

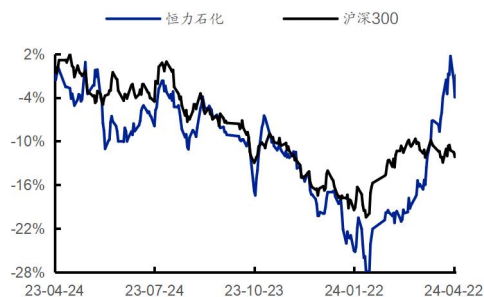
研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

2024Q1 经营大幅改善，与沙特阿美签署谅解备

忘录

——恒力石化（600346）2024年一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/24

表现	1M	3M	12M
恒力石化	17.5%	30.7%	-0.9%
沪深300	-0.7%	7.5%	-11.6%

市场数据

2024/04/24

当前价格(元)	15.68
52周价格区间(元)	11.11-16.38
总市值(百万)	110,373.08
流通市值(百万)	110,373.08
总股本(万股)	703,909.98
流通股本(万股)	703,909.98
日均成交额(百万)	520.76
近一月换手(%)	0.39

相关报告

《恒力石化（600346）2023年年报点评：2023年盈利大幅改善，高分红注重股东回报（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2024-04-12

《恒力石化（600346）2023年三季报点评：三季度业绩持续改善，新材料项目稳步推进（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-11-02

《恒力石化（600346）2023年中报点评：Q2业绩环比改善，新项目落地驱动未来成长（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2023-08-26

事件：

2024年4月22日，恒力石化发布2024年一季度报告：2024年Q1单季度，公司实现营业收入583.9亿元，同比+4.0%，环比-5.3%；实现归母净利润为21.4亿元，同比+109.8%，环比+77.7%；扣非后归母净利润18.2亿元，同比+211.5%，环比+78.3%；经营活动现金流净额为78.8亿元。销售毛利率为11.16%，同比+1.90个pct，环比+1.99个pct。销售净利率为3.67%，同比+1.86个pct，环比+1.72个pct。

投资要点：

■ 2024Q1 芳烃产业链维持高景气，业绩大幅改善

2024Q1，公司归母净利润为21.4亿元，同比增加11.2亿元，环比增加9.4亿元，实现毛利润为65.2亿元，同比增加13.2亿元，环比增加8.7亿元。一方面，芳烃链PX、纯苯等维持高景气，醋酸、己二酸及液氨等煤化工产品盈利较好，下游聚酯化纤、功能性薄膜等需求回暖，价差恢复。另一方面，煤炭价格下行，原油成本价格相对稳定，公司“油煤化”融合综合成本优势突出。分板块来看，2024Q1炼化产品实现营收263亿元，同比-22%，环比-1.6%，其中销量同比-16.1%、环比-1.1%至495万吨，价格同比-7%、环比-0.4%至5315元/吨；PTA实现营收192亿元，同比+39%，环比-21%，其中销量同比+31%、环比-22%至366万吨，价格同比+6%、环比+2%至5263元/吨；新材料产品实现营收98亿元，同比+39%，环比-3%，其中销量同比+41%、环比-5%至117万吨，价格同比-1.5%、环比+2.9%至8339元/吨。成本端，2024Q1煤炭平均进价738元/吨，同比下降25%，原油平均采购价格为4235元/吨，同比略升2.7%。此外，2024Q1，公司税金及附加同比减少4.4亿元，环比减少2.4亿元；财务费用同比增加2.5亿元，环比增加4.5亿元；资产减值损失环比减少5.9亿元。

据Wind，年初以来原油价格高位攀升，2024年4月炼化产品价差收窄。在30天原油库存假设基础上，截至2024年4月22日，2024Q2汽油-原油价差为1785元/吨，较2024Q1收窄39元/吨；PX-原油价差3228元/吨，较2024Q1收窄111元/吨；POY价差为935元/吨，较2024Q1收窄37元/吨；HDPE-原油价差为1142元/吨，较2024Q1收窄187元/

《恒力石化(600346.SH)2022 年报及 2023 年一季度报点评：一季度业绩改善明显，看好公司长期成长（买入）*炼化及贸易*董伯骏，李永磊》——2023-05-03

《恒力石化（600346）三季报点评：检修及价差收窄致短期承压，长期向好趋势不改（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2022-11-03

吨；PP 价差为 1304 元/吨，较 2024Q1 收窄 164 元/吨。

■ 控股股东与沙特阿美签署《谅解备忘录》

公司控股股东恒力集团与沙特阿美签署谅解备忘录，主要内容包括：双方正在讨论（1）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公司已发行股本 10%加一股的股份；（2）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。公司是行业内首家实现“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”全产业链一体化的企业，沙特阿美是全球一体化能源和化学品公司，我们预计此次备忘录签署，公司和沙特阿美有望在原油供应、化工新材料开发等方面形成积极合作。

