



加码新材料产业链，第二成长曲线预期将持续增厚业绩 ——恒力石化（600346·SH）投资价值分析报告

核心观点

◎响应国家政策，做大化工全产业链平台

我国的石化产业规模跃居世界前列，建立了产业链上、中、下游齐全配套的工业体系。公司构筑形成了“原油——芳烃、乙烯——精对苯二甲酸(PTA)、乙二醇——聚酯(PET)——民用丝及工业丝、工程塑料、薄膜”的完整产业链,实现了集团石化业务板块的全产业链一体协同化运作。公司在大连长兴岛建成的 PTA 生产基地年产能达到 1160 万吨,在国内市场具备较强的行业竞争力。投产的恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目核心装置为 450 万吨/年的芳烃联合装置,得到了国务院和国家发改委重点支持。公司聚酯板块总产能达 284 万吨,包括涤纶民用长丝 163 万吨、聚酯薄膜 20 万吨、工程塑料 16 万吨、聚酯切片 45 万吨、膜级切片 20 万吨。公司热电业务板块还拥有 66.8 万千瓦发电机组,每小时供气能力超 6000 吨。

◎布局下游新材料，打开第二成长通道

公司以大化工平台为基础，着力打造高附加值的化工新材料产业链。目前年产 80 万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目，150 万吨绿色多功能纺织新材料项目，30 万吨二酸新材料配套项目、160 万吨高性能树脂及新材料项目和 260 万吨高性能聚酯工程进入建设阶段。2022 年三季度，新材料新增营业收入 215.76 万元，较上年增长 10 多个百分点。未来 1-2 年在建项目全部达产，将创造新的盈利增长点。

◎市场-技术联动创新，护城河坚不可摧

公司经过长期积累、摸索形成的市场-技术联动创新机制，打造出一支国际化研发团队。公司产品在品质以及稳定性上优于同行，是目前国内唯一一家能够量产规格 5D FDY 产品的公司，MLCC 离型基膜国内产量占比超过 65%，更是国内唯一、全球第二家能够在线生产 12 微米涂硅离型叠片式锂电池保护膜的企业，公司在功能性薄膜和民用涤纶长丝领域，拥有绝对的技术优势和工艺积累，形成了短期内难以复制的行业竞争护城河。

◎公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年每股收益 (EPS) 分别为 2.46 元、2.32 元、3.48 元，未来三年归母净利润将保持 16.39% 的复合增长率。PE 模型下，目前石化行业 2022 年平均 PE 为 26 倍；考虑公司的竞争优势和未来成长空间，给予公司的合理估值为 53.14 元。PEG 模型下：得出公司的 PEG<1，目前股价被低估的结论。DCF 估值模型下：给予公司的合理估值为 50.51 元。我们给予公司“强烈推荐（首次）”的评级。

◎投资风险提示

行业周期性波动风险、汇率风险、主要原材料价格波动风险以及环保和安全风险。

财务摘要

(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,979.70	2,226.95	2,436.99	2,686.48
(+/-) (%)	29.92%	12.49%	9.43%	10.24%
归母净利润	155.31	172.96	163.23	244.87
(+/-) (%)	15.37%	11.36%	5.63%	50.02%
每股收益 (元)	2.21	2.46	2.32	3.48
P/E	7.31	10.00	8.00	6.00

数据来源：华通证券研究部

公司投资评级

强烈推荐（首次）

A 股研究报告

华通证券国际有限公司研究部
化工行业研究组

SFC:AAK004

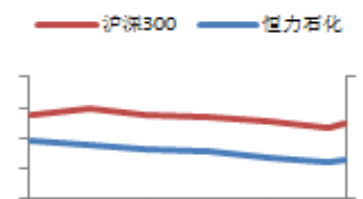
Email:yjb@huatongzq.com

主要数据

2022.11.8

收盘价 (元)	16.09
一年中最低/最高	13.96/26.95
总市值 (亿元)	1132.59
总股本 (亿元)	70.39
流通股本 (亿元)	70.39
ROE (TTM)	5.65%
PE (TTM)	12.72

股价相对走势



数据来源：东方财富网



正文目录

一、大炼化迎来投产高峰，石化和化纤行业有望增长	3
1. 石化和化纤行业的基础信息及现状	3
(1) 石化和化纤行业的基础信息	3
(2) 石化和化纤行业的成长情况及全球竞争格局	4
2. 石化和化纤行业发展趋势	6
二、全产业链战略发展行业领军企业	7
1. 炼化+PTA+新材料稳健运营	7
(1) 主营业务及产品情况	7
(2) 市场地位	7
(3) 行业对比——运营效率、管理效率及盈利能力	8
(4) 三大核心竞争力	8
(5) 公司的可持续性和成长性	9
2. 未来三年毛利率预测	9
3. 未来三年产能预测	9
4. 未来三年营收预测	10
三、业绩预测	10
四、估值分析	12
1. PE/PB/PS 模型	12
2. PEG 模型	12
3. DCF 模型	13
五、打造第二成长曲线，业绩突破有望	13
1. 股价催化剂	13
2. 六个月目标价	13
六、股票投资评级	13

图表目录

图 1：石油化工全产业链	3
图 2：化学纤维分类	3
图 3：2017-2022 年中国规模以上石油和化工行业营收和利润总额统计情况及预测	4
图 4：2017-2021 年度中国规模以上化学纤维制造业营收和利润总额统计情况	5
图 5：2017-2021 年化学纤维产量统计情况（单位：万吨）	5
图 6：最近五年全国汽油产量及表观消费量	6
图 7：2017-2021 年 PTA 国内产量及表观消费量	7
图 8：公司 2019-2021 年炼化、PTA 和新材料产量、销量及产销量对比	7
图 9：公司自 2017 年 11 月以来的 PE（TTM）	12
图 10：主要可比公司动态 PE	12
表 1：2021 年同行业运营效率、管理效率及盈利能力对比	8
表 2：2022-2024 年各产业毛利率预测	9
表 3：2022-2024 年三大产业产能预测	9
表 4：2022-2024 年营业收入预测	10
表 5：2022-2024 年财务报表预测及比率分析	11
表 6：未来三年的 PE、PB 和 PS 预测	12
表 7：DCF 估值模型	13
表 8：行业基准指数对比	13

一、大炼化迎来投产高峰，石化和化纤行业有望增长

近年来我国烯烃芳烃行业发展格局正在悄然发生变化，大炼化进入投产高峰期，丙烷脱氢(PDH)项目遍地开花，乙烷裂解制乙烯示范工程稳步推进，烯烃下游加速迈进高端，不少企业转型升级压力巨大，行业格局正在重塑。

1. 石化和化纤行业的基础信息及现状

2021年，中国纺织品服装内外需求回暖，完整产业体系优势得到充分发挥。得益于供给侧结构性改革的深入推进，行业供需格局改善，我国化纤行业发展与“双循环”、消费升级、能耗“双控”、产业安全等相伴而行，行业运行良好。随着炼化一体化发展，产业链的配套逐步完善、利润分配更趋均衡。一体化龙头企业的竞争力、抗风险能力显著增强。产品创新增强，产品的差异化和高品质已满足国内外市场需求。

