

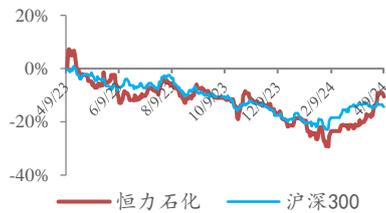
## 全年业绩大幅改善，新材料产能逐步释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-10

收盘价 (元)	14.47
近 12 个月最高/最低 (元)	17.36/11.45
总股本 (百万股)	7,039
流通股本 (百万股)	7,039
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	1,019
流通市值 (亿元)	1,019

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

### 相关报告

- 业绩大幅回暖，炼化龙头彰显韧性  
2023-10-29
- 业绩低点已过，炼化龙头起飞  
2023-05-02
- 检修与需求拖累业绩，成本需求边际改善开启  
2022-11-01

### 主要观点：

#### ● 事件描述

4月9日晚，恒力石化发布2023年报，全年实现营业收入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/股。其中，第四季度实现营业收入617.04亿元，同比上升18.70%，环比下降3.14%；实现归母净利润12.04亿元，同比增长131.95%，环比下降54.59%；实现扣非归母净利润10.20亿元，同比增长127.24%，环比下降62.25%。

#### ● 成本端压力缓解，全年盈利指标同比大幅回升

**2023年原油价格同比回落，全年盈利同比大幅回升。**炼化产品是公司最重要的盈利来源，2023年全年炼化贡献毛利222.25亿元，同比增长17.37%；PTA板块亏损9.86亿元，较2022年亏损显著缩小；新材料板块实现毛利35.47亿元，同比增长34.20%。子公司口径来看，恒力炼化/恒力石化/恒力化工分别实现净利润33.6/1.6/13.0亿元。

盈利能力指标方面，2023年整体销售毛利率11.25%，同比增长3.04pct；净利率2.94%，同比增长1.90pct。ROE为11.51%，同比增长7.12pct。

费用方面，2023年全年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.13%/0.85%/2.28%，同比变动-0.05pct/0.00pct/+0.35pct。三费整体控制良好。研发费用率0.58%，同比+0.05pct，公司研发投入保持稳定。

2023Q4业绩环比下滑主要由两方面造成，一方面Q4化工品下游需求不及预期盈利分化，部分产品价格回落；另一方面，原油环比三季度有小幅回落，带来一定程度的库存损失计提。2024年一季度以来，原油推涨以及需求修复，烯烃板块价差明显回暖，我们认为全年来看，原油将保持中高位震荡，PX及聚酯环节供需改善盈利有望持续较高水平，出行需求坚挺成品油盈利稳定，烯烃价差触底缓慢回升，整体盈利向好。

#### ● 借助平台化成本优势，新材料项目全面开花

基于炼化一体化良好现金流，公司持续增加资本开支，保证公司未来成长性。公司基于自身的C2-C4全产业链的大化工原料平台

优势以及多年的研发积累，选择布局当前我国紧缺的高端涤纶、功能性薄膜、可降解材料、新能源化学品等新材料，加速“卡脖子”和“产能瓶颈”等受限环节的国产替代。

报告期内，公司众多项目取得巨大突破，公司产能持续增长。恒力化工新材料配套化工项目 2023 年中开始逐步投产；年产 40 万吨高性能特种工业丝智能化生产项目已分步投产；150 万吨绿色多功能纺织新材料项目（恒科三期）项目中 15 万吨/年弹性纤维、15 万吨/年环保纤维、30 万吨/年全消光 POY 和 30 万吨/年阳离子 POY 顺利投产，在聚酯差别化方面实现突破；惠州 500 万吨 PTA 全面投产，PTA 年产能达到 1700 万吨高居世界第一位。

公司目前在建拟建项目有 160 万吨高性能树脂及新材料项目（已于 2023 年三季度逐步投产，预计 2024 年 2 季度全面投产），汾湖 80 万吨功能性聚脂薄膜/塑料项目（已于 2023 年开始逐线投产，预计 2024 年下半年完全投产）、30 亿平米锂电隔膜项目（一期 2024 年陆续开始试生产）等项目均在积极推进中。随着各产品产能进一步释放，绿色创新技术不断突破，公司产业链一体化、规模成本低、生产技术行业领先的优势进一步凸显，行业龙头地位稳固。

#### ● 重视股东回报，分红比例达到 56%

2023 年，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.55 元（含税），合计派发现金红利 38.72 亿元（含税），本年度现金分红比例 56.07%。截至 2024 年 4 月 9 日收盘价计算，当前公司股息率 3.80%。近年来，公司维持较高的分红比例，此举有利于增强投资者信心，随着炼化现金流趋于稳定，其高股息属性逐渐提升。

#### ● 投资建议

我们看好公司基于全种类原料平台优势，通过资本开支扩大规模优势，实现强者恒强，同时积极开拓下游新材料，提高产品的差异化和附加值。由于当前需求弱复苏及原油价格高位震荡的现状，我们预计公司 2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润分别为 100.99 亿元、140.34 亿元和 146.72 亿元（2024-2025 年原值为 114.07 亿元和 146.08 亿元），EPS 分别为 1.43 元、1.99 元和 2.08 元，对应当前股价 PE 分别为 10.09X/7.26X/6.94X，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

原油和煤炭价格大幅波动；  
项目建设不及预期；  
不可抗力；  
宏观经济下行。

单位:百万元

## ● 重要财务指标

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	234866	244500	252744	255560
收入同比 (%)	5.6%	4.1%	3.4%	1.1%
归属母公司净利润	6905	10099	14034	14672
净利润同比 (%)	197.8%	46.3%	39.0%	4.5%
毛利率 (%)	11.3%	11.8%	12.5%	13.0%
ROE (%)	11.5%	13.0%	13.8%	11.5%
每股收益 (元)	0.98	1.43	1.99	2.08
P/E	13.43	10.09	7.26	6.94
P/B	1.55	1.31	1.00	0.80
EV/EBITDA	9.57	8.41	7.08	6.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	66083	74994	74251	74883	<b>营业收入</b>	234866	244500	252744	255560
现金	20469	20000	20000	20000	营业成本	208384	215566	221053	222245
应收账款	538	1412	821	964	营业税金及附加	9201	9780	9182	9839
其他应收款	809	888	862	894	销售费用	293	366	380	362
预付账款	1736	2433	2166	2179	管理费用	1997	2203	2191	2230
存货	31268	38496	37876	37039	财务费用	5365	4525	3641	2965
其他流动资产	11263	11766	12526	13808	资产减值损失	-594	0	0	0
<b>非流动资产</b>	194516	190681	205410	219778	公允价值变动收益	-371	0	0	0
长期投资	646	969	1292	1536	投资净收益	-37	-5	-15	-20
固定资产	129987	133252	136517	141382	<b>营业利润</b>	8900	11974	16280	17739
无形资产	9035	12046	13615	15178	营业外收入	80	81	89	83
其他非流动资产	54848	44414	53987	61682	营业外支出	106	49	59	72
<b>资产总计</b>	260599	265676	279661	294661	<b>利润总额</b>	8873	12006	16310	17750
<b>流动负债</b>	123862	106073	91260	77223	所得税	1969	1906	2276	3078
短期借款	66995	42460	25417	10642	<b>净利润</b>	6904	10100	14034	14673
应付账款	15599	13087	13191	14464	少数股东损益	0	1	0	0
其他流动负债	41268	50527	52652	52117	<b>归属母公司净利润</b>	6905	10099	14034	14672
<b>非流动负债</b>	76739	81739	86739	89739	EBITDA	23350	25397	28471	29421
长期借款	70621	75621	80621	83621	EPS (元)	0.98	1.43	1.99	2.08
其他非流动负债	6118	6118	6118	6118					
<b>负债合计</b>	200600	187812	177999	166961					
少数股东权益	6	7	7	7					
股本	7039	7039	7039	7039					
资本公积	18764	18764	18764	18764					
留存收益	34190	52054	75852	101890					
归属母公司股东权益	59992	77856	101655	127692					
<b>负债和股东权益</b>	260599	265676	279661	294661					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	23536	22308	31021	28212
净利润	6905	10099	14034	14672
折旧摊销	9731	10141	9932	9970
财务费用	4641	4930	4041	3365
投资损失	-138	5	15	20
营运资金变动	1423	-2838	3026	193
其他经营现金流	6456	12908	10980	14471
<b>投资活动现金流</b>	-38814	1742	-14885	-12984
资本支出	-39722	1398	-14960	-13009
长期投资	472	35	-223	-171
其他投资现金流	435	309	299	196
<b>筹资活动现金流</b>	9910	-24519	-16136	-15228
短期借款	-2322	-24535	-17043	-14775
长期借款	12274	5000	5000	3000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	77	0	0	0
其他筹资现金流	-119	-4983	-4094	-3452
<b>现金净增加额</b>	-5298	-469	0	0

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.6%	4.1%	3.4%	1.1%
营业利润	282.8%	34.5%	36.0%	9.0%
归属于母公司净利	197.8%	46.3%	39.0%	4.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	11.3%	11.8%	12.5%	13.0%
净利率 (%)	2.9%	4.1%	5.6%	5.7%
ROE (%)	11.5%	13.0%	13.8%	11.5%
ROIC (%)	5.0%	6.1%	7.2%	6.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	77.0%	70.7%	63.6%	56.7%
净负债比率 (%)	334.3%	241.2%	175.1%	130.7%
流动比率	0.53	0.71	0.81	0.97
速动比率	0.27	0.32	0.37	0.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.92	0.90	0.87
应收账款周转率	436.22	173.21	307.98	265.19
应付账款周转率	13.36	16.47	16.76	15.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.98	1.43	1.99	2.08
每股经营现金流薄)	3.34	3.17	4.41	4.01
每股净资产	8.52	11.06	14.44	18.14
<b>估值比率</b>				
P/E	13.43	10.09	7.26	6.94
P/B	1.55	1.31	1.00	0.80
EV/EBITDA	9.57	8.41	7.08	6.45

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。