

公司研究

“大炼化+可降解塑料”双龙头成长空间广阔，公司估值处于历史低位

——恒力石化（600346.SH）跟踪报告

买入（维持）

当前价：23.29 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyul@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

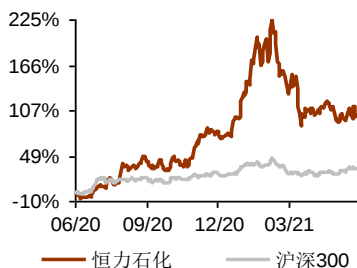
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	70.39
总市值(亿元):	1639.41
一年最低/最高(元):	13.36/49.80
近3月换手率:	31.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.50	-33.16	45.51
绝对	-16.63	-29.38	74.65

资料来源：Wind

相关研报

20年业绩逆势增长，行业景气度回暖 21年业绩可期——恒力石化（600346.SH）20年业绩快报&21年一季度业绩预增点评（2021-04-06）

可降解全产业链再下一城，再签30万吨PBS类新项目——恒力石化（600346.SH）年产30万吨PBS类生物可降解塑料签约点评（2021-02-02）

三千亿，新起点，新征程——中国化工领军企业系列报告之恒力石化（600346.SH）（2021-01-25）

要点

估值进入底部区间，对比国内其它民营大炼化当前估值相对较低：3月20日，公司发布公告控股股东拟非公开发行120亿可交债，受市场情绪影响，公司股价持续回调。6月12日，恒力石化发布公告控股股东已完成120亿可交债发行。截至6月18日，公司股价跌至23.29元/股，对应21年仅10倍PE，公司PE已进入历史近十年的底部区间。从PE估值角度看，对比国内其它民营大炼化龙头以及化工大白马来看，公司当前估值相对较低。截至6月18日，恒力石化、东方盛虹、荣盛石化、恒逸石化历史十年PE分位数分别为5%、94%、22%、21%；扬农化工、华鲁恒升、万华化学历史十年PE分位数分别为89%、84%、80%。我们认为当前公司已被严重低估，PE已处于历史底部位置，公司作为“大炼化+可降解塑料”双龙头，未来发展前景广阔。

公司历史成绩斐然，跨越式发展稳固行业龙头：恒力集团始建于1994年，从涤纶长丝起家，多点开花立足聚酯行业。2002年江苏恒力化纤有限公司正式挂牌成立，恒力集团自成立起就已经成为行业内最大的织造企业。2008年，公司计划建设20万吨工业丝项目，两年后项目正式投产，使恒力集团取代德国企业，成为全球最大的涤纶工业丝生产企业。2010年，恒力产业园奠基，开始正式进军石化产业。随着2012年长兴岛产业园一期PTA项目投产，2015年二期投产，集团拥有了年产660万吨、全球单体最大的PTA工厂，并正式进军石油炼化领域。

不断扩大规模丰富产业链的同时，恒力也计划借助资本市场，实现全产业链布局，2016年3月，恒力借壳大橡塑上市，登陆资本市场。2016年11月，恒力股份又公告计划资产重组，并于2017年1月发布定增报告，将收购恒力投资、恒力炼化及其旗下全部子公司使其成为恒力股份全资子公司。2018年2月1日，恒力投资100%股权、恒力炼化100%股权均已过户至恒力股份，资产注入完成。收购完成后，公司完善了“芳烃—PTA—聚酯—涤纶丝”产业链，全产业链布局正式完成，此后公司业务开始迅速做大做强。2017年至2020年，公司营收从223亿元增长至1524亿元，规模扩大近6倍。截至2020年底，公司民用长丝产能位列全国前五，工业长丝产能位列全国第三，是国内规模最大、技术最先进的涤纶民用丝、工业丝制造商之一。主营业务覆盖了石油炼化、石化以及聚酯化纤全产业链上、中、下游业务领域，涉及PX、醋酸、PTA、聚酯切片、民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、聚酯薄膜、工程塑料的生产、研发和销售。

