

恒力石化（600346.SH）

业绩大幅预增，盈利有望修复

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 石油石化 · 炼化及贸易

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
联系人： 张歆钰 zhangxinyu4@guosen.com.cn

事项：

公司公告：2024年1月29日，公司发布2023年度业绩预增公告。公告内容，2023全年度，恒力石化预计实现归属于上市公司股东的净利润为690000万元左右，与上年同期相比，将增加458169.68万元左右，同比增加197.63%左右。扣除非经常性损益事项后，2023全年度预计实现归属于上市公司股东的净利润为564000万元左右，与上年同期相比，将增加459471.49万元左右，同比增加439.57%左右。

国信化工观点：1) 随着原油价格波动企稳以及炼化产能供需基本面的改善，公司成本端趋于稳定，公司芳烃产品、油品等主导炼化产品价差扩大，盈利能力明显改善；2) 受益于煤炭价格中枢下行，公司在炼化行业内独有的油煤深度耦合竞争优势和完善的公共配套设施竞争优势进一步凸显；3) 公司下游新材料项目达产将实现恒力炼厂在强链补链的最后一步。

在我们2021年对于公司三季报的点评报告中，我们给出公司2021-2023年的归母净利润为167/207/228亿元，彼时2021年原油价格处于相对低位以及下游需求较好，大宗商品处于价格高位，价差明显改善，因此对于后市判断相对乐观。而2022年及2023年，受到地缘政治因素以及主要产油国减产的影响，原油价格持续走高，2022年布伦特原油现货均价同比上涨43%，给中游炼化企业带来较高的原料成本压力。需求端居民收入增速放缓、房地产市场表现低迷，造成终端消费需求不足，进一步压缩了公司的利润空间。回溯公司2022年实际业绩情况：公司实现归母净利润23.18亿元，同比-85.07%。其中，炼化产品实现营收1236.75亿元，同比+17.86%，毛利率为15.31%，同比-7.58pct；新材料产品实现营收291.36亿元，同比+6.82%，毛利率为9.07%，同比-9.85pct；PTA实现营收566.36亿元，同比+17.59%，毛利率为-6.49%，同比-8.83pct。炼化行业经历了高运行成本以及低需求水平的双重经营挤压，拖累了行业盈利能力。

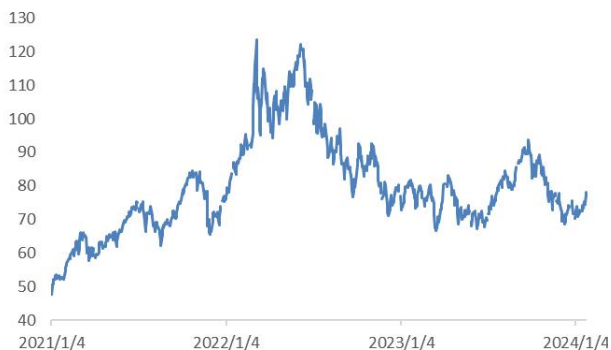
我们在预判2024年原油价格将持续中高位震荡、成品油需求稳中有升、PX扩产周期结束、房地产持续磨底带来聚乙烯需求磨底、新材料产品不断投产的前提下，我们谨慎下调公司盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为69.02/80.26/100.17亿元，同比+197.7%/+16.3%/+24.8%，当前股价对应PE分别为12.6/10.8/8.6X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 成本端趋于稳定，主营产品需求改善、价差扩大，盈利能力明显改善

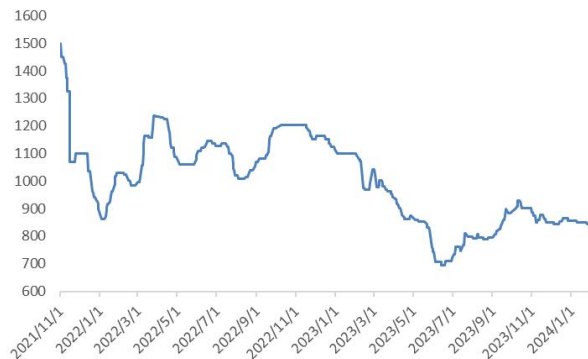
2023年WTI原油期货价格均价为71.65美元/桶，2022年WTI原油期货价格均价为78.17美元/桶，2023年同比下滑8.34%，从原油价格走势来看，2023年相比2022年更为稳定。原油作为公司的主要原材料，若原油价格大幅波动则会造成本公司对于成本端变化转嫁无力，进而影响公司盈利。另外根据卓创资讯，2023年山东地区地炼开工率与中国PX开工率均较2022年呈现出更高水平，说明下游需求正逐步改善，带动公司盈利能力向上。

