

相关研究

《恒力石化(600346):“炼化+新材料”,上下一体化强化龙头》2021.04.26

《恒力石化(600346):多个项目齐披露,加大力度深耕新材料》2021.06.25

《恒力石化(600346):景气周期推动,半年业绩同比大幅回升》2021.06.30

《恒力石化(600346):顺周期业绩复苏,加大布局“炼化+新材料”》2021.08.17

构建大化工平台, 开拓新材料领域

2021年10月28日

事件: 2021年10月28日,恒力石化发布《2021年第三季度报告》,2021年前三季度,公司实现营业收入1514.89亿元,同比增长46.60%;实现归母净利润127.12亿元,同比增长28.46%;实现基本每股收益1.81元,同比增长28.37%。其中2021年第三季度实现营业收入469.14亿元,同比增长30.40%,环比下降8.62%;实现归母净利润40.70亿元,同比下降7.06%,环比下降10.18%,实现扣非后归母净利润37.49亿元,同比下降10.31%,环比下降16.85%;实现基本每股收益0.58元,同比下降6.45%。

点评:

- **能耗双控背景叠加能源价格高企,第三季度业绩环比略降。**今年以来,受能源短缺预期叠加原油库存下降的影响,能源价格持续攀升,2021年原油前三季度均价为3,065.27元/吨,同比增长39.47%;煤炭前三季度平均进价为748.56元/吨,同比增长52.27%,石化企业原材料端价格支撑强劲。需求端,受益于全球持续从疫情中持续复苏,石化产品价格持续上涨,价差走阔,前3季度营收和盈利同比大幅增长。公司炼化产品前三季度平均售价4,262.11元/吨,同比增长7.25%;PTA前三季度平均售价为4,014.29元/吨,同比增长16.91%;新材料产品前三季度平均售价8,564.23元/吨,同比增长17.73%。恒力化工150万吨乙烯项目和2*250万吨PTA项目于2020年中和下半年达产,公司产销量(含炼化和PTA贸易量)放大,量价齐升下,前三季度营收大幅增长。但第3季度由于能耗双控政策,部分下游装置开工率有所下降,叠加煤炭等成本因素价格过快上涨,公司3季度盈利环比略有下降。
- **PTA产能提升持续推进,增强化纤产业链综合实力。**公司上游具备2000万吨/年炼化能力,500万吨/年现代煤化工装置,年产450万吨PX和40万吨醋酸。在中游PTA领域,目前公司现有1160万吨/年PTA产能,为行业内唯一一家千万吨级权益产能公司,另有2条500万吨PTA生产线在建,预计2022年年中投产。该产能达产后,公司PTA产能将达到1660万吨/年,有利于公司整合聚酯纤维产业链上游技术优势,实现规模与成本竞争力进一步增强。公司在下游积极布局差异化聚酯纤维品种,旗下恒科二期135万吨民用丝项目去年顺利投产;三期布局150万吨绿色多功能纺织材料,包含15万吨新型弹性纤维、15万吨环保纤维、30万吨阳离子纤维、30万吨全消光纤维和60万吨差别化纤维。该产能投产后,公司化纤产业链覆盖将进一步拓宽,差异化竞争优势增强。在工艺方面,公司是国内少有能够量产规格7D FDY产品的企业,在民用涤纶长丝领域拥有坚实的护城河和技术优势。
- **“大化工”平台十年磨一剑,配套设施加速产业融合。**自2010年开始,公司在大连长兴岛产业园区集中布局“炼化+煤化工+乙烯+PTA”四大产业集群。长兴岛在配套设施方面,公司布局建设35万吨/年合成氨装置、30万吨/年硝酸装置、30万吨/年己二酸装置和20万吨/年食品级CO2装置,以及配套储运设施,通过共享炼化园区公用工程来降低成本。公

司以炼化、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，其中己二酸是生产尼龙 66 的重要原材料。配套设施的逐步完善，为产业链延伸和成本优化形成良好支撑，打造规模+工艺+配套的全产业链协同优势。此外，包括电子级 DMC、PC、ABS 等高附加值产品的烯烃下游精细化工园项目也在加快规划和审批，预计将进一步提升上游 C2-C4 产业链的原料支撑厚度与产品附加值。

- **康辉新材料布局多板块市场，产业链多元覆盖打开新格局。**公司前三季度新材料产品实现产量 245.48 万吨，同比增长 19.33%，实现营收 195.18 亿元，同比增长 58.36%。公司旗下子公司康辉新材料投资建设年产 80 万吨功能性聚脂薄膜和功能性塑料项目，建设产能包含高端功能性聚酯薄膜 47 万吨、特种功能性薄膜 10 万吨、改性 PBT15 万吨、改性 PBAT8 万吨。其中高端功能性聚酯薄膜被广泛应用于电子电气（12.5 万吨）、光学材料（7.6 万吨）、信息技术（7.6 万吨）、新型装饰（8.2 万吨）、新能源汽车（4.1 万吨）和包装材料（7 万吨）；特种功能性薄膜主要应用于锂电隔膜、光伏背板膜等领域，公司也是全球少有能够在线生产 12 微米涂硅离型叠片式锂电池保护膜的企业；15 万吨改性 PBT 主要应用于汽车制造领域；8 万吨改性 PBAT 主要应用于可降解塑料袋、生物降解胶等领域。康辉新材料聚酯薄膜和功能性塑料的产线布局助推公司开拓锂电和光伏产业链，进军新能源赛道。康辉大连新材料公司布局 45 万吨 PBS/PBAT 可降解新材料产能，预计 2022 年投产。在上游“大化工”的产业链平台支撑下，公司快速扩张高端差异化的消费新材料产能，可降解塑料顺应当前“双碳”目标，不断满足市场增量需求。综合来看，子公司康辉新材料实现了功能性薄膜和工程塑料的差异化布局，开拓“新消费”和“硬科技”的发展赛道，实现产业链的多元覆盖。
- **国家双碳政策频出，加快炼化行业优胜劣汰进程。**近期，中共中央、国务院发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，国务院发布《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知（国发〔2021〕23 号）》，国家发展改革委发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》和《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》，推动石化行业碳达峰，严控新增炼油能力，到 2025 年国内一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80%以上。我们认为，在供给侧发展受限的环境下，恒力石化采用全加氢工艺流程，依托“少油多化”的炼化一体化装置，优化能源利用率，降低单位能耗强度助推产业链实现低碳发展，在中国炼化行业中的竞争力进一步增强。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 166、180 和 212 亿元，归母净利润增速分别为 23.0%、8.9%和 17.5%，EPS（摊薄）分别为 2.35、2.56 和 3.01 元/股，对应 2021 年 10 月 27 日的收盘价，PE 分别为 10.21 倍、9.37 倍和 7.98 倍。我们看好公司大炼化项目持续贡献收益，依托于“大化工”平台发展化工新材料业务，我们维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；国内 PTA 产能加剧导致利润持续摊薄的风险；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险；“碳中和”政策对石化行业大幅加码的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	100,782	152,373	165,861	182,840	209,924
增长率 YoY %	67.8%	51.2%	8.9%	10.2%	14.8%
归属母公司净利润 (百万元)	10,025	13,462	16,562	18,044	21,193
增长率 YoY%	201.7%	34.3%	23.0%	8.9%	17.5%
毛利率%	20.8%	18.5%	20.4%	19.7%	19.6%
净资产收益率ROE%	27.6%	28.7%	28.6%	26.3%	26.1%
EPS(摊薄)(元)	1.42	1.91	2.35	2.56	3.01
市盈率 P/E(倍)	11.29	14.63	10.21	9.37	7.98
市净率 P/B(倍)	3.12	4.20	2.92	2.47	2.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	53,294	52,105	57,526	73,013	88,610	营业总收入	100,782	152,373	165,861	182,840	209,924
货币资金	16,509	15,671	19,509	32,162	43,547	营业成本	79,866	124,116	132,076	146,911	168,813
应收票据	17	4	5	5	6	营业税金	2,121	2,628	2,860	3,153	3,620
应收账款	675	1,364	1,484	1,636	1,879	销售费用	952	177	880	591	896
预付账款	910	1,994	2,122	2,361	2,713	管理费用	1,090	1,716	1,831	2,038	2,329
存货	19,464	19,691	20,954	23,307	26,782	研发费用	958	826	1,593	1,495	1,624
其他	15,719	13,380	13,452	13,541	13,684	财务费用	3,563	5,029	5,250	5,240	5,209
非流动资产	121,083	138,924	140,896	139,077	140,819	减值损失	-6	-626	-1	-1	-3
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收	275	-397	-433	-477	-547
固定资产	83,075	121,850	119,803	121,381	121,348	其他	723	1,192	1,014	1,118	1,284
无形资产	5,808	7,189	9,585	11,139	12,916	营业利润	13,223	18,051	21,952	24,051	28,167
其他	32,200	9,885	11,509	6,557	6,556	营业外收	-11	-14	-13	-13	-13
资产总计	174,378	191,029	198,422	212,089	229,429	利润总额	13,212	18,037	21,939	24,038	28,154
流动负债	82,267	85,800	82,114	85,189	89,759	所得税	3,100	4,543	5,336	5,950	6,908
短期借款	47,597	49,879	49,879	49,879	49,879	净利润	10,112	13,495	16,603	18,088	21,245
应付票据	4,984	7,805	8,306	9,239	10,616	少数股东	87	33	41	44	52
应付账款	18,778	15,005	15,967	17,760	20,408	归属母公	10,025	13,462	16,562	18,044	21,193
其他	10,908	13,110	7,962	8,310	8,855	EBITDA	19,871	30,475	33,472	37,383	44,011
非流动负债	55,371	58,205	58,205	58,205	58,205	EPS (当年)(元)	1.42	1.91	2.35	2.56	3.01
长期借款	51,265	53,883	53,883	53,883	53,883						
其他	4,106	4,322	4,322	4,322	4,322						
负债合计	137,639	144,004	140,319	143,393	147,964						
少数股东权益	406	119	160	204	256						
归属母公司	36,333	46,905	57,944	68,492	81,210						
负债和股东权益	174,378	191,029	198,422	212,089	229,429						
重要财务指标	单位:百万元										
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
营业总收入	100,782	152,373	165,861	182,840	209,924						
同比 (%)	67.8%	51.2%	8.9%	10.2%	14.8%						
归属母公司净利润	10,025	13,462	16,562	18,044	21,193						
同比 (%)	201.7%	34.3%	23.0%	8.9%	17.5%						
毛利率 (%)	20.8%	18.5%	20.4%	19.7%	19.6%						
ROE%	27.6%	28.7%	28.6%	26.3%	26.1%						
EPS (摊薄)(元)	1.42	1.91	2.35	2.56	3.01						
P/E	11.29	14.63	10.21	9.37	7.98						
P/B	3.12	4.20	2.92	2.47	2.08						
EV/EBITDA	10.03	9.51	7.72	6.57	5.32						

