



恒力石化 (600346.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

迈向高分红之路!

业绩简评

恒力石化于2024年4月9日发布2023年年度报告,2023年全年公司实现营业收入2348.66亿元,同比增加5.62%;实现归母净利润69.05亿元,同比增加197.83%。其中,2023Q4实现营业收入616.78亿元,同比增加18.65%;实现归母净利润12.04亿元,同比增加413.81%。业绩基本符合预期。

经营分析

炼油板块持续强劲,全年盈利能力显著修复:2023成品油裂解价差持续维持较高水平,2023年全年柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为912元/1129元/2597元/吨,分别同比增加2.53%/增加81.77%/减少0.66%。伴随国内成品油消费需求持续旺盛以及海外炼能的出清,成品油裂解价差有望持续维持在中高水平。与此同时,PX-原油价差持续维持较高水平,2023全年PX-原油价差达3204元/吨,同比上涨19.73%。公司现有2000万吨/年原油加工能力以及520万吨/年PX产能,炼油板块价差持续强劲支撑公司2023年业绩显著修复。

化工板块业绩有望伴随需求回暖得到修复:目前烯烃类化工品需求仍处于磨底状态,整体呈现回暖趋势。2023聚烯烃-原油价差均值3008元/吨,同比增加7.12%。与此同时,2023PTA-PX价差均值为308.86元/吨,同比收窄24.74%。伴随化工产品消费需求持续回暖,公司化工板块有望得到修复。

公司重视股东回报,彰显发展信心:2024年3月12日公司发布公告称,2023年度拟派发现金分红总额(含税)占2023年度归母净利润的比例为50%以上,相较于公司股东回报规划既定的40%高出10%的水平。2023年公司现金分红比例为56.07%,现金分红共计38.72亿元,以2024年4月9日收盘价计算公司股息率约为3.80%。恒力石化落实“提质增效重回报”行动方案,体现公司重视股东回报,也彰显公司对未来发展的坚定信心。

盈利预测、估值与评级

持续看好公司在经济回暖后,价差回升带来业绩弹性以及新材料深加工产能投产拉阔终端产品-原油价差的成长,预计公司2024-2026年归母净利润为80亿元/100亿元/120亿元,对应EPS分别为1.14元/1.43元/1.72元,对应PE为12.7X/10.1X/8.4X,维持“买入”评级。

风险提示

(1)原油价格变动影响公司盈利测算;(2)终端需求不景气风险;(3)项目建设不及预期风险;(4)美元汇率大幅波动风险;(5)存在净利润被摊薄的可能;(6)不可抗力风险。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):14.47元

相关报告:

- 《恒力石化公司点评:业绩持续修复,未来值得期待!》, 2024.1.29
- 《恒力石化公司点评:超预期回暖,期待新材料投产!》, 2023.10.27
- 《恒力石化公司点评:环比改善,期待新材料投产!》, 2023.8.22



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	222,373	234,866	266,950	275,744	286,489
营业收入增长率	12.31%	5.62%	13.66%	3.29%	3.90%
归母净利润(百万元)	2,318	6,905	8,025	10,073	12,074
归母净利润增长率	-85.07%	197.83%	16.23%	25.52%	19.86%
摊薄每股收益(元)	0.329	0.981	1.140	1.431	1.715
每股经营性现金流净额	3.69	3.34	3.89	4.71	5.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.39%	11.51%	12.64%	14.81%	16.44%
P/E	47.15	13.43	12.69	10.11	8.44
P/B	2.07	1.55	1.60	1.50	1.39

