

恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.03 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)	1,691.50
年内股价最高最低(元)	45.36/18.70
沪深 300 指数	4898
上证指数	3562

多产业链布局有望持续增长

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	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	10.36	8.36	6.73
P/B	3.12	4.20	2.98	2.46	2.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

恒力石化 2021 年 10 月 27 日发布 2021 年三季报, 2021 年前三季度实现营业收入 1514.9 亿元, 同比增长 46.6%, 归母净利 127.1 亿元, 同比增长 28.46%, 扣非归母净利 120.1 亿元, 同比增长 24.19%。

经营分析

- 上游成本上涨, 环节价差承压。上游煤炭、原油、PX 等原材料价格大幅上涨, 下游需求景气恢复有限, 产品终端销售价格上涨幅度不及上游原材料价格涨幅, 原油-PX-PTA-长丝三季度各环节景气度出现环比下滑, 环节价差压缩影响季度利润, 在景气偏低情境下, 当前公司盈利能力再次得到验证。
- 持续推进深加工, 公司有望持续增长。参考公司现有公告项目, 目前恒力石化在建 80 万吨功能性聚酯薄膜及工程塑料, 其中 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, 150 万吨民用丝, 45 万吨可降解塑料及可降解塑料一体化配套项目, 在建项目有望从 2022 年起分批投产, 给公司业绩持续贡献成长性。与此同时, 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

我们预计恒力石化 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

相关报告

- 1.《弃油投新, 锂电光伏等 7 板块发力! -恒力石化半年报点评》, 2021.8.16
- 2.《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
- 3.《高增长低估值持续验证! -恒力石化业绩快报点评》, 2021.4.6
- 4.《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

1、上游原材料价格上涨，环节价差持续承压

恒力石化 2021 年 10 月 27 日发布 2021 年三季度报，2021 年前三季度实现营业收入 1514.9 亿元，同比增长 46.6%，归母净利润 127.1 亿元，同比增长 28.46%，扣非归母净利润 120.1 亿元，同比增长 24.19%。

参考恒力石化三季度经营数据，2021 年 1-9 月煤炭、原油、PX 价格同比上升 52%、39.5%、47%，而由于终端需求恢复缓慢，从而导致行业景气度较弱，公司前三季度炼化产品、PTA 以及新材料产品终端销售价格仅同比 2020 年 1-9 月上漲 7.25%、16.9%、17.7%，恒力石化一体化项目配套煤电厂、煤制氢、煤制醋酸等煤化工项目，煤炭价格大幅上涨或影响公司生产的能耗成本及相关环节原材料生产成本。原材料价格大幅上涨导致环节间价差承压，从而导致原油-PX-PTA-聚酯行业景气度下行，在行业景气度较低前提下，恒力石化 2021 年 Q3 实现单季度归母净利润 40.7 亿元，或持续验证公司在较悲观情景下盈利能力。