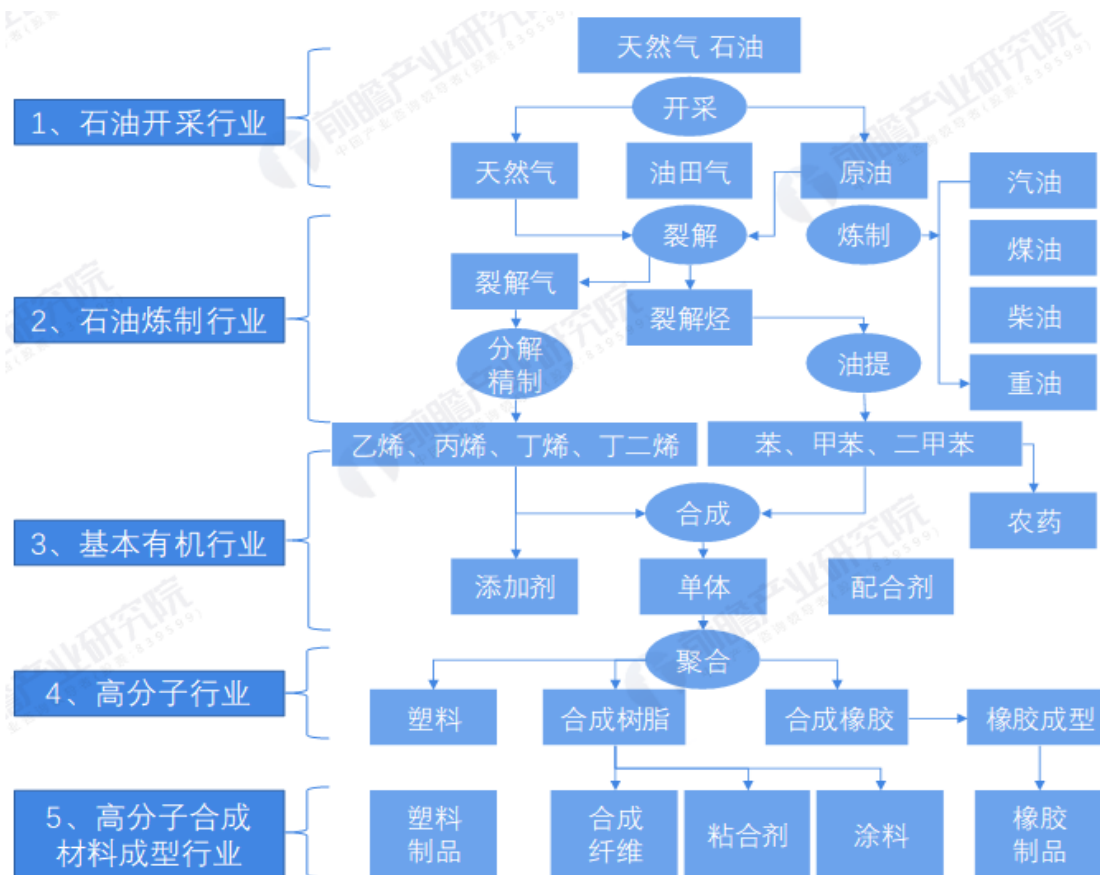
(1) 石化和化纤行业的基础信息

① 石化行业基础信息

我国是全球最大的丙烯生产国和消费国，而PDH（丙烷脱氢）则是推动我国丙烯行业发展的重要动力之一。从上游来看，原料丙烷基本依赖进口，未来几年随着国内PDH产能的大幅增长，以及多个以丙烷和丁烷为主要原料的蒸汽裂解项目投产，国内丙烷进口量还将大幅增长。在新的发展环境下，烯烃芳烃行业的总需求正在减弱，依赖燃料生产的落后产业将面临严重打击，行业重塑进程提速。

石油化工是以石油和天然气为原料，生产石油产品和石油化工产品的加工工业。石化产业生产链长，从最初的原油到化工原料再到化工产品，需要经历众多生产环节。

图 1：石油化工全产业链



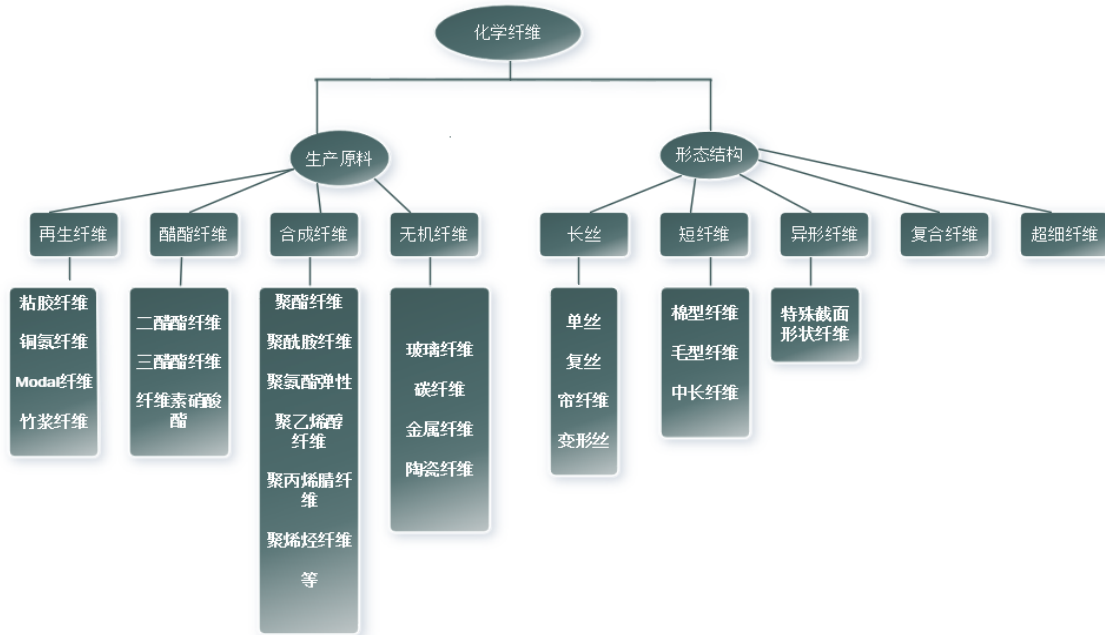
资料来源：前瞻产业研究院

② 化纤行业基础信息

2021年，我国化纤行业进入后疫情时代的恢复阶段，整体表现出价格涨、利润增、库存稳的局面，实现了“十四五”的良好开局。但值得注意的是，随着2020年低基数效应逐渐减弱，行业增长势头逐渐放缓，主要经济运行指标增速呈现明显的“前高后低”走势。

化学纤维分类方法多样，品种较多。化学纤维根据生产原料的不同，分为再生纤维、醋酸酯纤维、合成纤维和无机纤维；根据形态结构的差异，分为长丝、短纤维、异形纤维、复合纤维和超细纤维。

图 2：化学纤维分类



资料来源：华通产业研究部整理

③行业相关政策

2021年12月,《“十四五”原材料工业发展规划》提出:实施技术攻关,组织研发重质劣质油加工及高效转化利用技术;推广先进技术,石化化工行业推广原油直接生产化学品、精细化工产品智能化微反应和连续化生产等低碳技术。

2021年11月,《“十四五”工业绿色发展规划》指出:重点推广石化化工行业原油直接生产化学品等先进节能工艺流程,加强化工企业间原材料工序结构匹配、协同供给,强化企业、园区、产业集群间的循环链接,统筹国际国内两大资源来源,加强自愿跨区域产业优化配置等主要任务,鼓励有条件的园区和企业加强资源耦合和循环利用,创建“无废园区”和“无废企业”。受地缘政治风险、能源危机以及疫情反复等问题影响,化学纤维制造业面临着转型及发展的多重挑战。

2021年10月,国家发展改革委、工业和信息化部等部门联合发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》及《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)》,推动炼油、乙烯、合成氨重点行业绿色低碳转型,确保如期实现碳达峰目标。

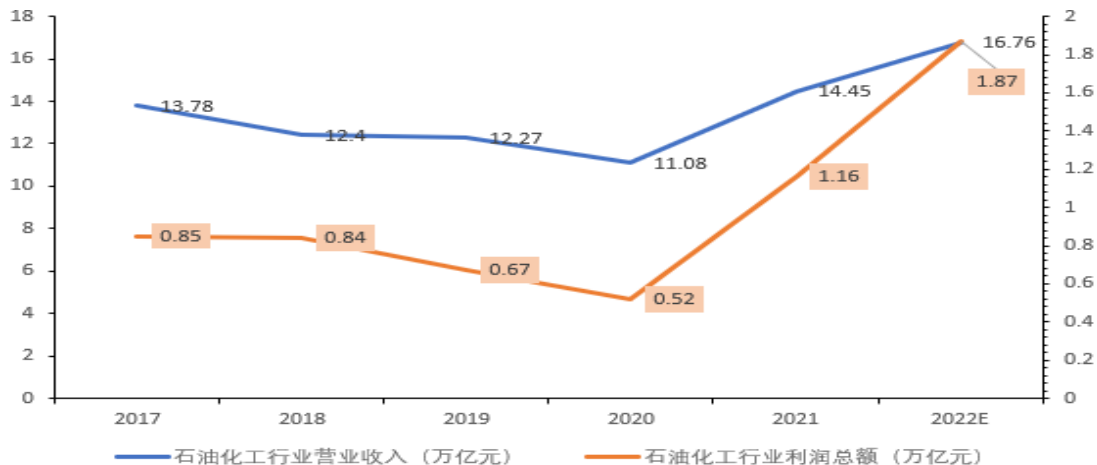
(2) 石化和化纤行业的成长情况及全球竞争格局

①石化行业的成长情况及竞争格局

在国家政策的正确引导下,经过40年的发展,我国的石化产业规模跃居世界前列,建立了产业链上、中、下游齐全配套的工业体系。石化产业的产品覆盖面广,资金技术密集,产业关联度高,对稳定经济增长、改善人民生活、保障国防安全具有重要作用。

根据中商产业研究院数据统计:我国石化产业取得了长足的发展,2021年规模以上企业主营业务收入达到18.4万亿元,利润总额再创新高,突破万亿元。预计2022年我国规模以上石化企业的主营业务收入将达16.76万亿元,利润总额将达1.87亿元。

图3: 2017-2022年中国规模以上石油和化工行业营收和利润总额统计情况及预测



数据来源：中商产业研究院

石油主要被炼化用来作为成品油，广泛用于机动车、船、飞机等领域，占比达到 60%左右；部分重质油被炼化生产石蜡、沥青、焦炭等，用于建筑、基建等领域，占比达到 19%；还有部分成分被用于生产树脂、橡胶、纤维等生活材料，占比约为 15%。

据中国石油和化学工业联合会会长在第十一届中国国际石油化工大会上表示，中国已经成为世界石油和化工大国，占据全球市场份额的 40%。当前，国内石化行业依据企业的主营业务收入划分呈现 3 个竞争梯队：营业收入万亿级企业有两家，分别是中国石油和中国石化；营业收入百亿级企业有荣盛石化、恒力石化、浙江恒逸、万华化学、上海石化等数家，经营区域布局以省级为单位；其余企业的营业收入在百亿级以下。两大龙头企业竞争排名在前，中国石油和中国石化在 2020 年的市场占有率分别为 17%和 19%，其次是营收在百亿级的企业，国内竞争排名次之。

② 化纤工业的成长情况及竞争格局

据中纤网数据统计：2021 年服装面料涤纶、锦纶、腈纶、氨纶、粘胶短纤及相关原料价格均有一定程度的上升，在成本支撑和需求向好的逻辑下，化纤市场总体价格重心恢复至疫情前的水平，带动经济效益同比大幅增加。

国家统计局数据显示：2021 年化纤行业营业收入首次跨入万亿元级别，为 10,262.83 亿元，同比增加 27.83%；实现利润总额 628.9 亿元，同比大增 149.19%，化纤行业贡献了纺织全行业近 25%的利润。

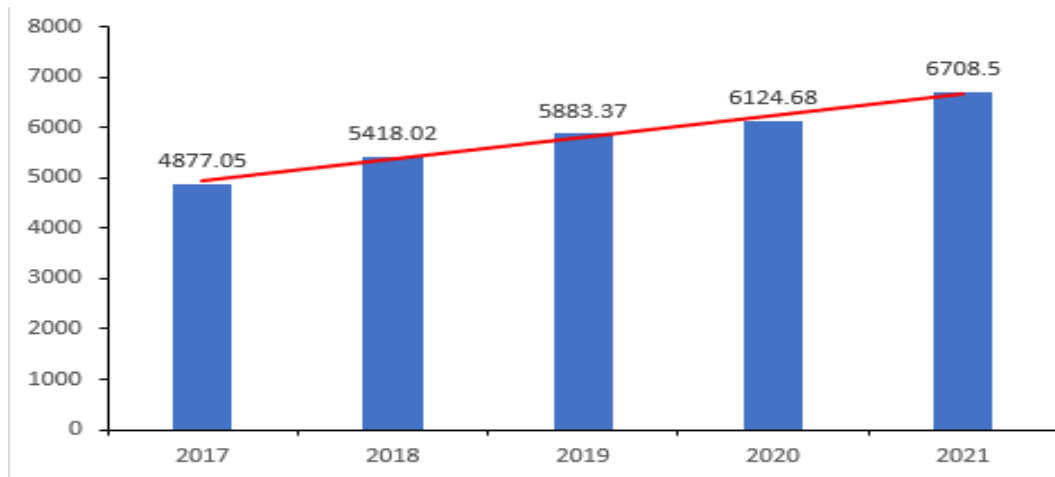
图 4：2017-2021 年度中国规模以上化学纤维制造业营收和利润总额统计情况



数据来源：国家统计局 华通证券研究部整理

化纤产业为响应市场需求的持续增长，化学纤维产量逐年攀高。2021 年化学纤维产量达 6,708.5 万吨，增幅 9.5%。

图 5：2017-2021 年化学纤维产量统计情况 (单位：万吨)



