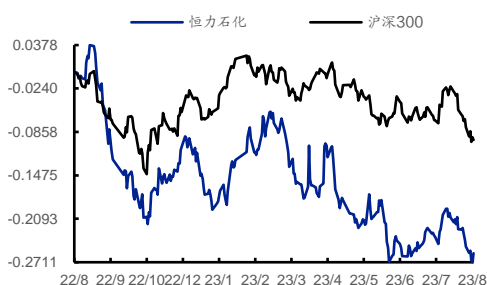


研究所
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：汤永俊 S0350121080058
 tangyj03@ghzq.com.cn

Q2 业绩环比改善，新项目落地驱动未来成长

——恒力石化（600346）2023 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/08/25

表现	1M	3M	12M
恒力石化	-4.0%	-6.4%	-26.8%
沪深 300	-5.3%	-3.7%	-9.9%

市场数据

2023/08/25

当前价格(元)	14.34
52 周价格区间(元)	13.96-20.18
总市值(百万)	100,940.69
流通市值(百万)	100,940.69
总股本(万股)	703,909.98
流通股本(万股)	703,909.98
日均成交额(百万)	372.21
近一月换手(%)	0.17

相关报告

《恒力石化(600346.SH)2022 年报及 2023 年一季度报点评：一季度业绩改善明显，看好公司长期成长（买入）*炼化及贸易*董伯骏，李永磊》——2023-05-03

《恒力石化（600346）三季报点评：检修及价差收窄致短期承压，长期向好趋势不改（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2022-11-03

《恒力石化（600346）2022 年中报点评：高油价下显稳健经营能力，多项目推动公司成长性（买入）*炼化及贸易*董伯骏，李永磊》——2022-08-16

《恒力石化（600346）一季报点评：Q1 业绩显

事件：

2023 年 8 月 23 日，恒力石化发布 2023 年中报：2023 年上半年公司实现营业收入 1094.29 亿元，同比减少 8.16%；实现归母净利润 30.49 亿元，同比减少 62.01%；加权平均净资产收益率为 5.60%，同比减少 7.67 个百分点。销售毛利率 11.07%，同比减少 3.00 个百分点；销售净利率 2.79%，同比减少 3.95 个百分点。

其中，2023 年 Q2 实现营收 532.85 亿元，同比-18.97%，环比-5.09%；实现归母净利润 20.29 亿元，同比-46.65%，环比+99.01%；ROE 为 3.70%，同比减少 2.72 个百分点，环比增加 1.78 个百分点。销售毛利率 12.98%，同比增加 0.03 个百分点，环比增加 3.72 个百分点；销售净利率 3.81%，同比减少 1.97 个百分点，环比增加 2.00 个百分点。

投资要点：

■ 炼化产品价差修复，公司 2023H1 业绩环比大幅改善

2023 年上半年，公司实现营业收入 1094.29 亿元，同比-8.16%，环比+6.07%；实现归母净利润 30.49 亿元，同比-62.01%，环比+153.42%。2023 年上半年，公司盈利环比大幅改善，主要受益于原油价格回落，主要产品价差有所修复，其中，据 Wind，2023 年上半年原油均价达 80.07 美元/桶，环比-14.24%；汽油-原油价差达 1689.32 元/吨，环比+64.20%；PX-原油价差达 3381.46 元/吨，环比+13.89%。

分板块看，2023H1 炼化产品实现营收 626.45 亿元，环比+13.82%，销量达 1129.93 万吨，环比+18.97%；PTA 实现营收 286.50 亿元，环比+0.96%，销量达 563.98 万吨，环比+7.94%；新材料实现营收 149.79 亿元，环比-1.20%，销量达 177.31 万吨，环比+0.52%。

期间费用方面，2023H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.12%/1.48%/2.62%，同比-0.04/+0.16/+0.05pct，期间费用控制较好。2023H1，公司经营活动产生的现金流量净额达 121.38 亿元，同比减少 27.03%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。