图1: WTI 原油期货价格走势 (美元/桶)



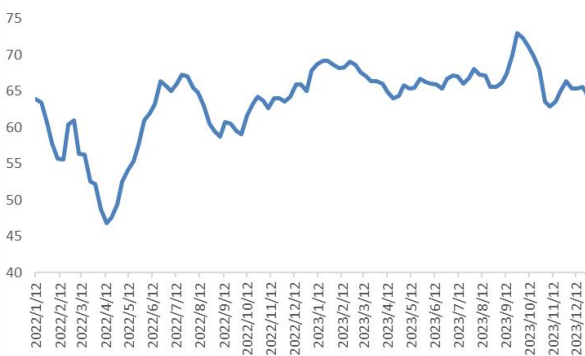
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图2: 动力煤市场价格 (元/吨)



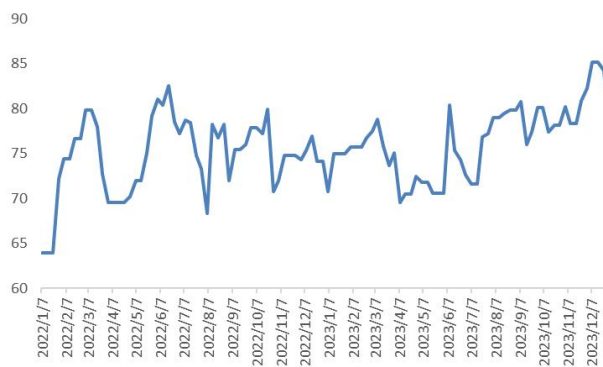
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图3: 山东炼厂周度开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国PX周度产能开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

◆ 煤炭价格中枢下行, 油煤深度耦合竞争优势凸显

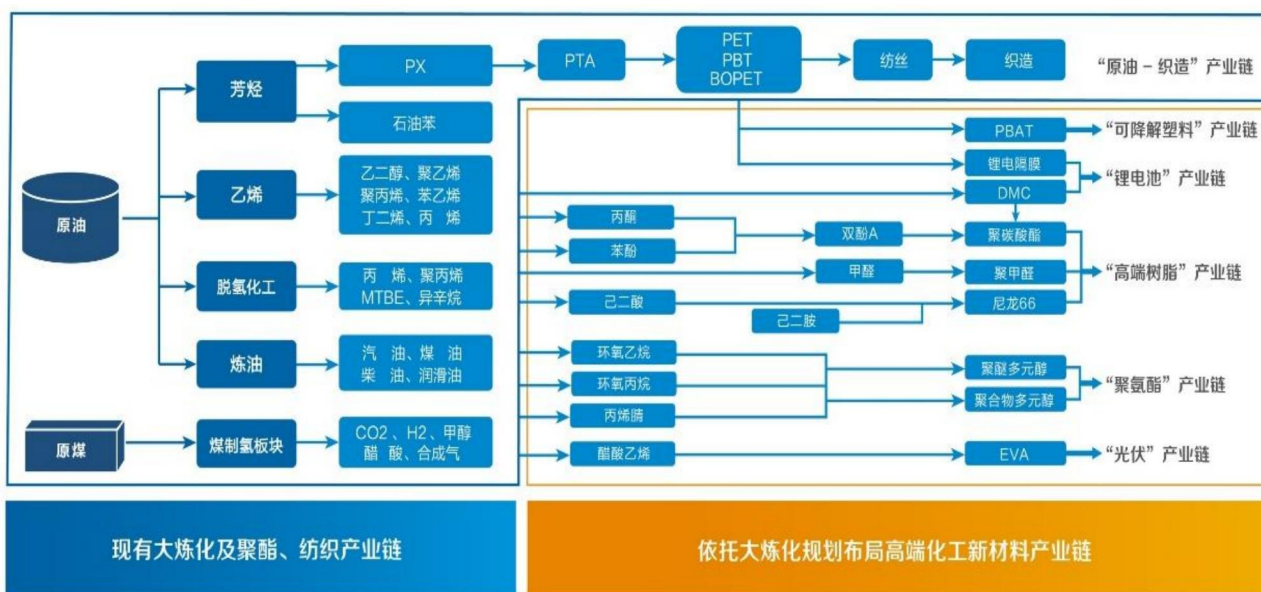
在“大化工”平台, 公司充分利用炼化、乙烯和配套煤化工装置的技术工艺领先与系统耦合优势, 形成了成本协同, 具体表现为炼化业务配置了全国规模最大的煤制氢装置, 能够产出低成本的纯氢、甲醇、醋酸、合成气等煤化工产品, 在 2023 年煤炭价格中枢下行的背景下, 公司的综合成本优势更为凸显。

