



恒力石化 (600346.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

低成本高分红龙头开门红!

业绩简评

恒力石化于2024年4月22日发布2024年一季度报告,2024Q1年公司实现营业收入583.9亿元,同比增加4.00%,环比减少5.33%;实现归母净利润21.39亿元,同比增加109.80%,环比增加77.66%。业绩超预期。

经营分析

核心板块PX有力支撑公司业绩:2024Q1PX-原油价差持续维持较高水平,2024Q1PX-原油价差达3180元/吨,同比走阔3.23%。与此同时,2024年以来煤炭价格震荡下行,2024Q1煤炭价格均值为901.74元/吨,同比下降20.12%,原料成本下行叠加公司成本优化,炼化一体化项目毛利水平持续上升。公司现有2000万吨/年原油加工能力以及520万吨/年PX产能,伴随终端需求持续景气叠加原料价格下行,有望支撑公司业绩持续修复。

需求回暖或将提振公司化工板块业绩:2024年烯烃类化工品需求仍处于磨底状态,2024Q1聚烯烃-原油价差均值2857.94元/吨,同比收窄10.53%,环比收窄1.24%。PTA产品价差自2023Q4以来较为稳定。2024Q1PTA-PX价差均值为323.62元/吨,同比收窄0.34%,环比收窄1.38%。如果化工产品消费需求能够回暖,叠加煤炭原料价格下降,化工板块盈利能力或将有所修复,公司化工板块业绩有望得到修复。

与沙特阿美签署《谅解备忘录》,持续延续双方良好贸易势头:恒力石化控股股东恒力集团有限公司与沙特阿美签署《谅解备忘录》,恒力集团与沙特阿美正在讨论沙特阿美(或其控制的关联方)拟向恒力集团收购其所持有的占公司已发行股本百分之十加一股的股份。与此同时,恒力集团将支持和促使公司(及/或其控制的关联方)与沙特阿美(及/或其控制的关联方)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。沙特与中国企业持续推进深度合作,持续延续双方良好贸易势头,或形成良性互补。

盈利预测、估值与评级

持续看好公司业绩伴随经济逐步回暖以及高附加值新材料的投产,因此我们上调了2024年公司盈利预测,上调比例为6%,预计公司2024-2026年归母净利润为85亿元/100亿元/124亿元,对应EPS分别为1.21元/1.42元/1.76元,对应PE为12.88/10.98/8.85,维持“买入”评级。

风险提示

(1) 引进战投实施不确定性风险;(2) 原油价格变动影响公司盈利测算;(3) 终端需求不景气风险;(4) 项目建设不及预期风险;(5) 美元汇率大幅波动风险;(6) 存在净利润被摊薄的可能;(7) 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):15.57元

相关报告:

- 《恒力石化公司点评:迈向高分红之路!》,2024.4.10
- 《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



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	271,341	291,975	316,572
营业收入增长率	12.31%	5.62%	15.53%	7.60%	8.42%
归母净利润(百万元)	2,318	6,905	8,509	9,981	12,380
归母净利润增长率	-85.07%	197.83%	23.23%	17.30%	24.04%
摊薄每股收益(元)	0.329	0.981	1.209	1.418	1.759
每股经营性现金流净额	3.69	3.34	3.97	4.65	5.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.39%	11.51%	13.36%	14.63%	16.78%
P/E	47.15	13.43	12.88	10.98	8.85
P/B	2.07	1.55	1.72	1.61	1.49

来源:公司年报、国金证券研究所

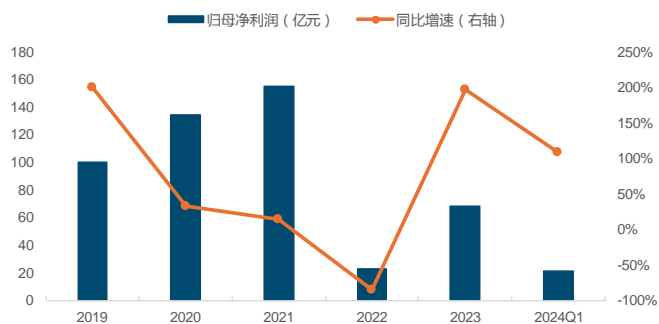
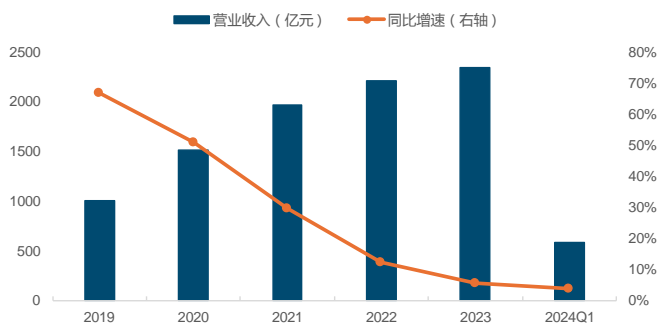