数据来源：国家统计局 华通证券研究部整理

化纤行业竞争格局视不同的细分产品市场而有所不同。目前高端化学纤维市场仍由国外企业主导，美国的陶氏杜邦公司在世界芳纶纤维市场占据半壁江山，日本的东丽公司是全球最大的碳纤维生产商。国外企业凭借领先的核心技术及稳定的产品质量，在中国乃至全球的高端化学纤维市场中占据主导地位。中国企业尚徘徊在中低端化学纤维市场，以本土大型企业为领头羊，行业寡头态势明显。在涤纶市场，桐昆集团在国内领先，锦纶领域是锦江科技，粘胶纤维以富丽达纤维为首。

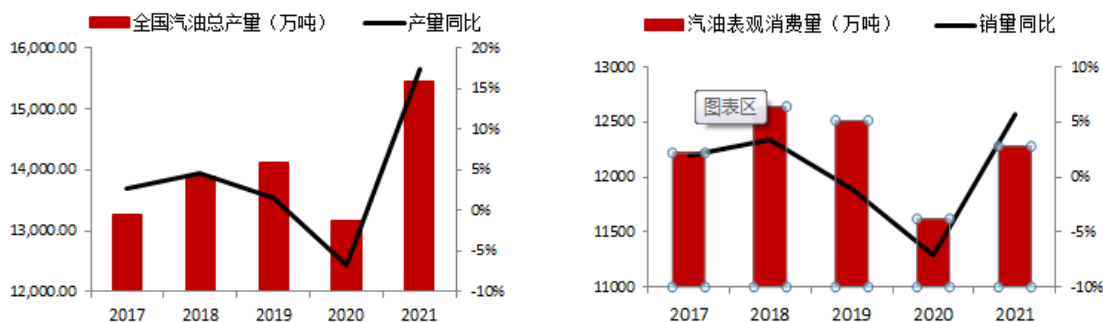
美国《化学与工程新闻》公布了 2022 年全球化工企业 50 强。巴斯夫是全球最大的化学品制造商，中国石化第二，陶氏第三。在全球 50 强化工企业中，恒力石化提名第 12，荣盛石化第 27，桐昆集团第 48，恒逸石化第 50。

2. 石化和化纤行业发展趋势

目前，我国石化行业发展势头仍不错。行业在供给侧改革的驱动下，通过绿色环保、安全监督及危化品搬迁行动，淘汰了大量的低端过剩产能，一批龙头企业顺势而起。十九大以来放开了原油进口和使用权的所有制限制，在成品油零售、化工产品投资等领域取消了外商投资的股比限制，大大激发了市场活力。

据中国石油和化学工业联合会信息与市场部副主任范敏先生预测：从十四五规划和 2035 远景目标可以看出，新型工业化、城镇化、信息化和农业现代化加快推进，人民生活水平提高促进了消费升级，新能源及新能源汽车、高速轨道交通、大飞机、汽车轻量化、生物医药等，对高端聚烯烃、工程塑料、特种橡胶、聚氨酯弹性体、高端合纤材料、先进膜材料等化工新材料、生物化工、环保材料等提供了大量需求。初步预计，未来十年我国石化行业增速将比前十年有所放缓，但总体仍将保持年均 3% 左右的稳定增长。

图 6：最近五年全国汽油产量及表观消费量



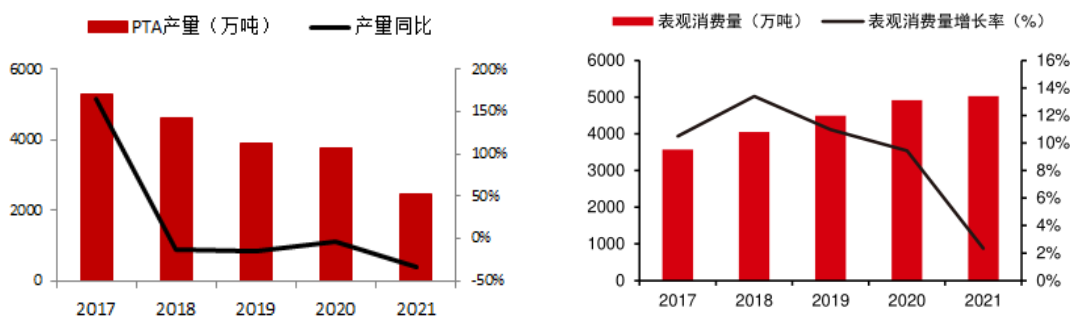
数据来源：国家统计局 华通证券研究部整理

2020 年 7 月初，商务部发布《商务部关于废止部分规章的决定》（商务部令 2020 年第 1 号），废止《成品油市场管理办法》和《原油市场管理办法》。随着这两个市场管理办法的废止，市场化进程加速推进。汽、柴油购销价格将逐渐放开，资源采购更加灵活，最终实现完全市场化。现阶段，各种替代燃料发展层出不穷，替代规模逐年加大。未来，中国成品油需求量与消费增长推动力、节约和替代等因素紧密相关。据中国石油规划总院预测：预计 2025 年，中国成品油需求量将达到 3.12 亿吨左右，达到顶点，“十四五”时期年均增长 0.91%。

受下游 PTA 需求的带动，对 PX 的需求仍会上升。据中国石化集团公司经济技术研究院预测：预计 2020-2025 年，国内 PTA、聚酯及涤纶的产业优势仍然存在，但略有下降，生产

