 万吨 PBS 类生物可降解塑料项目建设单位是康辉大连新材料公司，年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目建设单位是江苏康辉新材料公司。两家单位都是康辉新材料的全资子公司。康辉新材料是公司全资子公司，也是国内差异化、高性能绿色环保薄膜与塑料新材料的先进企业。康辉新材料目前是国内最大的 PBT 生产商，在营口基地拥有年产 24 万吨 PBT 工程塑料产能；拥有年产 26.6 万吨 BOPET 功能性薄膜产能，致力于电子电气薄膜基材、环保新能源基材与精密在线涂布产品等薄膜功能开发，预计今年年底前将进一步增加至 38.5 万吨；拥有基于自主技术于去年底投产并于今年年初满产的国内单套最大的年产 3.3 万吨 PBAT 产能，完全适用于可降解食品级领域。同时康辉新材料已成为国内最大的中高端 MLCC 离型基膜生产企业，国内市场占有率超过 65%。公司的高平滑 MLCC 离型基膜已实现量产，超平滑 MLCC 离型基膜工艺定型，并完成了日韩企业对样品的认证，开始小批量生产，超高平滑 MLCC 离型基膜通过日韩企业技术验证，正在推进实现量产。康辉新材料也是国内唯一、全球第二家能够在线生产 12 纳米涂硅离型叠片式锂电池保护膜的企业。为满足锂电池对隔膜的需求，目前公司已实质性启动锂电隔膜新产品产能建设的各项准备工作，包括隔膜设备采购谈判与核心人才市场招聘等工作。

在“双碳”目标下，公司依托现有的原料加工资源、外购资源空间和装置优化潜力，以“恒力速度”积极布局包括可降解新材料产业链、锂电产业链、光伏产业链、新型工程塑料产业链等高增长、高潜力新材料领域，不断强化“大化工”平台的综合优势，未来可期。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 174.04、191.4、218.8 亿元，同比增速为 29.3%、10.0%、14.3%。对应 PE 分别为 12.68、11.53、10.09 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓、企业安全生产等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	152373	205378	216965	228210
收入同比 (%)	51.2%	34.8%	5.6%	5.2%
归属母公司净利润	13462	17404	19140	21880
净利润同比 (%)	34.3%	29.3%	10.0%	14.3%
毛利率 (%)	18.5%	17.2%	17.1%	18.2%
ROE (%)	28.7%	27.1%	22.9%	20.8%
每股收益 (元)	1.92	2.47	2.72	3.11
P/E	14.63	12.68	11.53	10.09
P/B	4.20	3.43	2.65	2.10
EV/EBITDA	9.51	9.62	9.83	8.65

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
流动资产	52105	69298	62708	119729					
现金	15671	3150	3090	59241					
应收账款	1364	1623	1703	1879					
其他应收款	803	1294	1698	1476					
预付账款	1994	2442	2507	2762					
存货	19691	42768	39200	39099					
其他流动资产	12582	18020	14509	15273					
非流动资产	138924	183332	217550	250445					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	121850	162467	208604	250447					
无形资产	7189	9585	11139	12916					
其他非流动资产	9885	11280	-2193	-12917					
资产总计	191029	252630	280258	370174					
流动负债	85800	129856	137413	205727					
短期借款	49879	57588	70211	138922					
应付账款	15005	37838	34684	33381					
其他流动负债	20915	34431	32518	33424					
非流动负债	58205	58205	59016	58601					
长期借款	53883	53883	54694	54280					
其他非流动负债	4322	4322	4322	4322					
负债合计	144004	188061	196429	264328					
少数股东权益	119	260	380	517					
股本	7039	7039	7039	7039					
资本公积	18350	18350	18350	18350					
留存收益	21516	38920	58060	79940					
归属母公司股东权	46905	64309	83449	105329					
负债和股东权益	191029	252630	280258	370174					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	24143	38609	33610	36496					
净利润	13462	17404	19140	21880					
折旧摊销	7565	7900	5792	6648					
财务费用	3576	6529	7095	9099					
投资损失	397	0	0	0					
营运资金变动	-1342	6635	1463	-1267					
其他经营现金流	15289	10909	17798	23283					
投资活动现金流	-22411	-52308	-40010	-39543					
资本支出	-23929	-52308	-40010	-39543					
长期投资	1103	0	0	0					
其他投资现金流	415	0	0	0					
筹资活动现金流	-1021	1179	6340	59198					
短期借款	2282	7708	12623	68711					
长期借款	2618	0	811	-415					
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	-5999	-6529	-7095	-9099					
现金净增加额	701	-12521	-60	56151					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
营业收入	152373	205378	216965	228210					
营业成本	124116	169956	179818	186690					
营业税金及附加	2628	3286	2821	2282					
销售费用	177	1643	1519	1369					
管理费用	1716	2670	2170	1826					
财务费用	5029	6294	7047	9053					
资产减值损失	-626	0	0	0					
公允价值变动收益	-239	0	0	0					
投资净收益	-397	0	0	0					
营业利润	18051	21660	23779	27181					
营业外收入	11	0	0	0					
营业外支出	25	0	0	0					
利润总额	18037	21660	23779	27181					
所得税	4543	4115	4518	5164					
净利润	13495	17544	19261	22016					
少数股东损益	33	141	121	137					
归属母公司净利润	13462	17404	19140	21880					
EBITDA	30475	34695	35345	41550					
EPS（元）	1.92	2.47	2.72	3.11					

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	51.2%	34.8%	5.6%	5.2%
营业利润	36.5%	20.0%	9.8%	14.3%
归属于母公司净利	34.3%	29.3%	10.0%	14.3%
获利能力				
毛利率（%）	18.5%	17.2%	17.1%	18.2%
净利率（%）	8.8%	8.5%	8.8%	9.6%
ROE（%）	28.7%	27.1%	22.9%	20.8%
ROIC（%）	11.0%	12.0%	11.2%	9.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	75.4%	74.4%	70.1%	71.4%
净负债比率（%）	306.2%	291.3%	234.3%	249.7%
流动比率	0.61	0.53	0.46	0.58
速动比率	0.35	0.19	0.15	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.81	0.77	0.62
应收账款周转率	111.74	126.56	127.38	121.45
应付账款周转率	8.27	4.49	5.18	5.59
每股指标（元）				
每股收益	1.92	2.47	2.72	3.11
每股经营现金流	3.43	5.48	4.77	5.18
每股净资产	6.66	9.14	11.86	14.96
估值比率				
P/E	14.63	12.68	11.53	10.09
P/B	4.20	3.43	2.65	2.10
EV/EBITDA	9.51	9.62	9.83	8.65

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表 10 篇国际论文，引用数超 600 次，申请 5 项国家发明专利；天津大学化工学士；2 年央企战略规划经验，5 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：王鹏，天津大学化工硕士、应用化学学士，4 年能源化工央企工作经历，多次担任项目投资评估及市场研究负责人。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。