

恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

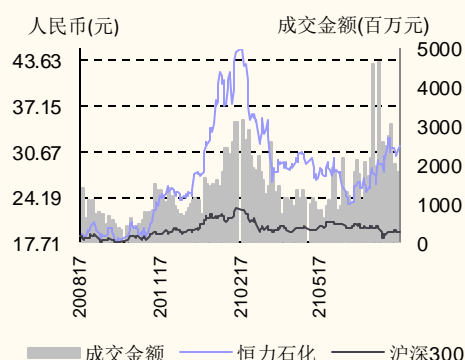
公司点评

市场价格 (人民币): 31.36 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)	2,207.46
年内股价最高最低(元)	45.36/18.07
沪深 300 指数	4941
上证指数	3517



相关报告

1. 《高基数也压不住的高成长! -恒力石化半年报业绩预告点评》, 2021.7.1
2. 《高增长低估值持续验证! -恒力石化业绩快报点评》, 2021.4.6
3. 《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
chenlulou@gjzq.com.cn

弃油投新, 锂电光伏等 7 板块发力!

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	230,052
营业收入增长率	352.18%	51.19%	16.56%	9.27%	18.54%
归母净利润(百万元)	10,025	13,462	16,326	20,224	25,115
归母净利润增长率	201.73%	34.28%	21.28%	23.87%	24.19%
摊薄每股收益(元)	1.424	1.912	2.319	2.873	3.568
每股经营性现金流净额	2.40	3.26	5.82	5.15	6.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.59%	28.70%	28.78%	29.37%	29.92%
P/E	11.29	14.63	13.52	10.92	8.79
P/B	3.12	4.20	3.89	3.21	2.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

恒力石化 2021 年 8 月 16 日发布 2021 年半年报, 2021 年上半年实现归母净利润 86.4 亿元, 同比增长 56.65%, 扣非归母净利润 82.7 亿元, 同比增长 50.44%。

经营分析

- 行业景气度回暖, 盈利改善, 未来大弹性孕育中。伴随全球终端消费持续回暖, 原油-PX-PTA-聚酯/化工产业链终端需求持续恢复, 当前中下游景气度维持稳定, 上游大体量 PX-PTA 产能上半年仍处于景气低点, 伴随双碳对高能耗项目审批的严控, 从中长期而言, 大体量 PX-PTA 产能有望带来巨大业绩弹性。
- 发展“硬科技”, 高端膜巨头崛起。恒力石化深耕高端膜 12 年, 包括锂电和光伏产业链涉及各类光学膜, 光伏膜在内的 80 万吨高端材料产能投建已公告。早在 2011 年恒力石化成立全资子公司康辉新材料, 充分利用技术和规模全球高度领先的“原油-PX-PTA-PET-BOPET 特种膜及涂覆”产业链一体化优势, 持续大力进行研发, 其自有技术配方的高端 MLCC 离型基膜国内市占率已经超过 65%, 是目前全球极少数具备全产业链一体化配套的龙头企业, 同时也是国内唯一、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。
- 弃油投新, 深加工持续推进。在双碳严控高能耗低附加值情况下, 恒力石化半年报公告全面推进各产业链的深加工, 并公告在锂电、工程塑料、聚氨酯等 7 大产业链进行布局, 逐步进入新材料以及新能源市场, 大炼化龙头的一体化规模化优势相比单一环节的新能源或半导体材料企业, 一旦攻克技术, 也将具备明显的成本优势及综合竞争力。

投资建议

恒力石化终端产品附加值持续增加, 我们上调 2021/2022 年盈利预测, 上调幅度分别为 8% 和 11.4%, 预计 2021-2023 年净利 163/202/251 亿元, 对应 EPS 为 2.3/2.9/3.6 元, 给予 2023 年净利 20 倍 PE, 目标价 71.4 元, 维持“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、行业景气回暖，新建产能持续释放业绩

恒力石化上半年实现营业收入 1045.7 亿元，同比 2020 年上半年增长 55.25%，实现归母净利润 86.4 亿元，同比增长 56.65%，实现扣非归母净利润 82.7 亿元，同比增长 50.44%；

