

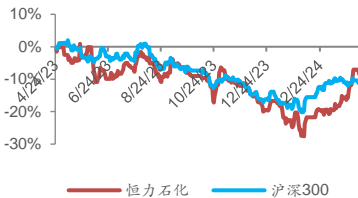
## 盈利同比环比大增，牵手阿美深化石化领域合作

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-26

收盘价（元）	15.40
近 12 个月最高/最低（元）	16.09/11.45
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）	1,084
流通市值（亿元）	1,084

### 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

1. 全年业绩大幅改善，新材料产能逐步释放 2024-04-10

2. 业绩大幅回暖，炼化龙头彰显韧性 2023-10-29

3. 业绩低点已过，炼化龙头起飞 2023-05-02

### 主要观点：

#### ● 事件描述

事件一：4月22日晚，恒力石化发布2024年一季度报，实现营业收入583.90亿元，同比增长4.02%，环比减少5.34%；实现归母净利润21.39亿元，同比增长109.80%，环比增长77.68%；实现扣非归母净利润18.19亿元，同比增长211.50%，环比增长78.29%；实现基本每股收益0.30元/股。

事件二：4月22日晚，恒力石化发布公告控股股东与Saudi Arabian Oil Company签署谅解备忘录。

#### ● 成本端压力缓解需求回升，一季度盈利指标同比环比均大幅回升

盈利能力指标方面，2024年一季度毛利率11.16%，同比/环比增长1.9pct/1.99pct；净利率3.67%，同比/环比增长1.86pct/1.72pct。ROE为3.51%，同比增长1.6pct，盈利质量同比环比均大幅提升。

费用方面，2024年一季度销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.18%/0.88%/2.52%。三费整体控制良好。研发费用率0.61%，同比+0.09pct，公司研发投入保持稳定。

尽管春节因素影响一定销量，2024Q1业绩同比环比实现大增，主要由几方面造成，一方面Q1化工品下游需求提振叠加原油成本支撑效应明显，烯烃价格提振，芳烃、成品油、部分煤化工产品价格坚挺；第二，原油环比四季度有小幅上涨，带来一定程度的原料库存收益。第三，一季度煤炭/丁二醇/原油/PX四大主要原料同比-24.76%/-22.33%/+2.70%/+4.93%，煤炭的大幅下跌带来成本端压力的减轻。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。

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。

#### ● 牵手沙特阿美，深化合作打开想象空间

根据公司控股股东与沙特 Saudi Arabian Oil Company 签署谅解备忘录内容来看，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占公司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合作。该举措有利于深化双方合作，保障公司石油及其他原料购销合作的保障稳定性和持续性，同时技术许可合作为未来其他领域的进一步深入合作打开想象空间。

#### ● 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 26 日收盘价计算，当前公司股息率 3.57%。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。我们预计公司 2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润分别为 101.91 亿元、135.44 亿元、142.53 亿元（原值 100.99 亿元、140.34 亿元和 146.72 亿元），EPS 分别为 1.45 元、1.92 元和 2.02 元，对应当前股价 PE 分别为 10.64X/8.00X/7.61X，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	10191	13544	14253
净利润同比 (%)	197.8%	47.6%	32.9%	5.2%
毛利率 (%)	11.3%	11.7%	12.5%	13.0%
ROE (%)	11.5%	12.2%	11.9%	9.6%
每股收益 (元)	0.98	1.45	1.92	2.02
P/E	13.43	10.64	8.00	7.61
P/B	1.55	1.30	0.95	0.73
EV/EBITDA	9.57	9.49	8.32	7.89

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	75069	73991	74350	<b>营业收入</b>	234866	244500	252744	255560
现金	20469	20000	20000	20000	营业成本	208384	215957	221044	222236
应收账款	538	1412	821	964	营业税金及附加	9201	8557	8088	8178
其他应收款	809	888	862	894	销售费用	293	366	380	362
预付账款	1736	2437	2166	2179	管理费用	1997	2203	2191	2230
存货	31268	38566	37874	37037	财务费用	5365	5247	5314	5143
其他流动资产	11263	11766	12268	13276	资产减值损失	-594	0	0	0
<b>非流动资产</b>	194516	224281	254210	287778	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	138852	149317	163382	<b>营业利润</b>	8900	12084	15710	17231
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	72414	89987	107682	营业外支出	106	49	59	72
<b>资产总计</b>	260599	299350	328202	362128	<b>利润总额</b>	8873	12116	15740	17243
<b>流动负债</b>	123862	134055	127399	123507	所得税	1969	1923	2196	2990
短期借款	66995	71325	63476	59699	<b>净利润</b>	6904	10192	13544	14253
应付账款	15599	13110	13191	14463	少数股东损益	0	1	0	0
其他流动负债	41268	49620	50732	49345	<b>归属母公司净利润</b>	6905	10191	13544	14253
<b>非流动负债</b>	76739	81739	86739	89739	EBITDA	23350	26228	29574	31092
长期借款	70621	75621	80621	83621	EPS (元)	0.98	1.45	1.92	2.02
其他非流动负债	6118	6118	6118	6118					
<b>负债合计</b>	200600	215794	214138	213246					
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	57746	88254	123072					
归属母公司股东权益	59992	83549	114057	148875					
<b>负债和股东权益</b>	260599	299350	328202	362128					

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	22164	31242	29119
净利润	6905	10191	13544	14253
折旧摊销	9731	10141	9932	9970
财务费用	4641	5652	5714	5543
投资损失	-138	5	15	20
营运资金变动	1423	-3795	2064	-659
其他经营现金流	6456	13957	11452	14903
<b>投资活动现金流</b>	-38814	-26258	-22627	-22710
资本支出	-39722	-26602	-22960	-23009
长期投资	472	35	35	103
其他投资现金流	435	309	299	196
<b>筹资活动现金流</b>	9910	3625	-8615	-6408
短期借款	-2322	4330	-7848	-3778
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	-5705	-5767	-5630
<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%	35.8%	30.0%	9.7%
归属于母公司净利	197.8%	47.6%	32.9%	5.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	11.3%	11.7%	12.5%	13.0%
净利率 (%)	2.9%	4.2%	5.4%	5.6%
ROE (%)	11.5%	12.2%	11.9%	9.6%
ROIC (%)	5.0%	5.5%	6.2%	5.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	77.0%	72.1%	65.2%	58.9%
净负债比率 (%)	334.3%	258.3%	187.7%	143.2%
流动比率	0.53	0.56	0.58	0.60
速动比率	0.27	0.25	0.27	0.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.82	0.77	0.71
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	1.45	1.92	2.02
每股经营现金流薄)	3.34	3.15	4.44	4.14
每股净资产	8.52	11.87	16.20	21.15
<b>估值比率</b>				
P/E	13.43	10.64	8.00	7.61
P/B	1.55	1.30	0.95	0.73
EV/EBITDA	9.57	9.49	8.32	7.89

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达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。