

恒力石化 (600346)

2023 年业绩预告点评: 行业景气回升, 炼化龙头拥抱复苏

买入 (维持)

2024 年 01 月 29 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	222,373	240,827	279,416	284,485
同比	12%	8%	16%	2%
归属母公司净利润 (百万元)	2,318	6,899	9,538	14,289
同比	-85%	198%	38%	50%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.33	0.98	1.36	2.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.59	12.63	9.14	6.10

关键词: #市盈率低于过去十年历史平均 #产能扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年业绩预告, 预计实现归母净利润 69 亿元, 同比增长 198%, 实现扣非归母净利润 56.4 亿元, 同比增长 440%。其中 23Q4 单季度, 预计实现归母净利润 12.0 亿元, 同比扭亏为盈, 环比下滑 55%, 实现扣非归母净利润 6.6 亿元, 同比扭亏为盈, 环比下滑 75%, 业绩整体符合预期。
- **油价中枢回落, 成本压力有所缓解。** 2023 年布伦特原油均价为 82.2 美元/桶, 同比-17%, 其中 Q1-Q4 均价分别为 82.2/77.9/85.8/82.9 美元/桶。四季度以来, 受美国页岩油增产以及炼厂开工回落等因素影响, 油价有所回调, 短期内给公司带来一定的存货跌价压力, 但中长期看仍有利于成本降低。
- **下游产品结构复苏, 炼化盈利整体修复。** 1) **出行需求改善, 成品油盈利表现良好。** 年初以来公路出行需求快速释放, 同时国内许多重大基建项目陆续开工, 推动成品油盈利提升。2023 年, 国内汽油/柴油产量分别为 13616/18375 万吨, 同比分别增长 13.9%/14.1%, 汽油/柴油较原油价差分别同比+11%/+2%。2) **PX 扩产结束, 高景气有望延续。** 得益于下游聚酯开工率提升, 以及阶段性调油需求驱动, 2023 年 PX 行业维持高景气运行, 较原油价差同比+21%。向后看, 根据百川盈孚统计, 2024-2025 年期间, 我国 PX 新增产能仅为 300 万吨, 而下游 PTA 仍处于扩产周期, 预计行业开工率和盈利中枢有望上移。3) **烯烃需求相对疲软, 行业仍处于磨底阶段。** 受地产周期下行拖累, 以及供给端新增产能释放, 烯烃盈利整体承压, 其中 2023 年聚乙烯/聚丙烯较原油价差分别同比-2%/-5%。向后看, 随着地产链周期触底, 烯烃盈利或边际回升。
- **新材料项目落地贡献业绩, 未来分红比例有望提升。** 1) 2023 年是公司投产大年, 截至 12 月份, 康辉功能性薄膜项目已投产 10 条线、剩余 2 条线将陆续投产, 惠州 500 万吨 PTA 项目已开车投产, 营口康辉锂电隔膜项目已开车 4 条线, 160 万吨高性能树脂及新材料项目也已陆续开车, 预计将于 23 年底至 24 年初投产, 上述项目落地有望为公司贡献业绩增量。2) 根据公司 2020-2024 年分红规划, 当资产负债率分别处于 75%~80%、70%~75%、以及 < 70% 时, 每年现金分红比例分别不少于 40%/45%/50%。向后看, 随着项目建设高峰期结束, 公司资本开支强度有望回落, 并带动资产负债表修复, 分红比例也有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 综合考虑需求修复节奏, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 69/95/143 亿元 (此前为 76/108/147 亿元), 按照 1 月 29 日收盘价计算, 对应 PE 为 12.6/9.1/6.1 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求复苏不及预期, 原材料价格波动, 行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.38
一年最低/最高价	11.65/18.43
市净率(倍)	1.48
流通 A 股市值(百万元)	87,144.06
总市值(百万元)	87,144.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.34
资产负债率(% ,LF)	77.56
总股本(百万股)	7,039.10
流通 A 股(百万股)	7,039.10