◆ 下游新材料项目达产将助力公司实现“强链补链”最后一步

2021 年 3 月 1 日举办的国务院新闻办公室新闻发布会中指出, 制造业企业需围绕强链补链, 做好锻长板、补短板。恒力石化在上游具备年产 450 万吨 PX 和 40 万吨醋酸生产能力, 中游拥有 1660 万吨 PTA 产能和 180 万吨纤维级乙二醇产能, 下游化工新材料产品定位于中高端市场需求, 涵盖民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、BOPET、PBT、PBS/PBAT 等聚酯与化工新材料产品, 应用于纺织、医药、汽车工业、环保新能源、电子电器、光伏产业、光学器材等差异化、高附加值的工业与民用“衣食住行用”的广泛需求领域。一直以来, 炼油、化工品、煤化工属于公司的长板, 在产能、成品端均具有行业领先优势; “补链”方面, 公司聚焦研发创新, 重点打造 PBS/PBAT 可降解材料、功能性聚酯材料、高性能树脂材料、高端纤维材料、新能源材料等新材料项目, 力求发展成为平台型新材料公司。

目前，公司营口基地年产 4.4 亿平锂电池隔膜项目已实现投产；汾湖基地在建的 80 万吨 / 年功能性薄膜一期项目已有 9 条生产线顺利投产；长兴岛基地在建的 160 万吨 / 年高性能树脂项目即将全面投产；南通基地首条锂电池湿法隔膜生产线已顺利贯通，4 条隔膜涂布线、首条功能性薄膜生产线和首条干法隔膜生产线均进入调试阶段，年产 50 万吨功能性 BOPET 聚酯薄膜、10 万吨功能性薄膜及 30 亿平方米锂电池隔膜（其中 12 亿平方米为锂电池隔膜涂布膜）项目正在建设中，纺织新材料 2023 年三期项目 30 万吨阳离子聚酯项目投产，恒科三期在建项目已全面投产；苏州基地恒力化纤年产 40 万吨高性能特种工业丝智能化生产项目具备投料试生产条件，即将全线投产。

图5：恒力石化产业链情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

随着公司新材料项目不断投产，公司核心竞争力有望增强，赋予公司第二成长曲线。维持“买入”评级。

在我们 2021 年对于公司三季报的点评报告中，我们给出公司 2021-2023 年的归母净利润为 167/207/228 亿元，彼时 2021 年原油价格处于相对低位以及下游需求较好，大宗商品处于价格高位，价差明显改善，因此对于后市判断相对乐观。而 2022 年及 2023 年，受到地缘政治因素以及主要产油国减产的影响，原油价格持续走高，2022 年布伦特原油现货均价同比上涨 43%，给中游炼化企业带来较高的原料成本压力。需求端居民收入增速放缓、房地产市场表现低迷，造成终端消费需求不足，进一步压缩了公司的利润空间。回溯公司 2022 年实际业绩情况：公司实现归母净利润 23.18 亿元，同比-85.07%。其中，炼化产品实现营收 1236.75 亿元，同比+17.86%，毛利率为 15.31%，同比-7.58pct；新材料产品实现营收 291.36 亿元，同比+6.82%，毛利率为 9.07%，同比-9.85pct；PTA 实现营收 566.36 亿元，同比+17.59%，毛利率为-6.49%，同比-8.83pct。炼化行业经历了高运行成本以及低需求水平的双重经营挤压，拖累了行业盈利能力。