来源:公司年报、国金证券研究所

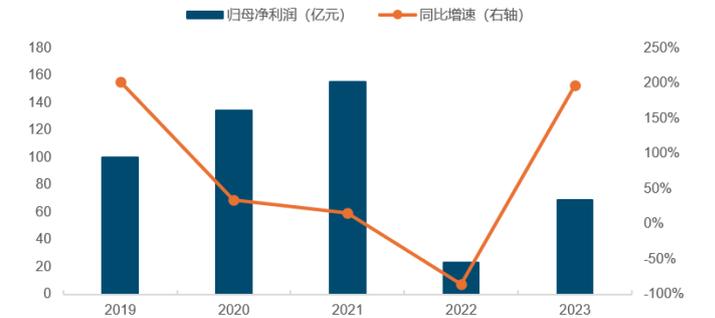
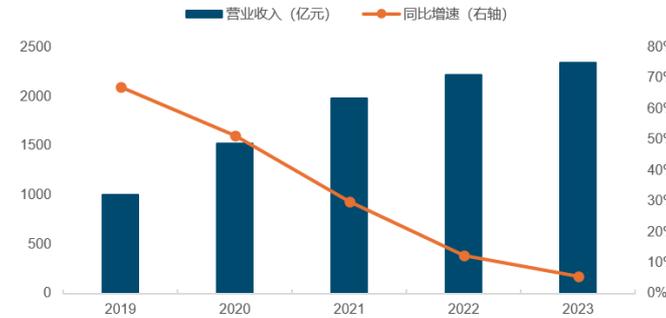


1、全年业绩显著修复，消费需求回暖有望再创佳绩

恒力石化于 2024 年 4 月 9 日发布 2023 年年度报告，2023 年全年公司实现营业收入 2348.66 亿元，同比增加 5.62%；实现归母净利润 69.05 亿元，同比增加 197.83%。其中，2023Q4 实现营业收入 616.78 亿元，同比增加 18.65%；实现归母净利润 12.04 亿元，同比增加 413.81%。受益于成品油及化工产品整体成本环节趋稳以及下游消费需求改善，公司全年业绩持续修复符合预期。

图表 1：2023 年公司营业收入同比增加 5.58%

图表 2：2023 年公司归母净利润同比增加 197.38%



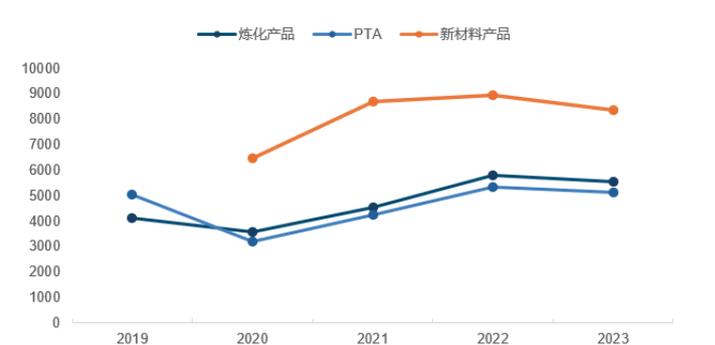
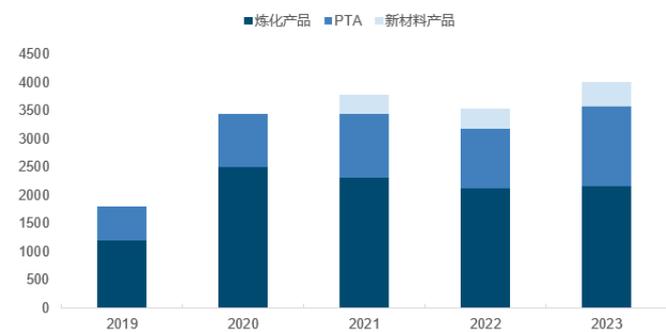
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司近年来不断完善布局各类化工品，2023 年以来伴随终端消费需求的回暖，凭借其 2000 万吨/年的原油加工能力以及丰富化工品产能实现业绩快速复苏，2023 年主要产品销量达 3995.51 万吨，同比增加 13.40%；产品加权平均价格达 5673.47 元/吨，同比下降 4.56%。

图表 3：公司主要产品销量 (万吨)

图表 4：公司主要产品销售价格 (元/吨)