稳健经营能力，新项目建设进入高峰期（买入）*
化学纤维*李永磊，董伯骏》——2022-05-01

《恒力石化（600346）事件点评：康辉新材拟分
拆上市，新材料业务将加速发展（买入）*化学纤
维*李永磊，董伯骏》——2022-04-17

■ 二季度业绩环比提升，新项目释放有望推动下半年业绩增长

2023年二季度，公司实现归母净利润20.29亿元，同比-17.74亿元，环比+10.10亿元；其中实现毛利润69.16亿元，环比+17.17亿元；财务费用16.49亿元，环比增加4.29亿元；所得税为6.59亿元，环比增加3.89亿元。公司毛利润环比提升，主要受益于炼化产品二季度价差环比修复，据Wind，2023年二季度汽油-原油价差达1756.78元/吨，环比+8.37%；PX-原油价差达3540.80元/吨，环比+9.95%。财务费用环比增长或由于汇兑损失所致。期间费用率方面，2023Q2年公司销售/管理/财务费用率分别为0.13%/1.49%/3.09%，同比-0.01/+0.25/+0.45pct，环比+0.03/+0.02/+0.92pct。进入下半年，随着公司康辉新材营口厂区年产超强湿法锂电池隔膜4.4亿平方米项目效益逐步释放，以及160万吨/年高性能树脂及新材料项目的逐步落地，公司业绩有望进一步上行。

■ 新项目有序推进，公司未来呈高成长

公司依托“大化工”平台持续赋能与新材料开发多年积累，加快下游高端化工新材料产能布局。其中，公司子公司康辉新材积极布局锂电池隔膜，营口厂区年产超强湿法锂电池隔膜4.4亿平方米项目于2023年6月初实现了首条生产线全线贯通，其中包含4条超强湿法隔膜制膜线、2条涂覆隔膜线，形成“基膜+涂覆”一体化生产线，公司也正式踏入锂电池隔膜领域，实现了在新能源、新材料领域的重要布局。同时，公司继续扎实加快160万吨/年高性能树脂及新材料等重要项目建设，拓展下游材料高端应用，项目主要产品包括20万吨/年电池级碳酸二甲酯、30万吨/年ABS、23.18万吨/年双酚A产能及其下游的26万吨/年聚碳酸酯等，截至2023H1项目部分装置正处于调试阶段。同时，江苏轩达（恒科三期）150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目，目前已顺利完成了15万吨/年弹性纤维、15万吨/年环保纤维、25万吨/年全消光POY的投产，在聚酯差别化生产方面实现了突破，剩余产能稳步推进。随着新材料项目的逐步落地，公司将呈持续成长趋势。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对盈利预测进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为79.45、113.23、147.18亿元，对应PE分别13、9、7倍，考虑公司多项目驱动未来成长，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行，原油价格大幅波动。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	222373	254230	300506	363612
增长率 (%)	12	14	18	21
归母净利润 (百万元)	2318	7945	11323	14718
增长率 (%)	-85	243	43	30
摊薄每股收益 (元)	0.33	1.13	1.61	2.09
ROE (%)	4	13	16	17
P/E	47.06	12.70	8.91	6.86
P/B	2.07	1.66	1.40	1.16
P/S	0.49	0.40	0.34	0.28
EV/EBITDA	13.47	7.76	6.34	5.06