我们在预判 2024 年原油价格将持续中高位震荡、成品油需求稳中有升、PX 扩产周期结束、房地产持续磨底带来聚乙烯需求磨底、新材料产品不断投产的前提下，2023-2025 年成品油炼化板块我们给予了 20% 以上的毛利率水平；PTA 板块毛利率下调至-16%，并于 2023 年实现底部回升；新材料板块随着更多高毛利产品逐渐投产，毛利率水平有望持续提升。

基于此，我们谨慎下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 69.02/80.26/100.17 亿元，

同比+197.7%/+16.3%/+24.8%，当前股价对应 PE 分别为 12.6/10.8/8.6X，维持“买入”评级。

表1: 恒力石化业务拆分情况 (亿元)

		2022	2023E	2024E	2025E
炼化	营收	1236.74	1257.65	1345.69	1399.51
	成本	1047.40	973.63	1052.33	1115.41
	毛利	189.34	284.02	293.36	284.10
	毛利率	15.31%	22.58%	21.80%	20.30%
PTA	营收	566.36	686.31	720.63	749.451
	成本	603.12	800.52	831.77	847.56
	毛利	-36.76	-114.21	-111.14	-98.11
	毛利率	-6.49%	-16.64%	-15.42%	-13.09%
新材料	营收	291.36	335.97	389.73	440.39
	成本	264.93	262.86	302.82	336.90
	毛利	26.43	73.11	86.91	103.49
	毛利率	9.07%	21.76%	22.30%	23.50%
其他	营收	128.78	130.59	134.06	131.55
	成本	125.33	126.91	130.71	128.26
	毛利	3.45	3.68	3.3515	3.289
	毛利率	2.68%	2.82%	2.50%	2.50%
合计	营收	2223.24	2410.52	2590.10	2720.90
	成本	2040.78	2163.92	2317.62	2428.13
	毛利	182.46	246.60	272.48	292.77
	毛利率	8.21%	10.23%	10.52%	10.76%
	管理费用率	0.73%	0.84%	0.85%	0.85%
	研发费用率	0.53%	0.61%	0.55%	0.57%
	销售费用率	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所预测和整理

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	222373	241052	259010	272090
营业成本	204078	216392	231762	242813
营业税金及附加	6631	5906	6475	5850
销售费用	393	434	466	408
管理费用	1889	2382	2559	2670
研发费用	1185	1470	1431	1538
财务费用	4287	5571	5549	5262
投资收益	(0)	3	3	3
资产减值	(3174)	246	(127)	(254)
营业利润	2325	9146	10643	13298
利润总额	2410	9202	10699	13354
归属于母公司净利润	2318	6902	8026	10017
EPS	0.33	0.98	1.14	1.42
ROE	4.39%	12%	13%	16%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)	收盘价EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
000301.SZ	东方盛虹	买入	9.98	0.08	0.55	0.94	157.3	18.1	10.6	1.8
000703.SZ	恒逸石化	无评级	6.53	-0.29	0.14	0.32	-23.9	45.5	20.5	1.0
002493.SZ	荣盛石化	买入	9.84	0.33	0.19	0.69	37.3	55.8	14.5	2.1
600346.SH	恒力石化	买入	12.38	0.33	1.13	1.62	47.2	10.9	7.6	1.5

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 1 月 29 日, 各公司数据均来自 Wind 一致预期。

