

证券研究报告

公司研究

点评报告

恒力石化(600346.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

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  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编: 100031

短期检修影响逐步弱化，行业整合推动公司增长动能释放

2024年8月26日

**事件:** 2024年8月22日晚，恒力石化发布2024年半年度报告。2024年上半年公司实现营业总收入1125.96亿元，同比增长2.87%；实现归母净利润40.18亿元，同比增长31.77%；实现扣非后归母净利润35.42亿元，同比增长55.69%；实现基本每股收益0.57元，同比增长32.56%。其中，2024年第二季度公司实现营业总收入541.84亿元，同比增长1.65%，环比下降7.24%；实现归母净利润18.78亿元，同比下降7.44%，环比下降12.20%；实现扣非后归母净利润17.23亿元，同比增长1.89%，环比下降5.27%；实现基本每股收益0.27元，同比下降7.46%。

**点评:**

- **成本端整体偏稳运行，公司短期检修或不改长期增长动能释放。** 2024年上半年整体油价呈现冲高后回落企稳态势，一季度在供应趋紧、地缘风险溢价抬升、炼厂开工率上行等因素支撑下油价持续上行；二季度美国通胀走高、美国宏观经济数据转弱，叠加6月OPEC+会议决议四季度开始渐进式增产导致油价回落企稳，总体来看上半年油价处于中高位震荡运行状态，上半年布伦特平均油价为83.05美元/桶，同比增长4%，公司上半年原油采购成本同比提升5.5%，但由于煤价整体呈现下跌趋势，公司成本端整体偏稳。2024年上半年公司业绩总体继续向好，盈利同比稳步提升，旗下恒力炼化、恒力石化（大连）、恒力化纤、恒力化工分别实现8.04、2.56、6.57、12.02亿元净利润。虽公司装置检修对二季度盈利带来一定拖累，但部分装置完成了技术优化升级，有效提升了运行效率与生产稳定性，公司长期增长动能有望释放。
- **行业整合有望提速，公司产业链持续向纵深发展。** 根据国家发展改革委要求，未来将持续推动不符合国家产业政策的200万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出。截至2023年底，我国炼油产能合计9.36亿吨，根据国家发展改革委要求，未来将持续推动不符合国家产业政策的200万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出，根据卓创资讯数据，炼油一次能力标准在此之下的企业累计年产能在4000万吨以上，考虑到2024年、2025年计划新增炼化产能将分别达到3100、2300万吨，以及到2025年中国原油一次加工总能力维持在10亿吨/年之内的要求，我们认为，未来炼化产能淘汰整合有望提速，行业转型升级将持续向纵深发展。公司作为炼化一体化龙头，已率先在产业链纵向延伸方面优先布局，公司160万吨/年高性能树脂及新材料项目，预计2024年下半年实现全面投产，该精细化工项目侧重于碳二产业链下游延伸以及煤化工相关产能完善；公司苏州汾湖基地12条线功能性薄膜项目已陆续投产，南通基地12条线功能性薄膜项目和锂电隔膜项目稳步推进中，项目预计2025年上半年全部建成投产，公司业绩第二增长极有望稳步开拓。
- **注重股东回报，公司长期价值有望凸显。** 2024年上半年，公司完成了2023年年度权益分派，每股派发现金红利0.55元（含税），共计派发

现金 38.71 亿元（含税），股利支付率 56.07%，按 2024 年 8 月 26 日收盘价计算，公司股息率为 4.16%。我们认为，自 2019 年以来，公司逐步提升股利支付水平，增强股东回报，未来伴随行业整合加速，景气度进一步提升，叠加公司新项目陆续落地，公司长期投资价值或将进一步凸显。

