

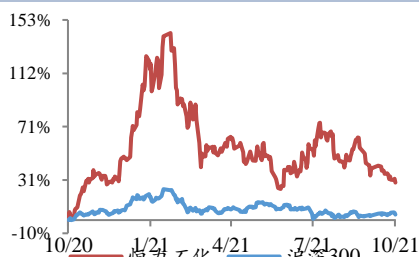
Q3 业绩承压，推进九大基地项目建设拓宽空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-27

收盘价(元)	24.03
近12个月最高/最低(元)	45.36/18.79
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)	1,691
流通市值(亿元)	1,691

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.“恒力速度”进军化工新材料，未来可期 2021-08-16

2.业绩预告同比大增，拓展下游打开空间 2021-07-01

3.业绩预告超预期，规划产能助力公司成长 2021-04-06

主要观点：

● 事件描述：

10月27日，公司公告2021年三季报。据公告，2021年前三季度公司实现营业收入1514.89亿元，同比增长46.6%；归母净利润127.12亿元，同比增长28.46%；扣非后归母净利润120.15亿元，同比增长24.19%；销售毛利率为15.74%，销售净利率为8.39%，分别同比减少5.36、1.2个百分点。

● 受原材料涨价影响，Q3业绩承压。

图表1 2021年1-9月主要原料进价上涨幅度大(元/吨)

主要原料	2021 前三季度平均进价	同比 (%)	2020 前三季度平均进价	2021 上半年平均进价	2020 上半年平均进价
煤炭	748.56	52.27	491.59	685.25	481.18
丁二醇	21163.57	195.55	7160.67	20939.73	7787.5
原油	3065.27	39.47	2197.81	2854.86	2277.77
PX	5553.85	47.04	3777.19	5283.22	3812.46

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表2 2021年1-9月主要产品售价上涨(元/吨)

主要产品	2021 前三季度平均售价	2020 前三季度平均售价	同比 (%)
炼化产品	4262.11	3973.86	7.25
PTA	4014.29	3433.58	16.91
新材料产品	8564.23	7274.43	17.73

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表3 2021Q3 主要产品产销量环比有所下降(万吨)

主要产品	2021Q3	环比 (%)	同比 (%)
产量			
炼化产品	569.46	-5.7%	-4.6%
PTA	314.82	3.2%	65.6%
新材料产品	85.07	6.3%	10.6%
销量			
炼化产品	476.29	-29.8%	-21.8%
PTA	277.28	-5.5%	64.7%
新材料产品	84.49	8.5%	26.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

Q3公司实现毛利润78.8亿元，同比下滑9.8%，环比下滑7.3%，毛利率同比下滑7.5个百分点；扣非归母净利润37.49亿元，同比下滑10.3%，环比下

滑 16.8%。主要原因是：Q3 公司采购的原材料价格上涨明显，虽然产品端也有上涨反馈，但幅度不及原材料，因此整体利润表现下滑。在此基础上，公司对负荷进行调整，产销量有所下降。此外，限电对公司暂无直接影响，公司在长兴岛产业园区拥有自备热电厂发电能够满足生产需要，但是由于三季度煤炭价格上涨，采购涨价煤推升了一定成本。

从费用端看，Q3 公司的销售费用、管理费用、财务费用都有一定程度减少，同比下降 67.5%、3.4%、32.6%。公司依然重视研发，研发费用达 2.62 亿元，占扣非归母净利润约 7%，同比增加 35.1%、环比增加 6.5%。充足的研发表明公司在努力开拓新领域。

● 九大基地项目持续推进，保障公司成长

公司不断发展的过程中形成九大基地，遍布各地。随着九大基地的建设和在建项目的建设，公司现有产业链将得到极大的丰富和完善，提升产品附加值。

图表 4 公司已形成九大生产基地

序号	基地	地点	建设或规划项目	拟投产时间
1	恒力（大连长兴岛）产业园	辽宁大连	15 万吨/年 PBS、30 万吨/年 PBAT	2022
			30 万吨/年己二酸、食品级 CO2、液氨	2024
2	恒力（长三角）国际新材料产业基地	江苏苏州	年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料	2022 年底
3	恒力（营口）产业园	辽宁营口	—	—
4	恒力（南通）纺织新材料产业园	江苏南通	恒科三期 150 万吨绿色多功能纺织新材料	2021 年底
			可降解塑料产品	—
5	恒力（宿迁）产业园	江苏宿迁	德力二期建设年产 120 万吨差别化超仿真功能性化学纤维、年产 10 亿米功能性面料等	—
6	恒力（泸州）产业园	四川泸州	年产 120 万吨智能化聚酯纺丝	2021 年底
7	恒力（榆林）产业园	陕西榆林	煤化一体化、纺织新材料	—
8	恒力（惠州）产业园	广东惠州	500 万吨/年 PTA 装置	2022 年
9	恒力（贵阳）产业园	贵州贵阳	高端仿真丝、高端特种功能性聚酯薄膜等	试投产

