

依托“大化工”平台加速推进新材料业务拓展，半年度业绩再创新高

——恒力石化（600346）点评报告

买入（维持）

2021年08月17日

报告关键要素：

2021年8月16日晚，恒力石化发布了2021年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入1045.74亿元，同比增长55.25%；实现归属于母公司股东的净利润86.42亿元，同比增长56.65%。

投资要点：

尽展“大化工”平台雄厚实力，“炼化-烯烃-PTA-聚酯-化纤”环节节节高升：沿产业链自上而下来看：1.上游公司炼化项目运行平稳，炼化产品销量显著上涨，2020年下半年开始盈利的150万吨/年乙烯项目在2021年上半年全面投产，子公司恒力化工实现净利润14.81亿元，较去年同期增长15.21亿元。2.产业链中上游PTA 4、5号线于2020年5月、10月相继完成投产工作并正式转固实现商业运营，PTA总产能从660万吨/年提升至1160万吨/年，上半年PTA销量同比增长172.11万吨。受原油价格上涨等因素影响，PTA上半年平均售价较去年同期上涨10%左右。量价齐升下PTA为公司贡献了不薄的营收及利润增量。3.化纤产业链中下游方面，上半年聚酯纤维及涤纶产品受原材料涨价以及下游终端行业需求增长等因素影响，出现了不同程度的价格上涨。公司是国内涤纶民用丝、工业丝领先制造商之一，上半年在已有产能的基础上孙公司恒科新材料新增了25万吨DTY和35万吨POY产能，子公司恒力化纤20万吨/年工业纤维项目也已经全面投产。上半年恒力化纤实现净利润11.01亿元，同比增长10.31亿元。上半年公司炼化-化纤这一产业链各环节业绩增长表现符合预期。从盈利情况来看，上半年公司综合毛利率为15.27%，较去年同期以及2020年全年出现小幅下滑，主要因素在于原油、煤炭、丁二醇、PX等上游原材料价格上涨。

持续向下游新材料领域展开业务延伸，子公司康辉新材料业绩有望维持高增长：公司以上游“大化工”平台为支撑，积极向下游高端新材料和精细化工领域进行业务拓展，旨在形成全产业链一体化协同发展模式，现已逐步将下游新材料业务由差异化聚酯纤维拓展至功能性薄膜、工程塑料、可降解塑料等热点领域。公司子公司康辉新材料目前是国内最大PBT生产商以及中高端MLCC离型基膜生产商、国内唯一能够在线生产12纳米涂硅离型叠片式锂电池保护膜生产商。同时康辉新材料拥

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) | 31.36 |
| 总市值(亿元) | 2,207.46 |
| 流通A股市值(亿元) | 2,207.46 |

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

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
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

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 | 183974.31 | 210589.79 | 237424.02 |
| 增长比率(%) | 51 | 21 | 14 | 13 |
| 净利润(百万元) | 13461.79 | 16868.59 | 20295.17 | 23036.15 |
| 增长比率(%) | 34 | 25 | 20 | 14 |
| 每股收益(元) | 1.91 | 2.40 | 2.88 | 3.27 |
| 市盈率(倍) | 16.40 | 13.09 | 10.88 | 9.58 |
| 市净率(倍) | 4.71 | 3.34 | 2.46 | 1.89 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

有 26.6 万吨 BOPET 功能性薄膜产能、3.3 万吨自主研发 PBAT 产能等。上半年康辉新材料共计贡献净利润 7.34 亿元。预计下半年随着 3 条功能性薄膜生产线（12 万吨/年）以及 4 条工程塑料/PBS 类改性生产线（3 万吨/年）投入使用，新材料业务将为公司贡献更可观的利润增长。公司另有 45 万吨可降解塑料项目 47 万吨高端功能性聚酯薄膜、10 万吨特种功能性薄膜、15 万吨改性 PBT 以及 8 万吨改性 PBAT 正在建设中，总体来看新材料板块业务近年内维持高增长的趋势较为明确。

盈利预测与投资建议：结合公司上半年的业绩表现以及下半年新增投产规划，我们上调了盈利预测，预计公司 2021-2023 年分别实现营业收入 1839.74/2105.90/2374.24 亿元；实现归母净利润 168.69/202.95/230.36 亿元；对应的 P/E（对应 8 月 16 日收盘价 31.36 元）分别为 13.09/10.88/9.58；对应的 EPS 分别为 2.40/2.88/3.27。维持“买入”评级。