2021 年 Q2 实现营业收入 513.41 亿元，环比 Q1 下滑 3.56%，实现归母净利润 45.31 亿元，环比增长 10.22%

受益于行业景气度回暖以及产能全年释放业绩，恒力石化获得显著业绩增长

1、伴随全球终端消费持续回暖，涤纶长丝及化工品终端需求持续恢复，行业景气回暖带来显著盈利弹性，但大体量产能（PX，PTA）在 2021 年上半年仍处于景气底部，从中长期而言，在双碳严控高能耗项目审批的情况下，大体量产能环节价差中枢存在较大上抬可能性，恒力石化具备长期显著的盈利弹性。

2、150 万乙烯装置及 500 万吨 PTA 有望全年贡献业绩。恒力石化 150 万吨乙烯装置以及 500 万吨 PTA 产能 3.3 万吨 PBAT 基本在 2020 年下半年投产，并未贡献全年利润，有望在 2021 年贡献全年收益，推动公司业绩持续增长。

2、弃油投新，锂电光伏等 7 板块发力

恒力石化深耕高端膜 12 年，包括锂电和光伏产业链涉及的各类光学膜，光伏膜在内的 80 万吨高端材料产能投建已公告。早在 2011 年恒力石化成立全资子公司康辉新材料，充分利用技术和规模全球高度领先的“原油-PX-PTA-PET-BOPET 特种膜及涂覆”产业链一体化优势，持续大力进行研发，其自有技术配方的高端 MLCC 离型基膜国内市占率已经超过 65%，是目前全球极少数具备全产业链一体化配套的龙头企业，同时也是国内唯一、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，恒力石化深耕膜产业链持续推进“硬科技”发展。

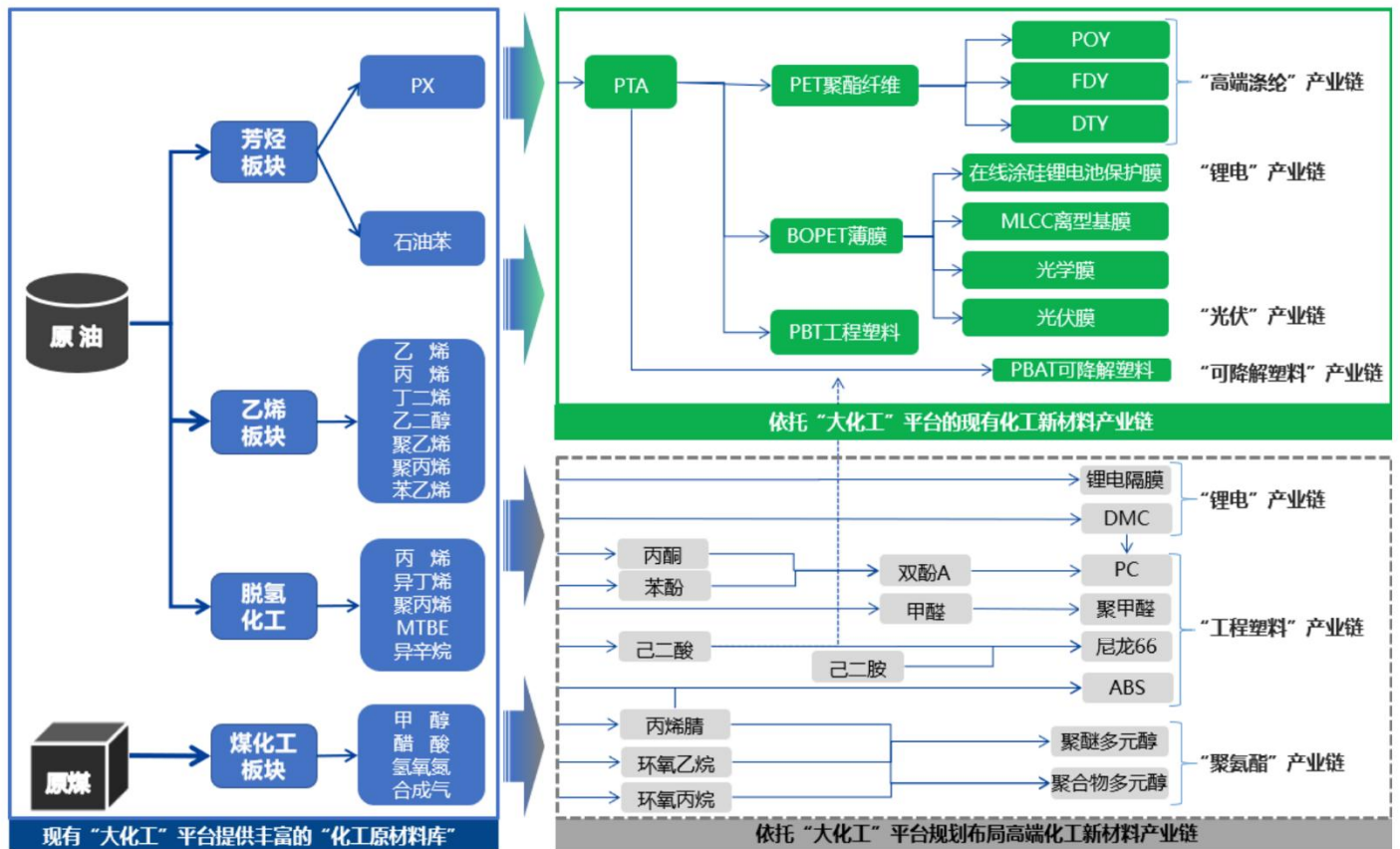
参考恒力石化半年报，80 万吨功能性聚酯薄膜及工程塑料产能中包含 47 万吨高端功能性聚酯薄膜，涉及电子电器、光学材料、半导体、新能源汽车、新型装饰、包装材料等多个领域；10 万吨特种功能性薄膜主要涉及耐温锂电池隔膜、光伏背板膜等新兴产业膜产品；15 万吨改性 PBT 主要应用于汽车制造领域；8 万吨改性 PBAT 主要涉及各类可降解塑料终端需求，恒力石化持续推进终端新材料及新能源化工品产能的投建。

