

依托上游大化工平台，发力新材料赛道



核心观点

- **单季度业绩受煤价影响：**恒力石化发布三季报公告前三季度实现营收1514.89亿元，同比+46.60%，实现归母净利润127.12亿元，同比+28.31%，2021Q3单季度实现营收469.14亿元，同比+30.40%，环比-8.62%，实现归母净利润40.70亿元，同比-7.06%，环比-10.17%，业绩同比环比均出现下滑。
- **煤价上涨和装置检修拖累三季度炼化业绩：**前三季度炼化板块实现营收859.89亿元，2021Q3单季度炼化板块实现营收219.87亿元，环比下滑32.09%，主要原因在于三季度炼化装置检修导致产品产量减少。此外，公司采购煤炭用于自备电厂发电和炼厂制氢，煤炭价格的上涨侵蚀利润，前三季度公司采购煤炭均价748.56元/吨，同比+52.27%。
- **向新材料赛道延伸：**公司目前已经公告150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目、45万吨PBS类生物降解塑料项目、年产80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目等新材料项目。依托大化工平台，公司还规划发展包括可降解新材料产业链、锂电产业链、光伏产业链、新型工程塑料产业链等高增长、高潜力新材料市场，我们认为公司有望迎来“第二增长曲线”。

财务预测与投资建议

- 基于当下炼化景气水平，我们预测公司2021-2023年每股收益分别为2.35、2.64、2.99元（原预测2.22、2.36、2.59元），可比公司22年调整后平均市盈率为11倍，对应目标价为29.02元/股（原目标价33.34元/股），维持买入评级。

风险提示

- 油价大幅波动；行业景气度下行；项目进度不及预期。

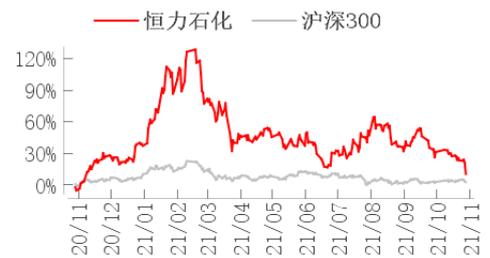
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	100,782	152,373	208,272	215,776	241,729
同比增长(%)	67.8%	51.2%	36.7%	3.6%	12.0%
营业利润(百万元)	13,223	18,051	22,173	24,964	28,262
同比增长(%)	221.0%	36.5%	22.8%	12.6%	13.2%
归属母公司净利润(百万元)	10,025	13,462	16,536	18,570	21,019
同比增长(%)	201.7%	34.3%	22.8%	12.3%	13.2%
每股收益(元)	1.42	1.91	2.35	2.64	2.99
毛利率(%)	20.8%	18.5%	17.0%	17.8%	17.4%
净利率(%)	9.9%	8.8%	7.9%	8.6%	8.7%
净资产收益率(%)	31.4%	32.3%	31.4%	28.5%	26.4%
市盈率	16.9	12.6	10.2	9.1	8.0
市净率	4.7	3.6	2.9	2.4	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月28日)	21.9元
目标价格	29.04元
52周最高价/最低价	48.47/18.62元
总股本/流通A股(万股)	703,910/703,910
A股市值(百万元)	154,156
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年10月29日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.05	-17.39	-21.45	10.4
相对表现	-10.56	-22	-22.06	6.68
沪深300	-1.49	4.61	0.61	3.72