将以满足国内需求为主,净出口量有所回落。国内城镇化及产业应用领域的开拓仍将有力拉动PX-PET行业稳定增长,但增速明显放缓,预计将回落至3%左右。

图7: 2017-2021年PTA国内产量及表观消费量



数据来源: Choice 数据 卓创资讯 中信证券研究部 华通证券研究部整理

二、全产业链战略发展行业领军企业

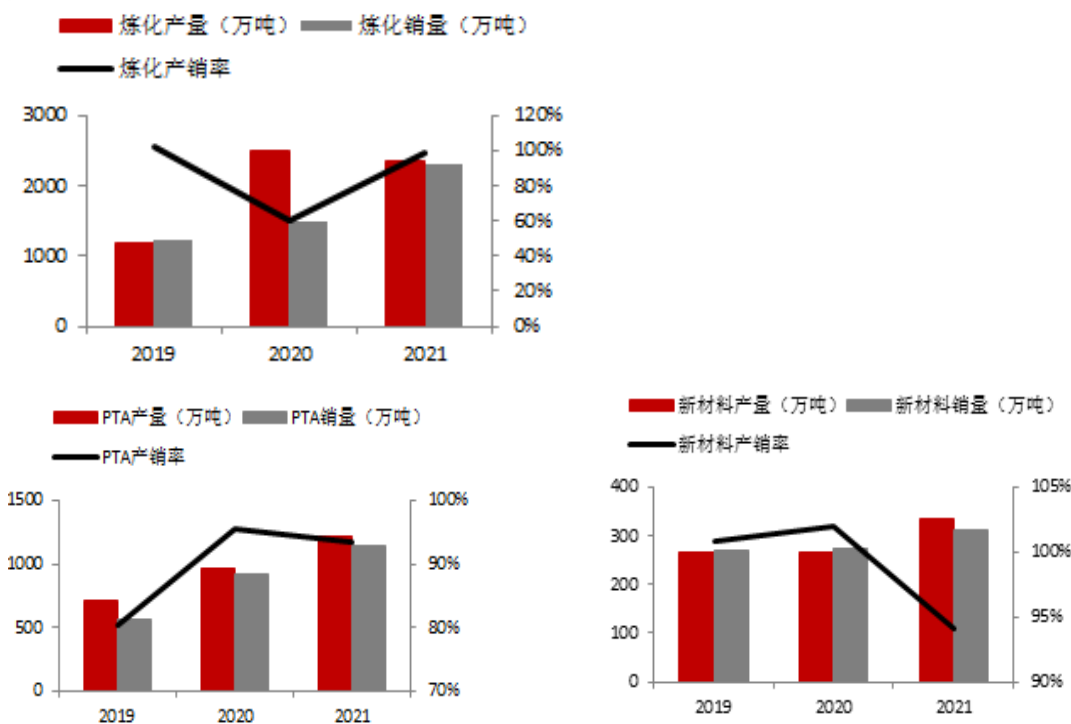
公司主营业务囊括炼化、石化以及聚酯新材料全产业链上、中、下游业务领域涉及的PX、醋酸、PTA、乙二醇、聚酯切片、民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、功能性薄膜、工程塑料、PBS/PBAT生物可降解新材料的生产、研发和销售。截止目前,恒力石化拥有全资及控股子公司二十余家。2021年恒力迈进了全球企业百强阵营,荣获了全国五一劳动奖章,实现了可喜的年度经营数据:全年实现营业收入1,979.7亿元,同比增长29.2%;全年实现利润155.3亿元,同比增长15.37%。

1. 炼化+PTA+新材料稳健运营

(1) 主营业务及产品情况

2021年,公司的主要业务划分为三大类:炼化、PTA和新材料,三大业务分别贡献全年主营业务收入的53%、24.3%和13.78%,其中炼化业务以成品油、PX和乙烯为主要产品,新材料以聚酯类为主要产品。当年,公司顺应行业发展,将业务的重心放在了PTA和聚脂产品上,两类产品产量较上年同期增长了25%以上,PTA销量较上年同期增长23.97%,聚脂产品销量较上年同期增长15.28%。炼化产业受宏观层面的影响产量和销量有所下滑,分别下降6.49%和7.6%。

图8: 公司2019-2021年炼化、PTA和新材料产量、销量及产销率对比



数据来源: Choice 数据 华通证券研究部整理

(2) 市场地位

根据公司近年来的投资方向可以看出，公司未来会巩固下游炼化产业，促进中游的 PTA 产业和上游的新材料产业发展。由于成品油已被“两桶油”占据了 75% 的国内市场份额，恒力石化的成品油业务占比为 11.5%。

中国 PTA 行业的龙头企业主要有荣盛石化、恒逸石化和本公司等。2021 年公司 PTA 产业的全球占比已超 10%。与同行业相比，公司的各项业绩指标更加优秀，这不仅是对公司在 PTA 行业现有成绩的肯定，也对公司在该行业的未来发展奠定了有力基础。

2020 年，子公司康辉新材料已成为国内最大的 MLCC 离型基膜生产企业，国内市场占有率超过 65%，打破了国外垄断，有效填补了国内市场空白，并出口日韩等海外高端市场。

（3）行业对比——运营效率、管理效率及盈利能力

根据 Choice 数据统计，对比石油石化-炼化及贸易行业前 20 家公司相关指标的行业均值，结果如表 1 所示，从中可以得出：公司的应收账款周转率显著高于行业平均，说明公司的业务资金回流情况良好，但存货周转率大约只有行业水平的一半，显示了公司产品流通不畅，存在过剩产能的可能性较大，整体运营效率中等居上。

管理效率方面，公司的销售费用率和管理费用率明显低于行业平均水平，整体管理效率居上。2021 年，公司前五名客户销售额达到 144 亿元，占年度销售总额 7.29%，客户较分散，公司对客户不产生依赖。销售费用中出口部分的支出占比 47%，人工支出占比 44%，在广告和宣传上的投入较少，公司的主要业务仍然分布在国内市场，现有产业的营销渠道和客户较为稳固。管理费用中人工支出占了一半，其次是折旧、摊销和办公支出，与营收规模相当的荣盛石化（管理费用率 0.39%）和恒逸石化（管理费用率 0.84%）比较，管理费用略高。

盈利能力方面，公司的净资产收益率略高于行业平均，毛利率与行业平均水平尚有差距，营业净利率略低于行业水平。资产回报率行业偏上，且超过了荣盛石化和恒逸石化，但获利空间在行业中只能排中上。

表 1：2021 年同行业运营效率、管理效率及盈利能力对比

对比指标（2021 年）		恒力股份	行业均值
运营效率	应收账款周转率（次）	98.69	57.03
	存货周转率（次）	6.29	12.13
管理效率	销售费用率（%）	0.15	1.52
	管理费用率（%）	1.00	2.06
盈利能力	净资产收益率（%）	10.59	9.62
	毛利率（%）	10.18	17.37
	营业利润率（%）	4.72	5.25

资料来源：Choice 数据 华通证券研究部整理

（4）三大核心竞争力

① 实现大化工平台和“新材料”业务协同发展的“双循环”格局

公司构筑形成了“原油—芳烃、乙烯—精对二甲酸(PTA)、乙二醇—聚酯(PET)—民用丝及工业丝、工程塑料、薄膜”的完整产业链，实现了集团石化业务板块的全产业链一体协同化运作。公司在大连长兴岛建成的 PTA 生产基地年产能达到 1,160 万吨，在国内市场具备较强的行业竞争力。投产的恒力 2,000 万吨/年炼化一体化项目核心装置为 450 万吨/年的芳烃联合装置，得到了国务院和国家发改委重点支持。公司聚酯板块总产能达 284 万吨，包括涤纶民用长丝 163 万吨、聚酯薄膜 20 万吨、工程塑料 16 万吨、聚酯切片 45 万吨、膜级切片 20 万吨。公司热电业务板块还拥有 66.8 万千瓦发电机组，每小时供气能力超 6,000 吨。

公司主动适应新形势、新发展、新变化，紧紧围绕国家产业战略转型部署，持续强化上游以“炼化+乙烯+煤化”为产业载体的“大化工”平台基础支撑与发展平台作用，秉承和坚守恒力“创新研发基因”，做长、做深和做精下游的化工新材料业务板块的链条厚度，持续提升公司化工新材料业务板块的研发属性、科技含量和技术比重。

