

恒力石化（600346）

2023 年年报点评：分红比例超预期提升，经营现金流表现优异

买入（维持）

2024 年 04 月 10 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

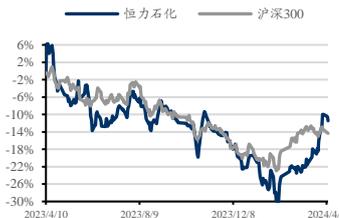
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	222,373	234,866	289,904	293,528	291,090
同比	12.31%	5.62%	23.43%	1.25%	-0.83%
归母净利润（百万元）	2,318	6,905	8,688	10,630	12,362
同比	-85.07%	197.83%	25.83%	22.36%	16.29%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.33	0.98	1.23	1.51	1.76
P/E（现价&最新摊薄）	43.94	14.75	11.72	9.58	8.24

关键词：#股息率高 #平台化布局

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报，实现营业收入 2349 亿元，同比+6%，归母净利润 69 亿元，同比+198%。其中 23Q4 单季度，实现营业收入 617 亿元，同比+19%、环比-3%，归母净利润 12 亿元，同比+132%、环比-55%，业绩符合预期。
- **下游产品结构结构性复苏，炼化、化纤盈利整体修复。**1) **炼化板块：**2023 年恒力炼化及恒力化工合计实现净利润 46.6 亿，同比增长 28.2 亿。分产品来看，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%。与此同时，受地产周期下行拖累，以及新增产能释放影响，烯烃盈利仍然承压运行，其中 2023 年聚乙烯/聚丙烯较原油价差分别同比-2%/-5%。2) **化纤板块：**2023 年恒力化纤实现净利润 16.4 亿，同比增长 12.7 亿。具体上看，受益于终端需求改善以及能源成本回落，长丝单吨盈利改善明显，根据 Wind 统计，2023 年 POY/FDY/DTY 价差较 22 年分别增加 26/144/50 元/吨，公司长丝产品结构以 FDY 为主，相对更为受益。
- **经营现金流表现强劲，分红比例超预期提升。**1) 2023 年公司经营性现金流为 235 亿，其中自炼厂投产以来，2019-2023 年公司年均经营现金流达 218 亿，现金牛属性凸显。2) 分红方面，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%。截至 2023 年底，公司资产负债率为 76.98%，对应的分红比例为不低于 40%。而根据公司最新披露的年度利润分配方案，23 年实际分红比例为 56%，较规划值提升 16pct，以 4 月 9 日收盘价计算，23 年分红对应的股息率为 3.8%。
- **在建项目陆续投产，公司有望从高开支转向高分红。**1) 23 年是公司项目建设的高峰期，全年资本开支达到 397 亿，创下自 19 年炼厂投产以来的新高。进入 24 年后，在建项目将陆续投产转固，其中 160 万吨高性能树脂及新材料项目预计于 24Q2 全面投产，康辉功能性薄膜项目中，汾湖基地 12 条线已陆续投产，南通基地 12 条线预计于 24H2 陆续投产，锂电隔膜项目中，营口基地 4.4 亿平隔膜预计于 24H1 全面达产，南通基地 12 亿平湿法隔膜和 6 亿平干法隔膜预计于 24 年陆续试生产。2) 随着上述项目收尾，24 年起公司资本开支强度将边际回落，偿债和分红的优先级有望得到提升。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑项目投产节奏，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润为 87/106 亿元（此前为 89/132 亿元），并新增 2026 年归母净利润为 124 亿元，按照 4 月 9 日收盘价计算，对应 PE 为 11.7/9.6/8.2 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**投产进度不及预期，需求复苏不及预期，原材料价格波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.47
一年最低/最高价	11.11/17.49
市净率(倍)	1.70
流通 A 股市值(百万元)	101,855.77
总市值(百万元)	101,855.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.52
资产负债率(%，LF)	76.98
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 年分红比例提升，重视炼化资产的高股息属性》

2024-03-12

《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》

2024-01-29

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	66,083	85,434	94,368	108,317	营业总收入	234,866	289,904	293,528	291,090
货币资金及交易性金融资产	20,768	32,185	42,140	58,009	营业成本(含金融类)	208,384	258,479	259,531	255,248
经营性应收款项	6,444	7,911	7,940	7,891	税金及附加	9,201	11,357	11,499	11,403
存货	31,268	38,784	38,942	38,299	销售费用	293	362	367	364
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,997	2,465	2,496	2,476
其他流动资产	7,604	6,553	5,346	4,117	研发费用	1,371	1,692	1,664	1,683
非流动资产	194,516	201,142	195,807	185,206	财务费用	5,365	5,672	5,731	5,481
长期股权投资	646	646	646	646	加:其他收益	1,016	1,254	1,269	1,259
固定资产及使用权资产	130,064	158,691	156,799	149,648	投资净收益	(37)	(45)	(46)	(45)
在建工程	48,824	23,824	18,824	13,824	公允价值变动	371	0	0	0
无形资产	9,035	12,046	13,615	15,178	减值损失	702	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	2,017	2,017	2,017	2,017	营业利润	8,900	10,831	13,259	15,442
其他非流动资产	3,852	3,840	3,828	3,816	营业外净收支	(27)	29	29	10
资产总计	260,599	286,576	290,174	293,524	利润总额	8,873	10,860	13,288	15,453
流动负债	123,862	139,651	141,619	142,606	减:所得税	1,969	2,172	2,658	3,091
短期借款及一年内到期的非流动负债	80,493	85,493	85,493	85,493	净利润	6,904	8,688	10,630	12,362
经营性应付款项	27,601	34,236	34,376	33,808	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	8,502	10,339	10,381	10,210	归属母公司净利润	6,905	8,688	10,630	12,362
其他流动负债	7,265	9,582	11,369	13,095	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.23	1.51	1.76
非流动负债	76,739	81,739	76,739	71,739	EBIT	13,620	15,549	17,972	19,917
长期借款	70,621	75,621	70,621	65,621	EBITDA	23,350	27,554	30,294	32,535
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.28	10.84	11.58	12.31
租赁负债	42	42	42	42	归母净利率(%)	2.94	3.00	3.62	4.25
其他非流动负债	6,076	6,076	6,076	6,076	收入增长率(%)	5.62	23.43	1.25	(0.83)
负债合计	200,600	221,390	218,358	214,345	归母净利润增长率(%)	197.83	25.83	22.36	16.29
归属母公司股东权益	59,992	65,180	71,811	79,173					
少数股东权益	6	6	6	6					
所有者权益合计	59,999	65,186	71,817	79,179					
负债和股东权益	260,599	286,576	290,174	293,524					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	23,536	29,452	31,953	33,692	每股净资产(元)	8.52	9.26	10.20	11.25
投资活动现金流	(38,814)	(19,112)	(7,288)	(2,337)	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	9,910	877	(14,710)	(15,485)	ROIC(%)	5.28	5.69	6.33	6.95
现金净增加额	(5,298)	11,217	9,955	15,869	ROE-摊薄(%)	11.51	13.33	14.80	15.61
折旧和摊销	9,731	12,006	12,323	12,618	资产负债率(%)	76.98	77.25	75.25	73.02
资本开支	(39,722)	(18,607)	(6,962)	(2,012)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.75	11.72	9.58	8.24
营运资本变动	1,423	2,765	2,967	2,884	P/B(现价)	1.70	1.56	1.42	1.29

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>