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

倪吉

021-63325888*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

联系人

袁帅

yuanshuai@orientsec.com.cn

相关报告

依托炼化一体化，扩大下游规模优势

2021-04-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

由于油价上升后带动石化景气度回升，故对核心产品的价格做出上调。PTA 景气度下行，故下调 PTA 的毛利率，PBAT 受 BDO 涨价影响，下调毛利率。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
核心假设				
PX 价格（元/吨）	5149	5149	5780	5780
变动幅度			12.25%	12.25%
PTA 价格（元/吨）	3462	3462	4171	4171
变动幅度			20.47%	20.47%
MEG 价格（元/吨）	4258	4258	4498	4498
变动幅度			5.63%	5.63%
聚乙烯价格（元/吨）	7476	7476	7701	7701
变动幅度			3.01%	3.01%
聚丙烯价格（元/吨）	7823	7823	7813	7813
变动幅度			-0.13%	-0.13%
营业税金	4020	4052	4195	4224
变动幅度			4.34%	4.24%
分项目盈利预测				
炼油化工				
销售收入	115,963	115,963	128,228	128,228
变动幅度			10.58%	10.58%
毛利率	24.14%	24.14%	22.94%	24.47%
变动幅度			-1.20%	0.33%
PTA				
销售收入	34,302	35,999	41,323	43,368
变动幅度			20.47%	20.47%
毛利率	11.77%	22.41%	4.64%	4.64%
变动幅度			-7.13%	-17.77%
聚酯				
销售收入	24,612	31,046	22,336	27,652
变动幅度			-9.25%	-10.93%
毛利率	15.62%	20.71%	16.41%	16.57%
变动幅度			0.79%	-4.14%
PBAT				
销售收入	726	660	660	660
变动幅度			-9.09%	0.00%
毛利率	39.19%	33.11%	27.31%	27.31%
变动幅度			-11.88%	-5.80%

其他主营业务

销售收入	14,266	14,409	14,266	14,409
变动幅度			0.00%	0.00%
毛利率	-2.07%	-2.07%	-2.07%	-2.07%
变动幅度			0.00%	0.00%

其他业务

销售收入	1,459	1,459	1,459	1,459
变动幅度			0.00%	0.00%
毛利率	36.18%	36.18%	36.18%	36.18%
变动幅度			0.00%	0.00%

销售收入合计	191,328	199,536	208,272	215,776
变动幅度			8.86%	8.14%
综合毛利率	17.64%	17.69%	17.01%	17.79%
变动幅度			-0.63%	0.10%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	2021E		2022E	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入	191,328	199,536	208,272	215,776
变动幅度			8.86%	8.14%
营业利润	20,989	22,348	22,173	24,964
变动幅度			5.64%	11.71%
归属母公司净利润	15,646	16,629	16,536	18,570
变动幅度			5.69%	11.67%
每股收益（元）	2.22	2.36	2.35	2.64
变动幅度			5.82%	11.79%
毛利率(%)	17.64%	17.69%	17.01%	17.79%
变动幅度			-0.63%	0.10%
净利率(%)	8.18%	8.33%	7.94%	8.61%
变动幅度			-0.24%	0.28%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值表（估值日期 2021/10/28）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
荣盛石化	1.38	1.79	2.02	12.3	9.5	8.4
恒逸石化	1.39	1.60	1.78	7.8	6.8	6.1
东方盛虹	0.52	1.54	2.12	52.8	17.9	13.0
卫星化学	3.78	4.81	5.80	10.4	8.2	6.8