② 高端研发驱动市场竞争优势

截至 2021 年 12 月 31 日，公司下属公司恒力化纤有权发明专利共 413 项、有权实用新型专利共 91 项，其中 2021 年取得授权发明专利 109 项，包括中国授权发明专利 89 项、美国授权发明专利 11 项、韩国授权发明专利 1 项、日本授权发明专利 6 项、欧洲授权发明专利 2 项；取得授权实用新型专利 20 项。下属公司德力化纤有权发明专利共 13 项、有权实用新型专利共 49 项，其中 2021 年取得授权发明专利 3 项、取得授权实用新型专利 18

项；下属公司康辉新材料有权发明专利 17 项、有权实用新型专利 40 项，其中 2021 年取得授权发明专利 4 项、授权实用新型专利 1 项；下属公司恒科新材料有权发明专利 34 项、有权实用新型专利 51 项、PCT(专利合作条约)1 项，其中 2021 年取得授权发明专利 6 项。

公司走的是市场差异化、技术高端化与装置规模化、业务一体化并重的发展路径，经过长期积累、摸索形成的市场-技术联动创新机制，并打造国际化研发团队，构筑高水平科技研发平台，技术研发实力与新品创新能力领先同行。公司产品在品质以及稳定性上优于同行，是目前国内唯一一家能够量产规格 5D FDY 产品的公司，MLCC 离型基膜国内产量占比超过 65%，更是国内唯一、全球第二家能够在线生产 12 微米涂硅离型叠片式锂电池保护膜的企业，公司在功能性薄膜和民用涤纶长丝领域，拥有绝对的技术优势和工艺积累，形成了短期内难以复制的行业竞争护城河。

③提供持续稳定的投资回报，实施股权收购事宜

公司制定《未来五年股东回报规划（2020-2024 年）》，给予股东稳定回报的预期与机制。2021 年，以本次利润分配方案实施前的公司总股本 70.39 亿股为基数，每股派发现金红利 1.01 元（含税），共计派发现金红利 71.09 亿元。基于对公司未来发展的信心和对公司价值的认可，截止 2021 年，公司已推出第三期股份回购计划，回购资金规模达 5-10 亿元，并于 2021 年实施完毕。2022 年公司继续推出第四期股份回购计划，回购资金预期 5-10 亿元。

（5）公司的可持续性和成长性

公司不断夯实上游“大化工”的平台作用和运作效率，现已积极打造出化工新材料为主轴的第二成长曲线，稳步推进 160 万吨/年高性能树脂及相关配套工程、260 万吨/年功能性聚酯工程、30 万吨/年己二酸化工新材料配套项目及 16 亿平锂电隔膜项目等在建项目的工程建设，保证项目进展顺利，为公司可持续高质量发展提供有力保障。

2.未来三年毛利率预测

根据 2022 年前三季度的上市公司公告分析，2022 年公司炼化产业因受上游原油价格的增涨和能源危机，炼化产出的成品油、PX 和乙烯产品价格均被抬高，但增幅不及材料原油的涨势。2022 年的市场需求量较 2021 年有所下滑，公司该产业的规模优势不会迅速拉低，长期影响会较明显，预计 2022 年毛利率由 22.89%下降到 21.73%，2023 年毛利率为 15.63%，2024 年为 12.28%。

PTA 产业和新材料产业的市场供给受产能限制，预计 2023 年和 2024 年随着产能的提升有所增加。2022 年上半年，PTA 的价格较上年同期增长 40%以上，主要材料 PX 的成本价也在增长，公司产出的 PX 不足以供应中游 PTA 的全部产量，预计 2024 年会有所好转。新材料是公司未来增长的突破点，单价高，随着进口的国内替代增加，未来价格将维持向上的走势。主要原料乙二醇价格波动较小，预计 2022-2024 年靠着研发创新和工艺改进，产能增加后，毛利率会有连续增长。

表 2：2022-2024 年各产业毛利率预测

产业毛利率	2021 (%)	2022E (%)	2023E (%)	2024E (%)
炼化	22.89%	21.73%	15.63%	12.28%
PTA	2.34%	1.10%	1.84%	4.60%
新材料	18.92%	25.09%	31.99%	37.45%
综合	15.38%	14.84%	13.54%	15.98%

资料来源：Choice 数据 华通证券研究部整理

3.未来三年产能预测

公司未来三年主要业务仍然会集中在炼化、PTA 和新材料领域，公司的主要投资和生产建设基本围绕新材料产业布局，PTA 产能 500 万吨仍在扩建中，炼化产业已完成投资和在建。根据上市公司信息披露的建设期，预计 2022-2024 年，炼化产业可实现产能均为 2,679.18 万吨，PTA 产业可实现产能分别为 1,218.58 万吨、1,318.58 万吨、1,468.58 万吨，新材料可实现产能分别为 331.5 万吨、421 万吨、705 万吨。

表 3：2022-2024 年三大产业产能预测

产业产能	2021 年已建成产能(万吨)	2021 年已在建产能(万吨)	2021 年已实现产能(万吨)	2022E (万吨)	2023E (万吨)	2024E (万吨)
炼化	2,679.18		2,679.18	2,679.18	2,679.18	2,679.18
PTA	1,160	500	1,218.58	1,218.58	1,318.58	1,468.58
新材料	331.5	280	331.5	331.5	421	705

资料来源：公司公告 华通证券研究部整理

4.未来三年营收预测

2021年，公司炼化产品主要有成品油、PX和乙烯，分别占77%、16%和6%。根据现有产能预测，未来三年各产品的结构相对稳定。2022年受能源短缺、原油涨价的影响，市场需求略微下降，预计产量减少到2,137.5万吨，2023年和2024年，成品油按年0.91%增长，PX按年3%增长测算，产量分别为2,165.3万吨、2,193.46万吨。受成品油、PX和乙烯的价格波动影响，炼化产品在2022-2024年的平均价格变动分别为22.06%、5.65%和-6.51%。

PTA和新材料未来3年市场需求保持稳定增长，市场空间广阔，产能增长成为未来业绩的驱动力。根据产品价格的历史波动，预测2022-2024年，PTA的市场价格波动分别为10%、-5%、-8%，新材料的价格波动分别为3%、10%、5%。

预测2022-2024年的营业收入分别为2,226.95亿元、2,436.99亿元、2,686.48亿元，营业收入增长率分别为12.49%、9.43%、10.24%。

表4：2022-2024年营业收入预测

产业	2021	2022E	2023E	2024E	
炼化	收入（亿元）	1,049.32	1,183.06	1,263.79	1,196.86
	收入增长率（%）	16.82	12.75	6.82	-5.30
	产量（万吨）	2,351.64	2,137.50	2,165.30	2,193.46
	销量（万吨）	2,317.90	2,141.04	2,164.82	2,192.90
	单价（元/吨）	4,527.01	5,525.67	5,837.87	5,457.82
	成本（亿元）	809.15	925.95	1,066.31	1,049.84
PTA	收入（亿元）	481.63	565.14	581.37	595.40
	收入增长率（%）	63.56	17.34	2.87	2.41
	产量（万吨）	1,218.63	1,218.58	1,318.58	1,468.58
	销量（万吨）	1,139.79	1,215.83	1,316.57	1,465.60
	单价（元/吨）	4,225.62	4,648.18	4,415.77	4,062.51
	成本（亿元）	470.38	558.93	570.68	567.99
新材料	收入（亿元）	272.77	297.63	405.43	702.38
	收入增长率（%）	55.69	9.11	36.22	73.24
	产量（万吨）	333.15	331.50	421.00	705.00
	销量（万吨）	313.36	331.96	411.09	678.28
	单价（元/吨）	8,704.56	8,965.70	9,862.27	10,355.38
	成本（亿元）	221.15	222.95	275.74	439.32
其他	收入	175.98	181.12	186.40	191.84
	成本	174.50	188.66	194.26	200.02

