

证券研究报告

公司研究

点评报告

恒力石化(600346.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

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

《恒力石化(600346):构建大化工平台,开拓新材料领域》2021.10.28

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

21 年利润平稳增长, 第二成长空间广阔

2022 年 4 月 8 日

事件: 2022 年 4 月 6 日, 恒力石化发布 2021 年度报告, 2021 年, 公司实现营业收入 1979.70 亿元, 同比增长 29.92%; 实现归母净利润 155.31 亿元, 同比增长 15.37%; 实现基本每股收益 2.21 元, 同比增长 15.10%。其中, 2021 年第四季度实现营业收入 464.82 亿元, 同比下降 5.16%, 环比下降 0.87%; 实现归母净利润 28.19 亿元, 同比下降 20.95%, 环比下降 30.73%, 实现扣非后归母净利润 25.06 亿元, 同比下降 21.69%, 环比下降 33.16%。

点评:

- **石化产品价格走高, 全年利润稳步增长。** 2021 年, 随着全球新冠疫苗接种范围扩大、多国放松疫情管控措施以及实施大规模财政刺激和货币宽松政策, 世界经济复苏推动原油价格一路走高。2021 年, Brent 原油年均价格 71 美元/桶, 同比增长 63.8%。在坚挺的成本端支撑和需求复苏下, 石化产品价格上涨, 价差走阔。2021 年, POY、FDY、DTY、PTA 市场均价分别为 6539.07 元/吨、6690.75 元/吨、7924.11 元/吨、4168.18 元/吨, 同比增长 31.69%、26.51%、24.93%、30.29%。POY、FDY 和 DTY 市场年均加工价差分别为 1373.83 元/吨、1525.51 元/吨和 2758.87 元/吨, 分别同比增长 29.34%、10.11%和 13.09%。报告期内, 公司聚酯产品的毛利率为 18.92%, 同比增加 2.57 个百分点。公司炼化产品、PTA 和新材料产品的平均售价分别为 4527.01 元/吨、4225.62 元/吨和 8704.56 元/吨, 分别同比增长 26.43%、31.93%和 35.05%。目前, 公司已建设完成了全球标杆级的 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, 公司产销量放大, 量价齐升下, 公司营收及利润大幅增长。但 2021 年四季度, 受缺煤限电、需求放缓、原料成本上升等因素影响, 行业下行压力加大, 公司四季度业绩环比下降。
- **以大化工平台为基础, 打造第二成长曲线。** 目前上市公司在中上游业务板块已构筑形成了 2000 万吨原油和 500 万吨原煤加工能力。在以“炼化+乙烯+煤化”为产业载体的基础上, 公司继续向下游新材料产业链及高附加值产品延伸, 强化穿越周期能力。目前公司在建项目包括: 1) 苏州厂区 40 万吨工业丝装置, 南通厂区 90 万吨民用丝装置。2) 江苏轩达(恒科三期) 150 万吨绿色多功能纺织新材料项目, 包括 15 万吨新型弹性纤维、15 万吨环保纤维、30 万吨阳离子 POY、30 万吨全消光 POY 和 60 万吨差别化纤维(30 万吨/年 POY, 30 万吨/年 FDY)。德力二期 120 万吨民用丝与苏州本部 140 万吨工业丝新产能也正处于项目规划阶段。3) 江苏康辉新材料年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目, 包括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。4) 康辉大连新材料科技有限公司年产 45 万吨 PBS 类生物降解塑料项目, 主要建设 45 万吨的 PBS/PBAT 可降解新材料产能。5) 年产 16 亿平方米锂电隔膜项目, 包

括湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米，预计 2023 年中旬交付生产。6) 惠州厂区 500 万吨 PTA 项目，预计将于 2022 年中旬建成投产。7) 恒力石化（大连）化工有限公司新材料配套化工项目，包括 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，以及配套总图和储运设施。8) 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目，26 万吨/年聚碳酸酯装置、30 万吨/年 ABS 装置、45 万吨/年环氧乙烷装置、40 万吨 CO₂ 回收和 20 万吨/年乙醇胺等 14 套化工（联合）装置。预计在 2023 年中期投产。9) 年产 260 万吨高性能聚酯工程项目，包括 3 条 60 万吨/年聚酯生产线，2 条 30 万吨/年聚酯生产线，2 条 10 万吨/年聚酯生产线，预计在 2023 年中期投产。

- **推出员工持股及股票回购，稳定公司市场估值。**为打造员工与股东利益共同体，奖励参与 150 万吨/年乙烯项目、250 万吨/年 PTA-4 项目和 250 万吨/年 PTA-5 项目的公司主要核心员工，与企业员工分享上市公司快速发展的经营成果，公司落地了第五期员工持股计划。2022 年，公司计划推出 10-15 亿元规模的第四期股份回购计划，用于第六期员工持股计划。一方面，回购计划推出并快速实施，对稳定二级市场走势，避免公司市值非理性下跌起着重要作用，市场口碑效应积极正面。另一方面，员工持股计划有利于建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，实现公司、股东和员工利益的一致性，促进各方共同关注公司的长远发展，从而为股东带来更高效、更持久的回报。
- **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 2022-2024 年归母净利润分别为 156、195 和 237 亿元，归母净利润增速分别为 0.6%、25.1% 和 21.2%，EPS（摊薄）分别为 2.22、2.77 和 3.36 元/股，对应 2022 年 4 月 8 日的收盘价，PE 分别为 10.28 倍、8.22 倍和 6.78 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	152,373	197,997	246,653	288,201	320,763
增长率 YoY %	51.2%	29.9%	24.6%	16.8%	11.3%
归属母公司净利润 (百万元)	13,462	15,531	15,619	19,531	23,681
增长率 YoY%	34.3%	15.4%	0.6%	25.1%	21.2%
毛利率%	18.5%	15.4%	13.9%	14.0%	14.7%
净资产收益率ROE%	28.7%	27.1%	23.3%	24.5%	24.7%
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.21	2.22	2.77	3.36
市盈率 P/E(倍)	14.63	10.41	10.28	8.22	6.78
市净率 P/B(倍)	4.20	2.83	2.39	2.02	1.67

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 4 月 8 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	52,105	65,180	71,243	74,086	102,824	营业总收入	152,373	197,99	246,653	288,201	320,763
货币资金	15,671	15,986	13,823	9,739	33,825	营业成本	124,116	167,51	212,332	247,943	273,759
应收票据	4	0	0	0	0	营业税金	2,628	3,440	4,933	5,764	6,415
应收账款	1,364	2,644	3,294	3,848	4,283	销售费用	177	291	370	428	479
预付账款	1,994	2,637	3,342	3,903	4,309	管理费用	1,716	1,985	2,625	2,979	3,365
存货	19,691	33,553	42,529	49,662	54,832	研发费用	826	1,019	1,651	1,658	1,881
其他	13,380	10,360	8,255	6,934	5,574	财务费用	5,029	4,916	5,324	5,355	5,391
非流动资产	138,924	145,116	151,751	168,781	162,194	减值损失	-626	-155	-1	-1	-3
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收	-397	19	24	28	31
固定资产	121,850	122,731	126,952	142,689	134,825	其他	1,192	1,100	949	1,109	1,234
无形资产	7,189	7,342	9,789	11,116	12,425	营业利润	18,051	19,791	20,390	25,209	30,735
其他	9,885	15,043	15,010	14,977	14,944	营业外收	-14	37	12	12	20
资产总计	191,029	210,296	222,994	242,868	265,018	利润总额	18,037	19,828	20,402	25,221	30,756
流动负债	85,800	97,776	100,163	107,111	112,384	所得税	4,543	4,290	4,776	5,680	7,063
短期借款	49,879	55,591	55,591	55,591	55,591	净利润	13,495	15,538	15,626	19,540	23,692
应付票据	7,805	16,050	20,344	23,756	26,229	少数股东	33	7	7	9	11
应付账款	15,005	10,689	13,549	15,821	17,468	归属母公	13,462	15,531	15,619	19,531	23,681
其他	13,110	15,446	10,679	11,943	13,095	EBITDA	30,475	32,765	35,812	48,580	58,086
非流动负债	58,205	55,220	55,648	56,077	56,505	EPS (当	1.91	2.21	2.22	2.77	3.36
长期借款	53,883	52,122	52,551	52,980	53,408	年)(元)					
其他	4,322	3,097	3,097	3,097	3,097						
负债合计	144,004	152,996	155,811	163,188	168,889	现金流量					
少数股东权	119	69	76	85	96	单位:百万元					
益						会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司	46,905	57,231	67,107	79,594	96,032	经营活动	24,143	18,670	25,268	43,960	52,796
负债和股东	191,029	210,296	222,994	242,868	265,018	现金流					
权益						净利润	13,495	15,538	15,626	19,540	23,692
						折旧摊销	7,565	9,023	11,070	19,152	23,222
						财务费用	3,576	4,126	5,364	5,390	5,415
						投资损失	-275	397	-19	-24	-28
						营运资金	-1,342	-9,729	-6,754	-80	518
						其它	452	-269	-13	-13	-20
						投资活动	-22,411	-13,098	-15,296	-34,583	-15,023
						资本支出	-23,929	-13,383	-16,134	-34,611	-15,054
						长期投资	1,103	499	814	0	0
						其他	415	-214	24	28	31
						筹资活动	-1,021	-7,388	-12,135	-13,461	-13,687
						吸收投资	0	0	0	0	0
						借款	7,097	4,362	429	429	429
						支付利息	-8,006	-9,984	-12,664	-13,990	-14,215
						或股息					
						现金流净	701	-1,905	-2,163	-4,084	24,086
						增加额					

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	152,373	197,997	246,653	288,201	320,763
同比	51.2%	29.9%	24.6%	16.8%	11.3%
归属母公司净利润	13,462	15,531	15,619	19,531	23,681
同比	34.3%	15.4%	0.6%	25.1%	21.2%
毛利率 (%)	18.5%	15.4%	13.9%	14.0%	14.7%
ROE%	28.7%	27.1%	23.3%	24.5%	24.7%
EPS (摊薄)(元)	1.91	2.21	2.22	2.77	3.36
P/E	14.63	10.41	10.28	8.22	6.78
P/B	4.20	2.83	2.39	2.02	1.67
EV/EBITDA	9.51	7.90	7.27	5.45	4.15

研究团队简介

陈淑娴，女，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，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链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。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第9届Wind金牌分析师石化行业第一名，第9届Choice最佳分析师石化行业第二名，第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第8届Wind金牌分析师石化行业第四名，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年荣获第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	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	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
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。

评级说明

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。	

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。