恒力石化（600346.SH）

2021 年 10 月 28 日

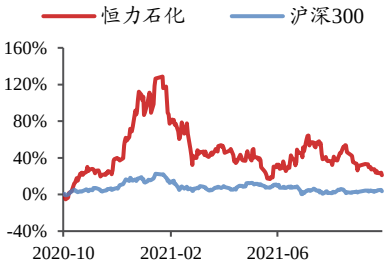
Q3 业绩环比略下滑，看好炼化龙头的下游延伸空间

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/10/27
当前股价(元)	24.03
一年最高最低(元)	49.80/19.13
总市值(亿元)	1,691.50
流通市值(亿元)	1,691.50
总股本(亿股)	70.39
流通股本(亿股)	70.39
近 3 个月换手率(%)	39.35

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《恒力石化深度报告之二-石化航母进军新能源，十年磨一剑新材料子公司整装待发》-2021.9.5

《公司信息更新报告-石化航母盈利能力稳健，进军新能源引领价值重估》-2021.8.17

《公司信息更新报告-单季度业绩再创新高，进军新材料将迎广阔成长空间》-2021.7.1

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

龚道琳（联系人）
gongdaolin@kysec.cn
证书编号：S0790120010015

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

● **Q3 业绩略有下滑，继续看好炼化龙头的下游延伸空间，维持“买入”评级**

10 月 27 日，公司发布 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%。其中三季度实现归母净利润 40.70 亿元，同比下滑 7.06%，环比下滑 10.17%。我们维持 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 174.16、189.84、249.35 亿元，EPS 分别为 2.47、2.70、3.54 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 9.7、8.9、6.8 倍。**我们认为公司背靠大炼化，未来将在下游新材料领域持续发力，我们看好公司将迎来价值重估，维持“买入”评级。**

● **炼化板块营收下降，但新材料板块价格平稳、销量增长，盈利能力良好**

Q3 实现归母净利润 40.70 亿元，同比-7.06%，环比-10.17%；实现扣非归母净利润 37.49 亿元，同比-10.31%，环比-16.84%。根据经营数据，Q3 炼化产品均价为 4616 元/吨，较 Q2 下滑 154 元/吨，销量亦下滑 202 万吨，导致炼化板块营收下滑 32%；Q3 PTA 均价较 Q2 上涨 371 元/吨，据我们测算，Q3 PTA 平均价差为 424 元/吨，依旧承压，但是较 Q2 环比上升，预计亏损幅度有所缓解。**新材料板块 Q3 均价为 8761 元/吨，与 Q2 持平，且销量环比增长 6.6 万吨，营收环比+9%，预计新材料板块盈利能力良好。原材料方面，煤炭价格涨幅较大，1-9 月公司煤炭（含原料煤和动力煤）平均进价为 748.56 元/吨，同比大幅增长 52.27%，对公司成本端带来一定压力，此外 Q3 公司的税金及附加较 Q2 增长 7.7 亿元。**

● **公司作为炼化龙头具备向下游延伸的实力，公司将背靠大炼化打开成长空间**

目前，公司已启动建设江苏轩达 150 万吨纺织新材料项目，康辉大连 45 万吨 PBS 类生物降解塑料项目，江苏康辉功能性聚酯薄膜、功能性塑料 80 万吨项目，此外公司已实质性启动锂电隔膜产能建设的各项准备工作。公司将围绕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布局，我们看好公司作为炼化龙头，具备新材料的成长基因，公司价值终将迎来重估。