资料来源：Choice 数据 华通证券研究部整理

三、业绩预测

2021年公司的管理费用率为1%，销售费用率为0.15%，财务费用率为2.48%。公司的经营布局未来三年不会发生大的变化，因生产智能化的带动，人员规模也不会大幅度扩张，管理费用和销售费用将随公司的业绩波动而波动。预计2022-2024年公司的管理费用率、销售费用率和财务费用率分别为0.83%、0.16%、2.57%。

公司净利率于2019年达到10.03%后，近两年略微下降，业务重心未来2年仍将以炼化为主，国内过剩产能会继续影响净利润的下降。公司现已找到新的利润增长业务——新材料产业，预计未来三年相关的生产线建设将陆续开展，有望在2024年拉动净利润的增长。预计2022-2024年净利率分别为7.77%、6.7%、9.12%，测算的净利润分别为173.04亿元、163.3亿元、244.98亿元。

表 5: 2022-2024 年财务报表预测及比率分析

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,979.70	2,226.95	2,436.99	2,686.48
营业成本	1,675.18	1,896.49	2,106.99	2,257.17
营业税金及附加	34.40	37.78	41.44	46.15
销售费用	2.91	3.57	4.15	4.57
管理费用	19.85	18.41	19.41	19.52
财务费用	49.18	57.17	63.36	69.85
投资收益	0.19	0.25	0.05	0.20
公允价值变动损益	3.56	1.05	1.68	2.03
信用减值损失	-0.17	0.12	-0.35	0.15
资产减值损失	-1.55	-0.76	-0.77	-0.64
营业利润	197.91	221.29	205.99	305.44
其他非经营损益	0.37	0.55	0.72	0.79
利润总额	198.28	221.84	206.71	306.23
所得税	42.90	48.80	43.41	61.25
净利润	155.38	173.04	163.30	244.98
少数股东损益	0.07	0.08	0.07	0.11
归属母公司股东净利润	155.31	172.96	163.23	244.87

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	159.86	471.34	424.15	605.35
应收和预收款项	95.53	96.10	135.21	105.82
存货	335.53	349.60	379.21	398.74
其他流动资产	60.88	23.49	46.14	81.17
其他权益工具投资	2.00	2.00	2.00	2.00
固定资产和在建工程	1,306.85	1,558.77	1,590.13	1,547.64
无形资产和开发支出	74.19	80.35	81.44	78.53
长期待摊费用	26.22	18.98	11.74	14.50
其他非流动资产	41.90	25.25	41.11	49.02
资产总计	2,102.96	2,625.88	2,711.13	2,882.77
短期借款	555.91	694.17	704.55	750.98
应付和预付款项	350.67	443.15	455.52	457.33
长期借款	521.22	580.38	605.34	613.21
其他负债	102.16	215.25	142.80	95.89
负债合计	1,529.96	1,932.95	1,908.21	1,917.41
股本	70.39	70.39	70.39	70.39
资本公积	184.56	186.88	189.93	194.03
未分配利润	311.18	406.30	503.08	662.25
归属母公司股东权益	572.31	692.48	802.60	965.18
少数股东权益	0.69	0.45	0.32	0.18
所有者权益合计	573.00	692.93	802.92	965.36
负债和股东权益合计	2,102.96	2,625.88	2,711.13	2,882.77

现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	155.38	173.04	163.30	244.98
折旧与摊销	90.22	96.85	125.72	141.14
财务费用	41.26	48.02	53.22	58.67
资产减值损失	1.72	0.64	1.12	0.49
经营营运资本变动	-99.05	-51.38	6.60	-67.25
其他	-2.83	-1.78	-7.53	3.06
经营活动现金流净额	186.70	265.39	342.43	381.09
资本支出	-143.30	-224.29	-392.80	-211.39
其他	12.32	-9.65	1.02	2.30
投资活动现金流净额	-130.98	-233.94	-391.78	-209.09
短期借款	555.91	694.17	704.55	750.98
长期借款	-512.29	-474.81	-554.17	-665.90
支付股利	-99.84	-133.46	-117.12	-133.76
其他	-18.55	2.81	-12.34	-14.16
筹资活动现金流净额	-74.77	88.71	20.92	-62.84
现金流量净额	-19.05	120.16	-28.43	109.16

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
获利能力				
毛利率	15.38%	14.84%	13.54%	15.98%
三费率	3.63%	3.55%	3.57%	3.50%
净利率	7.85%	7.77%	6.70%	9.12%
ROE	30.07%	27.34%	21.83%	27.71%
ROA	7.74%	7.32%	6.12%	8.76%
ROIC	12.33%	14.52%	13.12%	16.98%
EBITDA/销售收入	13.26%	17.51%	16.80%	19.77%
成长能力				
销售收入增长率	29.92%	12.49%	9.43%	10.24%
营业利润增长率	9.64%	11.81%	-6.91%	48.28%
净利润增长率	15.14%	11.37%	-5.63%	50.02%
EBITDA 增长率	-12.10%	48.54%	5.02%	29.70%
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.42	1.43	1.57
固定资产周转率	1.62	1.87	1.89	1.86
应收账款周转率	98.69	110.16	58.98	50.15
存货周转率	6.29	5.54	5.78	5.80
收现比	1.07	1.10	1.15	0.98
资本结构				
资产负债率 (%)	72.75	73.61	70.38	66.51
带息债务/总负债	0.81	0.75	0.78	0.79
流动比率	0.67	0.72	0.78	0.94
速动比率	0.24	0.40	0.42	0.53
股利支付率	0.46	0.35	0.35	0.35
每股指标				
每股收益	2.21	2.46	2.32	3.48
每股净资产	8.13	9.84	11.40	13.71
每股经营现金	2.65	3.77	4.86	5.41
每股股利	1.01	0.86	0.81	1.22

资料来源: 华通证券研究部整理

四、估值分析

1. PE/PB/PS 模型

从 PE/PB BAND 可以看出,最近 5 年,股市收盘价于 2021 年 1 月 29 日达到顶峰 38.6 元,2022 年上半年在 PE=11.85 倍附近徘徊,下半年靠近 PE=6.86 倍。结合业绩预测,估计公司 2022-2024 年的市盈率、市净率和市销率。