与此同时，恒力石化将强化炼化一体化炼厂与煤化工项目的整合，推动芳烃与烯烃产业链向下游延伸，增加 C2-C4 产业链终端产品，例如规划 PC、尼龙 66、ABS 等多种工程塑料产业链，规划锂电隔膜及电池级 DMC 的“锂电”产业链，参考半年报公告，恒力石化目前已实质性启动锂电隔膜新产品产能建设的准备工作，除此之外，恒力石化还规划聚醚多元醇和聚合物多元醇的“聚氨酯”产业链。

其中，由于新能源车轻量化以及充电桩配套需求，工程塑料终端消费需求有望持续增加，而伴随新能源车在乘用车以及商用车的渗透率逐步提高，动力电池需求或持续景气，推动锂电隔膜及电池级 DMC 需求，恒力石化 C2-C4 产业链下游布局锂电以及工程塑料产业链，有望进一步增厚终端产品附加值。

在双碳严控高能耗低附加值情况下，恒力石化半年报公告持续推进各产业链的深加工，并公告在锂电、工程塑料、聚氨酯等 7 大产业链进行布局，逐步进入新材料以及新能源市场。高研发费用投入有望加快各环节技术及产品研发推进速度，大炼化龙头的一体化规模化优势相比单一环节的新能源或半导体材料企业，一旦攻克技术，也将具备明显的成本优势及综合竞争力。

图表 1: 恒力石化产业链布局及潜在延伸方向

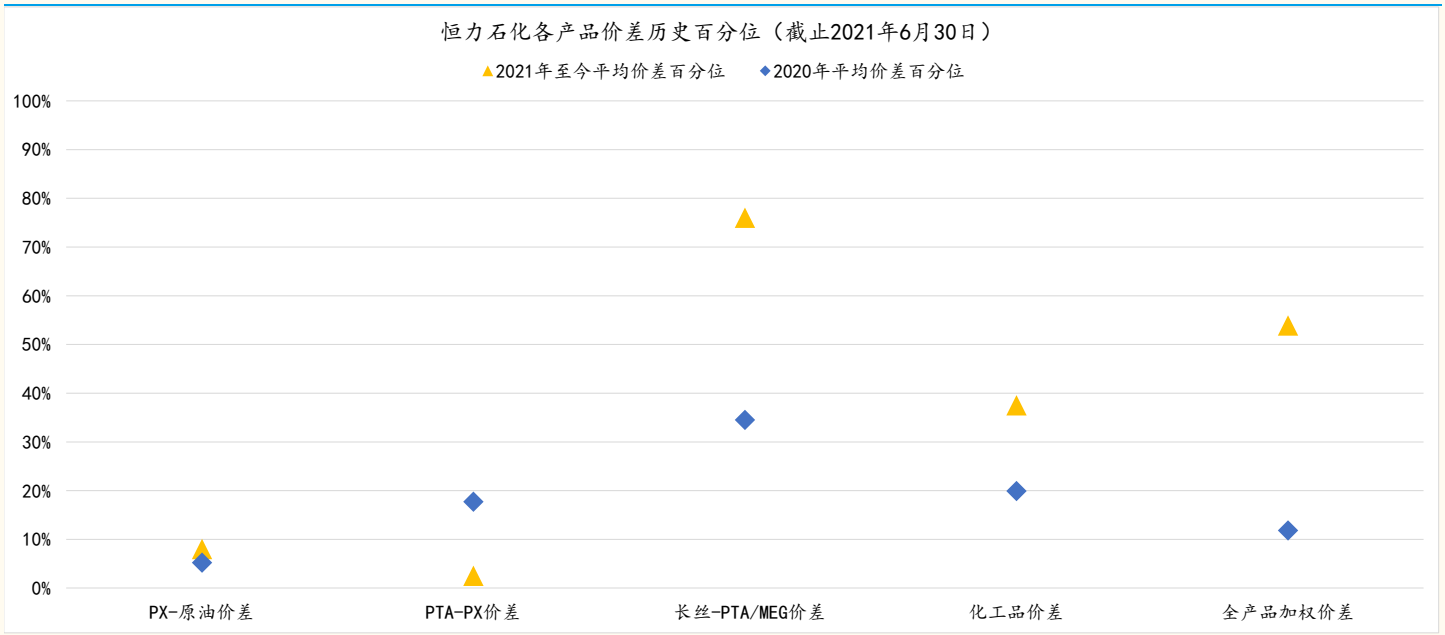


来源：公司公告，国金证券研究所

3、大体量 PX-PTA 处于景气底部，未来业绩弹性巨大

我们要特别说明的是，恒力石化 2021 年上半年的业绩大增是在大体量 PX（450 万吨/年），PTA（1160 万吨/年已投产+500 万吨/年在建）两大环节仍处于行业景气底部的情况下取得的，伴随双碳对高能耗项目的审批严控，从中长期而言，大体量 PX-PTA 产能景气度有望回暖，环节价差中枢有望逐步上抬，未来存在巨大盈利弹性。

