

恒力石化（600346.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年10月28日

**评级：买入（维持）**

市场价格：15.31

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	152,373	197,970	226,757	265,085	283,086
增长率 yoy%	51%	30%	15%	17%	7%
净利润（百万元）	13,462	15,531	8,128	16,396	21,003
增长率 yoy%	34%	15%	-48%	102%	28%
每股收益（元）	1.91	2.21	1.15	2.33	2.98
每股现金流量	3.43	2.65	4.01	4.19	5.18
净资产收益率	29%	27%	13%	21%	21%
P/E	8.0	6.9	13.3	6.6	5.1
P/B	2.3	1.9	1.7	1.4	1.1

备注：股价取自 2022/10/28

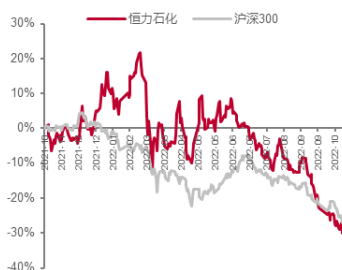
### 投资要点

- 事件：10月28日，公司发布三季报，2022Q1-3实现营业收入1703.6亿元，同比增加12.46%；实现归母净利润60.87亿元，同比下降52.12%；其中2022Q3，公司单季度实现营业收入512.0亿元，同比增加9.14%，环比下降22.13%；单季度实现归母净利润-19.4亿元，同比下降147.66%，环比下降150.99%。**
- 点评：**
- 疫情影响需求，业绩略有承压。**公司2022年前三季度实现归母净利润60.87亿元，同比下降52.12%。**盈利能力方面**，2022Q1-3毛利率为10.18%，同比降低5.56pct，净利率为3.58%，同比降低4.81pct。期间费用方面，2022Q1公司期间费用率合计为4.00%，同比下降0.03pct。其中，销售费用率为0.16%，同比和去年同期保持一致，管理费用（含研发费用，可比口径）率为1.36%，同比下降0.01pct，财务费用率为2.48%，同比下降0.03pct。一方面，炼化一体化布局有利于公司调整产品结构，实现“宜油则油、宜烯则烯、宜芳则芳”，灵活应对产品价格波动，实现稳定盈利；另一方面，公司充分发挥“规模+工艺+配套”的综合运营优势，不断提高综合成本与运作效率，有望进一步控制费用以实现降本增效。
- 成本高企需求承压，行业景气静待复苏。****价格方面**，当前原油价格高位震荡，据Wind，2022Q1-3原油均价（Brent）为102.5美元/桶，同比上涨51.06%，2022Q3单季度原油均价97.7美元/桶，同比上涨33.42%，环比-12.75%。2022Q1-3受上游原油价格中枢上移影响，公司主营产品价格向上，PX、乙二醇、纯苯、聚丙烯、苯乙烯、高密度聚乙烯、丁二烯均价分别为7551元/吨、4750元/吨、8390元/吨、9227元/吨、9637元/吨、9278元/吨、9150元/吨，同比+37.1%、-7.8%、+18.7%、-5.5%、+7.7%、+8.3%、+6.1%；2022Q3单季度PX、乙二醇、纯苯、聚丙烯、苯乙烯、高密度聚乙烯、丁二烯均价分别为7426元/吨、4193元/吨、8273元/吨、9249元/吨、9519元/吨、9043元/吨、9096元/吨，同比+24.8%、-21.4%、+2.9%、-2.4%、+4.9%、+4.2%、-13.1%，环比-11.0%、-14.1%、-8.2%、-1.1%、-6.6%、-4.1%、-14%。进入下半年，国外疫情管控已基本放开，国内疫情逐渐褪去，需求端有望持续恢复，产品盈利能力有望向上游传导。**价差方面**，2022Q1-3，POY与PTA、乙二醇均价差为1172元/吨，同比-26.4%；DTY与PTA、乙二醇均价差为2528元/吨，同比-18.8%；FDY与PTA、乙二醇均价差为1608元/吨，同比-9.1%。2022Q3单季度，POY与PTA、乙二醇均价差为1024元/吨，环比+20.1%，同比-13.3%；DTY与PTA、乙二醇均价

