

恒力石化(600346)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师

执业编号: S1500524040001

联系电话: 13261695353

邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

公司自身优势与景气回暖共振，注重股东回报凸显长期投资价值

2024年4月10日

事件: 2024年4月9日晚，恒力石化发布2023年年度报告。2023年公司实现营业总收入2348.66亿元，同比增长5.62%；实现归母净利润69.05亿元，同比增长197.83%；实现扣非后归母净利润59.97亿元，同比增长473.74%；实现基本每股收益0.98元，同比增长196.97%。公司资产负债率为76.98%，同比-1.1pct。

点评:

- **行业景气改善，公司经营业绩明显提升。** 2023年公司旗下恒力炼化、恒力化工、恒力化纤分别实现净利润34、13、16亿元，同比分别增长20、8、13亿元，康辉新材料业绩贡献维稳。我们认为，2023年公司经营业绩改善主要受益于成本端压力缓解及下游需求回暖。**从成本端看**，2023年原油价格维持中高位震荡，布伦特原油均价82.49美元/桶，同比-16.72%，公司主要原材料原油采购成本同比-14.9%，煤炭采购成本同比-21.2%，整体来看公司成本端压力明显缓解。**从需求端看**，炼油方面，2023年疫情影响减弱后，各项商业活动恢复，一定程度上提振了成品油市场需求，炼油板块盈利明显提升，据国家统计局数据，2023年炼油行业实现利润656亿元，同比增长192.3%；化工方面，行业景气分化明显，芳烃盈利表现偏强，但受房地产市场深度调整影响，烯烃板块仍显疲软；化纤方面，伴随疫情影响减弱后，线下消费场景增加，化纤终端消费明显提升，2023年全国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长12.9%，增速较2022年回升19个pct。
- **产业链协同优势尽显，有效优化盈利结构。** **成本角度**，公司拥有“煤、油、化”融合大平台，具备1200万吨重油加工能力，占原油年加工量60%，其原油采购成本更低；同时公司通过自备煤制氢装置，每年低成本自供25万吨稀缺的纯氢原料；此外，公司还拥有520MW的高功率自备电厂，有效优化了生产能耗成本。**在产品结构方面**，公司拥有520万吨PX和120万吨纯苯产能，根据我们测算，其PX产能占比高达26%。根据隆众资讯数据，预计2024-2026年新增PX产能仅500万吨，根据我们测算，2023-2026年PX产能复合增速仅4%左右，较2019-2023年的复合增速18%明显下降。在未来行业供给缩量背景下，PX盈利仍有支撑，而公司芳烃产品占比较高，其盈利潜力仍有释放空间。
- **增量产能释放在即，化工新材料有望释放业绩增长潜力。** 回顾2023年，公司4.4亿平方米锂电隔膜产能和30万吨/年己二酸项目已于年中投产、惠州500万吨PTA项目全面投产、160万吨高性能树脂项目于三季度逐步投产，2023年增量产能仍在释放中。展望未来，公司增量产能多来自于高性能、高附加值的化工新材料产品。在高端聚酯薄膜

方面，公司年产 60 万吨功能性聚酯薄膜、功能性薄膜及 30 亿平方米锂电隔膜项目将于 2024 年下半年逐线投产，年产 80 万吨功能性聚酯薄膜和功能性塑料项目一期也将于 2024 年实现达产；在可降解塑料方面，公司 45 万吨/年 PBS 预计在 2024 年上半年逐步投产；在高性能树脂方面，年产 160 万吨高性能树脂项目在 2024 年二季度即将全面投产。我们认为，公司不仅拥有“煤、油、化”融合大平台，同时还持续延伸产业链，增强产品高附加值属性，未来有望在成本与产品结构双向优化下提升公司业绩表现。

- **公司强化股东回报，长期投资价值凸显。**根据公司公告，2023 年全年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 5.50 元，合计派发现金红利人民币 38.72 亿元，占其归母净利润的 56%。我们认为，公司进行高比例分红进一步强化了股东回报，实现了经营发展、业绩增长和股东回报的动态平衡，其长期投资价值凸显。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 84.33、112.89 和 126.14 亿元，同比增速分别为 22.1%、33.9%、11.7%，EPS（摊薄）分别为 1.20、1.60 和 1.79 元/股，按照 2024 年 4 月 10 日收盘价对应的 PE 分别为 12.30、9.19 和 8.23 倍。考虑到公司受益于自身竞争优势和行业景气度回升，2024-2026 年公司业绩有望增长提速，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险；新增产能投产不及预期风险；拟分拆康辉新材料重组上市进度不及预期风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	222,373	234,866	255,082	274,173	288,925
增长率 YoY %	12.3%	5.6%	8.6%	7.5%	5.4%
归属母公司净利润 (百万元)	2,318	6,905	8,433	11,289	12,614
增长率 YoY%	-85.1%	197.8%	22.1%	33.9%	11.7%
毛利率%	8.2%	11.3%	10.3%	11.3%	11.4%
净资产收益率 ROE%	4.4%	11.5%	11.5%	12.8%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.98	1.20	1.60	1.79
市盈率 P/E(倍)	47.15	13.43	12.30	9.19	8.23
市净率 P/B(倍)	2.07	1.55	1.41	1.18	1.01