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

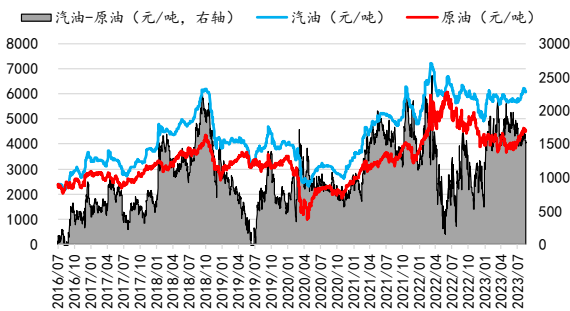
表 1: 恒力石化分产品经营数据

产品/项目	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
炼化产品	销量 (万吨)	539.48	590.45	500.78	449.01	619.13
	营收 (亿元)	289.03	337.42	289.02	261.36	373.50
	均价 (元/吨, 不含税)	5357.62	5714.61	5771.45	5820.87	6032.73
PTA	销量 (万吨)	285.48	278.50	272.25	250.25	293.02
	营收 (亿元)	147.97	138.53	138.45	145.34	159.51
	均价 (元/吨, 不含税)	5183.37	4974.06	5085.23	5807.90	5443.70
新材料	销量 (万吨)	94.35	82.96	90.92	85.48	81.65
	营收 (亿元)	79.56	70.23	75.60	76.02	76.41
	均价 (元/吨, 不含税)	8432.91	8465.58	8315.41	8892.83	9358.71
营业收入 (亿元)	532.85	561.44	519.66	512.02	657.59	533.97
营业成本 (亿元)	463.69	509.45	510.64	506.30	572.42	451.42
销售毛利率	12.98%	9.26%	1.74%	1.12%	12.95%	15.46%
毛利润 (亿元)	69.16	52.00	9.02	5.72	85.17	82.55
销售净利率	3.81%	1.81%	-7.26%	-3.78%	5.79%	7.91%
净利润 (亿元)	20.33	10.17	-37.74	-19.35	38.05	42.22

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

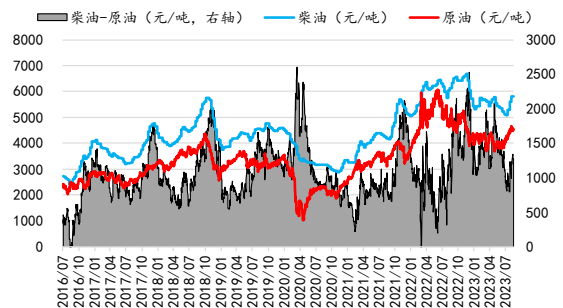
2、主要产品价格价差情况

图 1: 汽油价格价差情况



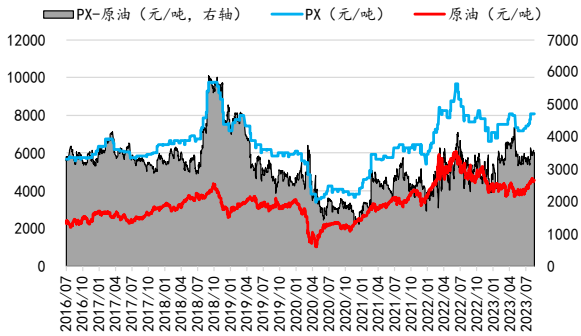
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 柴油价格价差情况



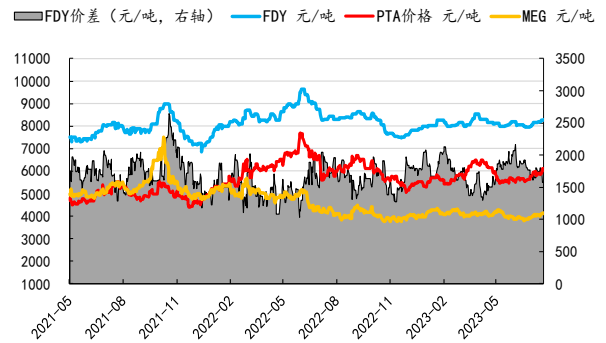
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: PX 价格价差情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

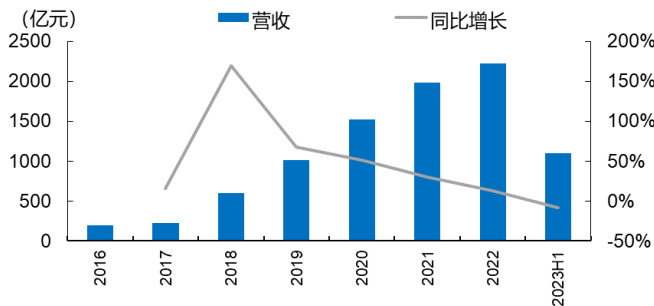
图 4: FDY 价格价差情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

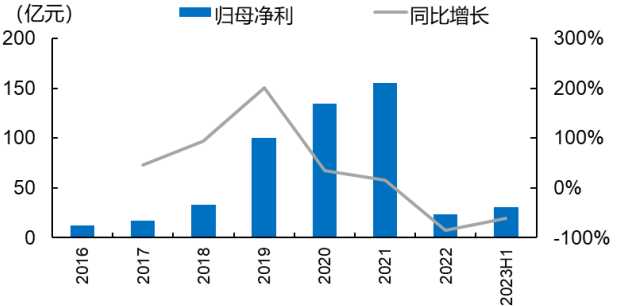
3、公司财务数据

图 5: 公司近年营收情况



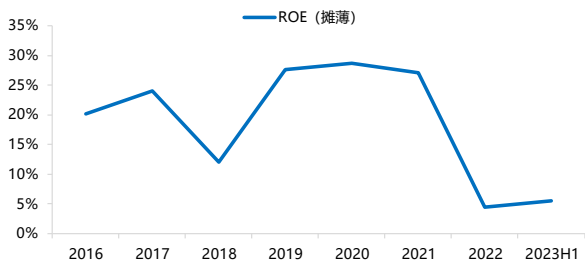
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 公司近年归母净利情况



