



恒力石化 (600346.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

环比改善，期待新材料投产！

业绩简评

恒力石化于2023年8月22日发布2023年半年度报告，公司1H23实现营业收入1094.57亿元，同比减少8.15%；实现归母净利润30.49亿元，同比减少62.01%。其中，2023Q2公司实现营业收入533.03亿元，同比减少18.95%，环比减少5.08%；实现归母净利润20.29亿元，同比减少46.59%，环比增加98.92%。受益于炼油板块持续强劲，公司业绩环比大幅改善。

经营分析

炼油板块持续强劲业绩环比稳步修复：2023年上半年原油价格中高位震荡，炼油板块延续强劲势头，汽柴油裂解价差维持中高区间水平，截至2023年8月22日，汽柴油裂解价差均值分别为1186.62元/846.76元/吨。与此同时，PX-原油价差持续走阔，2023Q2 PX-原油价差均值为3347元/吨，环比增加8.66%，公司现有2000万吨原油加工能力和520万吨/年PX产能，炼油板块强势有望支撑公司业绩进一步修复。

下游需求持续恢复化工板块有望景气回暖：PTA产品受产能投放过快等因素影响导致价差承压，2023Q2 PTA-PX产品价差为398元/吨，环比增加23.37%，伴随经济复苏需求好转，PTA-PX产品价差有所修复。与此同时，由于终端需求仍处于恢复初期，烯烃类产品价差仍处于较低水平，2023Q2 聚烯烃-原油平均价差为3186元/吨，环比减少0.20%。随着国内外需求持续恢复，公司化工板块盈利或有望持续修复。

康辉新材分拆上市稳步推进，全面深化全产业链布局：本次分拆康辉新材将成为独立上市平台，有利于提升功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料业务的盈利能力和综合竞争力。同时更加有利于公司充实资本实力，聚焦于薄膜研发和制造，进一步提升公司盈利水平和稳健性。此外，公司2000万吨/年炼化一体化项目、150万吨/年乙烯项目、恒力(惠州)产业园500万吨/年PTA项目已实现全面投产。160万吨/年高性能树脂及新材料项目等项目在如期推进中，预计2023-2024年将将有年产20万吨/年电池级碳酸二甲酯(DMC)、26万吨聚碳酸酯、23.18万吨/年双酚A、30万吨ABS、7.2万吨PDO等新能源新材料产能投放，公司产业链向下游高附加值领域延伸，成长性确定性较强。

盈利预测、估值与评级

持续看好公司在经济回暖后，价差回升带来业绩弹性以及新材料深加工产能投产拉阔终端产品-原油价差的成长，但当前仍处于经济恢复初期，因此我们维持2023-2025年的盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润为50亿元/101亿元/150亿元，对应EPS分别为0.72元/1.43元/2.14元，对应PE为20.11X/10.05X/6.75X，维持“买入”评级。

风险提示

1) 地缘政治扰乱全球原油市场；(2) 子公司康辉新材在分拆上市后存在净利润被摊薄的可能；(3) 美联储加息或抑制终端需求；(4) 卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响；(5) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响；(6) 模型拟合误差对结果产生影响；(7) 在建工程进度不及预期，新增产能投放不及预期。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

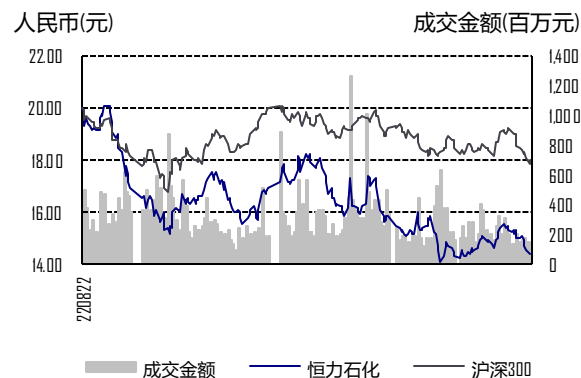
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenloulou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.41 元