- **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 84.11、118.00 和 132.25 亿元，同比增速分别为 21.8%、40.3%、12.1%，EPS（摊薄）分别为 1.19、1.68 和 1.88 元/股，按照 2024 年 8 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 11.06、7.89 和 7.04 倍。考虑到公司受益于自身竞争优势和行业整合有望加速，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。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	222,373	234,866	253,692	273,695	289,163
增长率 YoY %	12.3%	5.6%	8.0%	7.9%	5.7%
归属母公司净利润 (百万元)	2,318	6,905	8,411	11,800	13,225
增长率 YoY%	-85.1%	197.8%	21.8%	40.3%	12.1%
毛利率%	8.2%	11.3%	10.4%	11.6%	11.7%
净资产收益率 ROE%	4.4%	11.5%	11.8%	13.9%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.98	1.19	1.68	1.88
市盈率 P/E(倍)	47.15	13.43	11.06	7.89	7.04
市净率 P/B(倍)	2.07	1.55	1.31	1.10	0.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 26 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	76,344	66,083	80,987	83,885	94,459	<b>营业总收入</b>	222,373	234,866	253,692	273,695	289,163
货币资金	28,076	20,469	33,580	35,558	45,423	营业成本	204,078	208,384	227,392	241,959	255,356
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	6,631	9,201	6,342	6,842	7,229
应收账款	372	538	556	600	634	销售费用	393	293	381	411	434
预付账款	1,997	1,736	1,894	2,015	2,127	管理费用	1,889	1,997	2,537	2,532	2,784
存货	37,836	31,268	34,120	36,305	38,316	研发费用	1,185	1,371	1,380	1,515	1,620
其他	8,062	12,073	10,837	9,406	7,960	财务费用	4,287	5,365	7,076	7,283	7,338
<b>非流动资产</b>	165,087	194,516	202,676	218,851	227,141	减值损失合计	-3,129	-594	-1	-1	-3
长期股权投资	559	646	646	646	646	投资净收益	0	-37	-39	-43	-45
固定资产(合)	118,719	129,987	144,269	156,514	163,252	其他	1,544	1,275	1,094	1,180	1,247
无形资产	8,925	9,035	12,046	13,615	15,178	<b>营业利润</b>	2,325	8,900	9,638	14,289	15,601
其他	36,884	54,848	45,715	48,077	48,065	营业外收支	85	-27	29	29	10
<b>资产总计</b>	241,430	260,599	283,663	302,736	321,600	<b>利润总额</b>	2,410	8,873	9,667	14,318	15,612
<b>流动负债</b>	125,853	123,862	128,931	133,390	137,613	所得税	92	1,969	1,256	2,519	2,387
短期借款	69,317	66,995	66,995	66,995	66,995	<b>净利润</b>	2,318	6,904	8,411	11,799	13,224
应付票据	20,604	12,002	13,097	13,936	14,708	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	8,869	15,599	17,022	18,112	19,115	<b>归属母公司净利润</b>	2,318	6,905	8,411	11,800	13,225
其他	27,063	29,266	31,817	34,346	36,796	EBITDA	17,740	23,350	26,447	31,786	33,633
<b>非流动负债</b>	62,657	76,739	83,739	84,739	85,739	EPS(当年)(元)	0.33	0.98	1.19	1.68	1.88
长期借款	58,347	70,621	75,621	76,621	77,621						
其他	4,310	6,118	8,118	8,118	8,118						
<b>负债合计</b>	188,510	200,600	212,670	218,128	223,352						
少数股东权益	58	6	6	6	5						
归属母公司股	52,863	59,992	70,987	84,602	98,242						
<b>负债和股东权益</b>	241,430	260,599	283,663	302,736	321,600						
<b>重要财务指标</b>	单位:百万元										
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
营业总收入	222,373	234,866	253,692	273,695	289,163						
同比(%)	12.3%	5.6%	8.0%	7.9%	5.7%						
归属母公司净利润	2,318	6,905	8,411	11,800	13,225						
同比(%)	-85.1%	197.8%	21.8%	40.3%	12.1%						
毛利率(%)	8.2%	11.3%	10.4%	11.6%	11.7%						
ROE%	4.4%	11.5%	11.8%	13.9%	13.5%						
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.98	1.19	1.68	1.88						
P/E	47.15	13.43	11.06	7.89	7.04						
P/B	2.07	1.55	1.31	1.10	0.95						
EV/EBITDA	12.31	9.57	8.23	6.82	6.18						

  

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	29,715	33,972	35,996
净利润	2,318	6,904	8,411	11,799	13,224
折旧摊销	9,543	9,731	10,786	11,350	11,892
财务费用	4,444	4,641	7,127	7,367	7,427
投资损失	-275	0	-138	39	43
营运资金	7,148	1,423	3,376	3,437	3,412
其它	2,500	974	-25	-24	-4
<b>投资活动现金流</b>	-26,297	-38,814	-11,220	-19,126	-11,805
资本支出	-25,708	-39,722	-10,980	-19,084	-11,760
长期投资	378	472	-200	0	0
其他	-968	435	-39	-43	-45
<b>筹资活动现金流</b>	10,405	9,910	-5,384	-12,867	-14,327
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	-12,527	-13,967	-15,427
<b>现金流净增加额</b>	10,734	-5,298	13,111	1,979	9,864

## 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，北京大学博士，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。