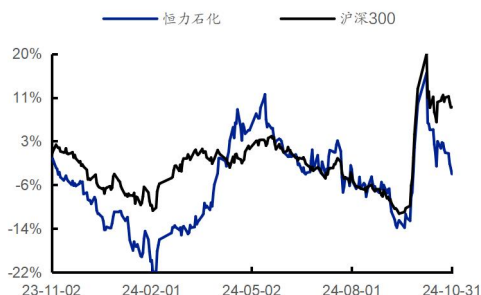


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师: 杨丽蓉 S0350524090008
 yanglr@ghzq.com.cn

Q3 业绩受需求端和油价波动影响，新材料项目 逐步投产

——恒力石化（600346）2024年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恒力石化	-12.3%	-0.9%	-3.7%
沪深300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

市场数据	2024/11/01
当前价格(元)	13.74
52周价格区间(元)	11.11-17.23
总市值(百万)	96,717.23
流通市值(百万)	96,717.23
总股本(万股)	703,909.98
流通股本(万股)	703,909.98
日均成交额(百万)	368.05
近一月换手(%)	0.36

相关报告

《恒力石化（600346）2024年中报点评：经营业绩稳健，高性能树脂及新材料项目逐步投产（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2024-09-01
 《恒力石化（600346）2024年一季报点评：2024Q1经营大幅改善，与沙特阿美签署谅解备忘录（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2024-04-25
 《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年三季度报点评：三季

事件：

2024年10月24日，恒力石化发布2024年三季度报：2024年前三季度公司实现营业收入1778.6亿元，同比+2.7%；实现归母净利润51.0亿元，同比-10.5%；扣非后归母净利润46.3亿元，同比-7.0%；经营活动现金流量净额为201.2亿元。

2024Q3公司实现营业收入652.3亿元，同比+2.4%，环比+20.5%；实现归母净利润为10.9亿元，同比-59.0%，环比-42.1%；扣非后归母净利润10.8亿元，同比-59.9%，环比-37.1%；经营活动现金流量净额为75.8亿元。销售毛利率为7.78%，同比-5.78个pct，环比-4.83个pct。销售净利率为1.67%，同比-2.50个pct，环比-1.81个pct。

投资要点：

■ 受宏观需求及原油价格波动影响，2024Q3盈利同比下滑

2024Q3，公司归母净利润为10.9亿元，同比减少15.6亿元，环比减少7.9亿元，实现毛利润为50.7亿元，同比减少35.6亿元，环比减少17.5亿元，我们认为主要受宏观需求走弱及原油价格震荡下行影响，公司主要产品价差同比下滑，2024Q3布伦特原油均价为78.6美元/桶，同比-8.4%，环比-7.6%，三季度油价呈现震荡下行，2024年9月30日布伦特原油价格为71.8美元/桶，与7月初相比，油价下跌14.8美元/桶。分板块来看，2024Q3炼化产品实现营收333亿元，同比+9%，其中销量同比+10%至585万吨，价格同比-1%至5700元/吨；PTA实现营收164亿元，同比-17%，其中销量同比-14%至335万吨，价格同比-4%至4908元/吨；新材料产品实现营收103亿元，同比+14%，其中销量同比+17%至126万吨，价格同比-3%至8211元/吨。此外，2024Q3，公司税金及附加同比减少9.6亿元，环比增加0.7亿元；管理费用同比减少2.5亿元，环比减少2.2亿元；公允价值变动净收益同比增加2.4亿元，环比增加1.0亿元，资产减值损失同比减少0.5亿元，环比减少4.2亿元。

据Wind，自2024年10月以来，布伦特原油价格在75美元/桶上下震荡，在30天原油库存假设基础上，截至2024年10月27日，2024Q4柴油-原油平均价差为973元/吨，较2024Q3扩大142元/吨。PX-原油平均价差2672元/吨，较2024Q3收窄132元/吨；纯苯-原油平均价差2839元/吨，较2024Q3收窄249元/吨；PTA-PX平均价差66元/吨，较2024Q3

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

扩大 110 元/吨；乙二醇平均价差 974 元/吨，较 2024Q3 扩大 539 元/吨；POY 平均价差为 1105 元/吨，较 2024Q3 收窄 15 元/吨。HDPE-原油平均价差 1735 元/吨，较 2024Q3 扩大 667 元/吨；PP 平均价差 2094 元/吨，较 2024Q3 扩大 715 元/吨。

■ 新材料产能逐步投放，成长性充足

据公司 2024 年半年报，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，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。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，预计 2025 年上半年全部建成投产。随着新材料项目的逐步落地，公司将呈持续成长趋势。

■ 完成 2023 年现金分红，注重股东回报

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%。截至 2024 年三季度末，公司在建工程 451 亿元，相较于 2024 年一季度末减少 115 亿元，据公司 2024 年中报，未来随着在建项目的陆续竣工投产，公司将统筹好业绩增长与股东回报的动态平衡，增强股东获得感。

■ **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 2557、2677、2749 亿元，归母净利润分别为 70.15、90.48、106.23 亿元，对应 PE 分别 14、11、9 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	255668	267728	274857
增长率(%)	6	9	5	3
归母净利润（百万元）	6905	7015	9048	10623
增长率(%)	198	2	29	17
摊薄每股收益（元）	0.98	1.00	1.29	1.51
ROE(%)	12	11	13	15
P/E	13.44	13.79	10.69	9.10
P/B	1.55	1.53	1.43	1.33
P/S	0.39	0.38	0.36	0.35
EV/EBITDA	9.44	8.99	7.49	6.73

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		2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2023
炼化产品	销量 (万吨)	585.08	359.81	495.22	500.98	533.36	539.48	590.45	2164.27
	营收 (亿元)	333.49	196.78	263.19	267.41	305.75	289.03	337.42	1199.61
	均价 (元/吨, 不含税)	5700	5469	5315	5338	5733	5358	5715	5543
PTA	销量 (万吨)	334.79	368.88	365.62	471.11	387.11	285.48	278.50	1422.20
	营收 (亿元)	164.33	194.88	192.44	242.62	196.95	147.97	138.53	726.07
	均价 (元/吨, 不含税)	4908	5283	5263	5150	5088	5183	4974	5105
新材料	销量 (万吨)	125.94	142.88	117.02	123.77	107.96	94.35	82.96	409.04
	营收 (亿元)	103.41	113.04	97.58	100.29	91.07	79.56	70.23	341.15
	均价 (元/吨, 不含税)	8211	7911	8339	8103	8435	8433	8466	8340
营业收入 (亿元)		652.3	541.5	583.9	616.8	636.8	532.8	561.4	2,347.9
营业成本 (亿元)		601.5	473.2	518.8	560.3	550.5	463.7	509.4	2,083.8
销售毛利率		7.78%	12.61%	11.16%	9.17%	13.56%	12.98%	9.26%	11.25%
毛利润 (亿元)		50.74	68.26	65.15	56.53	86.37	69.16	52.00	264.07
销售净利率		1.67%	3.48%	3.67%	1.95%	4.16%	3.81%	1.81%	2.94%
净利润 (亿元)		10.87	18.83	21.44	12.04	26.51	20.33	10.17	69.04

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

附表：恒力石化盈利预测表

证券代码:	600346				股价:	13.74		投资评级:	买入		日期:	2024/11/01	
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%	11%	13%	15%	EPS	0.98	1.00	1.29	1.51				
毛利率	11%	11%	11%	12%	BVPS	8.52	8.97	9.60	10.34				
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值								
销售净利率	3%	3%	3%	4%	P/E	13.44	13.79	10.69	9.10				
成长能力					P/B	1.55	1.53	1.43	1.33				
收入增长率	6%	9%	5%	3%	P/S	0.39	0.38	0.36	0.35				
利润增长率	198%	2%	29%	17%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.94	0.96	0.99	1.01	营业收入	234866	255668	267728	274857				
应收账款周转率	515.54	400.00	378.95	400.00	营业成本	208384	228823	238171	243139				
存货周转率	6.03	8.06	9.37	9.57	营业税金及附加	9201	8258	8567	8795				
偿债能力					销售费用	293	409	535	550				
资产负债率	77%	77%	75%	73%	管理费用	1997	2429	2677	2749				
流动比	0.53	0.55	0.61	0.68	财务费用	5365	5558	5063	4948				
速动比	0.21	0.28	0.33	0.39	其他费用/(-收入)	1371	1841	1928	1979				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	8900	9101	11742	13787				
现金及现金等价物	20768	27281	33070	39910	营业外净收支	-27	9	9	9				
应收款项	538	740	673	701	利润总额	8873	9110	11751	13796				
存货净额	31268	25488	25366	25464	所得税费用	1969	2095	2703	3173				
其他流动资产	13509	15489	15189	15326	净利润	6904	7015	9048	10623				
流动资产合计	66083	68998	74298	81400	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	129987	139253	141825	141537	归属于母公司净利润	6905	7015	9048	10623				
在建工程	48824	43277	34494	28346	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	15058	17010	18694	20412	经营活动现金流	23536	22197	26494	28214				
长期股权投资	646	861	1148	1345	净利润	6905	7015	9048	10623				
资产总计	260599	269399	270459	273039	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	66995	71995	70995	69995	折旧摊销	9731	10661	12804	13033				
应付款项	27601	21341	20735	20733	公允价值变动	-371	0	0	0				
合同负债	8502	10421	9527	8753	营运资金变动	1423	-1194	-1199	-1105				
其他流动负债	20763	20762	20873	21007	投资活动现金流	-38814	-16764	-8503	-8450				
流动负债合计	123862	124519	122130	120488	资本支出	-39722	-17688	-8217	-8253				
长期借款及应付债券	70621	75621	74621	73621	长期投资	472	-730	-370	-292				
其他长期负债	6118	6118	6118	6118	其他	435	1654	84	95				
长期负债合计	76739	81739	80739	79739	筹资活动现金流	9910	680	-12201	-12925				
负债合计	200600	206258	202869	200227	债务融资	13806	10000	-2000	-2000				
股本	7039	7039	7039	7039	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	59999	63142	67590	72813	其它	-3896	-9320	-10201	-10925				
负债和股东权益总计	260599	269399	270459	273039	现金净增加额	-5298	6113	5790	6839				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6年半化工行业研究经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

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，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业分析师，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。

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。

李振方，化工行业分析师，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，杨丽蓉，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。