相关报告：

- 《恒力石化公司点评：油品持续强劲，业绩环比修复》，2023.7.15
- 《恒力石化公司点评：苦尽甘来！》，2023.4.27
- 《恒力石化公司点评：见历史大底，迎复苏之路！》，2023.1.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	197,997	222,373	258,439	304,664	367,438
营业收入增长率	29.94%	12.31%	16.22%	17.89%	20.60%
归母净利润(百万元)	15,531	2,318	5,045	10,088	15,036
归母净利润增长率	15.37%	-85.07%	117.61%	99.98%	49.05%
摊薄每股收益(元)	2.206	0.329	0.717	1.433	2.136
每股经营性现金流净额	2.65	3.69	2.23	3.66	4.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.14%	4.39%	9.03%	16.29%	21.19%
P/E	10.41	47.15	20.11	10.05	6.75
P/B	2.83	2.07	1.81	1.64	1.43

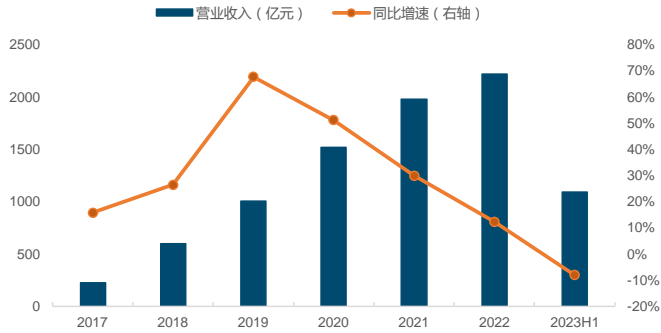
来源：公司年报、国金证券研究所



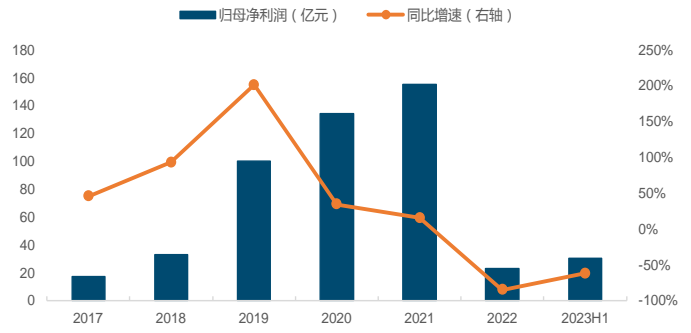
1、公司业绩环比持续修复，康辉分拆上市布局高附加值领域

恒力石化于 2023 年 8 月 22 日发布 2023 年半年度业绩报告，公司 1H23 实现营业收入 1094.57 亿元，同比减少 8.15%，实现归母净利润 30.49 亿元，同比减少 62.01%。其中，2023Q2 公司实现营业收入 533.03 亿元，同比减少 18.95%，环比减少 5.08%；实现归母净利润 20.29 亿元，同比减少 46.59%，环比增加 98.92%。受益于炼油板块持续强劲，公司业绩环比持续改善。

图表 1：1H23 公司营业收入同比减少 69.33%



图表 2：1H23 公司归母净利润同比减少 62.01%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年上半年原油价格中高位震荡，1H23 布伦特原油期货价格同比减少 23.79%，而同期公司产品加权平均售价为 5679.41 元/吨，同比减少 4.82%，原材料价格降低速度高于产品售价降低速度，公司产品价差走阔从而带动公司业绩持续修复。

图表 3：2022Q4-2023Q2 布伦特原油价格震荡下行

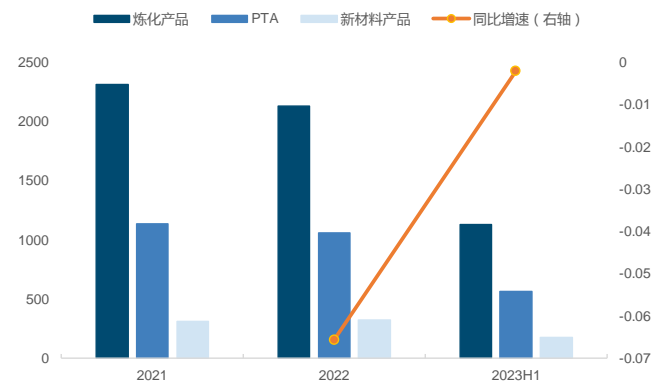
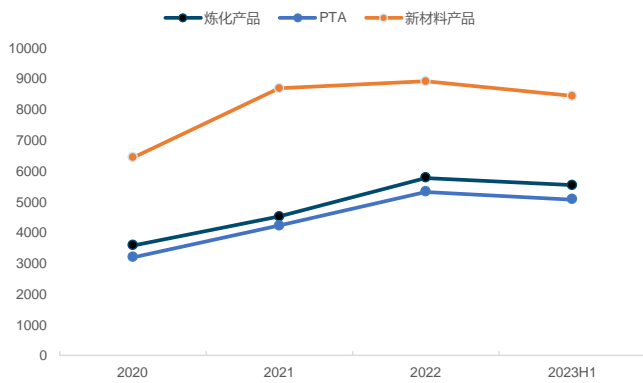