1、意向引进战略投资者沙特阿美，2024 业绩迎来开门红

恒力石化于2024年4月22日发布2024年一季度报告，公司2024Q1实现营业收入583.9亿元，同比增加4.00%，环比减少5.33%；实现归母净利润21.39亿元，同比增加109.80%，环比增加77.66%。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2024Q1业绩持续修复符合预期。

图表1：2024Q1 公司营业收入同比增加4.00%

图表2：2024Q1 公司归母净利润同比增加109.80%



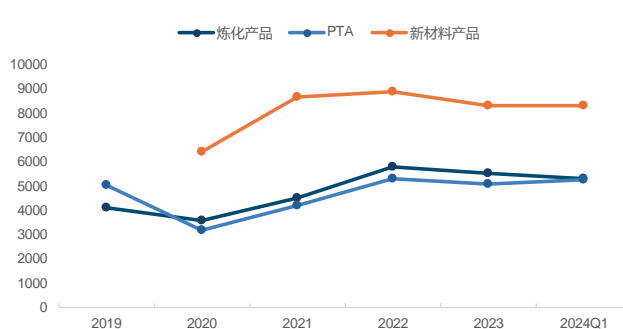
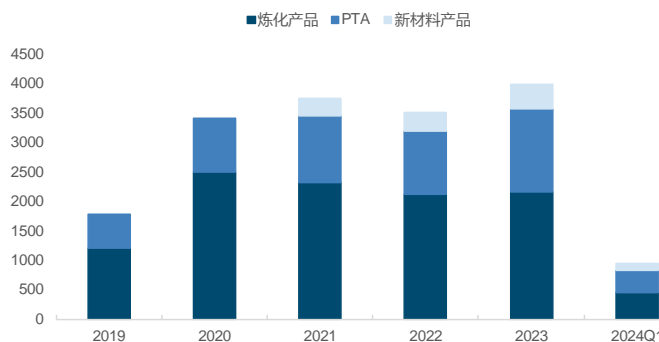
来源：公司公告，国金证券研究所

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，2024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，2024Q1主要产品销量达941.86万吨，环比下降14.05%；产品加权平均价格达5670.41元/吨，环比增加1.81%。

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

2024Q1原油价格中高位震荡，年初至今布伦特原油期货价格均值达83.21美元/桶。与此同时，2024年以来煤炭价格震荡下行，2024Q1煤炭价格均值为901.74元/吨，同比下降20.12%，环比下降5.84%，原料成本下行叠加公司成本优化，炼化一体化项目毛利水平持续上升。