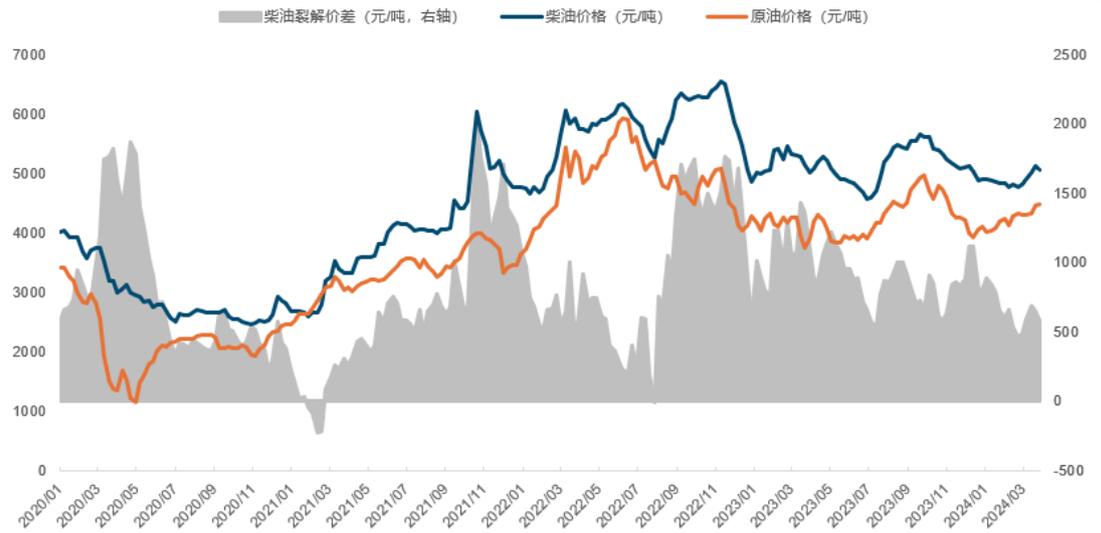
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年全年柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为 912 元/1129 元/2597 元/吨，分别同比增加 2.53%/增加 81.77%/减少 0.66%。其中，2023 Q4 柴油/汽油/航空煤油裂解价差分别为 834 元/875 元/3196 元/吨，分别环比增加 5.00%/减少 22.40%/增加 68.19%，伴随国内成品油消费需求持续旺盛以及海外炼能的出清，成品油裂解价差有望持续维持在中高水平，公司炼油板块有望持续维持强劲势头。

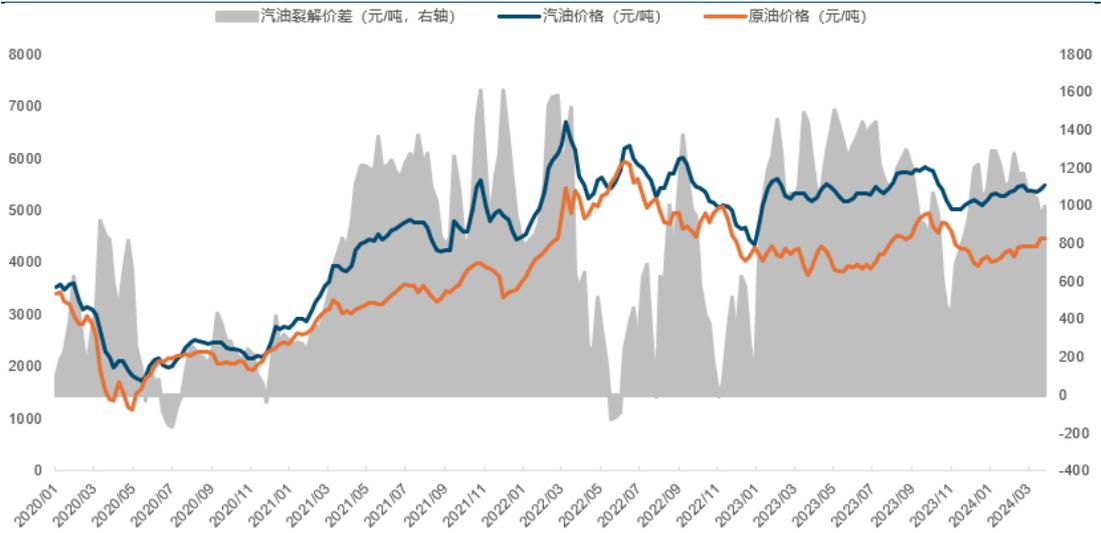


图5：柴油裂解价差持续维持在中高水平



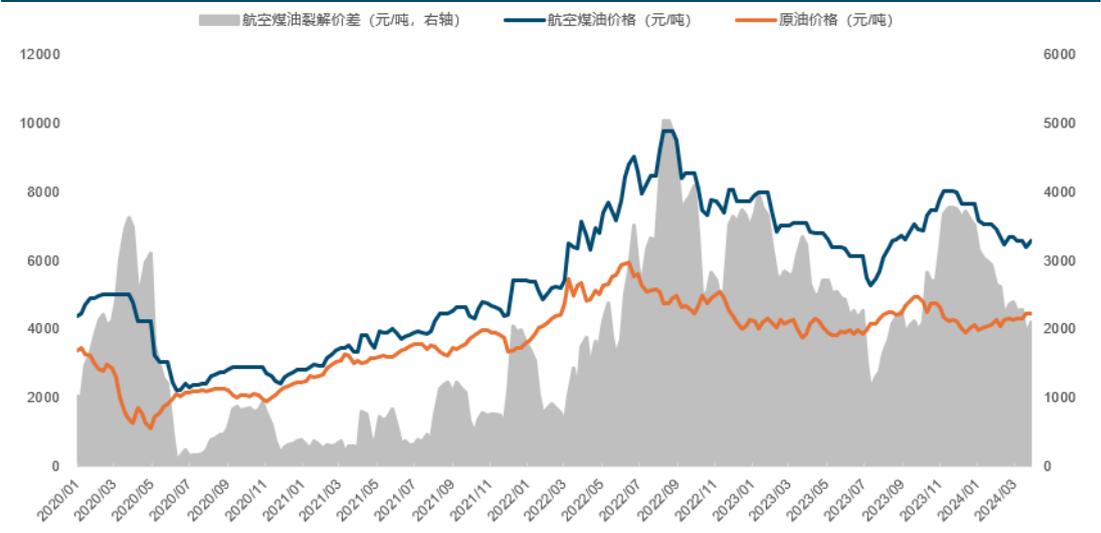
来源：Wind，国金证券研究所

图6：汽油裂解价差持续维持在中高水平



来源：Wind，国金证券研究所

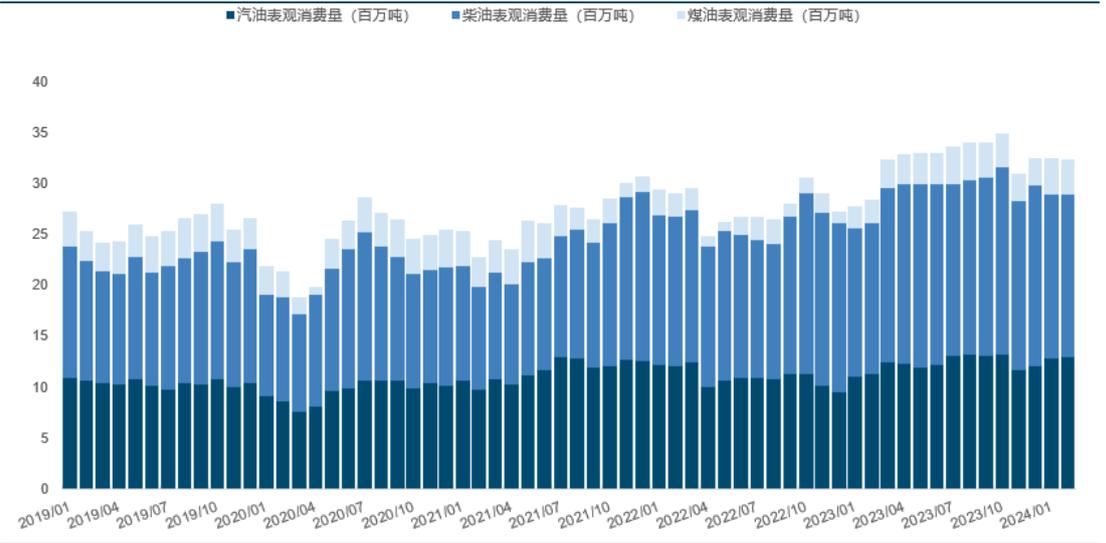
图7：航空煤油裂解价差持续维持在中高水平



来源：Wind，国金证券研究所



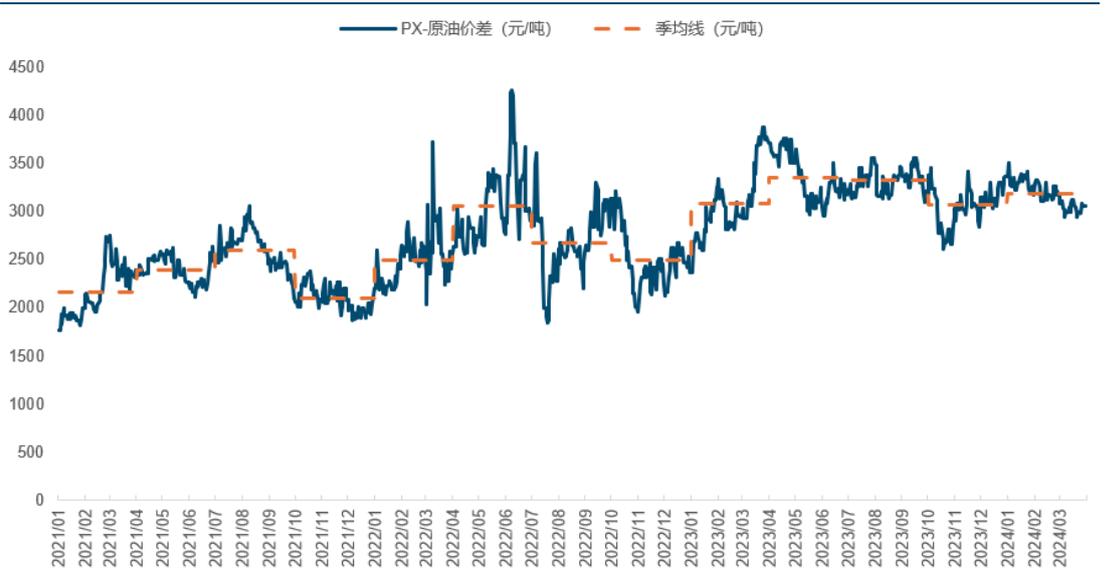
图8：国内成品油表现消费量维持较高水平



来源：卓创资讯，国金证券研究所

与此同时，PX-原油价差持续维持较高水平，2023 全年 PX-原油价差达 3204 元/吨，同比走阔 9.73%。其中，2023Q4 PX-原油价差为 3064 元/吨，环比收窄 7.77%，整体仍维持在中高价差水平。公司现有 2000 万吨/年原油加工能力以及 520 万吨/年 PX 产能，炼油板块持续强劲有望支撑公司业绩持续修复。

图9：2023Q4PX-原油价差环比走阔3.79%

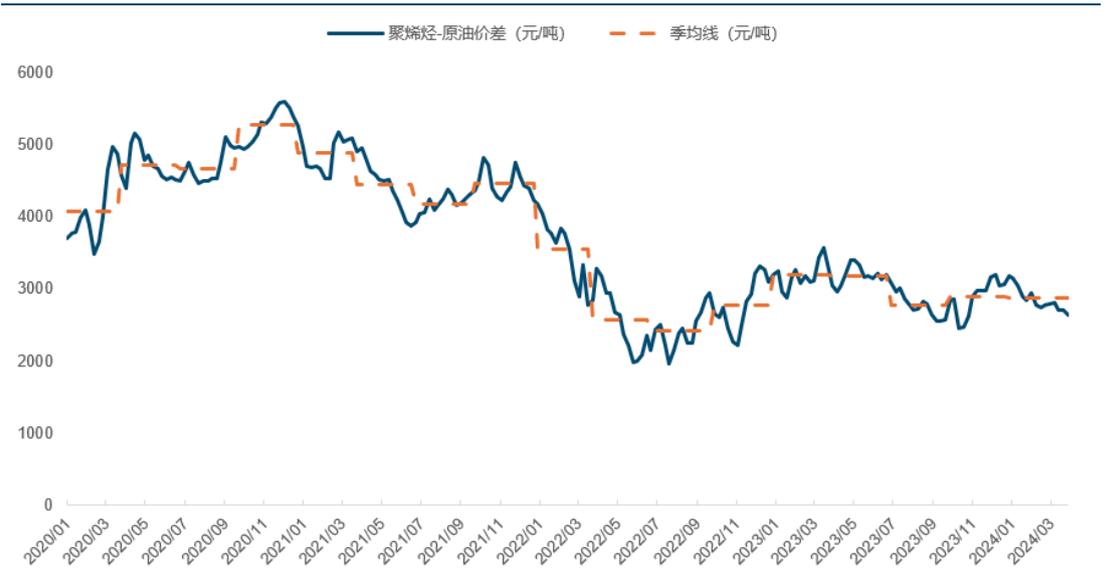


来源：Wind，国金证券研究所

2023 年烯烃类化工品需求仍处于磨底状态，整体呈逐步回暖趋势。2023 年聚烯烃-原油价差均值 3008 元/吨，同比增长 7.12%。其中，2023Q4 聚烯烃-原油价差均值 2894 元/吨，环比走阔 4.63%。与此同时，PTA 产品价差自 2023Q4 以来有所回升。2023PTA-PX 价差均值为 308.86 元/吨，同比收窄 24.74%。其中 2023Q4 PTA-PX 价差均值达 328.16 元/吨，环比走阔 74.41%。伴随化工产品消费需求持续回暖，公司化工板块或具有较为显著盈利弹性。

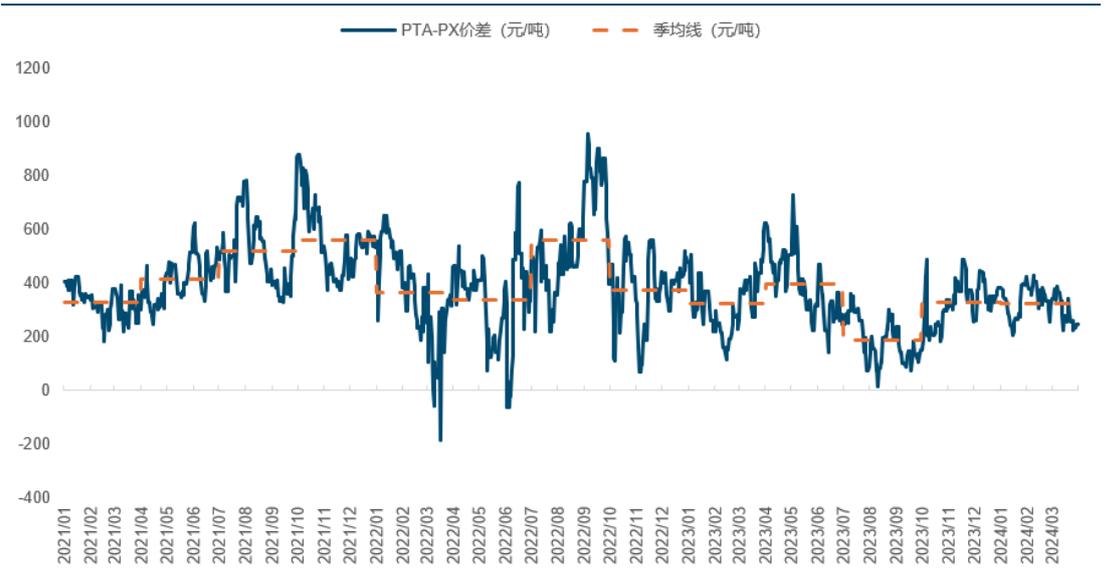


图表 10: 2023Q4 聚烯烃-原油价差环比走阔 4.63%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 2323Q4PTA-PX 价差环比走阔 74.41%



