

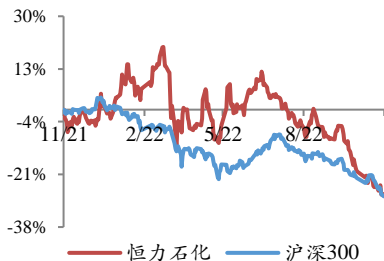
检修与需求拖累业绩，成本需求边际改善开启

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-31

收盘价（元）	15.34
近12个月最高/最低（元）	25.50/15.31
总股本（百万股）	7,039
流通股本（百万股）	7,039
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,080
流通市值（亿元）	1,080

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 经营稳健盈利承压，龙头加速新材料布局 2022-08-18

主要观点：

● 事件描述

10月28日，恒力石化披露2022年三季度报告，2022年前三季度公司实现营业收入1703.90亿元，同比增长12.48%；实现归母净利润60.87亿元，同比下降52.12%；实现扣非净利润47.91亿元，同比下降60.13%。

其中2022年第三季度，公司实现营业收入512.15亿元，同比增长9.17%，环比下降22.13%；实现归母净利润-19.39亿元，同比下降147.66%，环比下降150.99%；实现扣非净利润-26.26亿元，同比下降170.05%，环比下降179.50%。

● 检修、需求偏弱及原材料波动影响三季度盈利，四季度改善可期

三季度业绩转负，经营整体承压。盈利能力方面，整体销售毛利率1.12%，同比下滑15.68pct；净利率-3.78%，同比下滑12.47pct。ROE为-3.35%，同比下滑11.15pct。2022年三季度内外部宏观环境动荡，公司整体盈利情况环比承压。

三季度原材料下跌库存损失及需求波动，行业压力加大。Q3业绩承压，主要原因是Q3原油价格下跌，公司原材料库存产生一定损失，产品价格受原油支撑不足，同时宏观经济面临压力，房地产、纺织、建材等下游需求放缓，下游开工回落，产品价差收窄。价格方面，根据公司经营数据披露，整体维持环比稳定，炼化平均价格5821元/吨，同比/环比+26.10%/-2.99%；PTA板块平均价格5408元/吨，同比/环比+20.72%/-6.51%；新材料板块平均价格8893元/吨，同比/环比+1.50%/-4.98%。价差方面，根据我们的跟踪，PTA及炼化板块价差方面，PTA-PX/聚酯-PTA-MEG/PX-石脑油/乙二醇-乙烯/苯乙烯-纯苯-乙烯/HDPE-乙烯价差环比-44.19%/-9.63%/-3.10%/-13.33%/+8.83%/-12.63%，大部分产品价差收窄明显。新材料板块，涤纶长丝产品下游盈利边际有所回升，POY-聚酯切片/DTY-聚酯切片/FDY-聚酯切片价差环比+31.70%/+13.19%/+27.34%。

投产后首次大型检修拖累产销量。炼化公司于7月和8月进行了2019年投产后的首次大型检修，一定程度上使公司的产销量下降。根据公司披露，2022Q3炼化板块销量449.01万吨，同比/环比-5.67%/-27.48%；PTA板块销量250.25万吨，同比/环比-9.66%/-14.60%；新材料板块销量85.48万吨，同比/环比+1.76%/+4.69%。

图表1 恒力石化季度经营数据

	炼化产品	PTA	新材料
--	------	-----	-----

	产量/ 万吨	销量/ 万吨	平均 价格 元/吨	产量/ 万吨	销量/ 万吨	平均 价格 元/吨	产量/ 万吨	销量/ 万吨	平均 价格 元/吨
20Q1	417	412	4060	174	200	3524	62	43	7742
20Q2	840	480	4417	284	237	3402	66	60	7460
20Q3	597	609	3567	190	168	3371	77	67	6989
20Q4	660	1007	2995	313	314	2759	61	102	5073
21Q1	586	862	3666	302	315	3518	80	66	8080
21Q2	604	679	4770	305	293	4108	80	78	8758
21Q3	569	476	4616	315	277	4480	85	84	8761
21Q4	593	301	6301	296	254	4964	88	85	9079
22Q1	590	567	5554	298	246	5005	87	68	9292
22Q2	565	619	6000	307	293	5785	84	82	9359
22Q3	492	449	5821	280	250	5408	90	85	8893

注：21Q2 之前数据按照新统计口径追溯调整。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

阴霾散去，四季度成本需求边际改善开启。随着原油价格波动因素三季度已然体现，四季度原油价格下行带来的成本改善将逐渐体现，我们认为四季度业绩有望快速修复。

● 加速精细产业园一期项目，资本开支保证成长性

基于炼化一体化良好现金流，公司持续增加资本开支，保证公司未来成长性。公司基于自身的 C2-C4 全产业链的大化工原料平台优势以及多年的研发积累，选择布局当前我国紧缺的高端涤纶、功能性薄膜、可降解材料、新能源化学品等新材料，加速“卡脖子”和“产能瓶颈”等受限环节的国产替代。目前在建拟建项目有 150 万吨绿色多功能纺织新材料项目、汾湖 80 万吨功能性聚脂薄膜/塑料项目、16 亿平米锂电隔膜项目、德力二期 120 万吨/年民用丝与苏州本部 140 万吨/年工业丝、260 万吨高性能聚酯、60 万吨/年 BDO 等，项目均在积极推进中。国产锂电隔膜项目下游客户和设备线定制顺利，将在明年开始陆续交付。