● **风险提示：**油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	100,782	152,373	201,453	214,302	229,946
YOY(%)	67.8	51.2	32.2	6.4	7.3
归母净利润(百万元)	10,025	13,462	17,416	18,984	24,935
YOY(%)	201.7	34.3	29.4	9.0	31.3
毛利率(%)	20.8	18.5	17.9	18.4	20.9
净利率(%)	9.9	8.8	8.6	8.9	10.8
ROE(%)	27.5	28.7	29.8	25.8	26.6
EPS(摊薄/元)	1.42	1.91	2.47	2.70	3.54
P/E(倍)	16.9	12.6	9.7	8.9	6.8
P/B(倍)	4.7	3.6	2.9	2.3	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	53294	52105	97965	95831	145135
现金	16509	15671	37073	47368	84443
应收票据及应收账款	693	1368	1356	1542	1568
其他应收款	1200	803	1845	972	2051
预付账款	910	1994	1644	2331	1878
存货	19464	19691	42989	30801	42259
其他流动资产	14519	12577	13057	12817	12937
非流动资产	121083	138924	141534	157350	167609
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	83075	121850	135159	138400	138919
无形资产	5808	7189	10836	14358	17754
其他非流动资产	32200	9885	-4461	4592	10936
资产总计	174378	191029	239498	253181	312745
流动负债	82267	85800	119116	109741	142792
短期借款	47597	49879	59542	70875	77351
应付票据及应付账款	23762	22810	39220	26401	41860
其他流动负债	10908	13110	20354	12465	23581
非流动负债	55371	58205	61159	69205	75372
长期借款	52276	54897	57957	65951	72144
其他非流动负债	3095	3308	3201	3255	3228
负债合计	137639	144004	180275	178947	218165
少数股东权益	406	119	322	466	646
股本	7039	7039	7039	7039	7039
资本公积	18272	18350	18350	18350	18350
留存收益	11202	21864	33462	45471	61621
归属母公司股东权益	36333	46905	58901	73768	93934
负债和股东权益	174378	191029	239498	253181	312745

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16937	24143	28108	23474	53135
净利润	10112	13495	17619	19128	25115
折旧摊销	4076	7565	6978	7800	8366
财务费用	3563	5029	4789	5651	6172
投资损失	-275	397	61	229	145
营运资金变动	178	-1336	-1115	-9145	13545
其他经营现金流	-718	-1007	-225	-190	-207
投资活动现金流	-39913	-22411	-9423	-23656	-18562
资本支出	41775	23939	1302	16471	9932
长期投资	204	1103	0	0	0
其他投资现金流	2066	2631	-8121	-7186	-8630
筹资活动现金流	25637	-1021	2716	10478	2501
短期借款	24606	2282	9663	11333	6476
长期借款	12210	2621	3060	7994	6194
普通股增加	1986	0	0	0	0
资本公积增加	-2185	78	0	0	0
其他筹资现金流	-10981	-6002	-10007	-8848	-10168
现金净增加额	2758	701	21401	10296	37074

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	100782	152373	201453	214302	229946
营业成本	79866	124116	165310	174881	181918
营业税金及附加	2121	2628	3474	3696	3966
营业费用	952	177	1813	2014	1794
管理费用	1090	1716	2268	2413	2391
研发费用	958	826	1914	1961	2104
财务费用	3563	5029	4789	5651	6172
资产减值损失	-6	-626	-420	-663	-595
其他收益	610	932	771	851	811
公允价值变动收益	125	239	182	211	196
投资净收益	275	-397	-61	-229	-145
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	13223	18051	23196	25182	33059
营业外收入	10	11	10	11	10
营业外支出	21	25	23	24	23
利润总额	13212	18037	23183	25169	33046
所得税	3100	4543	5564	6040	7931
净利润	10112	13495	17619	19128	25115
少数股东损益	87	33	203	144	180
归母净利润	10025	13462	17416	18984	24935
EBITDA	23127	31778	34548	37698	46204
EPS(元)	1.42	1.91	2.47	2.70	3.54

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	67.8	51.2	32.2	6.4	7.3
营业利润(%)	221.0	36.5	28.5	8.6	31.3
归属于母公司净利润(%)	201.7	34.3	29.4	9.0	31.3
获利能力					
毛利率(%)	20.8	18.5	17.9	18.4	20.9
净利率(%)	9.9	8.8	8.6	8.9	10.8
ROE(%)	27.5	28.7	29.8	25.8	26.6
ROIC(%)	10.3	11.4	11.4	10.4	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	78.9	75.4	75.3	70.7	69.8
净负债比率(%)	243.0	204.6	148.2	131.6	78.3
流动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	33.9	147.9	147.9	147.9	147.9
应付账款周转率	3.1	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.91	2.47	2.70	3.54
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	3.43	3.99	3.33	7.55
每股净资产(最新摊薄)	5.16	6.66	8.37	10.48	13.34
估值比率					
P/E	16.9	12.6	9.7	8.9	6.8
P/B	4.7	3.6	2.9	2.3	1.8
EV/EBITDA	11.1	8.3	7.4	7.0	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn