

恒力石化：盈利持续修复，业绩潜力释放正当时

2023年8月23日

事件：2023年8月22日晚，恒力石化发布2023年度中期报告。2023年上半年公司实现营业总收入1094.57亿元，同比下降8.15%，环比增长6.07%；实现归母净利润30.49亿元，同比下降62.01%，环比增长153.42%；扣非净利润22.75亿元，同比下降69.33%，环比增长135.70%；经营活动产生的现金流量净额为121.38亿元，同比下降27.03%，环比增长30.25%；基本每股收益为0.43元/股，同比下降62.28%，加权平均资产收益率为5.60%，同比下降7.67pct。

2023年二季度公司实现营业总收入533.03亿元，同比下降18.95%，环比下降5.08%；实现归母净利润20.29亿元，同比下降46.65%，环比增长99.01%；扣非净利润16.91亿元，同比下降48.80%，环比增长189.55%；经营活动产生的现金流量净额为2.16亿元，同比下降96.41%，环比下降98.19%。

点评：

- **大炼化景气回升叠加聚酯需求改善，公司业绩持续复苏。**从业绩贡献看，2023年上半年恒力炼化、恒力化纤、恒力化工分别贡献20.72、6.25、6.11亿元净利润。成本端，2023年上半年，受OPEC减产政策延续、沙特阿拉伯与俄罗斯自愿减产等因素影响，原油供给存有缩减预期，但全球经济疲软、俄乌冲突影响边际减缓及市场对美联储加息的担忧限制油价上涨，国际油价稳中有跌，大炼化成本端压力明显缓解。2023年上半年，布伦特原油均价79.94美元/桶，同比变化-23.82%，环比变化-14.26%。需求端，2023年上半年国内GDP同比增长5.50%，整体经济修复良好。成品油方面，自2022年底疫情防控政策优化以来，居民出行持续修复，截至2023年6月，国内客运量累计同比增长56.30%，成品油需求支撑明显，截至2023年6月，国内成品油表观消费量为1.96亿吨，已超越2019年同期水平；化工品方面，地产端拉动仍显疲软，但终端消费及基建持续回暖，总体上看，聚乙烯、聚丙烯等石化大宗化学品价格提振力度偏弱，截至2023年6月，国内社会消费品零售总额累计同比8.2%，基建投资完成额累计同比10.15%。
- **消费旺季+补库周期有望来临，公司成长空间广阔。**伴随暑期来临，居民出行半径扩大、车用空调增加，成品油传统消费旺季来临，需求端拉动力度或将加大，此外，部分化工品如PX等产品或受益于调油需求增加，产品价格中枢有望抬升。化工品领域，二季度大宗石化化工产品价格整体下行，同时产品库存亦整体去化，行业处于主动去库阶段；目前来看，炼化下游化工品处于阶段性价格低位，库存亦处于相对偏低水平，其中2023年二季度聚烯烃、PX库存环比下降2%、7%。在聚酯产业链中，二季度涤纶长丝库存环比下降5%，下游织机平均开工率达到58%，环比提升15个pct。我们认为，伴随经济刺激政策持续释放，炼化下游化工品补库周期有望开启，化工品价格、价差或将上行；在聚酯端，伴随下游秋冬季纺服订单放量，“金九银十”