图表 1：恒力石化全环节景气度

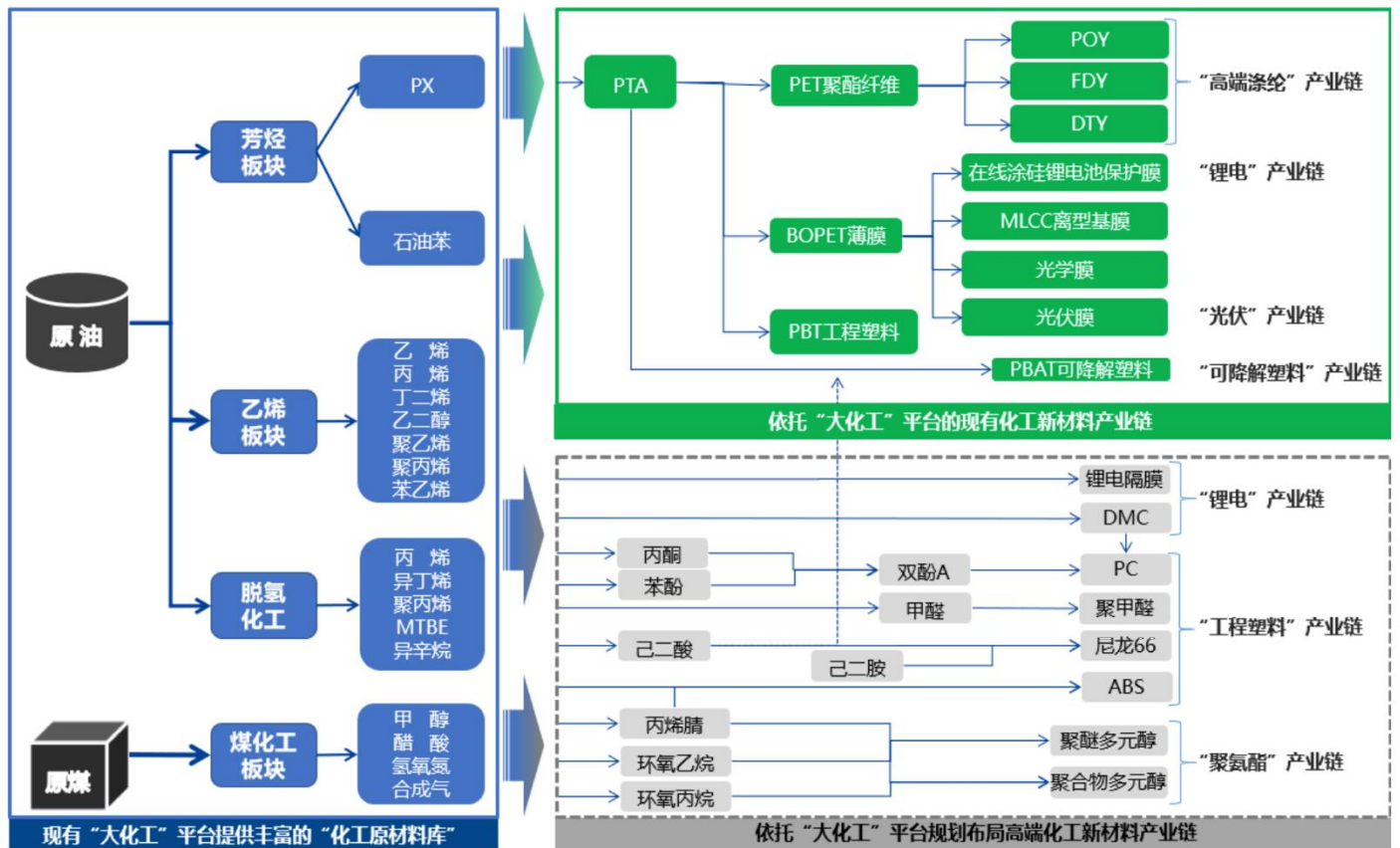


来源：Wind，国金证券研究所

2、持续布局深加工，盈利或持续增厚

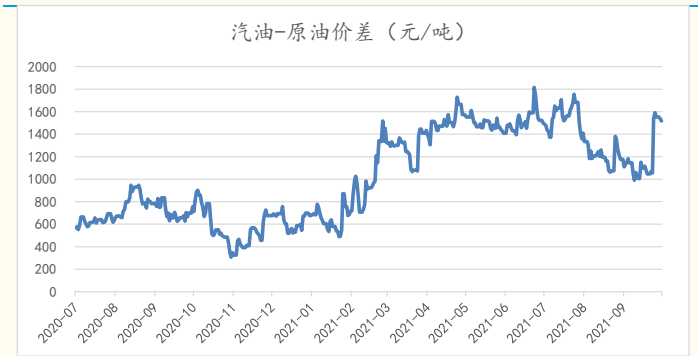
与此同时，参考恒力石化半年报及上半年公告项目，公司布局了 80 万吨功能性聚酯薄膜，150 万吨民用丝，45 万吨可降解塑料及配套装置，新建产能有望 2022 年起分批次投产，增厚公司 2022-2024 年业绩，给公司带来显著成长性。与此同时，公司持续推进各产业链的深加工，并公告在锂电、工程塑料、聚氨酯等 7 大产业链进行布局，逐步进入新材料以及新能源市场。高研发费用投入有望加快各环节技术及产品研发推进速度，大炼化龙头的一体化规模化优势相比单一环节的新能源或半导体材料企业，一旦攻克技术，也将具备明显的成本优势及综合竞争力，产业链的延长也有望进一步增厚公司盈利能力。

图表 2: 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

图表 3: 汽油-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 4: 柴油-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 航煤-原油价差



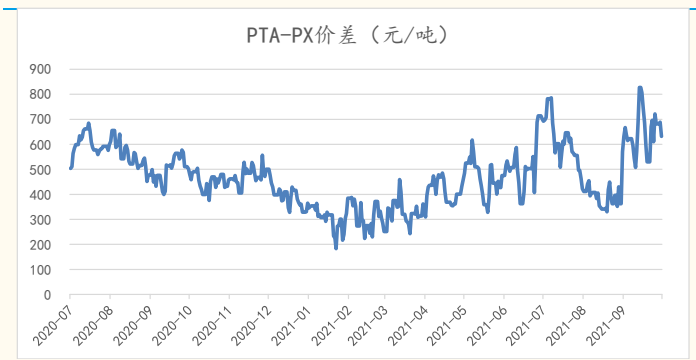
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: PX-原油价差