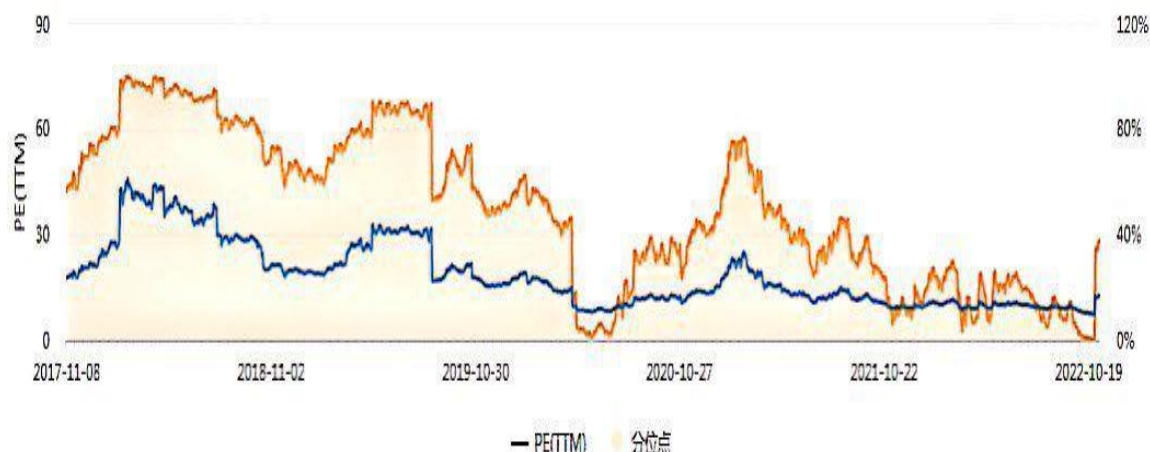
表 6: 未来三年的 PE、PB 和 PS 预测

估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
PE	7.31	10.00	8.00	6.00
PB	1.99	2.50	1.63	1.52
PS	0.57	0.78	0.54	0.55

数据来源: 华通证券研究部整理

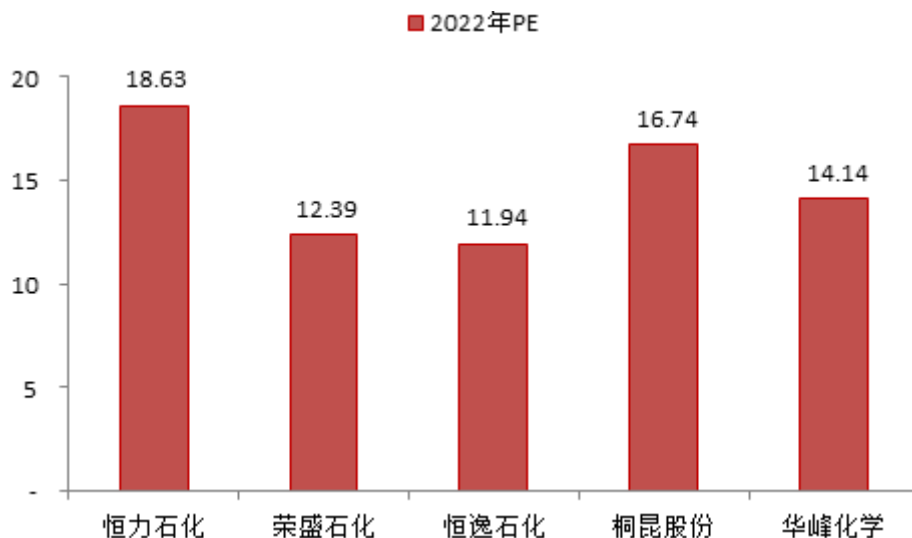
根据 Choice 数据查询,公司 2021 年 PE (TTM) 的均值为 13.7 倍。2022 年 11 月 7 日 PE (TTM) 为 12.75, 百分位点 38.09%。从 2022 年 3 季报取各公司当前市值和当前净利润计算得出动态 PE, 结果显示: 本公司的动态 PE 略高于可比公司, 说明市场对公司业绩增长预期相对较为乐观。

图 9: 公司自 2017 年 11 月以来的 PE (TTM)



资料来源: Choice 数据

图 10: 主要可比公司动态 PE



资料来源: Choice 数据 华通证券研究部整理

经 Choice 数据统计,2022 年石化行业平均 PE 为 21.6, 预测 2022 年公司的 EPS 为 2.46 元, 由此得出公司的合理估值为 53.14 元。

2. PEG 模型

由业绩预测得出公司 PEG 为 0.61 (分母为 2022-2024 年 EPS 的复合增长率), PEG 小于标准

值1, 故我们认为公司目前股价被低估了。

3.DCF 模型

我们以预测的2022-2024年EPS分别为2.46元、2.32元和3.48元为基础, 进行DCF估值, 对应每股合理的内在价值为50.51元。

表7: DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	10%	2.00%	20.96	20.99	41.95
组合二	8%	2.00%	23.08	33.62	56.70
组合三	10%	2.50%	20.96	22.5	43.46
组合四	8%	2.50%	23.08	36.86	59.94
平均					50.51

资料来源: 华通证券研究部整理

估值说明: (1). 永续增长率采用略低于行业未来 10 年的增长率 3%;
 (2). DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算;
 (3). 预测期间为 2022-2031 年, 永续期自 2032 年开始;
 (4). 考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价。

五、打造第二成长曲线, 业绩突破有望

1. 股价催化剂

2022 年下半年, 海外经济体的高通胀及货币紧缩仍将对全球金融市场产生重大影响。我国一直以来推行稳增长政策, 加大金融支持实体经济发展力度。近年来, 随着人民币存款利率的下调和房地产市场景气度下滑, 刺激了股票等证券市场的吸金能力。为推动 GDP 的稳定增长, 未来仍会实施较为宽松的货币政策来保增长。

根据《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)》描述, 到 2025 年, 通过实施节能降碳行动, 炼油行业整体能效水平明显提升, 将助力企业的降本增效。

公司以大化工平台为基础, 着力打造高附加值的化工新材料产业链。未来 1 至 2 年内, 年产 80 万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目, 150 万吨绿色多功能纺织新材料项目, 30 万吨二酸新材料配套项目、160 万吨高性能树脂及新材料项目和 260 万吨高性能聚酯工程将陆续达产, 未来业绩增长可期, 有望推动股价大幅增长。

受国际油价大幅震荡上涨的影响, 2022 年国内油价也经历了多次上涨。由于需求预计将恢复到大流行前的水平, 石油市场可能会继续吃紧, 这将使油价继续保持高位。预期油价的持续上涨将带动行业市场规模增长, 部分竞争者退出市场。随着下游锂电和光伏产业的发展, 未来对 BOPET 薄膜的需求会增大, 有利于增厚业绩。

2. 六个月目标价

根据估值分析, 预计未来六个月股价将达到 25 元, 对应的 PE 为 10.78, PB 为 2.19, PS 为 0.72。当前股价为 16.09 元, 较六个月目标价折价 35.64%。

六、股票投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期, 我们给予公司“强烈推荐 (首次)”的投资评级。

表8: 行业基准指数对比

比较项	恒力石化	沪深 300 指数
PE	10.78	10.21
PB	2.19	1.17
PS	0.72	1.10
预计未来六个月波动率	55.38%	20%

数据来源: Choice 数据 华通证券研究部整理

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作并发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。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。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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。
8. 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。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。