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动	16,937	24,143	23,920	32,839	38,821
经营现金流	16,937	24,143	23,920	32,839	38,821
净利润	10,112	13,495	16,603	18,088	21,245
折旧摊销	4,076	7,565	6,852	8,732	11,369
财务费用	3,110	3,576	5,289	5,289	5,289
投资损失	-275	397	433	477	547
营运资金	191	-1,342	-5,270	240	354
其它	-277	452	13	14	15
投资活动	-39,913	-22,411	-8,105	-7,228	-13,497
资本支出	-41,774	-23,929	-7,672	-6,751	-12,949
长期投资	204	1,103	0	0	0
其他	1,657	415	-433	-477	-547
筹资活动	25,637	-1,021	-11,977	-12,959	-13,939
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	33,633	7,097	0	0	0
支付利息或股息	-6,209	-8,006	-11,977	-12,959	-13,939
现金流净增加额	2,758	701	3,838	12,653	11,385

研究团队简介

陈淑娴, CFA, 石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士, 北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心, 主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围 2020 年第 18 届新财富能源开采行业最佳分析师, 荣获 2020 年第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名, 2020 年第 8 届 Wind “金牌分析师”石化行业第四名, 2020 年“21 世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告, 2019 年第 7 届 Wind “金牌分析师”石化行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。