双星新材	1.18	1.60	2.07	21.2	15.7	12.1
调整后平均				15	11	9

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16,509	15,671	32,285	43,673	67,141	营业收入	100,782	152,373	208,272	215,776	241,729
应收票据及应收账款	3,961	5,450	1,870	1,937	2,170	营业成本	79,866	124,116	172,855	177,393	199,669
预付账款	910	1,994	2,726	2,824	3,164	营业税金及附加	2,121	2,628	4,195	4,224	4,332
存货	19,464	19,691	27,424	28,143	31,678	营业费用	952	177	242	251	281
其他	12,451	9,298	9,593	9,632	9,769	管理费用及研发费用	2,049	2,542	3,498	3,615	4,041
流动资产合计	53,294	52,105	73,897	86,210	113,922	财务费用	3,563	5,029	5,535	5,395	5,221
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	19	604	3	0	1
固定资产	83,075	121,850	121,649	122,974	124,374	公允价值变动收益	125	239	125	163	176
在建工程	23,716	3,908	8,195	10,339	2,782	投资净收益	275	(397)	(397)	(397)	(397)
无形资产	5,808	7,189	7,017	6,846	6,675	其他	610	932	501	300	301
其他	8,484	5,977	2,605	1,803	1,002	营业利润	13,223	18,051	22,173	24,964	28,262
非流动资产合计	121,083	138,924	139,466	141,963	134,833	营业外收入	10	11	15	12	13
资产总计	174,378	191,029	213,364	228,173	248,755	营业外支出	21	25	17	21	21
短期借款	47,597	49,879	49,879	49,879	49,879	利润总额	13,212	18,037	22,171	24,955	28,254
应付票据及应付账款	23,762	22,810	31,767	32,601	36,695	所得税	3,100	4,543	5,584	6,285	7,116
其他	10,908	13,110	15,092	15,358	16,278	净利润	10,112	13,495	16,588	18,670	21,139
流动负债合计	82,267	85,800	96,738	97,838	102,852	少数股东损益	87	33	52	100	120
长期借款	51,265	53,883	53,883	53,883	53,883	归属于母公司净利润	10,025	13,462	16,536	18,570	21,019
应付债券	1,011	1,014	1,014	1,014	1,014	每股收益(元)	1.42	1.91	2.35	2.64	2.99
其他	3,095	3,308	3,188	3,188	3,188						
非流动负债合计	55,371	58,205	58,085	58,085	58,085	主要财务比率					
负债合计	137,639	144,004	154,824	155,924	160,937		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	406	119	171	271	391	成长能力					
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039	营业收入	67.8%	51.2%	36.7%	3.6%	12.0%
资本公积	18,048	18,025	18,350	18,350	18,350	营业利润	221.0%	36.5%	22.8%	12.6%	13.2%
留存收益	11,202	21,864	32,980	46,589	62,037	归属于母公司净利润	201.7%	34.3%	22.8%	12.3%	13.2%
其他	44	(23)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	36,739	47,024	58,540	72,250	87,817	毛利率	20.8%	18.5%	17.0%	17.8%	17.4%
负债和股东权益总计	174,378	191,029	213,364	228,173	248,755	净利率	9.9%	8.8%	7.9%	8.6%	8.7%
						ROE	31.4%	32.3%	31.4%	28.5%	26.4%
						ROIC	11.0%	11.7%	12.8%	13.1%	13.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	78.9%	75.4%	72.6%	68.3%	64.7%
净利润	10,112	13,495	16,588	18,670	21,139	净负债率	234.7%	197.6%	130.4%	89.9%	47.2%
折旧摊销	3,475	7,041	9,369	9,987	10,703	流动比率	0.65	0.61	0.76	0.88	1.11
财务费用	3,563	5,029	5,535	5,395	5,221	速动比率	0.41	0.38	0.48	0.59	0.80
投资损失	(275)	397	397	397	397	营运能力					
营运资金变动	(3,746)	(447)	5,757	175	769	应收账款周转率	173.9	149.5	129.1	113.7	118.1
其它	3,808	(1,372)	2,472	(163)	(174)	存货周转率	4.2	6.3	7.3	6.4	6.7
经营活动现金流	16,937	24,143	40,119	34,461	38,054	总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
资本支出	(43,900)	(26,467)	(12,483)	(12,483)	(3,572)	每股指标(元)					
长期投资	2	2	0	0	0	每股收益	1.42	1.91	2.35	2.64	2.99
其他	3,985	4,054	(272)	(234)	(222)	每股经营现金流	2.41	3.43	5.70	4.90	5.41
投资活动现金流	(39,913)	(22,411)	(12,755)	(12,717)	(3,794)	每股净资产	5.16	6.66	8.29	10.23	12.42
债权融资	12,487	3,595	(119)	0	0	估值比率					
股权融资	172	(22)	325	0	0	市盈率	16.9	12.6	10.2	9.1	8.0
其他	12,978	(4,594)	(10,955)	(10,356)	(10,792)	市净率	4.7	3.6	2.9	2.4	1.9
筹资活动现金流	25,637	(1,021)	(10,750)	(10,356)	(10,792)	EV/EBITDA	12.8	8.6	7.0	6.4	5.9
汇率变动影响	98	(10)	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.5	11.3	9.4	8.6	7.8
现金净增加额	2,758	701	16,614	11,388	23,468						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn