

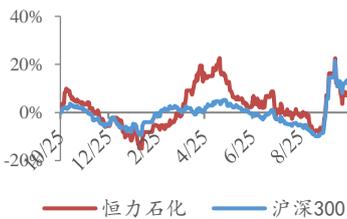
## 原料波动盈利承压，新材料全面开花

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-24

收盘价（元）	14.41
近 12 个月最高/最低（元）	16.52/11.45
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）	1014
流通市值（亿元）	1014

### 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

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

### 相关报告

- 二季度经营稳健，在建项目顺利推进 2024-08-26
- 全年业绩大幅改善，新材料产能逐步释放 2024-04-10
- 业绩大幅回暖，炼化龙头彰显韧性 2023-10-29

### 主要观点：

#### ● 事件描述

10月24日晚，恒力石化发布2024年三季报，实现营收1777.64亿元，同比+2.69%，实现归母净利润51.05亿元，同比-10.45%；实现扣非净利润46.27亿元，同比-7.04%。Q3单季度实现营收652.25亿元，同比/环比+2.42%/+20.46%；实现归母净利润10.87亿元，同比/环比-59.01%/-42.14%；扣非归母净利润10.85亿元，同比/环比-59.86%/-37.05%。

#### ● 原油波动及芳烃价差回落影响单季度盈利

盈利能力指标方面，2024年Q3毛利率7.78%，同比/环比-5.78pct/-4.83pct；净利率1.67%，同比/环比-2.50pct/-1.81pct。ROE为1.79%，盈利同比环比有所收窄。

费用方面，2024年三季度销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.22%/0.67%/1.86%，同比+0.07pct/-0.39pct/-0.46pct，三费控制良好。研发费用率0.69%，同比+0.12pct，公司研发投入增长。

量方面，三季度炼化产品/PTA/新材料销量同比+9.7%/-13.5%/+16.7%，环比-9.2%/+62.6%/-11.9%。Q2检修造成的低基数原因，炼化产品销量环比增加明显，PTA和销量环比有所下降。

三季度，原油受中美经济数据疲软因素承压，尽管10月地缘冲突升级带来原油企稳回升，但总体呈现下跌态势。2024年三季度，WTI原油均价为75.20美元/桶，环比下跌6.81%，同比下跌8.17%；布伦特原油均价为78.39美元/桶，环比下跌7.82%，同比下跌8.54%。炼化企业普遍有库存损失影响。价差来看，烯烃价格供需尚可价差相对稳定，终端旺季需求不及预期芳烃盈利明显下滑，成品油、煤化工产品、新材料盈利稳定。前三季度煤炭/丁二醇/原油/PX四大主要原料同比-13.40%/-21.91%/+3.02%/-2.36%。

#### ● 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 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，主要包括双酚 A、聚碳酸酯、电子级 DMC、异丙醇、乙醇胺、乙撑胺、聚甲醛、醋酸、PTMEG 等产品，实现从原料供给到工艺技术到消费市场的高效渗透与深度链接，降低公司大宗化工品比例，提升精细化学品与新材料产品产出。

此外，公司目前在建拟建项目中，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。汾湖基地和南通基地相关项目的建成投产，将为康辉新材成为全球产能规模最大和工艺技术最领先的功能性膜材料企业打下坚实的基础。

### ● 投资建议

由于近期原油价格波动增大以及旺季需求不及预期等因素，我们预计公司 2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润分别为 72.45 亿元、111.91 亿元、114.66 亿元（原值 89.67 亿元、129.40 亿元、131.88 亿元），对应当前股价 PE 分别为 14.00X/9.06X/8.85X，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。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	234866	244321	259584	261064
收入同比 (%)	5.6%	4.0%	6.2%	0.6%
归属母公司净利润	6905	7245	11191	11466
净利润同比 (%)	197.8%	4.9%	54.5%	2.5%
毛利率 (%)	11.3%	10.3%	11.3%	11.7%
ROE (%)	11.5%	9.0%	10.3%	8.1%
每股收益 (元)	0.98	1.03	1.59	1.63
P/E	13.43	14.00	9.06	8.85
P/B	1.55	1.26	0.93	0.72
EV/EBITDA	9.57	10.74	9.04	8.79

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	75686	75682	75856	<b>营业收入</b>	234866	244321	259584	261064
现金	20469	20000	20000	20000	营业成本	208384	219217	230126	230547
应收账款	538	1411	843	984	营业税金及附加	9201	8551	8307	8354
其他应收款	809	888	886	913	销售费用	293	365	390	370
预付账款	1736	2474	2255	2261	管理费用	1997	2201	2251	2279
存货	31268	39148	39430	38422	财务费用	5365	5320	5517	5473
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	8581	12976	13860
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	299967	329893	363634	<b>利润总额</b>	8873	8613	13006	13871
<b>流动负债</b>	123862	137620	134389	133100	所得税	1969	1367	1815	2405
短期借款	66995	74252	68669	67689	<b>净利润</b>	6904	7245	11191	11466
应付账款	15599	13308	13733	15004	少数股东损益	0	1	0	0
其他流动负债	41268	50060	51987	50407	<b>归属母公司净利润</b>	6905	7245	11191	11466
<b>非流动负债</b>	76739	81739	86739	89739	EBITDA	23350	22799	27006	28023
长期借款	70621	75621	80621	83621	EPS (元)	0.98	1.03	1.59	1.63
其他非流动负债	6118	6118	6118	6118					
<b>负债合计</b>	200600	219358	221128	222839					
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	54799	82955	114986					
归属母公司股东权益	59992	80602	108758	140788					
<b>负债和股东权益</b>	260599	299967	329893	363634					

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	19310	29179	26652
净利润	6905	7245	11191	11466
折旧摊销	9731	10141	9932	9970
财务费用	4641	5725	5917	5873
投资损失	-138	5	15	20
营运资金变动	1423	-3775	2151	-669
其他经营现金流	6456	10990	9013	12126
<b>投资活动现金流</b>	-38814	-26258	-22627	-22711
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	298	196
<b>筹资活动现金流</b>	9910	6479	-6552	-3941
短期借款	-2322	7257	-5582	-981
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	-5778	-5970	-5960
<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%	4.0%	6.2%	0.6%
营业利润	282.8%	-3.6%	51.2%	6.8%
归属于母公司净利	197.8%	4.9%	54.5%	2.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	11.3%	10.3%	11.3%	11.7%
净利率 (%)	2.9%	3.0%	4.3%	4.4%
ROE (%)	11.5%	9.0%	10.3%	8.1%
ROIC (%)	5.0%	4.4%	5.4%	4.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	77.0%	73.1%	67.0%	61.3%
净负债比率 (%)	334.3%	272.1%	203.3%	158.3%
流动比率	0.53	0.55	0.56	0.57
速动比率	0.27	0.25	0.25	0.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.81	0.79	0.72
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	1.03	1.59	1.63
每股经营现金流(薄)	3.34	2.74	4.15	3.79
每股净资产	8.52	11.45	15.45	20.00
<b>估值比率</b>				
P/E	13.43	14.00	9.06	8.85
P/B	1.55	1.26	0.93	0.72
EV/EBITDA	9.57	10.74	9.04	8.79

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述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。