消费旺季来临，长丝盈利有望持续改善。

- **新增产能陆续落地，业绩贡献后劲增强。**公司下属子公司康辉新材营口厂区年产超强湿法锂电池隔膜 4.4 亿平方米项目，包含 4 条超强湿法隔膜制膜线，2 条涂覆隔膜线，2023 年上半年公司首条锂电隔膜生产线全线贯通，未来将逐步打造“基膜+涂覆”一体化生产线。恒力（惠州）产业园 500 万吨/年 PTA 项目实现全面投产，进一步完善了聚酯产业链原材料供应结构。未来公司还将持续推进 160 万吨高性能树脂及新材料、恒科三期 150 万吨绿色多功能纺织新材料等项目建设，持续增强公司业绩贡献后劲。
- **康辉新材拟重组上市，提升优质资产综合竞争力。**康辉新材专注于功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料等领域，是恒力石化新材料业务的核心载体。公司新增产能持续释放，2023 年公司年产 45 万吨可降解塑料项目有序投产，在建项目包括苏州汾湖基地 80 万吨聚酯薄膜项目，该项目已投产 5 条线，剩余 7 条线预计将在今年全部投产；在建 260 万吨高性能聚酯工程项目、锂电隔膜项目等也将在未来持续增强新材料板块综合实力，提升资产质量。公司持续优化资产架构，拟分拆康辉新材料重组上市，有望进一步拓宽公司融资渠道，提升融资效率，增强公司优质资产综合竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 89.22、138.33 和 176.24 亿元，同比增速分别为 284.8%、55.0%、27.4%，EPS（摊薄）分别为 1.27、1.97 和 2.50 元/股，按照 2023 年 8 月 22 日收盘价对应的 PE 分别为 11.37、7.33 和 5.76 倍。考虑到公司受益于自身竞争优势和行业景气度回升，2023-2025 年公司业绩有望增长提速，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险；新增产能投产不及预期风险；拟分拆康辉新材料重组上市进度不及预期风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	197,997	222,373	255,091	278,105	300,608
增长率 YoY %	29.9%	12.3%	14.7%	9.0%	8.1%
归属母公司净利润 (百万元)	15,531	2,318	8,922	13,833	17,624
增长率 YoY%	15.4%	-85.1%	284.8%	55.0%	27.4%
毛利率%	15.4%	8.2%	10.1%	11.4%	12.4%
净资产收益率 ROE%	27.1%	4.4%	14.3%	18.4%	19.5%
EPS(摊薄)(元)	2.21	0.33	1.27	1.97	2.50
市盈率 P/E(倍)	10.41	47.15	11.37	7.33	5.76
市净率 P/B(倍)	2.83	2.07	1.62	1.35	1.12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	65,180	76,344	94,847	88,283	100,883	
货币资金	15,986	28,076	41,813	33,216	43,818	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2,644	372	1,398	1,524	1,647	
预付账款	2,637	1,997	2,245	2,412	2,578	
存货	33,553	37,836	42,527	45,692	48,831	
其他	10,360	8,062	6,865	5,438	4,009	
非流动资产	145,116	165,087	180,631	205,673	213,910	
长期股权投	0	559	559	559	559	
固定资产	122,731	118,719	128,094	154,633	160,835	
无形资产	7,342	8,925	11,900	13,470	15,513	
其他	15,043	36,884	40,078	37,011	37,003	
资产总计	210,296	241,430	275,478	293,955	314,793	
流动负债	97,776	125,853	143,282	148,041	152,772	
短期借款	55,591	69,317	84,317	84,317	84,317	
应付票据	16,050	20,604	23,158	24,882	26,592	
应付账款	10,689	8,869	9,969	10,711	11,447	
其他	15,446	27,063	25,838	28,131	30,416	
非流动负债	55,220	62,657	69,657	70,657	71,657	
长期借款	52,122	58,347	63,347	64,347	65,347	
其他	3,097	4,310	6,310	6,310	6,310	
负债合计	152,996	188,510	212,939	218,699	224,429	
少数股东权益	69	58	57	55	53	
归属母公司股东权益	57,231	52,863	62,482	75,201	90,311	
负债和股东权益	210,296	241,430	275,478	293,955	314,793	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	197,997	222,373	255,091	278,105	300,608	
同比 (%)	29.9%	12.3%	14.7%	9.0%	8.1%	
归属母公司净利润	15,531	2,318	8,922	13,833	17,624	
同比 (%)	15.4%	-85.1%	284.8%	55.0%	27.4%	
毛利率 (%)	15.4%	8.2%	10.1%	11.4%	12.4%	
ROE%	27.1%	4.4%	14.3%	18.4%	19.5%	
EPS (摊薄)(元)	2.21	0.33	1.27	1.97	2.50	
P/E	10.41	47.15	11.37	7.33	5.76	
P/B	2.83	2.07	1.62	1.35	1.12	
EV/EBITDA	7.90	12.31	8.55	7.01	5.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	197,997	222,373	255,091	278,105	300,608	
营业成本	167,518	204,078	229,380	246,456	263,388	
营业税金及附加	3,440	6,631	6,377	6,953	7,515	
销售费用	291	393	383	417	451	
管理费用	1,985	1,889	2,551	2,572	2,893	
研发费用	1,019	1,185	1,352	1,462	1,592	
财务费用	4,916	4,287	6,713	7,219	7,300	
减值损失合	-155	-3,129	-1	-1	-3	
投资净收益	19	0	0	0	0	
其他	1,100	1,544	1,826	1,991	2,152	
营业利润	19,791	2,325	10,160	15,015	19,617	
营业外收支	37	85	61	61	69	
利润总额	19,828	2,410	10,221	15,076	19,686	
所得税	4,290	92	1,300	1,245	2,065	
净利润	15,538	2,318	8,921	13,831	17,622	
少数股东损	7	0	-1	-2	-2	
归属母公司净利润	15,531	2,318	8,922	13,833	17,624	
EBITDA	32,765	17,740	25,583	32,558	37,892	
EPS (当年)(元)	2.21	0.33	1.27	1.97	2.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	18,670	25,954	23,944	36,039	40,696	
净利润	15,538	2,318	8,921	13,831	17,622	
折旧摊销	9,023	9,543	10,535	12,313	13,124	
财务费用	4,126	4,444	6,784	7,324	7,384	
投资损失	-19	0	0	0	0	
营运资金变动	-9,729	7,148	-2,239	2,627	2,628	
其它	-269	2,500	-56	-55	-61	
投资活动现金流	-13,098	-26,297	-20,124	-31,812	-15,811	
资本支出	-13,383	-25,708	-19,924	-31,811	-15,810	
长期投资	499	378	-200	0	0	
其他	-214	-968	0	0	0	
筹资活动现金流	-7,388	10,405	9,916	-12,824	-14,284	
吸收投资	0	6	0	0	0	
借款	4,362	23,267	20,000	1,000	1,000	
支付利息或股息	-9,984	-12,121	-12,184	-13,924	-15,384	
现金流净增加额	-1,905	10,734	13,736	-8,596	10,602	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，信达能源石化板块负责人，博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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。