

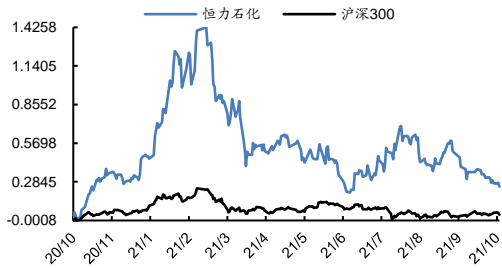
研究所

证券分析师：李永磊 S0350521080004
liyl03@ghzq.com.cn
15120081690
证券分析师：董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
15210959531
联系人：汤永俊 S0350121080058
15606133057 tangyj03@ghzq.com.cn

获评能效领跑者标杆企业，新材料项目持续建设

——恒力石化（600346）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恒力石化	-9.5%	-16.6%	25.1%
沪深300	0.4%	3.1%	4.2%

市场数据

	2021/10/27
当前价格(元)	24.03
52周价格区间(元)	19.13-49.80
总市值(百万)	169,149.57
流通市值(百万)	169,149.57
总股本(万股)	703,909.98
流通股本(万股)	703,909.98
日均成交额(百万)	622.18
近一月换手(%)	0.36

事件：

2021年10月28日，公司发布2021年三季度报：实现营业收入1514.89亿元，同比+46.60%；实现归母净利润127.12亿元，同比+28.46%；加权平均净资产收益率为24.98%，同比增加0.48个百分点。销售毛利率15.74%，同比减少5.39个百分点；销售净利率8.39%，同比减少1.20个百分点。

其中，2021年Q3实现营收469.14亿元，同比+30.4%，环比-8.62%；实现归母净利润40.70亿元，同比-7.06%，环比-9.99%；平均净资产收益率为7.81%，同比减少2.78个百分点，环比减少1.14个百分点。销售毛利率16.80%，同比减少7.48个百分点，环比增加0.24个百分点；销售净利率8.69%，同比减少3.44个百分点，环比减少0.12个百分点。

2021年8月17日，中国石化联合会官网公示了2020年度石油和化工行业重点产品能效“领跑者”、水效“领跑者”名单和指标，恒力石化（大连）有限公司和恒力石化（大连）炼化有限公司均获评“2020年度石油和化工行业能效领跑者标杆企业”，其中精对苯二甲酸、原油加工、对二甲苯、醋酸四项产品能效行业领跑。

投资要点：

■ 炼化项目稳定贡献业绩，公司前三季度业绩高速增长

公司2021年前三季度实现营收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%。公司前三季度业绩创历史新高，主要受益于公司2000万吨/年炼化装置、150万吨/年乙烯装置以及配套煤化工装置投产后运行稳健，效益释放明显。其中，2021年前三季度，炼化业务实现营收859.89亿元，同比增长44.10%，销量达2016.81万吨，同比增长34.36%；PTA业务实现营收355.69亿元，同比增长71.22%，销量达886.06万吨，同比增长46.45%；新材料业务实现营收195.18亿元，同比增长58.36%，销量达227.91万吨，同比增长34.52%。2021年Q3，公司单季度实现营收469.14亿元，同比增长30.40%，环比减少8.62%；实现归母净利润40.70亿元，同比减少7.06%，环比减少9.99%。在上游原油和煤炭价格不断攀升的背景下，公司单季度盈利仍可保持在40亿元以上，展现出公司良好的成本控制能力和持续稳定的盈利能力。

2021Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.26%/0.97%/2.02%，同比-0.75/-0.34/-1.88 pct，环比+0.14/-0.01/-0.63 pct，期间费用控制优异。2021Q3，公司经营活动现金流入净额为 33.09 亿元，同比增加 31.38 亿元，增幅 1835.09%。2021 年 Q3，公司销售商品、提供劳务收到的现金 335.64 亿元，同比减少 26.81 亿元，降幅 7.99%。