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 10 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	76,344	66,083	69,931	60,250	67,383	
货币资金	28,076	20,469	22,299	11,735	18,261	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	372	538	559	601	633	
预付账款	1,997	1,736	1,905	2,025	2,131	
存货	37,836	31,268	34,326	36,481	38,399	
其他	8,062	12,073	10,842	9,408	7,959	
非流动资产	165,087	194,516	214,427	244,007	256,391	
长期股权投资	559	646	646	646	646	
固定资产	118,719	129,987	143,698	174,781	185,613	
无形资产	8,925	9,035	12,046	13,615	15,178	
其他	36,884	54,848	58,037	54,966	54,954	
资产总计	241,430	260,599	284,358	304,257	323,774	
流动负债	125,853	123,862	129,183	133,600	137,710	
短期借款	69,317	66,995	66,995	66,995	66,995	
应付票据	20,604	12,002	13,176	14,004	14,740	
应付账款	8,869	15,599	17,124	18,200	19,156	
其他	27,063	29,266	31,887	34,401	36,819	
非流动负债	62,657	76,739	81,739	82,739	83,739	
长期借款	58,347	70,621	75,621	76,621	77,621	
其他	4,310	6,118	6,118	6,118	6,118	
负债合计	188,510	200,600	210,921	216,339	221,448	
少数股东权益	58	6	6	6	6	
归属母公司股东权益	52,863	59,992	73,431	87,913	102,320	
负债和股东权益	241,430	260,599	284,358	304,257	323,774	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	222,373	234,866	255,082	274,173	288,925	
同比 (%)	12.3%	5.6%	8.6%	7.5%	5.4%	
归属母公司净利润	2,318	6,905	8,433	11,289	12,614	
同比 (%)	-85.1%	197.8%	22.1%	33.9%	11.7%	
毛利率 (%)	8.2%	11.3%	10.3%	11.3%	11.4%	
ROE%	4.4%	11.5%	11.5%	12.8%	12.3%	
EPS (摊薄)(元)	0.33	0.98	1.20	1.60	1.79	
P/E	47.15	13.43	12.30	9.19	8.23	
P/B	2.07	1.55	1.41	1.18	1.01	
EV/EBITDA	12.31	9.57	9.06	7.82	7.20	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	222,373	234,866	255,082	274,173	288,925	
营业成本	204,078	208,384	228,764	243,131	255,909	
营业税金及附加	6,631	9,201	6,377	6,854	7,223	
销售费用	393	293	383	411	433	
管理费用	1,889	1,997	2,551	2,537	2,781	
研发费用	1,185	1,371	1,387	1,517	1,619	
财务费用	4,287	5,365	7,016	7,191	7,278	
减值损失合	-3,129	-594	-1	-1	-3	
投资净收益	0	-37	-40	-43	-45	
其他	1,544	1,275	1,100	1,182	1,246	
营业利润	2,325	8,900	9,664	13,669	14,880	
营业外收支	85	-27	29	29	10	
利润总额	2,410	8,873	9,693	13,698	14,890	
所得税	92	1,969	1,259	2,410	2,277	
净利润	2,318	6,904	8,433	11,289	12,613	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	2,318	6,905	8,433	11,289	12,614	
EBITDA	17,740	23,350	26,241	31,853	33,823	
EPS (当年)(元)	0.33	0.98	1.20	1.60	1.79	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	25,954	23,536	29,537	34,117	36,225	
净利润	2,318	6,904	8,433	11,289	12,613	
折旧摊销	9,543	9,731	10,620	12,130	12,863	
财务费用	4,444	4,641	7,067	7,247	7,307	
投资损失	0	-138	40	43	45	
营运资金变动	7,148	1,423	3,402	3,433	3,400	
其它	2,500	974	-25	-24	-4	
投资活动现金流	-26,297	-38,814	-20,340	-31,934	-15,492	
资本支出	-25,708	-39,722	-20,101	-31,891	-15,447	
长期投资	378	472	-200	0	0	
其他	-968	435	-40	-43	-45	
筹资活动现金流	10,405	9,910	-7,367	-12,747	-14,207	
吸收投资	6	0	0	0	0	
借款	23,267	13,806	5,000	1,000	1,000	
支付利息或股息	-12,121	-5,773	-12,467	-13,847	-15,307	
现金流净增加额	10,734	-5,298	1,830	-10,564	6,526	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，信达能源石化板块负责人，博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。