20年净利润大幅增长，21年H1行业景气度持续回暖：恒力石化多年来营收持续增长，2020年全年实现营业收入1523.73亿元，同比大幅增长51.19%。实现净利润为134.95亿元，同比增长33.46%。随着行业景气度持续回升，公司21年一季度实现扣非后归母净利润40亿元，同比大增86%。随着全球疫情逐步缓解，以美国为首的发达经济体需求复苏明显，21年二季度美国通胀屡超预期，国际原油价格延续上涨格局，6月份布伦特原油期货价格持续稳定在70美元/桶上方，石油化工产品受原油价格传导保持坚挺，随着下游需求复苏，“炼化-化纤”产业链景气度仍将持续，公司21年业绩可期。

公司管理高效、执行力强，多项目体现“恒力速度”：一直以来恒力石化产能项目建设高效，例如大连年产 2000 万吨炼化一体化项目，规模庞大，于 2017 年 4 月开工，2019 年 5 月就全面投产；年产 150 万吨乙烯项目 2018 年 10 月开工，2020 年 7 月建成投产，用时不到两年；年产 3.3 万吨 PBS 项目 2020 年初开工，2020 年 12 月建成投产，用时不到一年，高效的项目建设为公司赢得行业布局先机，体现出“恒力速度”，精干的管理、强大的业务执行力是公司持续发展的有力保障。

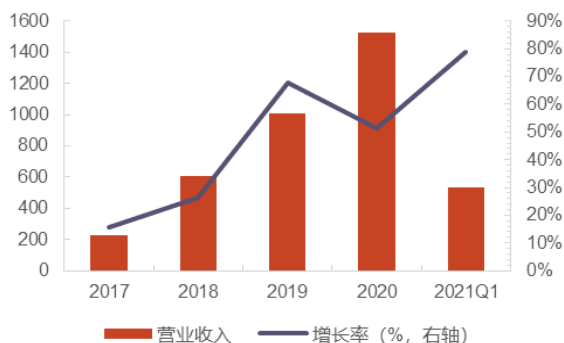
PTA 行业龙头地位巩固，聚酯产品“三高”特性保障毛利率：截至 2021 年 5 月，公司 PTA 项目年产能达到 1160 万吨，是全球产能规模领先、技术工艺先进、成本优势明显的 PTA 生产供应商和行业内唯一一家 PTA 产能达千万吨级以上的公司。由于恒力石化产品质量稳定，7D 以下产品国内只有恒力石化生产且不断推出新品，公司同类型产品价格稳定高于同行 300-1000 元/吨；再加上公司持续创新研发投入，技术并不单一，形成了较高的行业壁垒，使公司聚酯产品拥有了高规格、高溢价、高壁垒的“三高”特性，毛利率有较好保障。

大炼化项目兼具技术、规模、一体化、配套优势，持续贡献盈利：恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目采用 REGENC、美国 GTC 公司的抽提蒸馏工艺 GT-BTX 等世界先进的芳烃联合装置工艺技术，效率处于国内先进水平；项目年产 2000 万吨炼油、450 万吨 PX、1160 万吨 PTA、150 万吨乙烯，组成世界上最大产业集群，具备强大的规模优势；项目产业链分布集中于大连生产基地，上下游协调性强，可同时实现规模报酬递增和生产管理费用节约；项目采用煤制氢装置降低原料成本，拥有 PSA 装置实现氢气循环利用，同时自备燃煤电厂、码头等配套设施，可显著降低生产成本。2020 年公司大炼化项目逆势满负荷生产，全年贡献业绩；2021 年化工品价格中枢同比明显提高，项目盈利水平有望再创新高。

乙烯项目一体化优势明显，21 年业绩有望完全释放：恒力石化 150 万吨/年乙烯项目除原料丁烯-1、己烷通过外购获取，其余原材料均来自上游炼油装置，一体化优势明显。项目于 2018 年 10 月开工建设，2020 年 7 月底投产，2020 年 8 月开始为上市公司贡献业绩，由于运行时间有限和产能爬坡需要时间，项目的盈利能力尚未完全体现，随着乙烯产能达到满负荷运转，2021 年公司乙烯项目业绩有望完全释放。

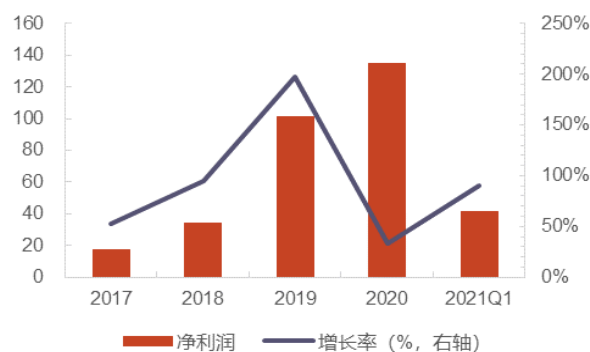
禁塑令拓宽可降解塑料市场，新材料项目积极推进：随着全面禁塑临近，国内可降解塑料供需缺口较大，尤其是 PLA 供应不足，PBS 耐热性好、工艺简单，可作为 PLA 替代产品使用，在国内 PLA 产能受限情况下，PBS 市场空间依然广阔。恒力石化目前已经先后签约年产 60 万吨、年产 30 万吨两大 PBS 类生物可降解塑料项目，均采用恒力自主研发的工艺技术和配方。随着公司 PBS 产能逐步投放，公司在可降解塑料领域的规模优势将得到凸显，支撑公司未来业绩持续增长。

图 1：恒力石化 2017-2021Q1 营业收入（亿元）



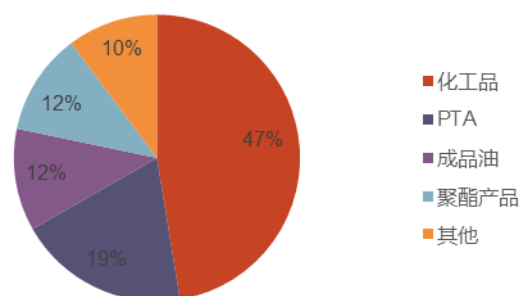
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：恒力石化 2017-2021Q1 净利润（亿元）



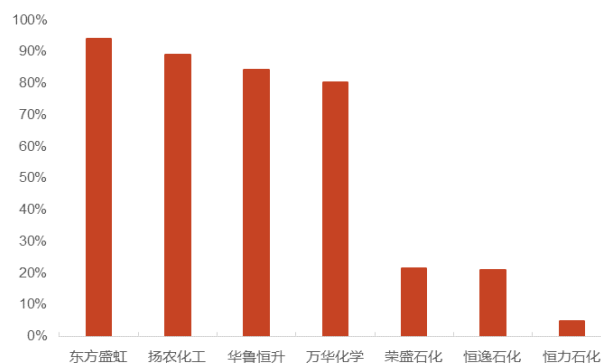
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 3：2020 年恒力石化主营业务收入占比



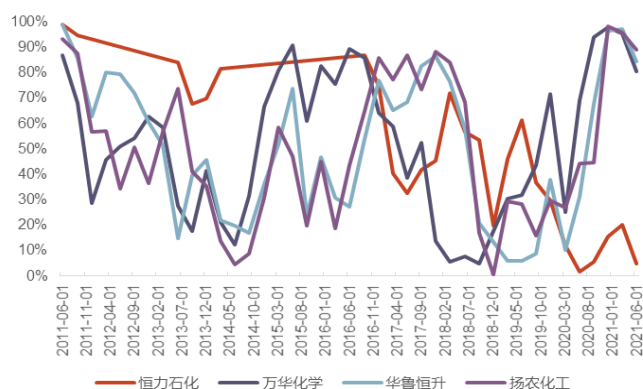
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：2021 年 6 月 18 日化工龙头公司市盈率分位数比较



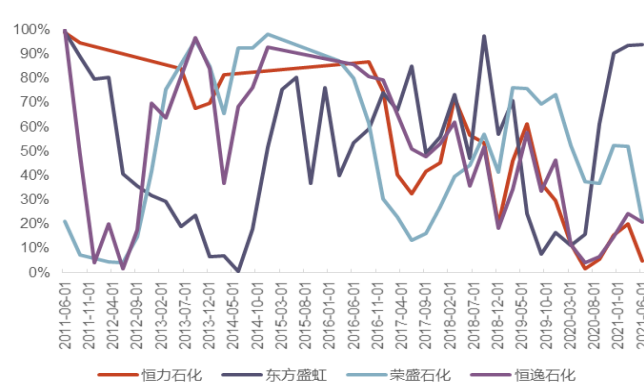
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：恒力石化及化工大白马历史十年市盈率分位数时间序列



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：数据截至时间 2021 年 6 月 18 日，数据频率为季度

图 6：国内民营大炼化历史十年市盈率分位数时间序列



资料来源：Wind，光大证券研究所整理注：数据截至时间 2021 年 6 月 18 日，数据频率为季度

盈利预测、估值与评级：受益于行业景气，公司大炼化项目持续贡献业绩，可降解材料领域布局进展顺利，我们看好公司作为“大炼化+可降解材料”双行业龙头未来发展前景，维持 21-22 年盈利预测，新增 23 年盈利预测，预计 2021-2023 年的公司净利润分别为 171.08 亿元/212.31 亿元/234.62 亿元，对应 EPS 为 2.43 元/3.02 元/3.33 元，维持“买入”评级。

风险提示：新增产能投放进度不及预期，全球经济复苏不及预期，国际原油价格波动，环保政策风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	100,782	152,373	167,711	183,664	201,172
营业收入增长率	67.78%	51.19%	10.07%	9.51%	9.53%
净利润（百万元）	10,025	13,462	17,108	21,231	23,462
净利润增长率	201.73%	34.28%	27.09%	24.10%	10.51%
EPS（元）	1.42	1.91	2.43	3.02	3.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.59%	28.70%	29.20%	29.12%	26.72%
P/E	16	12	10	8	7
P/B	4.5	3.5	2.8	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-18

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	100,782	152,373	167,711	183,664	201,172
营业成本	79,866	124,116	135,825	146,473	161,195
折旧和摊销	3,792	6,763	7,073	7,198	7,344
税金及附加	2,121	2,628	2,892	3,167	3,469
销售费用	952	177	195	214	234
管理费用	1,090	1,716	1,888	2,068	2,265
研发费用	958	826	909	996	1,090
财务费用	3,563	5,029	4,494	3,882	3,193
投资收益	275	-397	250	275	300
营业利润	13,223	18,051	22,975	28,507	31,502
利润总额	13,212	18,037	22,974	28,498	31,493
所得税	3,100	4,543	5,786	7,177	7,931
净利润	10,112	13,495	17,188	21,321	23,562
少数股东损益	87	33	80	90	100
归属母公司净利润	10,025	13,462	17,108	21,231	23,462
EPS(元)	1.42	1.91	2.43	3.02	3.33

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16,937	24,143	28,460	32,049	33,855
净利润	10,025	13,462	17,108	21,231	23,462
折旧摊销	3,792	6,763	7,073	7,198	7,344
净营运资金增加	9,208	7,322	1,851	1,965	2,040
其他	-6,088	-3,405	2,428	1,654	1,009
投资活动产生现金流	-39,913	-22,411	-3,864	-3,950	-4,900
净资本支出	-41,774	-23,929	-4,200	-4,200	-5,200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1,861	1,518	336	250	300
融资活动现金流	25,637	-1,021	-17,907	-25,972	-26,621
股本变化	1,986	0	0	0	0
债务净变化	37,090	5,888	-8,061	-15,257	-14,942
无息负债变化	3,215	477	2,634	2,485	3,377
净现金流	2,758	701	6,689	2,127	2,334

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.8%	18.5%	19.0%	20.2%	19.9%
EBITDA 率	20.3%	21.0%	20.3%	21.3%	20.6%
EBIT 率	16.3%	16.1%	16.1%	17.4%	17.0%
税前净利润率	13.1%	11.8%	13.7%	15.5%	15.7%
归母净利润率	9.9%	8.8%	10.2%	11.6%	11.7%
ROA	5.8%	7.1%	8.7%	10.7%	11.6%
ROE (摊薄)	27.6%	28.7%	29.2%	29.1%	26.7%
经营性 ROIC	9.4%	11.6%	12.8%	15.2%	16.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	79%	75%	70%	63%	56%
流动比率	0.65	0.61	0.79	1.06	1.51
速动比率	0.41	0.38	0.51	0.68	0.97
归母权益/有息债务	0.35	0.43	0.58	0.85	1.25
有形资产/有息债务	1.61	1.66	1.86	2.21	2.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	174,378	191,029	197,370	199,016	202,450
货币资金	16,509	15,671	22,360	24,487	26,821
交易性金融资产	2,632	1,650	1,650	1,889	2,128
应收帐款	675	1,364	1,455	1,603	1,767
应收票据	17	4	5	5	6
其他应收款 (合计)	1,200	803	884	968	1,060
存货	19,464	19,691	21,549	23,239	25,576
其他流动资产	11,887	10,927	11,081	11,240	11,415
流动资产合计	53,294	52,105	61,166	65,786	71,364
其他权益工具	0	200	200	200	200
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	83,075	121,850	117,400	113,106	109,253
在建工程	23,716	3,908	5,031	5,873	7,030
无形资产	5,808	7,189	7,243	7,296	7,348
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4,985	2,262	2,415	2,415	2,415
非流动资产合计	121,083	138,924	136,204	133,230	131,086
总负债	137,639	144,004	138,578	125,806	114,242
短期借款	47,597	49,879	39,152	21,228	2,953
应付账款	18,778	15,005	16,420	17,707	19,487
应付票据	4,984	7,805	8,541	9,211	10,137
预收账款	6,024	0	0	0	0
其他流动负债	0	719	933	1,155	1,399
流动负债合计	82,267	85,800	77,638	62,129	47,154
长期借款	51,265	53,883	56,550	59,216	62,550
应付债券	1,011	1,014	1,014	1,014	1,014
其他非流动负债	2,946	3,175	3,243	3,314	3,392
非流动负债合计	55,371	58,205	60,939	63,677	67,088
股东权益	36,739	47,024	58,793	73,210	88,209
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
公积金	18,963	19,093	20,804	21,870	21,870
未分配利润	10,512	21,121	31,098	44,360	59,259
归属母公司权益	36,333	46,905	58,593	72,921	87,819
少数股东权益	406	119	199	289	389

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.94%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
管理费用率	1.08%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%
财务费用率	3.54%	3.30%	2.68%	2.11%	1.59%
研发费用率	0.95%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%
所得税率	23%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.40	0.77	0.98	1.22	1.34
每股经营现金流	2.41	3.43	4.04	4.55	4.81
每股净资产	5.16	6.66	8.32	10.36	12.48
每股销售收入	14.32	21.65	23.83	26.09	28.58

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	16	12	10	8	7
PB	4.5	3.5	2.8	2.2	1.9
EV/EBITDA	13.0	8.8	7.7	6.3	5.6
股息率	1.7%	3.3%	4.2%	5.2%	5.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 EverbrightSunHungKai(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSunHungKai(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, United Kingdom EC4N 6AE

国投瑞银