图表 2: 恒力石化各产品价格历史分为图



来源: Wind, 国金证券研究所

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	230,052	货币资金	12,323	16,509	15,671	25,319	30,465	36,409
增长率		352.2%	51.2%	16.6%	9.3%	18.5%	应收款项	5,352	5,161	6,253	6,357	6,364	7,544
主营业务成本	-18,662	-79,866	-124,116	-145,148	-155,536	-183,106	存货	18,479	19,464	19,691	27,837	29,829	35,116
%销售收入	83.7%	79.2%	81.5%	81.7%	80.1%	79.6%	其他流动资产	3,426	12,161	10,489	8,923	9,037	9,341
毛利	3,626	20,917	28,257	32,451	38,534	46,946	流动资产	39,579	53,294	52,105	68,435	75,696	88,410
%销售收入	16.3%	20.8%	18.5%	18.3%	19.9%	20.4%	%总资产	31.6%	30.6%	27.3%	31.8%	32.6%	34.5%
营业税金及附加	-119	-2,121	-2,628	-2,664	-3,105	-3,911	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	135,417	143,769	154,407
销售费用	-206	-952	-177	-1,598	-2,135	-2,991	%总资产	55.9%	61.6%	66.0%	62.8%	61.9%	60.2%
%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	-2,991	非流动资产	85,663	121,083	138,924	147,068	156,406	168,108
%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%	68.2%	67.4%	65.5%
研发费用	0	-958	-826	-977	-1,067	-1,265	资产总计	125,242	174,378	191,029	215,503	232,102	256,517
%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	46,749	45,171	42,617
息税前利润 (EBIT)	2,260	15,795	22,910	24,903	29,704	35,789	应付款项	27,497	23,950	23,226	40,112	42,987	50,610
%销售收入	10.1%	15.7%	15.0%	14.0%	15.3%	15.6%	其他流动负债	1,157	7,876	8,865	10,721	11,889	14,166
财务费用	-383	-3,563	-5,029	-4,437	-4,304	-4,197	流动负债	54,216	82,267	85,800	97,582	100,047	107,393
%销售收入	1.7%	3.5%	3.3%	2.5%	2.2%	1.8%	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	4,193	4,193	4,193
公允价值变动收益	-9	125	239	0	0	0	负债	97,334	137,639	144,004	158,659	163,123	172,469
投资收益	6	275	-397	200	200	200	普通股股东权益	27,588	36,333	46,905	56,725	68,860	83,929
%税前利润	0.3%	2.1%	n.a	1.0%	0.8%	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	20,666	25,600	31,791	未分配利润	2,087	10,512	21,121	30,916	43,051	58,120
营业利润率	9.1%	13.1%	11.8%	11.6%	13.2%	13.8%	少数股东权益	321	406	119	119	119	119
营业外收支	2	-11	-14	0	0	0	负债股东权益合计	125,242	174,378	191,029	215,503	232,102	256,517
税前利润	2,037	13,212	18,037	20,666	25,600	31,791	比率分析						
利润率	9.1%	13.1%	11.8%	11.6%	13.2%	13.8%		2017	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-293	-3,100	-4,543	-4,340	-5,376	-6,676	每股指标						
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	2.319	2.873	3.568
净利润	1,745	10,112	13,495	16,326	20,224	25,115	每股净资产	5.460	5.162	6.664	8.059	9.782	11.923
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	5.819	5.147	6.002
归属于母公司的净利润	1,719	10,025	13,462	16,326	20,224	25,115	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.928	1.149	1.427
净利率	7.7%	9.9%	8.8%	9.2%	10.4%	10.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.04%	27.59%	28.70%	28.78%	29.37%	29.92%
	2017	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	2.65%	5.75%	7.05%	7.58%	8.71%	9.79%
净利润	1,745	10,112	13,495	16,326	20,224	25,115	投入资本收益率	4.68%	8.67%	11.01%	12.18%	13.48%	14.99%
少数股东损益	25	87	33	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,004	4,070	6,939	8,104	9,400	9,315	主营业务收入增长率	169.51%	67.78%	51.19%	16.56%	9.27%	18.54%
非经营收益	315	2,551	3,822	4,761	4,681	4,689	EBIT增长率	135.87%	196.28%	45.05%	8.70%	19.28%	20.49%
营运资金变动	-2,908	191	-1,342	11,772	1,929	3,129	净利润增长率	93.25%	201.73%	34.28%	21.28%	23.87%	24.19%
经营活动现金净流	156	16,924	22,913	40,963	36,233	42,249	总资产增长率	536.26%	39.23%	9.55%	12.81%	7.70%	10.52%
资本开支	-611	-41,774	-23,929	-16,357	-18,738	-21,016	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	-827	-39,913	-22,411	-15,871	-18,538	-20,816	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	237.7	210.5
债权募资	1,943	33,633	7,097	-4,078	422	-554	偿债能力						
其他	-917	-7,899	-8,128	-11,367	-12,971	-14,935	净负债/股东权益	190.84%	227.49%	194.12%	137.15%	106.18%	79.41%
筹资活动现金净流	1,026	25,734	-1,031	-15,445	-12,549	-15,489	EBIT利息保障倍数	3.6	4.4	4.6	5.6	6.9	8.5
现金净流量	355	2,746	-529	9,647	5,147	5,944	资产负债率	77.72%	78.93%	75.38%	73.62%	70.28%	67.23%

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	1	5	35	40	103
增持	2	5	8	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.50	1.19	1.20	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	2019-10-27	买入	16.36	20.49 ~ 20.49
2	2020-01-08	买入	16.28	20.49 ~ 20.49
3	2020-01-18	买入	17.51	22.76 ~ 22.76
4	2020-02-02	买入	17.07	22.76 ~ 22.76
5	2020-04-19	买入	13.85	22.76 ~ 22.76
6	2021-02-08	买入	38.51	71.40 ~ 71.40
7	2021-04-06	买入	29.70	71.40 ~ 71.40
8	2021-07-01	买入	26.24	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，不作为或被视为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。

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