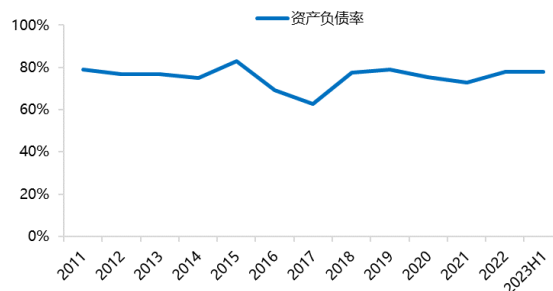
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7：公司净资产收益率情况



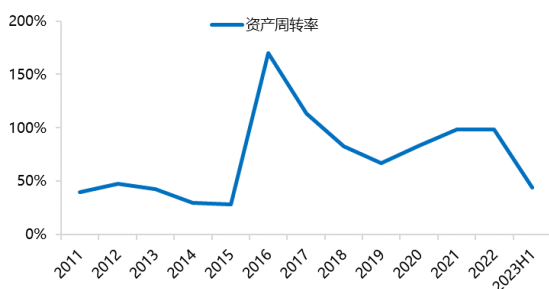
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：公司资产负债率情况



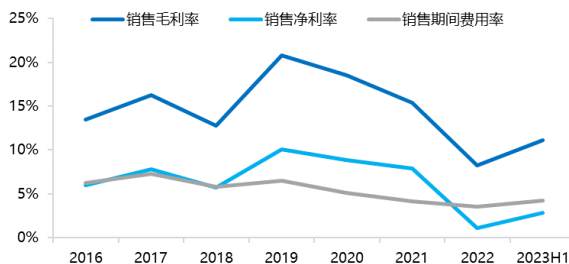
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023H1 资产周转率为 44.11%



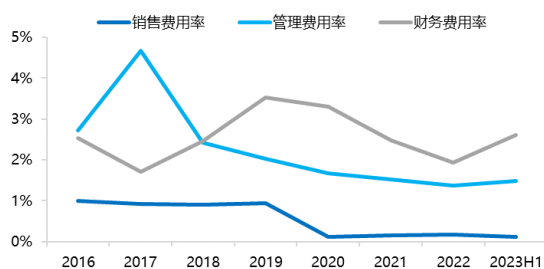
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023H1 毛利率为 11.07%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：公司期间费用率情况



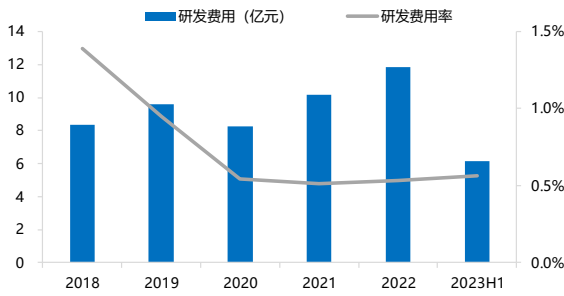
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：2023H1 经营活动现金流净额 121.38 亿元



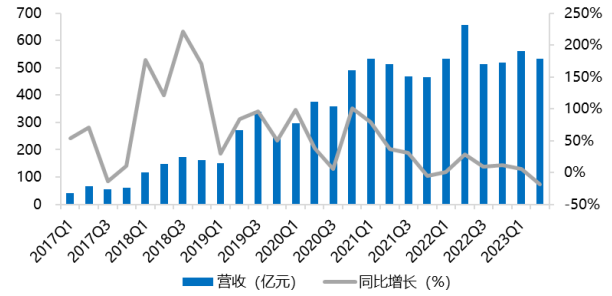
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 2023H1 研发费用达 6.17 亿元