来源：Wind，国金证券研究所



图表4: 2023H1 公司主要产品平均售价同比减少 4.82%

图表5: 2023H1 公司主要产品销量同比减少 0.19%

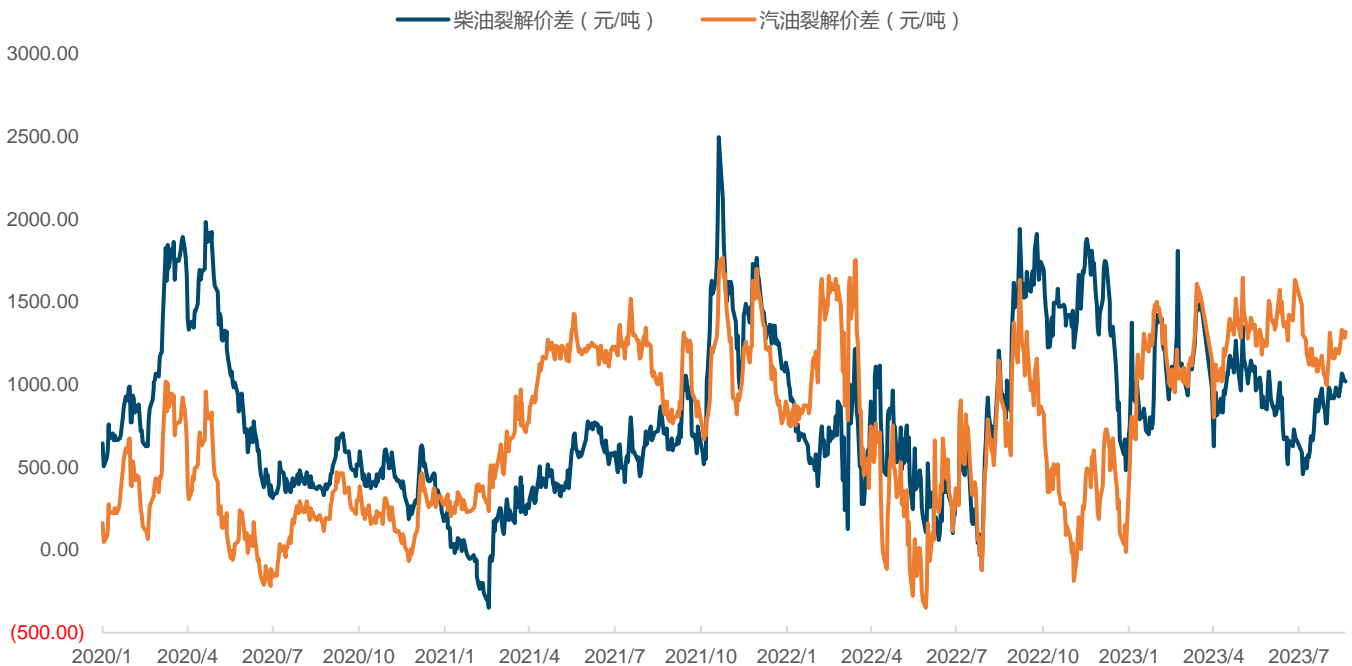


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

国内炼油板块持续强劲, 成品油裂解价差持续修复, 2023Q2 汽柴油裂解价差分别为 1321.56 元/947.84 元/吨, 分别环比增加 12.31%、减少 12.63%。2023 年 7 月以来裂解价差持续维持中高位水平, 截至 8 月 22 日, 汽柴油裂解价差均值分别为 1186.62 元/846.76 元/吨。炼油板块强势支撑公司上半年业绩修复, 伴随终端需求平稳恢复, 公司炼油业务未来业绩值得期待。与此同时, PX-原油价差持续走阔, 2023Q2 PX-原油价差均值为 3347 元/吨, 环比增加 8.66%, 2023 年 7 月以来 PX-原油价差继续维持中高水平, 7 月至今, PX-原油价差均值为 3289.42 元/吨, 公司现有 520 万吨/年 PX 产能, 公司业绩有望进一步得到修复。