资料来源：wind，华安证券研究所

在增强产业链厚度的同时，依靠全资子公司康辉新材料向可降解新材料、半导体、新能源材料布局。康辉新材料公司是国内差异化、高性能绿色环保薄膜与塑料新材料的先进企业，依托德国布鲁克纳公司世界一流的拉膜工艺及自有聚酯技术，生产出行业领先的双向拉伸聚酯薄膜（BOPET）、PBT工程塑料、功能性聚酯及PBS/PBAT生物可降解塑料。同时康辉新材料是国内最大的中高端MLCC离型基膜生产企业。MLCC（片式多层陶瓷电容器）被称为“电子工业大米”，是世界上用量最大、发展最快的片式元件之一，但配套的BOPET离型膜仍依赖进口。目前公司高平滑MLCC离型基膜已实现量产，超高平滑MLCC离型基膜已通过日韩企业技术验证。此外，康辉新材料能够在线生产12纳米涂硅离型叠片式锂电池保护膜，已经开始发力规划锂电隔膜新产品产能建设。

公司作为国内炼化公司的先进代表，在产业链不断增厚增强的同时，以“恒力速度”积极布局高端聚酯新材料、可降解新材料、半导体新材料、新能源材料，充分发挥研发优势，未来成长空间广阔。

● 投资建议

预计公司2021-2023年归母净利润分别为166.43、184.24、218.56亿元，同比增速为23.6%、10.7%、18.6%。对应PE分别为10.16、9.18、7.74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	198375	210946	228210
收入同比 (%)	51.2%	30.2%	6.3%	8.2%
归属母公司净利润	13462	16643	18424	21856
净利润同比 (%)	34.3%	23.6%	10.7%	18.6%
毛利率 (%)	18.5%	17.3%	17.1%	18.2%
ROE (%)	28.7%	26.2%	22.5%	21.1%
每股收益 (元)	1.92	2.36	2.62	3.11
P/E	14.63	10.16	9.18	7.74
P/B	4.20	2.66	2.06	1.63
EV/EBITDA	9.51	8.39	8.63	7.45

资料来源：wind，华安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	52105	66223	59490	118218	营业收入	152373	198375	210946	228210
现金	15671	1903	1173	57730	营业成本	124116	164156	174845	186690
应收账款	1364	1567	1656	1879	营业税金及附加	2628	3174	2742	2282
其他应收款	803	1250	1651	1476	销售费用	177	1587	1477	1369
预付账款	1994	2358	2438	2762	管理费用	1716	2579	2109	1826
存货	19691	41308	38116	39099	财务费用	5029	6294	7066	9081
其他流动资产	12582	17835	14455	15273	资产减值损失	-626	0	0	0
非流动资产	138924	183332	217550	250445	公允价值变动收益	-239	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-397	0	0	0
固定资产	121850	162467	208604	250447	营业利润	18051	20713	22889	27152
无形资产	7189	9585	11139	12916	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	9885	11280	-2193	-12917	营业外支出	25	0	0	0
资产总计	191029	249555	277040	368664	利润总额	18037	20713	22889	27152
流动负债	85800	127548	135682	205727	所得税	4543	3935	4349	5159
短期借款	49879	57588	70211	138922	净利润	13495	16777	18540	21993
应付账款	15005	36547	33725	33381	少数股东损益	33	134	116	136
其他流动负债	20915	33414	31746	33424	归属母公司净利润	13462	16643	18424	21856
非流动负债	58205	58205	59016	58601	EBITDA	30475	33788	34509	41550
长期借款	53883	53883	54694	54280	EPS (元)	1.92	2.36	2.62	3.11
其他非流动负债	4322	4322	4322	4322					
负债合计	144004	185753	194698	264328					
少数股东权益	119	254	370	506					
股本	7039	7039	7039	7039					
资本公积	18350	18350	18350	18350					
留存收益	21516	38159	56583	78440					
归属母公司股东权益	46905	63548	81972	103829					
负债和股东权益	191029	249555	277040	368664					

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	37362	32939	36903
净利润	13462	16643	18424	21856
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	6155	1513	-837
其他经营现金流	15289	10622	17027	22830
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	-13768	-730	56557

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	51.2%	30.2%	6.3%	8.2%
营业利润	36.5%	14.7%	10.5%	18.6%
归属于母公司净利润	34.3%	23.6%	10.7%	18.6%
获利能力				
毛利率 (%)	18.5%	17.3%	17.1%	18.2%
净利率 (%)	8.8%	8.4%	8.7%	9.6%
ROE (%)	28.7%	26.2%	22.5%	21.1%
ROIC (%)	11.0%	11.6%	11.0%	9.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	75.4%	74.4%	70.3%	71.7%
净负债比率 (%)	306.2%	291.1%	236.4%	253.3%
流动比率	0.61	0.52	0.44	0.57
速动比率	0.35	0.18	0.14	0.37
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.79	0.76	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	2.36	2.62	3.11
每股经营现金流	3.43	5.31	4.68	5.24
每股净资产	6.66	9.03	11.65	14.75
估值比率				
P/E	14.63	10.16	9.18	7.74
P/B	4.20	2.66	2.06	1.63
EV/EBITDA	9.51	8.39	8.63	7.45

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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 15%；
- 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。