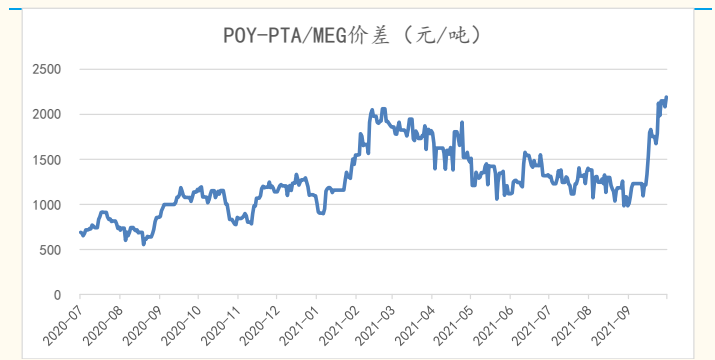
来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: PTA-PX 价差



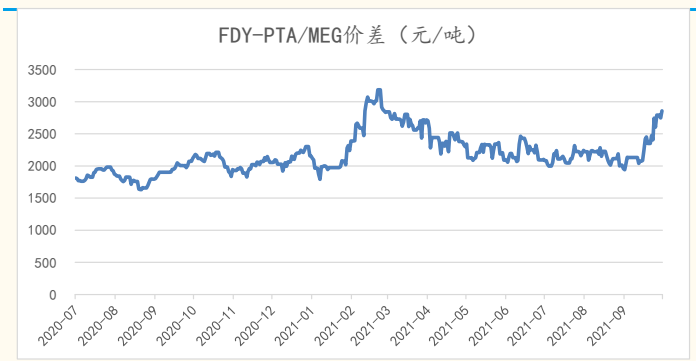
来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: POY-PTA/MEG 价差



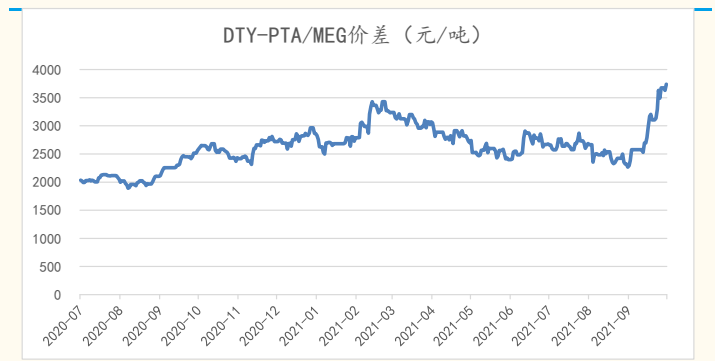
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: FDY-PTA/MEG 价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: DTY-PTA/MEG 价差



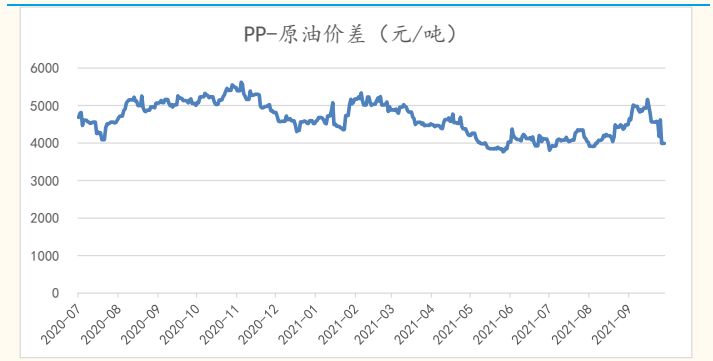
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: LLDPE-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: PP-原油价差



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	0.300	0.400	0.770	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	2	7	13	34	80
增持	0	0	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	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。

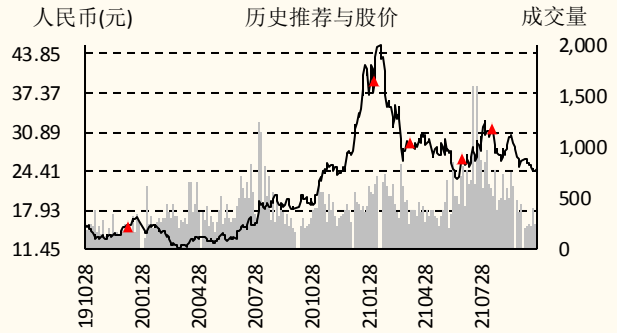
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-01-08	买入	16.28	20.49 ~ 20.49
2	2020-01-18	买入	17.51	22.76 ~ 22.76
3	2020-02-02	买入	17.07	22.76 ~ 22.76
4	2020-04-19	买入	13.85	22.76 ~ 22.76
5	2021-02-08	买入	38.51	71.40 ~ 71.40
6	2021-04-06	买入	29.70	71.40 ~ 71.40
7	2021-07-01	买入	26.24	71.40 ~ 71.40
8	2021-08-16	买入	30.95	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。

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