风险因素：原油及化工品价格波动明显、新材料项目建设进度不及预期、可降解塑料下游需求不及预期、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 | 183974 | 210590 | 237424 |
| %同比增速 | 51% | 21% | 14% | 13% |
| 营业成本 | 124116 | 149474 | 170336 | 191610 |
| 毛利 | 28257 | 34500 | 40253 | 45814 |
| %营业收入 | 19% | 19% | 19% | 19% |
| 税金及附加 | 2628 | 3043 | 3691 | 4072 |
| %营业收入 | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 销售费用 | 177 | 920 | 940 | 971 |
| %营业收入 | 0% | 1% | 0% | 0% |
| 管理费用 | 1716 | 2392 | 2539 | 2906 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 研发费用 | 826 | 1840 | 1784 | 2133 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 财务费用 | 5029 | 4555 | 5237 | 6021 |
| %营业收入 | 3% | 2% | 2% | 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 | 460 | 905 | 950 |
| 投资收益 | -397 | -18 | -98 | -166 |
| 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 | 22194 | 26871 | 30496 |
| %营业收入 | 12% | 12% | 13% | 13% |
| 营业外收支 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 18037 | 22194 | 26871 | 30496 |
| %营业收入 | 12% | 12% | 13% | 13% |
| 所得税费用 | 4543 | 5189 | 6448 | 7316 |
| 净利润 | 13495 | 17005 | 20423 | 23180 |
| %营业收入 | 9% | 9% | 10% | 10% |
| 归属于母公司的净利润 | 13462 | 16869 | 20295 | 23036 |
| %同比增速 | 34% | 25% | 20% | 14% |
| 少数股东损益 | 33 | 136 | 128 | 144 |
| EPS (元/股) | 1.91 | 2.40 | 2.88 | 3.27 |

基本指标

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 1.91 | 2.40 | 2.88 | 3.27 |
| BVPS | 6.66 | 9.39 | 12.74 | 16.55 |
| PE | 16.40 | 13.09 | 10.88 | 9.58 |
| PEG | 0.43 | 0.52 | 0.54 | 0.71 |
| PB | 4.71 | 3.34 | 2.46 | 1.89 |
| EV/EBITDA | 9.51 | 9.70 | 8.97 | 8.40 |
| ROE | 29% | 26% | 23% | 20% |
| ROIC | 11% | 11% | 10% | 10% |

资产负债表 (百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 15671 | 20400 | 27363 | 24674 |
| 交易性金融资产 | 1650 | 1650 | 1650 | 1650 |
| 应收票据及应收账款 | 1368 | 3926 | 3118 | 3802 |
| 存货 | 19691 | 32783 | 34606 | 38539 |
| 预付款项 | 1994 | 2169 | 2560 | 2847 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 11730 | 12195 | 12441 | 12534 |
| 流动资产合计 | 52105 | 73124 | 81739 | 84046 |
| 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 | 241760 | 289206 | 338094 |
| 短期借款 | 49879 | 61705 | 84178 | 99341 |
| 应付票据及应付账款 | 22810 | 41367 | 42452 | 47422 |
| 预收账款 | 0 | 4135 | 4465 | 4296 |
| 合同负债 | 5401 | 3253 | 4324 | 5212 |
| 应付职工薪酬 | 364 | 448 | 511 | 575 |
| 应交税费 | 2291 | 2760 | 3184 | 3577 |
| 其他流动负债 | 54933 | 66972 | 88712 | 103982 |
| 流动负债合计 | 85800 | 118935 | 143648 | 165063 |
| 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 | 175422 | 199146 | 221055 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 46905 | 66083 | 89677 | 116512 |
| 少数股东权益 | 119 | 256 | 383 | 527 |
| 股东权益 | 47024 | 66338 | 90060 | 117040 |
| 负债及股东权益 | 191029 | 241760 | 289206 | 338094 |

现金流量表 (百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流净额 | 24143 | 33285 | 32405 | 37013 |
| 投资 | 1103 | -200 | 0 | 0 |
| 资本性支出 | -23929 | -33774 | -41438 | -48967 |
| 其他 | 415 | -18 | -98 | -166 |
| 投资活动现金流净额 | -22411 | -33992 | -41536 | -49133 |
| 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 | 4729 | 6963 | -2689 |

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