◆ 风险提示

原材料价格波动的风险、原油价格大幅波动的风险、下游需求不及预期的风险、新产能建设进度不及预期的风险、新产能对于业绩贡献不及预期的风险、环保政策变动的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	15986	28076	28560	29131	30468	营业收入	197997	222373	241052	259010	272090
应收款项	3496	1074	3632	3903	4100	营业成本	167518	204078	216585	231762	242813
存货净额	33553	37836	40096	42780	44587	营业税金及附加	3440	6631	5906	6475	5850
其他流动资产	11331	8753	10847	11655	12244	销售费用	291	393	434	466	408
流动资产合计	65180	76344	83740	88073	92003	管理费用	1985	1889	2382	2559	2670
固定资产	130514	146006	147421	145765	143503	研发费用	1019	1185	1277	1362	1441
无形资产及其他	7342	8925	8569	8213	7857	财务费用	4916	4287	5571	5549	5261
投资性房地产	7261	9597	9597	9597	9597	投资收益	19	(0)	3	3	3
长期股权投资	0	559	559	559	559	资产减值及公允价值变动	201	(3174)	246	(127)	(254)
资产总计	210296	241430	249885	252207	253519	其他收入	(275)	405	(1277)	(1362)	(1441)
短期借款及交易性金融负债	61014	78666	84596	77923	70414	营业利润	19791	2325	9146	10713	13397
应付款项	26740	29473	31504	33613	35032	营业外净收支	37	85	56	56	56
其他流动负债	10022	17714	15019	16027	16700	利润总额	19828	2410	9202	10769	13453
流动负债合计	97776	125853	131119	127563	122146	所得税费用	4290	92	2301	2692	3363
长期借款及应付债券	52122	58347	57445	58688	59886	少数股东损益	7	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	3097	4310	5295	6295	7285	归属于母公司净利润	15531	2318	6903	8078	10091
长期负债合计	55220	62657	62740	64983	67171	现金流量表 (百万元)					
负债合计	152996	188510	193859	192546	189318	净利润	15531	2318	6903	8078	10091
少数股东权益	69	58	57	57	56	资产减值准备	(471)	2974	613	7	(48)
股东权益	57231	52863	55969	59604	64145	折旧摊销	8268	8829	13776	15529	16533
负债和股东权益总计	210296	241430	249885	252207	253519	公允价值变动损失	(201)	3174	(246)	127	254
关键财务与估值指标						财务费用	4916	4287	5571	5549	5261
每股收益	2.21	0.33	0.98	1.15	1.43	营运资本变动	(11178)	12992	(5979)	361	442
每股红利	1.42	1.72	0.54	0.63	0.79	其它	473	(2973)	(613)	(7)	47
每股净资产	8.13	7.51	7.95	8.47	9.11	经营活动现金流	12422	27315	14453	24095	27319
ROIC	9.24%	2.24%	4%	4%	5%	资本开支	0	(23859)	(15201)	(13651)	(14121)
ROE	27.14%	4.39%	12%	14%	16%	其它投资现金流	836	210	0	0	0
毛利率	15%	8%	10%	11%	11%	投资活动现金流	836	(24209)	(15201)	(13651)	(14121)
EBIT Margin	12%	4%	6%	6%	7%	权益性融资	(89)	6	0	0	0
EBITDA Margin	16%	8%	12%	12%	13%	负债净变化	(1761)	6225	(902)	1243	1198
收入增长	30%	12%	8%	7%	5%	支付股利、利息	(9984)	(12121)	(3796)	(4443)	(5550)
净利润增长率	15%	-85%	198%	17%	25%	其它融资现金流	10636	20769	5930	(6673)	(7509)
资产负债率	73%	78%	78%	76%	75%	融资活动现金流	(12943)	8984	1232	(9873)	(11861)
股息率	11.5%	13.9%	4.4%	5.1%	6.4%	现金净变动	315	12090	484	571	1337
P/E	5.6	37.6	12.6	10.8	8.6	货币资金的期初余额	15671	15986	28076	28560	29131
P/B	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	15986	28076	28560	29131	30468
EV/EBITDA	7.5	16.2	9.9	8.8	7.8	企业自由现金流	0	5847	3446	14529	17035
						权益自由现金流	0	32842	4297	4937	6779

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032