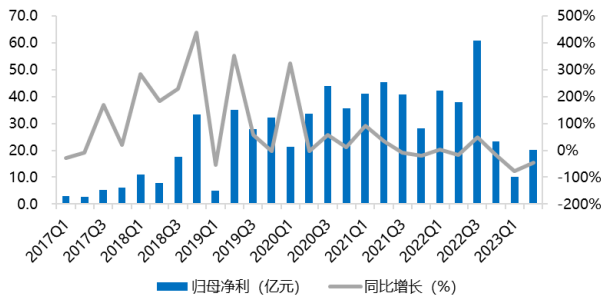
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023Q2 营收环比减少 5.09%



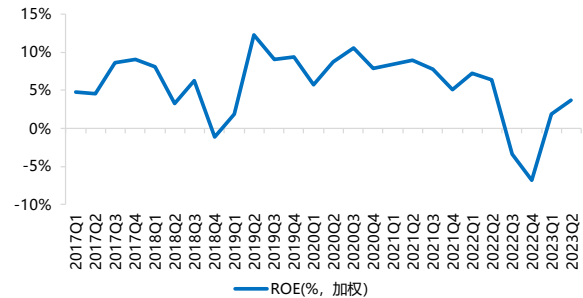
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023Q2 归母净利润环比增加 99.01%



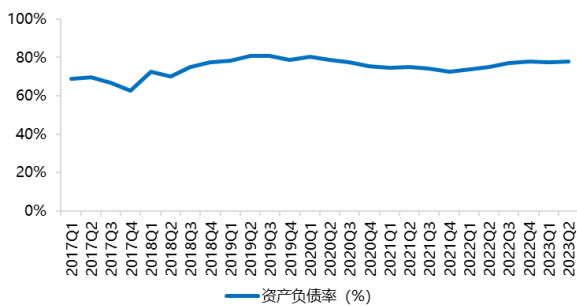
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度净资产收益率



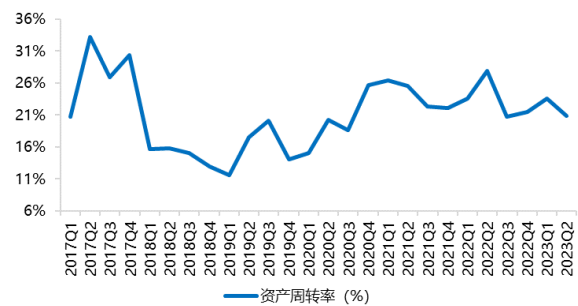
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产负债率



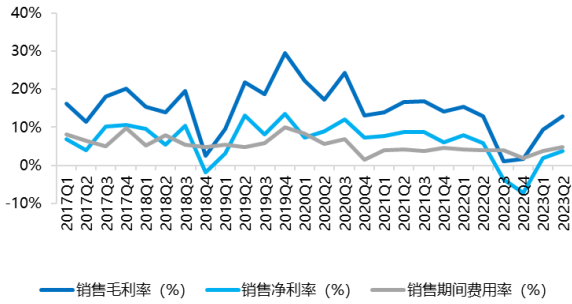
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产周转率



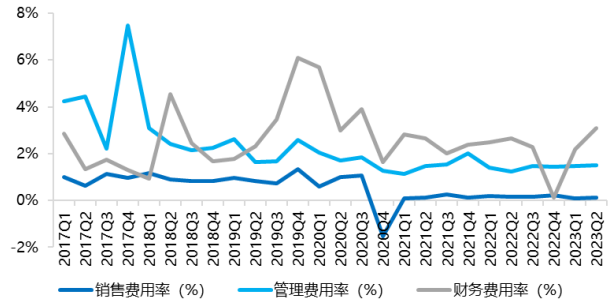
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度毛利率、净利率及期间费用率



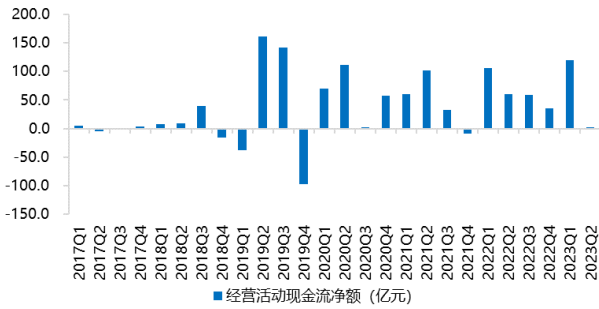
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度期间费用率



