

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

## 成本及供需基本面改善, 拟引入战投开创合作新篇

2024年4月22日

**事件:** 2024年4月22日晚, 恒力石化发布2024年一季度报告。2024年一季度公司实现营业总收入584.12亿元, 同比增长4.02%, 环比下降5.34%; 实现归母净利润21.39亿元, 同比增长109.8%, 环比增长77.66%; 实现扣非后归母净利润18.19亿元, 同比增长211.5%, 环比增长78.33%; 实现基本每股收益0.3元, 同比增长114.29%, 环比增长76.47%。公司资产负债率为77.21%, 同比-0.25pct。

**点评:**

- **成本及供需基本面改善, 公司经营业绩持续增长。** 2024年一季度公司经营业绩向好, 盈利进一步改善。我们认为, 公司业绩持续向好主要来自成本端企稳运行及供需基本面改善。成本端, 2024年一季度布伦特油价维持中高位震荡运行, 整体价格中枢稍有回落, 季度均价为81美元/桶, 同比及环比均下降1%左右, 公司原油采购成本偏稳; 同时, 受益于煤炭价格中枢下行, 公司煤炭采购成本较去年同期明显优化, 平均进价同比下降25%, 叠加公司在炼化行业内独有的油煤耦合竞争优势, 成本端压力有所缓解。从供需基本面看, 供给端, 由于2023年炼化行业增量产能较少, 开年炼能供给格局相对稳定; 需求端, 一季度受益于春节假期, 人员流动大幅增加, 出行需求表现旺盛, 对成品油消费拉动明显; 化工品中, 受益于成品油消费带来的调油需求, 叠加行业供给增量有限, 芳烃板块仍保持较高景气度, 整体炼化行业基本面有所改善。
- **依托大化工平台布局, 新材料业绩增长潜力值得期待。** 今年来看, 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有望在下半年逐线投产; 年产80万吨功能性聚酯薄膜和功能性塑料项目一期也有望在年内实现达产; 年产160万吨高性能树脂项目在二季度即将全面投产。依托大化工平台, 公司将持续向锂电、光伏、工程塑料、高端涤纶等板块进军。根据中石化经研院数据, 目前我国在高性能树脂、高性能工程塑料、高性能膜材料等领域仍有较大进口替代空间, 公司未来将重点发展高端聚烯烃、专用树脂、特种工程塑料、高端膜材料等化工新材料板块, 顺应行业发展趋势, 亦有望为公司打开第二成长曲线。
- **与沙特阿美签署谅解备忘录, 拟引入战投开创合作新篇。** 根据公告, 控股股东恒力集团已与沙特阿美签署了《谅解备忘录》, 主要内容包括: (1) 沙特阿美拟向恒力集团收购占恒力石化已发行股本百分之十加一股的股份; (2) 恒力集团将支持和促使恒力石化与沙特阿美在原油供应、原料供应、产品承购、技术许可等方面进行战略合作。我们认为, 自2023年以来, 中东与国内炼化企业战略合作持续深化, 此次沙特阿美战略入股完成后, 公司在原料供应保障、产品销售渠道开拓及技术合作等方面有望迎来全新机遇, 其业绩增长空间值得期待。
- **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

93.17、121.27 和 134.77 亿元，同比增速分别为 34.9%、30.2%、11.1%，EPS（摊薄）分别为 1.32、1.72 和 1.91 元/股，按照 2024 年 4 月 22 日收盘价对应的 PE 分别为 11.76、9.04 和 8.13 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	9,317	12,127	13,477
增长率 YoY%	-85.1%	197.8%	34.9%	30.2%	11.1%
毛利率%	8.2%	11.3%	10.7%	11.7%	11.8%
净资产收益率 ROE%	4.4%	11.5%	12.5%	13.5%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.98	1.32	1.72	1.91
市盈率 P/E(倍)	47.15	13.43	11.76	9.04	8.13
市净率 P/B(倍)	2.07	1.55	1.47	1.22	1.04

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	76,344	66,083	70,634	61,792	69,788	
货币资金	28,076	20,469	23,163	13,438	20,827	
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	1,897	2,017	2,123	
存货	37,836	31,268	34,173	36,329	38,246	
其他	8,062	12,073	10,842	9,408	7,959	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	241,430	260,599	285,062	305,799	326,179	
<b>流动负债</b>	125,853	123,862	129,003	133,420	137,530	
短期借款	69,317	66,995	66,995	66,995	66,995	
应付票据	20,604	12,002	13,118	13,945	14,681	
应付账款	8,869	15,599	17,048	18,124	19,080	
其他	27,063	29,266	31,842	34,356	36,774	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	188,510	200,600	210,742	216,159	221,269	
少数股东权益	58	6	6	6	5	
归属母公司股东权益	52,863	59,992	74,314	89,634	104,905	
<b>负债和股东权益</b>	241,430	260,599	285,062	305,799	326,179	

  

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	9,317	12,127	13,477	
同比 (%)	-85.1%	197.8%	34.9%	30.2%	11.1%	
毛利率 (%)	8.2%	11.3%	10.7%	11.7%	11.8%	
ROE%	4.4%	11.5%	12.5%	13.5%	12.8%	
EPS (摊薄)(元)	0.33	0.98	1.32	1.72	1.91	
P/E	47.15	13.43	11.76	9.04	8.13	
P/B	2.07	1.55	1.47	1.22	1.04	
EV/EBITDA	12.31	9.57	8.90	7.71	7.09	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	222,373	234,866	255,082	274,173	288,925	
营业成本	204,078	208,384	227,749	242,116	254,894	
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	7,189	7,273	
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	
<b>营业利润</b>	2,325	8,900	10,679	14,686	15,899	
营业外收支	85	-27	29	29	10	
<b>利润总额</b>	2,410	8,873	10,708	14,715	15,910	
所得税	92	1,969	1,391	2,589	2,433	
<b>净利润</b>	2,318	6,904	9,316	12,127	13,477	
少数股东损	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	2,318	6,905	9,317	12,127	13,477	
EBITDA	17,740	23,350	27,256	32,868	34,838	
EPS (当年)(元)	0.33	0.98	1.32	1.72	1.91	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	25,954	23,536	30,401	34,956	37,088	
净利润	2,318	6,904	9,316	12,127	13,477	
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	3,383	3,433	3,400	
其它	2,500	974	-25	-24	-4	
<b>投资活动现金流</b>	-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	
<b>筹资活动现金流</b>	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	
<b>现金流净增加额</b>	10,734	-5,298	2,694	-9,725	7,389	

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。