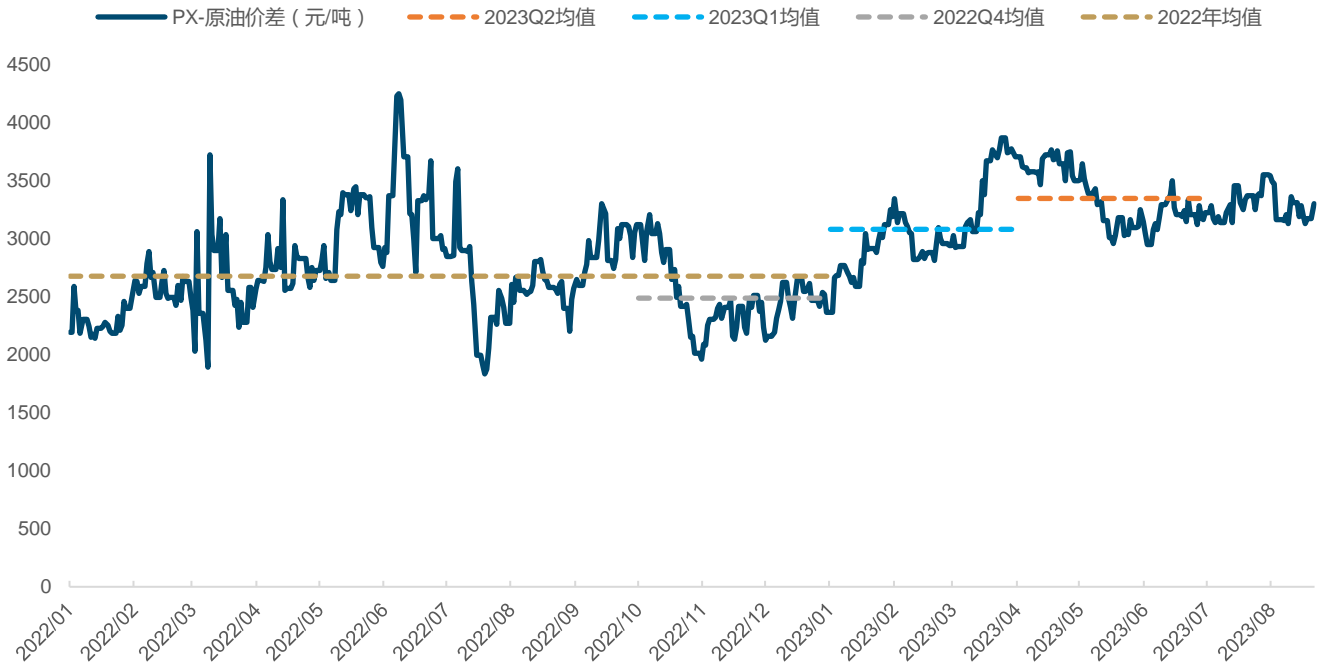
图表6: 2023H1 汽柴油裂解价差维持中高位



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所



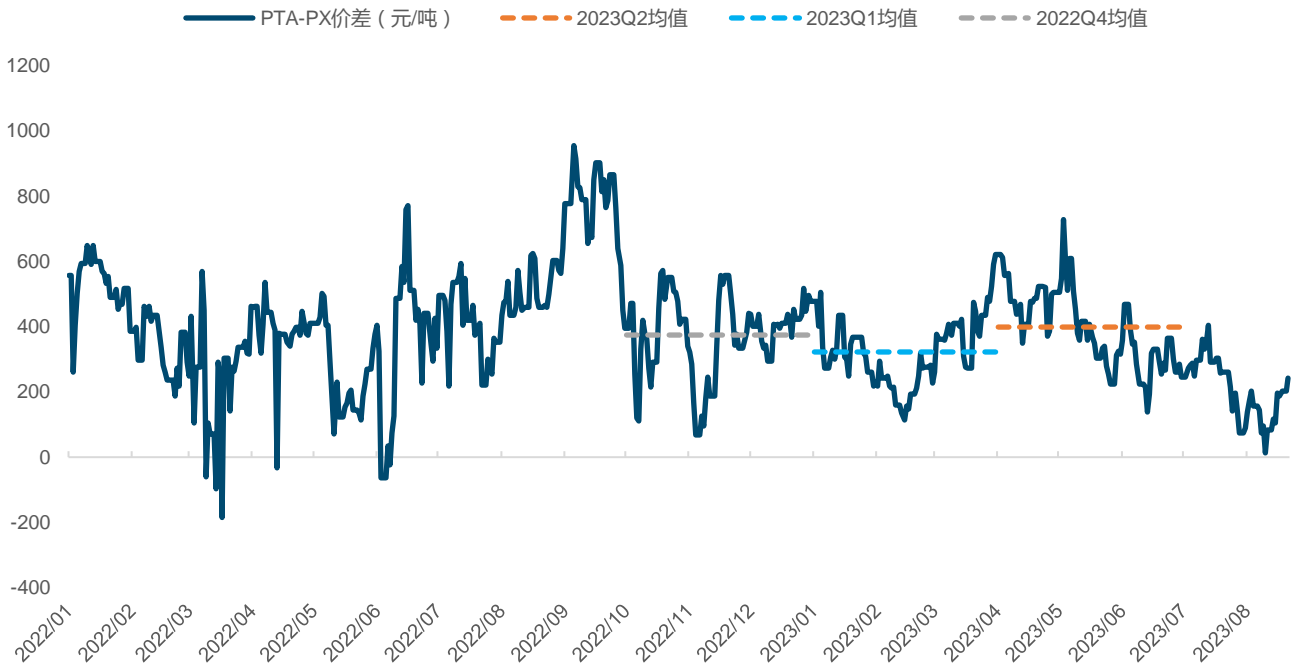
图表7: 2023Q2 PX-原油价差进一步走阔



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

化工品需求仍处于恢复初期, 公司化工板块持续承压。PTA 产品受产能投放过快等因素影响导致价差承压, 2023Q2 PTA-PX 产品价差为 398 元/吨, 环比增加 23.37%, 7 月以来伴随油价上行, PTA-PX 价差承压, 2023 年 7 月至今, PTA-PX 价差均值为 174.53 元/吨。此外, 当前聚烯烃等化工品价差仍处于较低水平, 2023Q2 聚烯烃-原油平均价差为 3186 元/吨, 环比减少 0.20%。随着国内外需求持续恢复, 公司化工板块回暖或将提振公司未来业绩。

图表8: 2023Q2 PTA-PX 价差有所改善



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所



图表9：聚烯烃-原油价差仍处于较低水平



来源：Wind, iFinD, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

公司子公司康辉新材重组上市计划持续推进，本次拆分完成后康辉新材将成为独立上市平台，有利于提升公司在功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料业务的盈利能力和综合竞争力，同时更加有利于公司充实资本实力，聚焦于薄膜研发和制造，进一步提升公司盈利水平和稳健性。此外，公司 2000 万吨/年炼化一体化项目、150 万吨/年乙烯项目、恒力（惠州）产业园 500 万吨/年 PTA 项目已实现全面投产。此外，160 万吨/年高性能树脂及新材料项目等项目在如期推进中，预计 2023-2024 年将有望年产能 20 万吨/年电池级碳酸二甲酯（DMC）、26 万吨聚碳酸酯、23.18 万吨/年双酚 A、30 万吨 ABS、7.2 万吨 PDO 等新能源新材料产能投放，公司产业链向下游高附加值领域延伸，公司业绩未来具备较高成长性。

2、风险提示

- 1) 地缘政治扰乱全球原油市场：俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场；
- 2) 存在净利润被摊薄的可能：康辉新材在分拆上市后，财务状况和盈利能力仍将反映在公司的合并报表中，公司按权益享有康辉新材净利润存在被摊薄的可能。
- 3) 美联储加息或抑制终端需求：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 4) 卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 5) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 6) 模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-27	买入	23.21	71.40~71.40
2	2022-04-07	买入	20.98	71.40~71.40
3	2022-05-01	买入	20.95	N/A
4	2022-08-15	买入	21.24	N/A
5	2022-10-30	买入	15.31	N/A
6	2023-01-31	买入	17.12	N/A
7	2023-04-27	买入	15.71	N/A
8	2023-07-15	买入	15.03	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究