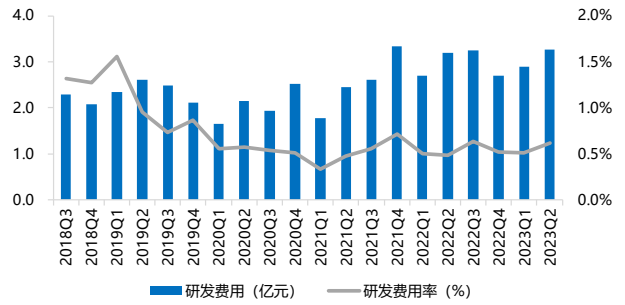
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 2023Q2 经营活动现金流净额 2.16 亿元



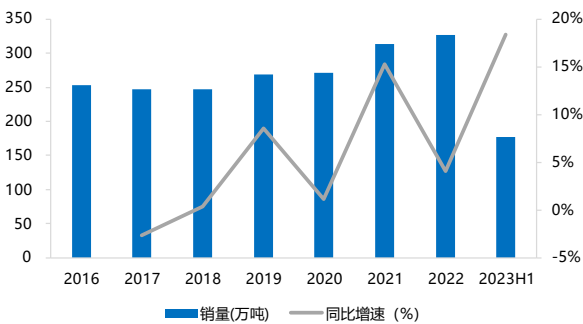
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度研发费用情况



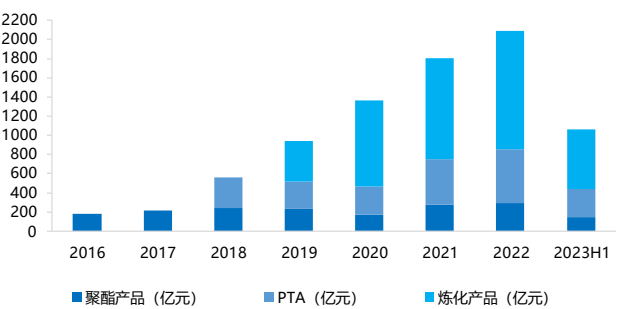
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 公司新材料业务销量情况



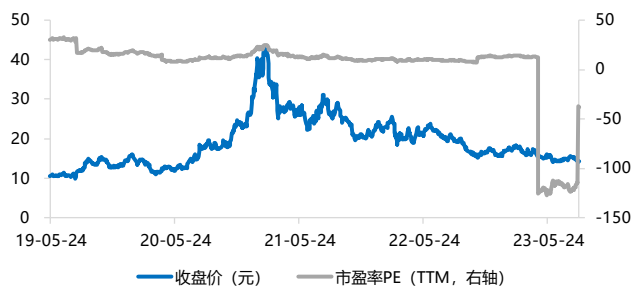
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 公司主要产品营收情况



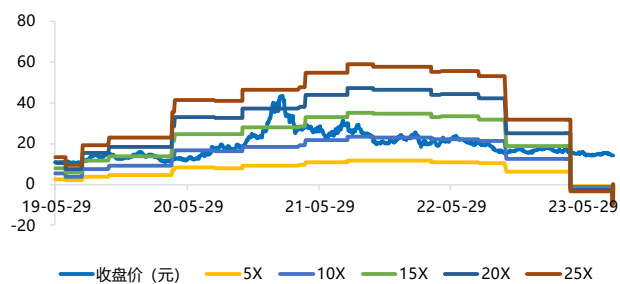
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 收盘价及 PE (TTM)



