

石油石化

2024 年 10 月 25 日

恒力石化 (600346)

——需求走弱叠加库存贬值导致业绩环比下滑，看好未来炼化价差修复

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 10 月 24 日

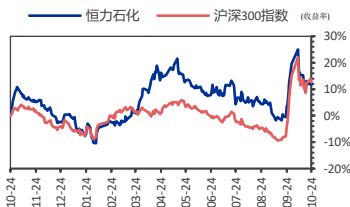
收盘价 (元)	14.41
一年内最高/最低 (元)	17.23/11.11
市净率	1.7
息率 (分红/股价)	3.82
流通 A 股市值 (百万元)	101,433
上证指数/深证成指	3,280.26/10,441.75

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	8.71
资产负债率%	77.48
总股本/流通 A 股 (百万)	7,039/7,039
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘子栋 A0230523110002
liuzd@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈悦 A0230524100003
chenyue@swsresearch.com
联系人
陈悦
(8621)23297818x
chenyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**2024 年前三季度公司实现营业收入 1778.6 亿元，同比增长 2.7%；归母净利润 51.0 亿元，同比下降 10.5%；扣非归母净利润 46.3 亿元，同比下降 7.0%。其中 Q3 实现营业收入 652.6 亿元，环比提升 20.44%；归母净利润 10.9 亿元，环比下降 42.1%；扣非归母净利润约 10.8 亿元，环比下降 37.1%。24Q3 公司期间费用率同比下降 0.7pct 至 3.4%，其中财务费用同比下降 28.2%，主要由于公司发布短期融资券优化财务结构，带来财务费用改善。此外，三季度其他收益同比下降 20.8%，推测主要由于收到的政府补助变化所致。
- **炼化三季度存在库存贬值压力，PX 盈利有所下滑。**油价方面，布伦特油价三季度均价为 78.7 美元/桶，环比下滑 7%，油价下跌背景下，大炼化存在较大的库存贬值压力。产品端，我们测算公司炼化板块三季度价差达到 1629 元/吨，环比提升 62 元/吨，但若考虑库存，我们计算公司炼化 Q3 价差为 1525 元/吨，环比下降 369 元/吨。其中三季度 PX 盈利下滑较大，根据钢联数据，三季度 PX-石脑油价差达到 270 美元/吨，环比下降 82 美元/吨，主要由于成品油盈利走弱导致 PX 上游原料 MX 的调油需求下滑，因此 PX 存量供应有所提升，导致三季度 PX 供给宽松，利润有所下滑。展望四季度，油价虽然预期继续存在下行压力，但原油成本下行带来的价差改善预期将推动炼化利润有所修复。
- **聚酯产业链盈利下游转移，长丝旺季不旺。**根据隆众数据，在成本下行趋势下，我们测算 24Q3 涤纶长丝价差为 1249 元/吨，环比回升 169 元/吨，PTA 价差为 234 元/吨，环比提升 95 元/吨，聚酯下游价差整体有所提升，但是由于三季度需求低于预期，预期聚酯端存在一定的库存贬值。展望四季度，10 月份以来长丝需求有所提升，PTA 价差也有所修复，聚酯板块盈利存在好转预期，且涤纶长丝新增产能存在后延趋势，预期供需格局逐步收紧，盈利中枢存在提升空间。
- **资本开支进入尾声，分红有望维持较高水平。**根据公司公告，公司重点项目将于今年陆续投产，其中 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目以及康辉新材隔膜项目，预期将在下半年实现全面投产，苏州汾湖基地 12 条线功能性聚酯薄膜已陆续投产，南通项目另外 12 条线功能性聚酯薄膜和锂电隔膜项目预计将于 2025H1 全部建成投产；500 万吨 PTA、80 万吨功能性聚酯薄膜和塑料、30 亿平方米锂电池隔膜项目、新材料产业园项目也已基本进入设备安装或试生产阶段。预期随着资本开支进入尾声，公司分红有望维持较高水平。
- **投资分析意见：**考虑到油价下跌以及 PX 供给宽松，我们下调 2024-2026 年盈利预测至 70.3、97.1、117.9 亿（原为 80.5、104.9、124.4 亿），对应 PE 分别为 14X、10X、9X，持续看好公司业绩提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价大幅波动，炼化需求复苏不达预期，在建项目投产不达预期，与沙特阿美合作进展不达预期等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	234,866	177,857	240,015	246,164	244,503
同比增长率 (%)	5.6	2.7	2.2	2.6	-0.7
归母净利润 (百万元)	6,905	5,105	7,025	9,711	11,786
同比增长率 (%)	197.8	-10.5	1.7	38.2	21.4
每股收益 (元/股)	0.98	0.73	1.00	1.38	1.67
毛利率 (%)	11.2	10.4	11.0	12.4	13.5
ROE (%)	11.5	8.3	11.1	13.9	15.4
市盈率	15		14	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	222,373	234,866	240,015	246,164	244,503
其中: 营业收入	222,324	234,791	240,015	246,164	244,503
减: 营业成本	204,078	208,384	213,670	215,599	211,425
减: 税金及附加	6,631	9,201	8,401	8,616	8,558
主营业务利润	11,615	17,206	17,944	21,949	24,520
减: 销售费用	393	293	360	492	489
减: 管理费用	1,889	1,997	2,160	2,215	2,201
减: 研发费用	1,185	1,371	1,440	1,477	1,467
减: 财务费用	4,287	5,365	5,538	5,709	5,514
经营性利润	3,861	8,180	8,446	12,056	14,849
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-108	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-3,129	-594	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,596	979	1,000	1,000	1,000
营业利润	2,325	8,900	9,443	13,052	15,847
加: 营业外净收入	85	-27	0	0	0
利润总额	2,410	8,873	9,443	13,052	15,847
减: 所得税	92	1,969	2,361	3,263	3,962
净利润	2,318	6,904	7,082	9,789	11,885
少数股东损益	0	0	57	78	100
归属于母公司所有者的净利润	2,318	6,905	7,025	9,711	11,786
全面摊薄总股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
每股收益 (元)	0.33	0.98	1.00	1.38	1.67

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。