图 1：恒力石化分业务数据

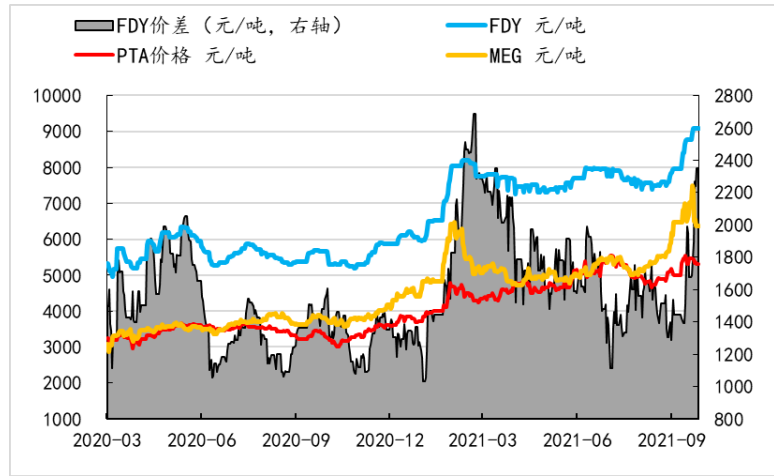
产品/项目	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	
炼化产品	销量(万吨)	1215.61	411.72	480.28	609.07	1007.48	2508.55	861.76	678.76	476.29
	营收(亿元)	426.12	167.16	212.12	217.22	301.73	898.23	315.95	323.76	219.87
	均价(元/吨, 不含税)	3505.43	4060.04	4416.59	3566.42	2994.90	3580.66	3666.33	4769.93	4616.35
PTA	销量(万吨)	567.72	199.69	236.98	168.35	314.41	919.43	315.49	293.29	277.28
	营收(亿元)	286.37	70.36	80.62	56.76	86.74	294.48	110.99	120.49	124.21
	均价(元/吨, 不含税)	5044.21	3523.66	3401.92	3371.29	2758.82	3202.82	3517.89	4108.31	4479.62
新材料	销量(万吨)	268.81	42.61	60.08	66.74	102.39	271.82	65.56	77.86	84.49
	营收(亿元)	228.31	32.99	43.62	46.64	51.95	175.20	52.97	68.19	74.02
	均价(元/吨, 不含税)	8493.45	7742.62	7259.69	6988.66	5073.74	6445.28	8080.23	8757.91	8760.81
营业收入(亿元)	1007.82	297.71	375.87	359.76	490.39	1523.73	532.33	513.41	469.14	
营业成本(亿元)	798.70	231.41	311.16	272.42	426.17	1241.23	457.64	454.91	420.70	
销售毛利率	20.75%	22.27%	17.22%	24.28%	13.10%	18.54%	14.03%	16.56%	16.80%	
毛利润(亿元)	209.12	66.30	64.71	87.34	64.22	282.50	74.69	85.02	78.82	
销售净利率	10.03%	7.27%	8.99%	12.13%	7.31%	8.86%	7.74%	8.81%	8.69%	
净利润(亿元)	101.12	21.66	33.80	43.65	35.83	134.95	41.18	45.23	40.77	

资料来源：wind，国海证券研究所

■ 三季度涤纶长丝价差收窄，四季度有望景气延续

受益于疫情有效控制，下游终端需求向好，2021 年涤纶长丝迎来景气周期，涤纶长丝价格不断增长。2021 年前三季度，FDY 市场均价达 7423.53 元/吨，同增 21.24%，FDY 价差达 1700.22 元/吨，同增 5.73%。2021 年 Q3，受上游原材料价格上涨影响，长丝价差有所收窄，盈利能力下滑，其中 Q3 单季度 FDY 市场均价达 7734.51 元/吨（环比+2.47%），价差达 1543.22 元/吨（环比-16.98%）。进入四季度，涤纶长丝价格快速提升。截至目前，2021 年 Q4 单季度 FDY 市场均价达 8555.21 元/吨（环比+10.61%），价差达 1736.71 元/吨（环比+12.54%），涤纶长丝有望延续上半年景气局面，价差扩大也将有效提升公司化纤产品盈利水平。

图 1: 2021Q4 FDY 价格及价差环比上涨



资料来源: wind, 国海证券研究所

■ 新材料项目持续建设, 公司未来成长确定性强

自 2010 年开始, 公司高效建设完成了 2000 万吨/年炼化一体化项目、500 万吨/年现代煤化工装置、150 万吨/年全球单体最大乙烯项目和 5 套行业单体最大合计 1160 万吨/年的 PTA 装置四大产能集群, 构筑形成了“世界级化工型炼厂+现代煤化工装置”集成实现的“油煤化”深度融合的“大化工”战略支撑平台。未来几年, 公司持续进行新项目建设, 一方面公司惠州在建 500 万吨/年 PTA 项目(预计 2022 年中投产), 进一步做大和完善中上游产业布局。另一方面, 公司依托现有丰富的“化工原料库”, 加速布局下游高端化工新材料产业链, 除现有 24 万吨/年 PBT 工程塑料、3.3 万吨/年 PBAT、和 26.6 万吨/年功能性聚酯薄膜外, 公司新建项目包括 45 万吨/年可降解塑料、30 万吨/年配套己二酸、150 万吨/年绿色多功能长丝、69 万吨/年聚酯薄膜(12 万吨/年预计 2021 年底投产)、18 万吨/年改性工程塑料(3 万吨/年预计 2021 年底投产)、8 万吨/年改性 PBAT 等。同时据公司中报披露, 公司还将规划锂电隔膜、DMC、PC、ABS、尼龙 66 等产能。未来几年, 公司规划在建项目将陆续建成投产, 届时将为公司持续贡献业绩增量, 公司未来成长确定性强。