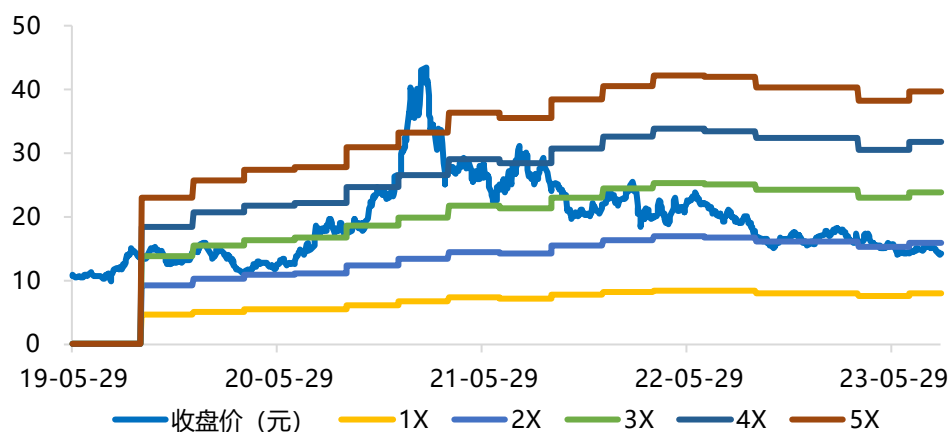
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对盈利预测进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为79.45、113.23、147.18亿元，对应PE分别13、9、7倍，考虑公司多项目驱动未来成长，维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 政策落地情况;
- 2) 新产能建设进度不达预期;
- 3) 新产能贡献业绩不达预期;
- 4) 原材料价格波动;
- 5) 环保政策变动;
- 6) 经济大幅下行;
- 7) 原油价格大幅波动;

附表：恒力石化盈利预测表

证券代码:	600346				股价:	14.34	投资评级:	买入	日期:	2023/08/25
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E	
盈利能力					每股指标					
ROE	4%	13%	16%	17%	EPS	0.33	1.13	1.61	2.09	
毛利率	8%	10%	11%	11%	BVPS	7.51	8.64	10.25	12.34	
期间费率	3%	3%	3%	2%	估值					
销售净利率	1%	3%	4%	4%	P/E	47.06	12.70	8.91	6.86	
成长能力					P/B	2.07	1.66	1.40	1.16	
收入增长率	12%	14%	18%	21%	P/S	0.49	0.40	0.34	0.28	
利润增长率	-85%	243%	43%	30%						
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	
总资产周转率	0.92	0.98	1.02	1.10	营业收入	222373	254230	300506	363612	
应收账款周转率	597.06	103.67	117.56	148.11	营业成本	204078	227888	268840	325296	
存货周转率	5.88	9.98	8.77	9.57	营业税金及附加	6631	8644	8414	10181	
偿债能力					销售费用	393	381	601	727	
资产负债率	78%	76%	75%	74%	管理费用	1889	2542	3005	3636	
流动比	0.61	0.61	0.68	0.75	财务费用	4287	4351	4341	4180	
速动比	0.25	0.36	0.41	0.49	其他费用/(-收入)	1185	1271	1653	2182	
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	2325	10423	14853	19307	
现金及现金等价物	28681	40396	56151	77964	营业外净收支	85	0	0	0	
应收款项	372	2457	2556	2459	利润总额	2410	10423	14853	19307	
存货净额	37836	25467	34275	38013	所得税费用	92	2397	3416	4441	
其他流动资产	9455	12836	13643	14819	净利润	2318	8026	11437	14867	
流动资产合计	76344	81156	106625	133255	少数股东损益	0	80	114	149	
固定资产	118719	134978	147787	154553	归属于母公司净利润	2318	7945	11323	14718	
在建工程	27287	19801	14561	15210	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	
无形资产及其他	18521	21606	23312	25431	经营活动现金流	25954	29525	34070	41150	
长期股权投资	559	746	994	1326	净利润	2318	7945	11323	14718	
资产总计	241430	258287	293280	329774	少数股东权益	0	80	114	149	
短期借款	69317	79036	88754	99809	折旧摊销	9543	12799	13877	15224	
应付款项	29473	27499	38697	44978	公允价值变动	46	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	7148	4016	4123	5756	
其他流动负债	27063	26149	28789	33081	投资活动现金流	-26297	-24335	-22500	-24545	
流动负债合计	125853	132684	156240	177867	资本支出	-25708	-24569	-23049	-24681	
长期借款及应付债券	58347	60347	60347	60347	长期投资	378	-274	-352	-410	
其他长期负债	4310	4310	4310	4310	其他	-968	508	902	545	
长期负债合计	62657	64657	64657	64657	筹资活动现金流	10405	6526	4184	5208	
负债合计	188510	197341	220897	242524	债务融资	23267	11719	9719	11055	
股本	7039	7039	7039	7039	权益融资	6	0	0	0	
股东权益	52920	60946	72383	87250	其它	-12868	-5193	-5535	-5846	
负债和股东权益总计	241430	258287	293280	329774	现金净增加额	10734	11716	15755	21813	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，化工行业研究助理，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，2年化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。