● 投资建议

我们看好公司基于全种类原料平台优势，通过资本开支扩大规模优势，实现强者恒强，同时积极开拓下游新材料，提高产品的差异化和附加值。预计公司 2022 年、2023 年和 2024 年归母净利润分别为 80.64 亿元、143.75 亿元和 214.65 亿元，EPS 分别为 1.15 元、2.04 元和 3.05 元，对应当前股价 PE 分别为 13.39/7.51/5.03，维持“买入”评级。

● 风险提示

原油和煤炭价格大幅波动；
 项目建设不及预期；
 不可抗力；
 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	197997	223771	234372	251935
收入同比 (%)	29.9%	13.0%	4.7%	7.5%
归属母公司净利润	15531	8064	14375	21465
净利润同比 (%)	15.4%	-48.1%	78.3%	49.3%
毛利率 (%)	15.4%	10.7%	12.9%	15.1%
ROE (%)	27.1%	12.0%	16.9%	19.3%
每股收益 (元)	2.21	1.15	2.04	3.05
P/E	10.41	13.39	7.51	5.03
P/B	2.83	1.61	1.27	0.97
EV/EBITDA	7.90	8.11	6.27	4.77

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	65180	76325	69551	73916	营业收入	197997	223771	234372	251935
现金	15986	20000	15000	15000	营业成本	167518	199900	204096	213821
应收账款	2644	2163	2498	2828	营业税金及附加	3440	3580	3047	2519
其他应收款	852	1602	1307	1431	销售费用	291	1790	1641	1512
预付账款	2637	2879	3144	3246	管理费用	1985	2909	2344	2015
存货	33553	40157	38086	41894	财务费用	4916	5604	5414	5441
其他流动资产	9509	9523	9516	9517	资产减值损失	-155	0	0	0
非流动资产	145116	153967	174695	194400	公允价值变动收益	-356	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	19	0	0	0
固定资产	122731	124148	133566	143983	营业利润	19791	9980	17779	26548
无形资产	7342	9789	11116	12425	营业外收入	59	0	0	0
其他非流动资产	15043	20029	30013	37992	营业外支出	21	0	0	0
资产总计	210296	230292	244246	268316	利润总额	19828	9980	17779	26548
流动负债	97776	107770	103261	100603	所得税	4290	1896	3378	5044
短期借款	55591	44215	45579	40613	净利润	15538	8084	14401	21504
应付账款	10689	27974	22086	22235	少数股东损益	7	20	26	39
其他流动负债	31496	35581	35596	37755	归属母公司净利润	15531	8064	14375	21465
非流动负债	55220	55220	55865	56472	EBITDA	32765	23395	31398	40363
长期借款	52122	52122	52767	53375	EPS (元)	2.21	1.15	2.04	3.05
其他非流动负债	3097	3097	3097	3097					
负债合计	152996	162990	159126	157075					
少数股东权益	69	89	115	154					
股本	7039	7039	7039	7039					
资本公积	18456	18456	18456	18456					
留存收益	31736	41717	59510	85592					
归属母公司股东权益	57231	67212	85005	111087					
负债和股东权益	210296	230292	244246	268316					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	18670	37389	25566	34892
净利润	15531	8064	14375	21465
折旧摊销	9023	8922	9326	9555
财务费用	4126	6144	5939	5891
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	-9729	14239	-4100	-2057
其他经营现金流	24998	-6156	18501	23560
投资活动现金流	-13098	-15855	-26636	-24643
资本支出	-13383	-15855	-26636	-24643
长期投资	499	0	0	0
其他投资现金流	-214	0	0	0
筹资活动现金流	-7388	-17519	-3930	-10250
短期借款	5711	-11376	1364	-4966
长期借款	-1761	0	645	607
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	106	0	0	0
其他筹资现金流	-11444	-6144	-5939	-5891
现金净增加额	-1905	4014	-5000	0

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	29.9%	13.0%	4.7%	7.5%
营业利润	9.6%	-49.6%	78.2%	49.3%
归属于母公司净利	15.4%	-48.1%	78.3%	49.3%
获利能力				
毛利率 (%)	15.4%	10.7%	12.9%	15.1%
净利率 (%)	7.8%	3.6%	6.1%	8.5%
ROE (%)	27.1%	12.0%	16.9%	19.3%
ROIC (%)	10.9%	6.9%	9.5%	11.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	72.8%	70.8%	65.1%	58.5%
净负债比率 (%)	267.0%	242.2%	186.9%	141.2%
流动比率	0.67	0.71	0.67	0.73
速动比率	0.30	0.31	0.27	0.29
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.97	0.96	0.94
应收账款周转率	74.89	103.44	93.84	89.08
应付账款周转率	15.67	7.15	9.24	9.62
每股指标 (元)				
每股收益	2.21	1.15	2.04	3.05
每股经营现金流薄)	2.65	5.31	3.63	4.96
每股净资产	8.13	9.55	12.08	15.78
估值比率				
P/E	10.41	13.39	7.51	5.03
P/B	2.83	1.61	1.27	0.97
EV/EBITDA	7.90	8.11	6.27	4.77

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。