### 基本状况

总股本(百万股)	7,039
流通股本(百万股)	7,039
市价(元)	15.31
市值(百万元)	107,769
流通市值(百万元)	107,769

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

差为 2472 元/吨，环比+9.7%，同比-18.8%。产能方面，公司具备 2000 万吨/年的炼化生产能力和 500 万吨原煤加工能力，下游芳烃环节包括 450 万吨 PX、120 万吨纯苯和 1160 万吨 PTA、烯烃环节包括 180 万吨纤维级乙二醇、85 万吨聚丙烯、72 万吨苯乙烯、40 万吨高密度聚乙烯和 14 万吨丁二烯，煤化工环节包括 75 万吨甲醇、40 万吨醋酸、30 万吨纯氢和 12.6 万吨液氮，同时全面配套 520MW 高功率自备电厂（提供大量低成本的电力和各级蒸汽供自用）、自备原油码头（2 个 30 万吨级别）、国内最大的炼厂自备原油罐区（能够存储 600 万吨原油）以及其他各类齐备的成品原料码头和罐区储存等公用工程，极大降低了生产运行成本，“大化工”平台优势显著。新增项目方面，惠州大亚湾石化园区 500 万吨/年的 PTA 产能预计四季度投产，该装置采用最新的英威达 P8+ 技术，预计将进一步降低原料单耗与综合运行成本，投产后公司产能将达 1660 万吨/年，成为全球产能规模最大、技术工艺最先进、成本优势最显著的 PTA 龙头。

- **新材料布局继续深化，延伸第二成长曲线。**公司以炼化+煤化工搭建起了“大化工”平台，为公司开辟具有规模优势和市场潜力的芳烃、烯烃下游的化工新材料业务打下坚实原材料基础和产业配套条件。**差异化聚酯纤维领域：**去年公司启动了江苏轩达（恒科三期）150 万绿色多功能纺织新材料新项目建设，总投资 90 亿元，主要包括 15 万吨新型弹性纤维、15 万吨环保纤维、30 万吨阳离子 POY、30 万吨全消光 POY 和 60 万吨差别化纤维（30 万吨/年 POY，30 万吨/年 FDY），预计建设期 2 年，投产后预计年均利润总额约 13 亿元。此外，德力二期 120 万吨民用丝与苏州本部 140 万吨工业丝新产能也正处于项目规划阶段，将随审批进度或项目实施条件逐步快速启动建设，项目建成后将进一步提升公司民用涤纶丝业务板块的技术厚度、研发属性与产品附加值。**功能性薄膜与工程塑料领域：**全资子公司康辉新材料拥有年产 24 万吨 PBT 工程塑料、3.3 万吨 PBAT、38.5 万吨 BOPET 功能性薄膜产能，致力于电子电气薄膜基材、环保新能源基材与精密在线涂布产品等薄膜功能开发，新增产能方面，在大连长兴岛有 45 万吨 PBS/PBAT 可降解塑料项目在建，计划今年投产；在苏州汾湖有 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目在建，包括 47 万吨高端功能性聚酯薄膜、10 万吨特种功能性薄膜、15 万吨改性 PBT、8 万吨改性 PBAT，受益于“限塑令”的加速普及，公司生物降解塑料领域市场广阔。**锂电隔膜领域：**康辉新材料引进日本芝浦机械株式会社和青岛中科华联新材料的湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米，计划 2023 年中完成交付。
- **盈利预测：**受地缘政治和疫情反复等影响，2022 年前三季度公司盈利能力下滑，我们下调 2022 年公司业绩预期。由于国际油价长期处于高位，前三季度均价为 102.53 美元/桶，同比上涨 51.06%，而产品终端需求走弱，化学品和长丝价差持续走弱，考虑到 Q4 原油价格或将持续在高位震荡影响公司成本，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 81.3 亿元（原值为 169.2 亿元）、164.0 亿元（原值为 250.6 亿元）和 210.0 亿元（原值为 279.9 亿元）。**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**油价及产品大幅波动风险；产能释放不及预期风险；疫情恶化影响需求风险。