图5: 2024Q1 布伦特原油价格维持稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

图6: 2024Q1 动力煤价格环比下降 5.84%

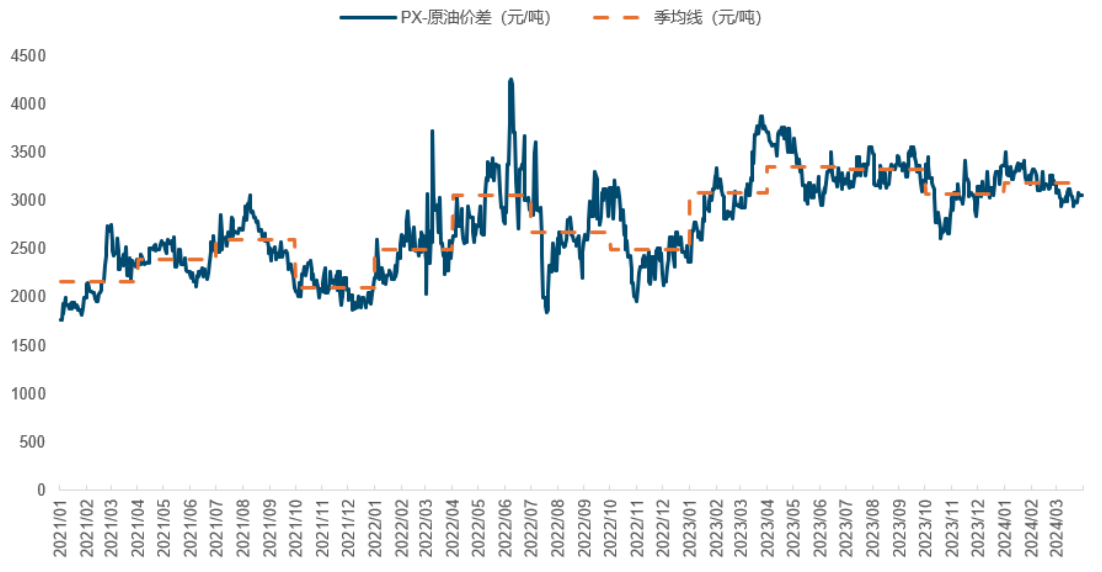


来源: Wind, 国金证券研究所

与此同时,伴随终端需求持续修复,产品价差得到修复。PX-原油价差持续维持较高水平,2024Q1PX-原油价差达 3180.22 元/吨,同比走阔 3.23%,环比走阔 3.79%,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。



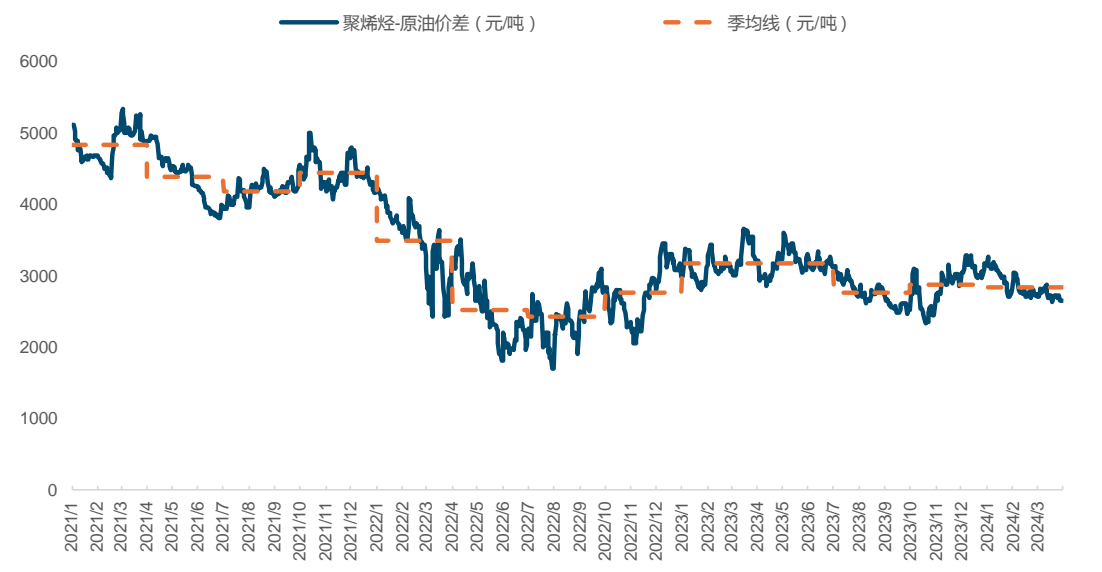
图7: 2024Q1PX-原油价差环比走阔3.79%



来源: Wind, 国金证券研究所

2024 年烯烃类化工品需求仍处于磨底状态, 2024Q1 聚烯烃-原油价差均值 2857.94 元/吨, 同比收窄 10.53%, 环比收窄 1.24%。PTA 产品价差自 2023Q4 以来较为稳定。2024Q1PTA-PX 价差均值为 323.62 元/吨, 同比收窄 0.34%, 环比收窄 1.38%。伴随化工产品消费需求持续回暖, 叠加煤炭原料价格下降, 化工板块盈利能力或将持续修复, 公司化工板块业绩有望修复。

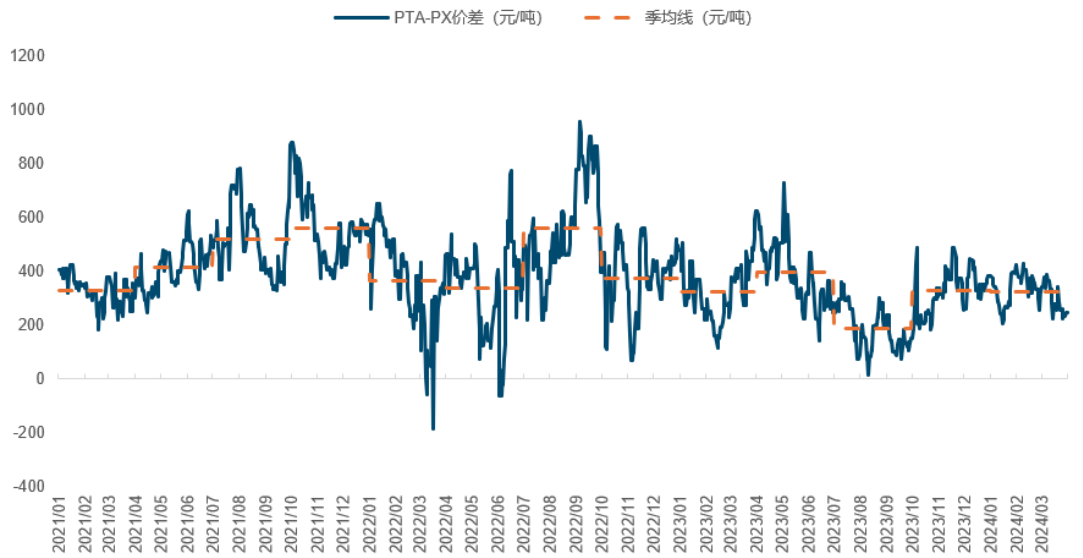
图8: 2024Q1 聚烯烃-原油价差环比收窄1.24%



来源: Wind, 国金证券研究所



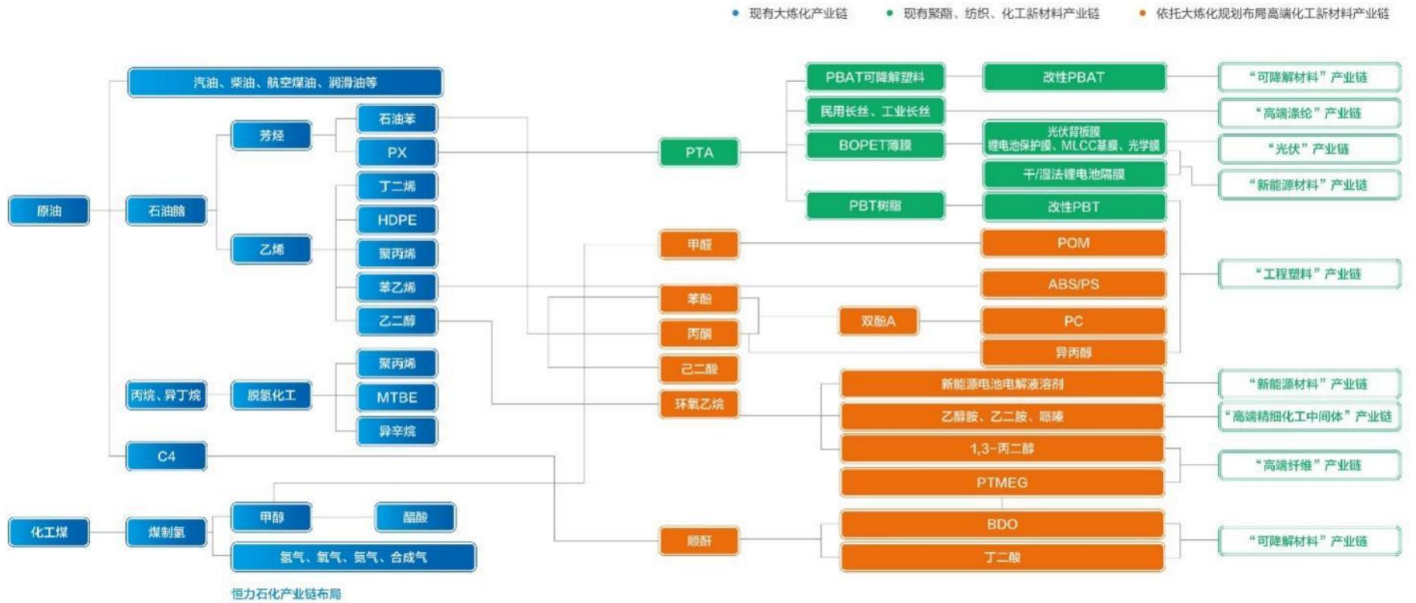
图9: 2024Q1PTA-PX 价差环比收窄 1.38%



来源: Wind, 国金证券研究所

公司主要重点项目将于 2024 年开始陆续进入投产高峰期, 将实现在高端精细化工品、光学膜、电子膜、锂电池隔膜、电池电解液、复合集流体基膜、光伏背景板基膜等在内的下游化工新材料产品产能的大幅提升。营口基地年产超强湿法锂电池隔膜 4.4 亿平方米项目预计 2024 年上半年达产;南通基地 12 条线功能性薄膜项目预计 2024 年下半年陆续投产;年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目预计 2024 年第 2 季度将全部投产。随着公司 C2 产业链及煤化工相关产能得到进一步完善, 精细化学品与新材料产品陆续投产有望推动公司业绩持续增长。

图10: 恒力石化产业链布局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

恒力石化控股股东恒力集团有限公司与沙特阿美签署谅解备忘录, 恒力集团与沙特阿美正在讨论沙特阿美 (或其控制的关联方) 拟向恒力集团收购其所持有的占公司已发行股本 10%+1 股的股份以及恒力集团将支持和促使公司 (及/或其控制的关联方) 与沙特阿美 (及/或其控制的关联方) 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。沙特与中国企业持续推进深度合作, 持续延续双方良好贸易势头, 可形成良性互补。

2、风险提示

1) 引进战投实施不确定性风险: 当前《谅解备忘录》仅为意向性文件, 实际实施具有不



确定性；

- 2) 原油价格变动影响公司盈利测算：中东冲突、俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场；与此同时，美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，美联储货币政策或对原油价格产生扰动；
- 3) 终端需求不景气风险：公司营业收入主要来自于销售成品油和石油石化产品，部分业务及相关产品具有周期性的特点，存在行业景气度下行风险。公司产品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系存在超预期变动可能，在考虑油价的同时，下游消费、包装、汽车、基建等宏观经济需求也会对公司产品的需求造成影响；
- 4) 项目建设不及预期风险：公司多个项目处于建设中，如项目建设进度不及预期，或对盈利预测产生影响；
- 5) 美元汇率大幅波动风险：原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响；
- 6) 存在净利润被摊薄的可能：康辉新材在分拆上市后，财务状况和盈利能力仍将反映在公司的合并报表中，公司按权益享有康辉新材净利润存在被摊薄的可能。
- 7) 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	271,341	291,975	316,572
增长率		12.3%	5.6%	15.5%	7.6%	8.4%
主营业务成本	-167,518	-204,078	-208,384	-237,362	-254,830	-274,638
%销售收入	84.6%	91.8%	88.7%	87.5%	87.3%	86.8%
毛利	30,478	18,295	26,482	33,979	37,145	41,934
%销售收入	15.4%	8.2%	11.3%	12.5%	12.7%	13.2%
营业税金及附加	-3,440	-6,631	-9,201	-8,140	-8,759	-9,497
%销售收入	1.7%	3.0%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%
销售费用	-291	-393	-293	-407	-438	-475
%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	-2,306	-2,482	-2,691
%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	-1,492	-1,606	-1,741
%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	21,633	23,860	27,530
%销售收入	12.0%	3.7%	5.8%	8.0%	8.2%	8.7%
财务费用	-4,916	-4,287	-5,365	-9,508	-10,495	-10,959
%销售收入	2.5%	1.9%	2.3%	3.5%	3.6%	3.5%
资产减值损失	-172	-3,131	-702	-780	-57	-65
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	11,345	13,307	16,507
营业利润率	10.0%	1.0%	3.8%	4.2%	4.6%	5.2%
营业外收支	37	85	-27	0	0	0
税前利润	19,828	2,410	8,873	11,345	13,307	16,507
利润率	10.0%	1.1%	3.8%	4.2%	4.6%	5.2%
所得税	-4,290	-92	-1,969	-2,836	-3,327	-4,127
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	8,509	9,981	12,380
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	8,509	9,981	12,380
净利率	7.8%	1.0%	2.9%	3.1%	3.4%	3.9%

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	8,509	9,981	12,380
少数股东损益	7	0	0	0	0	0
非现金支出	9,195	12,674	10,432	11,255	11,818	12,759
非经营收益	3,666	3,814	4,776	9,900	10,933	11,908
营运资金变动	-9,729	7,148	1,423	-1,748	7	141
经营活动现金净流	18,670	25,954	23,536	27,915	32,738	37,188
资本开支	-13,383	-25,708	-39,722	-25,437	-14,661	-11,581
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	-14,661	-11,581
股权募资	0	6	0	0	0	0
债权募资	4,362	23,267	13,806	15,961	13,107	7,171
其他	-11,749	-12,868	-3,896	-14,689	-16,430	-18,433
筹资活动现金净流	-7,388	10,405	9,910	1,272	-3,323	-11,263
现金净流量	-1,905	10,734	-5,298	3,750	14,754	14,344

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	24,207	38,953	53,291
应收款项	6,915	3,361	5,518	6,051	6,511	7,060
存货	33,553	37,836	31,268	38,238	41,052	44,243
其他流动资产	8,726	7,071	8,829	9,467	9,642	9,840
流动资产	65,180	76,344	66,083	77,964	96,158	114,433
%总资产	31.0%	31.6%	25.4%	27.1%	31.2%	35.2%
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%	67.2%	63.8%	60.7%
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	212,387	210,991
%总资产	69.0%	68.4%	74.6%	72.9%	68.8%	64.8%
资产总计	210,296	241,430	260,599	287,443	308,545	325,425
短期借款	61,014	78,666	80,493	93,540	101,647	103,817
应付款项	27,179	29,855	28,017	32,478	34,868	37,579
其他流动负债	9,583	17,332	15,351	18,064	19,187	20,621
流动负债	97,776	125,853	123,862	144,083	155,702	162,017
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	223,724	240,336	251,644
普通股股东权益	57,231	52,863	59,992	63,712	68,203	73,774
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	36,924	41,415	46,986
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	287,443	308,545	325,425

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.206	0.329	0.981	1.209	1.418	1.759
每股净资产	8.130	7.510	8.523	9.051	9.689	10.481
每股经营现金净流	2.652	3.687	3.344	3.966	4.651	5.283
每股股利	1.010	0.000	0.550	0.665	0.780	0.967
回报率						
净资产收益率	27.14%	4.39%	11.51%	13.36%	14.63%	16.78%
总资产收益率	7.39%	0.96%	2.65%	2.96%	3.23%	3.80%
投入资本收益率	10.92%	4.15%	5.02%	6.97%	7.14%	7.84%
增长率						
主营业务收入增长率	29.94%	12.31%	5.62%	15.53%	7.60%	8.42%
EBIT增长率	3.63%	-65.47%	66.15%	58.84%	10.29%	15.38%
净利润增长率	15.37%	-85.07%	197.83%	23.23%	17.30%	24.04%
总资产增长率	10.09%	14.80%	7.94%	10.30%	7.34%	5.47%
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	191.7	180.0	166.7
偿债能力						
净负债/股东权益	168.12%	204.71%	217.25%	227.02%	209.67%	184.13%
EBIT利息保障倍数	4.8	1.9	2.5	2.3	2.3	2.5
资产负债率	72.75%	78.08%	76.98%	77.83%	77.89%	77.33%

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	3	17	22	31	69
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.04	1.03	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	2022-10-30	买入	15.31	N/A
2	2023-01-31	买入	17.12	N/A
3	2023-04-27	买入	15.71	N/A
4	2023-07-15	买入	15.03	N/A
5	2023-08-22	买入	14.35	N/A
6	2023-10-27	买入	13.64	N/A
7	2024-01-29	买入	12.62	N/A
8	2024-04-10	买入	14.47	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