来源: Wind, 国金证券研究所

公司自 2019 年 2000 吨炼化一体化项目投产以来,不断丰富产品网络,依托上游“大化工”平台向下游高附加值领域延伸。营口基地年产 4.4 亿平锂电池隔膜项目已于 2023 年年中逐步实现投产,目前处于试生产阶段;汾湖基地在建的 80 万吨/年功能性薄膜一期项目 12 条生产线已陆续顺利投产,南通基地另外 12 条线功能性薄膜项目也在建设当中,预计 2024 年下半年陆续投产;长兴岛基地 160 万吨/年高性能树脂项目预计于 2024 年第二季度全面投产,公司 C2 产业链及煤化工相关产能得到进一步完善,双酚 A、聚碳酸酯、电子级 DMC 等精细化学品与新材料产品的逐步投产有望持续推动公司未来业绩成长。



公司的合并报表中，公司按权益享有康辉新材净利润存在被摊薄的可能。

6) 不可抗力风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	197,997	222,373	234,866	266,950	275,744	286,489
增长率		12.3%	5.6%	13.7%	3.3%	3.9%
主营业务成本	-167,518	-204,078	-208,384	-233,828	-239,392	-246,636
%销售收入	84.6%	91.8%	88.7%	87.6%	86.8%	86.1%
毛利	30,478	18,295	26,482	33,122	36,352	39,853
%销售收入	15.4%	8.2%	11.3%	12.4%	13.2%	13.9%
营业税金及附加	-3,440	-6,631	-9,201	-8,008	-8,272	-8,595
%销售收入	1.7%	3.0%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%
销售费用	-291	-393	-293	-400	-414	-430
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-1,985	-1,889	-1,997	-2,269	-2,344	-2,435
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	-1,019	-1,185	-1,371	-1,468	-1,517	-1,576
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	23,742	8,197	13,620	20,976	23,805	26,818
%销售收入	12.0%	3.7%	5.8%	7.9%	8.6%	9.4%
财务费用	-4,916	-4,287	-5,365	-9,507	-10,356	-10,695
%销售收入	2.5%	1.9%	2.3%	3.6%	3.8%	3.7%
资产减值损失	-172	-3,131	-702	-769	-18	-24
公允价值变动收益	356	-46	371	0	0	0
投资收益	19	0	-211	0	0	0
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	19,791	2,325	8,900	10,700	13,431	16,099
营业利润率	10.0%	1.0%	3.8%	4.0%	4.9%	5.6%
营业外收支	37	85	-27	0	0	0
税前利润	19,828	2,410	8,873	10,700	13,431	16,099
利润率	10.0%	1.1%	3.8%	4.0%	4.9%	5.6%
所得税	-4,290	-92	-1,969	-2,675	-3,358	-4,025
所得税率	21.6%	3.8%	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	15,538	2,318	6,904	8,025	10,073	12,074
少数股东损益	7	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	15,531	2,318	6,905	8,025	10,073	12,074
净利率	7.8%	1.0%	2.9%	3.0%	3.7%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	15,538	2,318	6,904	8,025	10,073	12,074
少数股东损益	7	0	0	0	0	0
非现金支出	9,195	12,674	10,432	11,243	11,779	12,718
非经营收益	3,666	3,814	4,776	9,896	11,049	11,278
营运资金变动	-9,729	7,148	1,423	-1,782	283	255
经营活动现金净流	18,670	25,954	23,536	27,382	33,184	36,324
资本开支	-13,383	-25,708	-39,722	-25,437	-12,393	-13,850
投资	499	378	472	0	0	0
其他	-214	-968	435	0	0	0
投资活动现金净流	-13,098	-26,297	-38,814	-25,437	-12,393	-13,850
股权募资	0	6	0	0	0	0
债权募资	4,362	23,267	13,806	15,835	8,244	6,610
其他	-11,749	-12,868	-3,896	-14,419	-16,313	-17,919
筹资活动现金净流	-7,388	10,405	9,910	1,416	-8,069	-11,309
现金净流量	-1,905	10,734	-5,298	3,360	12,721	11,166