图表 1：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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	15,986	68,027	79,525	84,926	营业收入	197,970	226,757	265,085	283,086
应收票据	0	0	0	0	营业成本	167,518	204,610	230,842	241,854
应收账款	2,644	2,101	2,456	2,623	税金及附加	3,440	3,941	4,607	4,910
预付账款	2,637	3,069	3,463	3,628	销售费用	291	334	390	395
存货	33,553	41,103	46,372	48,584	管理费用	1,985	2,274	2,658	2,926
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,019	1,168	1,365	1,458
其他流动资产	10,360	17,739	20,599	21,943	财务费用	4,890	4,889	5,165	5,615
流动资产合计	65,180	132,039	152,416	161,703	信用减值损失	-17	-15	-15	-15
其他长期投资	171	171	171	171	资产减值损失	-155	-155	-155	-155
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	356	240	279	292
固定资产	122,731	124,136	139,849	155,214	投资收益	19	-34	-34	-34
在建工程	7,238	7,238	7,238	7,238	其他收益	760	760	760	760
无形资产	7,342	7,618	7,866	7,892	营业利润	19,791	10,340	20,894	26,777
其他非流动资产	7,635	8,228	8,960	9,158	营业外收入	58	58	59	58
非流动资产合计	145,116	147,390	164,085	179,672	营业外支出	21	21	21	21
资产合计	210,296	279,429	316,500	341,375	利润总额	19,828	10,377	20,932	26,814
短期借款	55,591	97,035	111,652	113,575	所得税	4,290	2,245	4,529	5,801
应付票据	16,050	15,080	17,014	17,825	净利润	15,538	8,132	16,403	21,013
应付账款	10,689	28,633	32,304	33,845	少数股东损益	7	4	7	10
预收款项	0	4,518	5,282	5,640	归属母公司净利润	15,531	8,128	16,396	21,003
合同负债	6,127	5,019	5,867	6,265	NOPLAT	19,370	11,964	20,450	25,413
其他应付款	435	435	435	435	EPS（按最新股本摊薄）	2.21	1.15	2.33	2.98
一年内到期的非流动负债	5,423	5,423	5,423	5,423					
其他流动负债	3,461	3,841	4,154	4,311					
流动负债合计	97,776	159,984	182,130	187,320	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	52,122	52,172	52,102	52,182	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	3,097	3,097	3,097	3,097	营业收入增长率	29.9%	14.5%	16.9%	6.8%
非流动负债合计	55,220	55,270	55,200	55,280	EBIT增长率	7.2%	-38.2%	70.9%	24.3%
负债合计	152,996	215,253	237,329	242,599	归母公司净利润增长率	15.4%	-47.7%	101.7%	28.1%
归属母公司所有者权益	57,231	64,103	79,090	98,686	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	69	73	81	90	毛利率	15.4%	9.8%	12.9%	14.6%
所有者权益合计	57,301	64,176	79,171	98,776	净利率	7.8%	3.6%	6.2%	7.4%
负债和股东权益	210,296	279,429	316,500	341,375	ROE	27.1%	12.7%	20.7%	21.3%
					ROIC	14.7%	7.0%	10.6%	12.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	72.8%	77.0%	75.0%	71.1%
					债务权益比	202.8%	245.8%	217.6%	176.4%
					流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
					速动比率	0.3	0.6	0.6	0.6
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转天数	4	4	3	3
					应付账款周转天数	28	35	48	49
					存货周转天数	57	66	68	71
					<b>每股指标（元）</b>				
					每股收益	2.21	1.15	2.33	2.98
					每股经营现金流	2.65	4.01	4.19	5.18
					每股净资产	8.13	9.11	11.24	14.02
					<b>估值比率</b>				
					P/E	7	13	7	5
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	27	37	25	21

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	18,670	28,206	29,505	36,482
现金收益	29,421	22,315	31,099	37,360
存货影响	-13,862	-7,550	-5,270	-2,212
经营性应收影响	-1,764	265	-594	-177
经营性应付影响	3,952	21,492	6,368	2,711
其他影响	923	-8,316	-2,099	-1,200
<b>投资活动现金流</b>	-13,098	-11,362	-25,982	-26,062
资本支出	-13,357	-10,974	-25,494	-26,121
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	259	-388	-488	59
<b>融资活动现金流</b>	-7,388	35,197	7,975	-5,020
借款增加	4,531	41,494	14,547	2,003
股利及利息支付	-9,984	-7,081	-8,953	-9,854
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1,935	784	2,381	2,831

资料来源：Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。