■ 获评能效领跑者标杆企业, 节能减碳背景下优势凸显

2021 年 8 月 17 日, 中国石化联合会官网公示了 2020 年度石油和化工行业重点产品能效“领跑者”、水效“领跑者”名单和指标, 恒力石化(大连)有限公司和恒力石化(大连)炼化有限公司均获评“2020 年度石油和化工行业能效领跑者标杆企业”, 其中精对苯二甲酸、原油加工、对二甲苯、醋酸四项产品能效行业领跑, 单吨能耗分别为 32.4 千克标准煤、6.82 千克标油、576.7 千克标准油和 262.6 千克标准油。多年来, 公司将节能低碳覆盖到全产业链各个环节, 通过

选用国际一流的设备和工艺，实现本质节能；同时，上下游流程联合、物料互供、能量耦合，实现生产全过程节能。高能效将有助于公司进一步节省生产过程中的能耗开支、增强成本控制力，而在节能减碳政策推行背景下，能效领跑者或将获得更多受益。

- **盈利预测和投资评级** 预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 171.21、206.32、250.93 亿元，EPS 为 2.43、2.93、3.56 元/股，对应 PE 为 10、8、7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示** 原油价格大幅波动；下游需求不及预期；新建项目进度不及预期；经济波动风险；汇率风险。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	152373	179174	202942	241117
增长率（%）	51	18	13	19
归母净利润（百万元）	13462	17121	20632	25093
增长率（%）	34	27	21	22
摊薄每股收益（元）	1.92	2.43	2.93	3.56
ROE（%）	29	27	24	23

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恒力石化盈利预测表

证券代码:	600346		股价:	24.03	投资评级:	买入	日期:	2021/10/27	
财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					每股指标				
ROE	29%	27%	24%	23%	EPS	1.92	2.43	2.93	3.56
毛利率	19%	29%	28%	26%	BVPS	6.66	9.10	12.03	15.59
期间费率	5%	10%	9%	8%	估值				
销售净利率	9%	10%	10%	10%	P/E	14.57	9.88	8.20	6.74
成长能力					P/B	4.20	2.64	2.00	1.54
收入增长率	51%	18%	13%	19%	P/S	1.11	0.94	0.83	0.70
利润增长率	34%	27%	21%	22%					
营运能力					利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产周转率	0.80	0.87	0.88	0.91	营业收入	152373	179174	202942	241117
应收账款周转率	111.74	4.06	4.06	4.06	营业成本	124116	127883	146563	177360
存货周转率	7.74	11.36	11.23	11.03	营业税金及附加	2628	4479	5074	6028
偿债能力					销售费用	177	5913	5479	6751
资产负债率	75%	69%	63%	58%	管理费用	1716	7167	8118	7619
流动比	0.61	0.89	1.21	1.53	财务费用	5029	5239	5239	5239
速动比	0.35	0.67	0.97	1.27	其他费用/(-收入)	826	7507	7103	7234
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	营业利润	18051	22061	26584	32333
现金及现金等价物	17321	898	23970	48649	营业外净收支	-14	0	0	0
应收款项	1368	44180	50041	59453	利润总额	18037	22060	26584	32332
存货净额	19691	15766	18069	21866	所得税费用	4543	4853	5849	7113
其他流动资产	13725	13969	14949	16539	净利润	13495	17207	20736	25219
流动资产合计	52105	74813	107029	146507	少数股东损益	33	86	104	126
固定资产	121850	114620	107390	100160	归属于母公司净利润	13462	17121	20632	25093
在建工程	4196	4246	4296	4346	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
无形资产及其他	12877	12877	12876	12875	经营活动现金流	24143	-11312	28160	29729
长期股权投资	0	1	2	3	净利润	13495	17121	20632	25093
资产总计	191029	206556	231592	263891	少数股东权益	33	86	104	126
短期借款	49879	49879	49879	49879	折旧摊销	7565	7232	7232	7232
应付款项	22810	26277	30116	36444	公允价值变动	-239	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1342	-40811	-4844	-7720
其他流动负债	13110	7963	8425	9177	投资活动现金流	-22411	127	151	189
流动负债合计	85800	84120	88420	95500	资本支出	-23929	-51	-51	-51
长期借款及应付债券	54897	54897	54897	54897	长期投资	1103	-1	-1	-1
其他长期负债	3308	3308	3308	3308	其他	415	179	203	241
长期负债合计	58205	58205	58205	58205	筹资活动现金流	-1021	-5239	-5239	-5239
负债合计	144004	142325	146625	153705	债务融资	7097	0	0	0
股本	7039	7039	7039	7039	权益融资	0	0	0	0
股东权益	47024	64232	84967	110186	其它	-8118	-5239	-5239	-5239
负债和股东权益总计	191029	206556	231592	263891	现金净增加额	701	-16424	23072	24679

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，6年半化工行业研究经验。
董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工行业资深分析师。2年上市公司资本运作经验，三年半化工行业研究经验。

赵小燕，浙江大学化工学院博士，化工行业研究助理。1年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。