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,986	28,076	20,469	23,818	36,531	47,691
应收款项	6,915	3,361	5,518	5,953	6,149	6,389
存货	33,553	37,836	31,268	37,669	38,565	39,732
其他流动资产	8,726	7,071	8,829	9,432	9,487	9,560
流动资产	65,180	76,344	66,083	76,871	90,733	103,372
%总资产	31.0%	31.6%	25.4%	26.8%	30.2%	32.9%
长期投资	370	744	838	838	838	838
固定资产	130,514	146,006	178,811	193,219	196,712	197,372
%总资产	62.1%	60.5%	68.6%	67.5%	65.4%	62.8%
无形资产	10,041	11,029	11,129	11,688	12,216	12,715
非流动资产	145,116	165,087	194,516	209,479	209,836	210,991
%总资产	69.0%	68.4%	74.6%	73.2%	69.8%	67.1%
资产总计	210,296	241,430	260,599	286,350	300,568	314,363
短期借款	61,014	78,666	80,493	93,413	96,657	98,267
应付款项	27,179	29,855	28,017	31,995	32,756	33,747
其他流动负债	9,583	17,332	15,351	17,800	18,488	19,254
流动负债	97,776	125,853	123,862	143,208	147,901	151,269
长期贷款	52,122	58,347	70,621	75,621	80,621	85,621
其他长期负债	3,097	4,310	6,118	4,021	4,013	4,007
负债	152,996	188,510	200,600	222,850	232,535	240,896
普通股股东权益	57,231	52,863	59,992	63,494	68,027	73,460
其中：股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
未分配利润	31,118	26,280	33,095	36,706	41,239	46,672
少数股东权益	69	58	6	6	6	6
负债股东权益合计	210,296	241,430	260,599	286,350	300,568	314,363

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.206	0.329	0.981	1.140	1.431	1.715
每股净资产	8.130	7.510	8.523	9.020	9.664	10.436
每股经营现金净流	2.652	3.687	3.344	3.890	4.714	5.160
每股股利	1.010	0.000	0.550	0.627	0.787	0.943
回报率						
净资产收益率	27.14%	4.39%	11.51%	12.64%	14.81%	16.44%
总资产收益率	7.39%	0.96%	2.65%	2.80%	3.35%	3.84%
投入资本收益率	10.92%	4.15%	5.02%	6.76%	7.28%	7.81%
增长率						
主营业务收入增长率	29.94%	12.31%	5.62%	13.66%	3.29%	3.90%
EBIT增长率	3.63%	-65.47%	66.15%	54.01%	13.49%	12.66%
净利润增长率	15.37%	-85.07%	197.83%	16.23%	25.52%	19.86%
总资产增长率	10.09%	14.80%	7.94%	9.88%	4.97%	4.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	2.5	0.7	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	58.0	63.8	60.5	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	28.0	17.5	21.4	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	226.3	194.9	202.0	194.8	190.6	184.2
偿债能力						
净负债/股东权益	168.12%	204.71%	217.25%	228.22%	206.44%	184.98%
EBIT利息保障倍数	4.8	1.9	2.5	2.2	2.3	2.5
资产负债率	72.75%	78.08%	76.98%	77.82%	77.37%	76.63%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	7	20	55
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-15	买入	21.24	N/A
2	2022-10-30	买入	15.31	N/A
3	2023-01-31	买入	17.12	N/A
4	2023-04-27	买入	15.71	N/A
5	2023-07-15	买入	15.03	N/A
6	2023-08-22	买入	14.35	N/A
7	2023-10-27	买入	13.64	N/A
8	2024-01-29	买入	12.62	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0= 增持； 2.01~3.0= 中性
3.01~4.0= 减持





特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究