相关研究

《恒力石化(600346): 2023 年三季报点评: 盈利持续修复, 估值性价比凸显》

2023-10-27

《恒力石化(600346): 2023 年半年报点评: 盈利先于估值修复, 把握底部布局良机》

2023-08-22

恒力石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	76,344	92,124	113,629	126,670	营业总收入	222,373	240,827	279,416	284,485
货币资金及交易性金融资产	28,681	42,966	58,901	73,364	营业成本(含金融类)	204,078	212,941	246,016	244,760
经营性应收款项	4,657	5,691	6,226	6,242	税金及附加	6,631	9,633	11,177	11,379
存货	37,836	39,479	45,611	45,378	销售费用	393	243	282	287
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,889	2,408	2,584	2,738
其他流动资产	5,170	3,988	2,890	1,686	研发费用	1,185	1,276	1,469	1,506
非流动资产	165,087	174,523	166,264	163,186	财务费用	4,287	6,713	7,218	7,238
长期股权投资	559	559	559	559	加:其他收益	1,596	1,204	1,397	1,422
固定资产及使用权资产	118,806	140,276	135,454	130,341	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	27,287	12,287	7,287	7,287	公允价值变动	(46)	0	0	0
无形资产	8,925	11,900	13,470	15,513	减值损失	3,131	251	201	203
商誉	77	77	77	77	资产处置收益	(3)	(4)	(4)	(4)
长期待摊费用	2,027	2,027	2,027	2,027	营业利润	2,325	8,562	11,861	17,790
其他非流动资产	7,404	7,396	7,389	7,381	营业外净收支	85	61	61	69
资产总计	241,430	266,648	279,893	289,855	利润总额	2,410	8,623	11,922	17,859
流动负债	125,853	140,114	147,965	149,183	减:所得税	92	1,725	2,384	3,572
短期借款及一年内到期的非流动负债	78,666	93,666	93,666	93,666	净利润	2,318	6,898	9,537	14,287
经营性应付款项	29,473	30,753	35,530	35,348	减:少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)
合同负债	12,091	8,518	9,841	9,790	归属母公司净利润	2,318	6,899	9,538	14,289
其他流动负债	5,623	7,178	8,928	10,378	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.98	1.36	2.03
非流动负债	62,657	69,657	70,657	71,657	EBIT	8,197	14,326	17,888	23,814
长期借款	58,347	63,347	64,347	65,347	EBITDA	17,740	25,833	29,543	35,789
应付债券	0	2,000	2,000	2,000	毛利率(%)	8.23	11.58	11.95	13.96
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	1.04	2.86	3.41	5.02
其他非流动负债	4,254	4,254	4,254	4,254	收入增长率(%)	12.31	8.30	16.02	1.81
负债合计	188,510	209,772	218,622	220,840	归母净利润增长率(%)	(85.07)	197.58	38.26	49.80
归属母公司股东权益	52,863	56,819	61,215	68,961					
少数股东权益	58	57	56	54					
所有者权益合计	52,920	56,876	61,271	69,016					
负债和股东权益	241,430	266,648	279,893	289,855					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25,954	23,058	30,921	36,401	每股净资产(元)	7.51	8.07	8.70	9.80
投资活动现金流	(26,297)	(18,890)	(2,162)	(7,655)	最新发行在外股份(百万股)	7,039	7,039	7,039	7,039
筹资活动现金流	10,405	9,916	(12,824)	(14,284)	ROIC(%)	4.38	5.65	6.55	8.44
现金净增加额	10,734	14,085	15,935	14,462	ROE-摊薄(%)	4.39	12.14	15.58	20.72
折旧和摊销	9,543	11,508	11,655	11,975	资产负债率(%)	78.08	78.67	78.11	76.19
资本开支	(25,708)	(18,429)	(1,882)	(7,375)	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.59	12.63	9.14	6.10
营运资本变动	7,148	(2,325)	2,260	2,617	P/B(现价)	1.65	1.53	1.42	1.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>