■ 新材料项目进入集中投产期，成长性充足

据公司 2023 年年报，公司加快 160 万吨/年高性能树脂及新材料等重要项目建设，预计 2024 年 Q2 全面投产。苏州汾湖基地 12 条线功能性薄膜项目已陆续投产，南通基地另外 12 条线预计 2024 年下半年陆续投产。营口基地年产超强湿法锂电池隔膜 4.4 亿平方米项目于 2023 年 6 月初实现了首条生产线全线贯通，预计 2024 年上半年达产。南通厂区年产湿法锂电池隔膜 12 亿平方米，年产干法锂电池隔膜 6 亿平方米，其中已经试生产的 1 条产线预计 2024 年上半年达产，其余产线预计 2024 年陆续试生产。随着新材料项目的逐步落地，公司将呈持续成长趋势。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司主要产品价格价差情况、整体宏观环境以及烯烃下游需求情况，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2568.95、2656.78、2746.78 亿元，归母净利润分别为 98.97、120.23、138.09 亿元，对应 PE 分别 11、9、8 倍，考虑公司多项目驱动未来成长，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况；新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行；原油价格大幅波动。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	234866	256895	265678	274678
增长率(%)	6	9	3	3
归母净利润(百万元)	6905	9897	12023	13809
增长率(%)	198	43	21	15
摊薄每股收益(元)	0.98	1.41	1.71	1.96
ROE(%)	12	14	15	14
P/E	13.44	11.15	9.18	7.99
P/B	1.55	1.58	1.35	1.15
P/S	0.39	0.43	0.42	0.40
EV/EBITDA	9.44	8.34	6.50	5.83

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

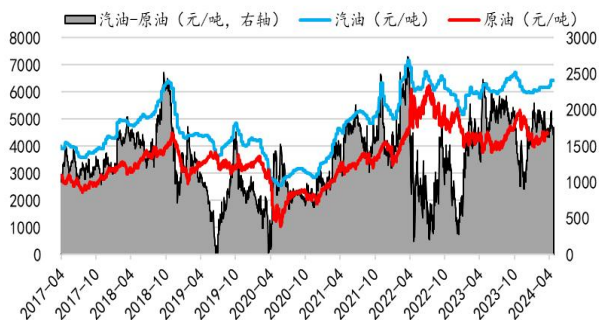
表 1：恒力石化分产品经营数据

产品/项目		2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2023	2022
炼化产品	销量(万吨)	495.22	500.98	533.36	539.48	590.45	500.78	449.01	619.13	566.93	2164.27	2135.85
	营收(亿元)	263.19	267.41	305.75	289.03	337.42	289.02	261.36	373.50	312.86	1199.61	1236.75
	均价(元/吨, 不含税)	5315	5338	5733	5358	5715	5771	5821	6033	5554	5543	5790
PTA	销量(万吨)	365.62	471.11	387.11	285.48	278.50	272.25	250.25	293.02	245.89	1422.20	1061.41
	营收(亿元)	192.44	242.62	196.95	147.97	138.53	138.45	145.34	159.51	123.06	726.07	566.36
	均价(元/吨, 不含税)	5263	5150	5088	5183	4974	5085	5808	5444	5005	5105	5336
新材料	销量(万吨)	117.02	123.77	107.96	94.35	82.96	90.92	85.48	81.65	68.15	409.04	326.20
	营收(亿元)	97.58	100.29	91.07	79.56	70.23	75.60	76.02	76.41	63.33	341.15	291.36
	均价(元/吨, 不含税)	8339	8103	8435	8433	8466	8315	8893	9359	9292	8340	8932
营业收入(亿元)		583.90	616.78	636.83	532.85	561.44	519.66	512.02	657.59	533.97	2347.91	2223.24
营业成本(亿元)		518.75	560.25	550.45	463.69	509.45	510.64	506.30	572.42	451.42	2083.84	2040.78
销售毛利率		11.16%	9.17%	13.56%	12.98%	9.26%	1.74%	1.12%	12.95%	15.46%	11.25%	8.21%
毛利润(亿元)		65.15	56.53	86.37	69.16	52.00	9.02	5.72	85.17	82.55	264.07	182.46
销售净利率		3.67%	1.95%	4.16%	3.81%	1.81%	-7.26%	-3.78%	5.79%	7.91%	2.94%	1.04%
净利润(亿元)		21.44	12.04	26.51	20.33	10.17	-37.74	-19.35	38.05	42.22	69.05	23.18

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

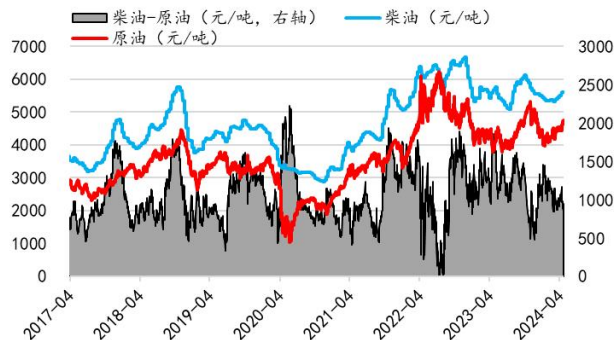
2、主要产品价格价差情况

图 1：汽油价格价差情况



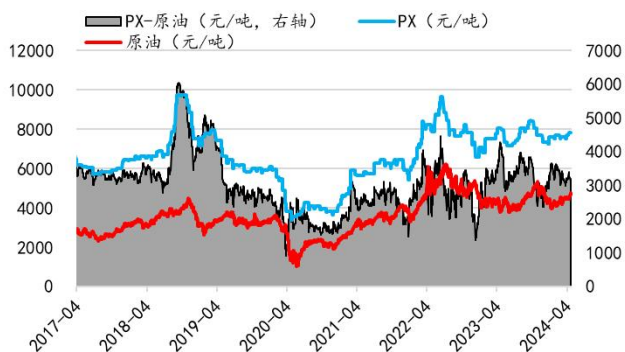
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：柴油价格价差情况



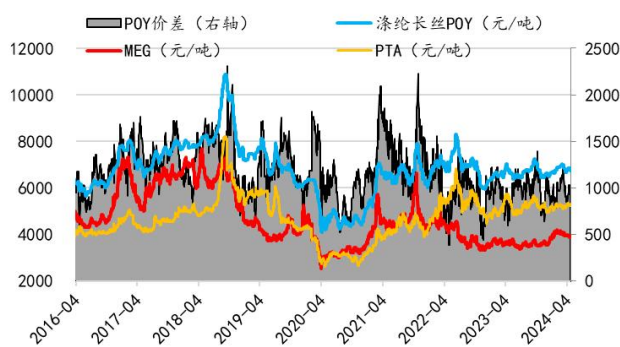
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：PX 价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：POY 价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

3、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况、整体宏观环境以及烯烃下游需求情况，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2568.95、2656.78、2746.78 亿元，归母净利润分别为 98.97、120.23、138.09 亿元，对应 PE 分别 11、9、8 倍，考虑公司多项目驱动未来成长，维持“买入”评级。

4、风险提示

- 1) 政策落地情况;
- 2) 新产能建设进度不达预期;
- 3) 新产能贡献业绩不达预期;
- 4) 原材料价格波动;
- 5) 环保政策变动;
- 6) 经济大幅下行;
- 7) 原油价格大幅波动。

附表：恒力石化盈利预测表

证券代码:	600346				股价:	15.68	投资评级:	买入	日期:	2024/04/24
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	12%	14%	15%	14%	EPS	0.98	1.41	1.71	1.96	
毛利率	11%	12%	12%	12%	BVPS	8.52	9.93	11.64	13.60	
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值					
销售净利率	3%	4%	5%	5%	P/E	13.44	11.15	9.18	7.99	
成长能力					P/B	1.55	1.58	1.35	1.15	
收入增长率	6%	9%	3%	3%	P/S	0.39	0.43	0.42	0.40	
利润增长率	198%	43%	21%	15%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.90	0.94	0.98	0.96	营业收入	234866	256895	265678	274678	
应收账款周转率	436.22	289.04	301.08	426.80	营业成本	208384	227023	233430	240530	
存货周转率	7.51	6.53	13.99	8.64	营业税金及附加	9201	9582	8236	8378	
偿债能力					销售费用	293	385	531	549	
资产负债率	77%	75%	70%	66%	管理费用	1997	2184	2657	2747	
流动比	0.53	0.55	0.61	0.74	财务费用	5365	4866	4808	4064	
速动比	0.21	0.18	0.37	0.40	其他费用/(-收入)	1371	1284	1461	1648	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	8900	12853	15614	17934	
现金及现金等价物	20768	18163	38010	42560	营业外净收支	-27	0	0	0	
应收款项	538	889	882	644	利润总额	8873	12853	15614	17934	
存货净额	31268	39362	18996	31783	所得税费用	1969	2956	3591	4125	
其他流动资产	13509	13258	13190	11968	净利润	6904	9897	12023	13809	
流动资产合计	66083	71672	71078	86954	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	129987	148665	154083	156189	归属于母公司净利润	6905	9897	12023	13809	
在建工程	48824	34877	25114	18280	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	15058	18496	20188	21917	经营活动现金流	23536	25490	39718	24659	
长期股权投资	646	861	1148	1345	净利润	6905	9897	12023	13809	
资产总计	260599	274571	271611	284685	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	66995	65400	62950	60450	折旧摊销	9731	11649	13738	14124	
应付款项	27601	32938	22826	26617	公允价值变动	-371	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	1423	-1024	9408	-8060	
其他流动负债	29266	31098	30178	29653	投资活动现金流	-38814	-19520	-10577	-10914	
流动负债合计	123862	129437	115954	116720	资本支出	-39722	-19723	-11034	-11073	
长期借款及应付债券	70621	69121	67621	66121	长期投资	472	-330	-370	-292	
其他长期负债	6118	6118	6118	6118	其他	435	534	827	452	
长期负债合计	76739	75239	73739	72239	筹资活动现金流	9910	-8575	-9294	-9195	
负债合计	200600	204675	189693	188958	债务融资	13806	-3095	-3950	-4000	
股本	7039	7039	7039	7039	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	59999	69896	81918	95727	其它	-3896	-5480	-5344	-5195	
负债和股东权益总计	260599	274571	271611	284685	现金净增加额	-5298	-2605	19847	4550	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。