

恒力石化 (600346.SH)

买入 (维持评级)

油品持续强劲，业绩环比修复

业绩简评

恒力石化于 2023 年 7 月 14 日发布 2023 年半年度业绩预减公告，公司预计 2023H1 实现归母净利润 30.50 亿元左右，同比减少 62%；实现扣非归母净利润 22.80 亿元左右，同比减少 69%。其中，2023Q2 公司实现归母净利润 20.30 亿元左右，同比减少 47%，环比增加 99%；实现扣非归母净利润 16.96 亿元左右，同比减少 49%，环比增加 190%。受益于炼油板块持续强劲，公司业绩环比持续改善。

经营分析

炼油板块强势带动业绩环比持续修复：2023 年上半年原油价格中高位震荡，炼油板块延续强劲势头，汽柴油裂解价差维持中高位区间水平，截至 2023 年 7 月 13 日，柴油、汽油裂解价差分别为 558 元/吨和 1123 元/吨。与此同时，PX-原油价差持续走阔，2023Q2 PX-原油价差均值为 3347 元/吨，环比增加 8.66%，公司现有 520 万吨/年 PX 产能，公司业绩有望进一步得到修复。

化工板块有望伴随需求恢复而景气回暖：PTA 产品受产能投放过快等因素影响导致价差承压，2023Q2 PTA-PX 产品价差为 398 元/吨，环比增加 23.37%，PTA-PX 产品价差有所修复。与此同时，由于终端需求持续低迷，烯烃类产品价差仍处于较低水平，2023Q2 聚烯烃-原油平均价差为 3186 元/吨，环比减少 0.20%。伴随终端消费需求回暖，公司化工业务或有望得到修复。

康辉新材分拆上市，新材料业务成长确定性较强：公司发布康辉新材料重组上市预案，分拆完成后康辉新材料将成为大连热电的子公司，恒力石化将成为大连热电的控股股东，间接持有康辉新材。本次分拆重组上市更加有利于充实资本实力，聚焦于薄膜研发和制造，进一步提升公司盈利水平和稳健性。此外，公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目等项目在如期推进中，预计 2023-2024 年将将有年产 26 万吨聚碳酸酯、30 万吨 ABS、7.2 万吨 PDO 等新能源新材料产能投放，产业链延伸将推动未来价差拉阔，公司业绩未来成长确定性较强。

盈利预测

持续看好公司在经济回暖后，价差回升带来业绩弹性以及新材料深加工产能投产拉阔终端产品-原油价差的成长，但当前仍处于经济恢复初期，因此我们下调了 2023-2025 年的盈利预测，下调幅度为 41%/37%/26%，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 50 亿元/101 亿元/150 亿元，对应 EPS 分别为 0.72 元/1.43 元/2.14 元，对应 PE 为 20.97X/10.49X/7.04X，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 地缘政治扰乱全球原油市场；(2) 存在净利润被摊薄的可能；(3) 疫情爆发扰乱需求；(4) 美国持续释放战略库存增加边际供应；(5) 美联储加息或抑制终端需求；(6) 卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响；(7) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响；(8) 模型拟合误差对结果产生影响。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.03 元

相关报告：

- 《恒力石化公司点评：苦尽甘来!》，2023.4.27
- 《恒力石化公司点评：见历史大底，迎复苏之路!》，2023.1.31
- 《短期承压，未来可期! -恒力石化三季报点评》，2022.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	197,997	222,373	258,439	304,664	367,438
营业收入增长率	29.94%	12.31%	16.22%	17.89%	20.60%
归母净利润(百万元)	15,531	2,318	5,045	10,088	15,036
归母净利润增长率	15.37%	-85.07%	117.61%	99.98%	49.05%
摊薄每股收益(元)	2.206	0.329	0.717	1.433	2.136
每股经营性现金流净额	2.65	3.69	2.23	3.66	4.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.14%	4.39%	9.03%	16.29%	21.19%
P/E	10.41	47.15	20.97	10.49	7.04
P/B	2.83	2.07	1.89	1.71	1.49

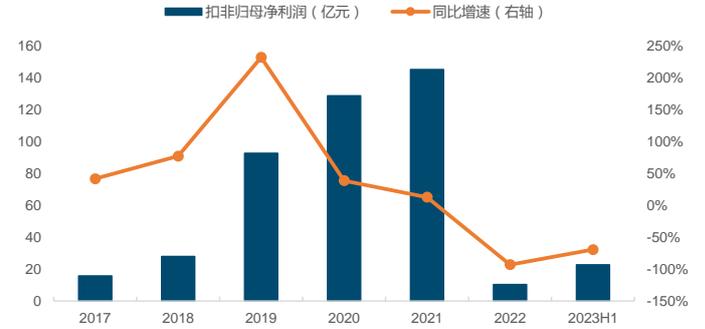
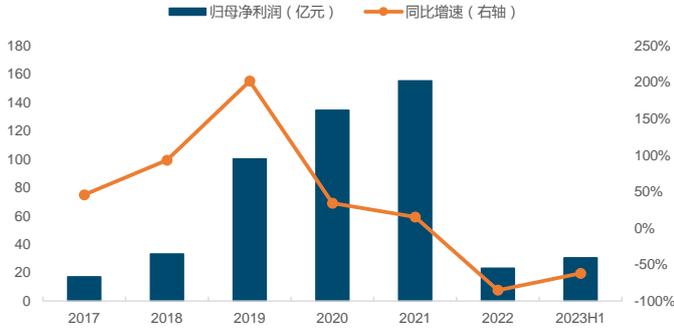
来源：公司年报、国金证券研究所

1、公司业绩环比持续修复，康辉分拆上市成长确定性强

恒力石化于 2023 年 7 月 14 日发布 2023 年半年度业绩预减公告，公司预计 2023H1 实现归母净利润 30.50 亿元左右，同比减少 62%；实现扣非归母净利润 22.80 亿元左右，同比减少 69%。其中，2023Q2 公司实现归母净利润 20.30 亿元左右，同比减少 47%，环比增加 99%；实现扣非归母净利润 16.96 亿元左右，同比减少 49%，环比增加 190%。受益于炼油板块持续强劲，公司业绩环比持续改善。

图表 1: 2023H1 公司归母净利润同比减少 62%左右

图表 2: 2023H1 公司扣非归母净利润同比减少 69%左右



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

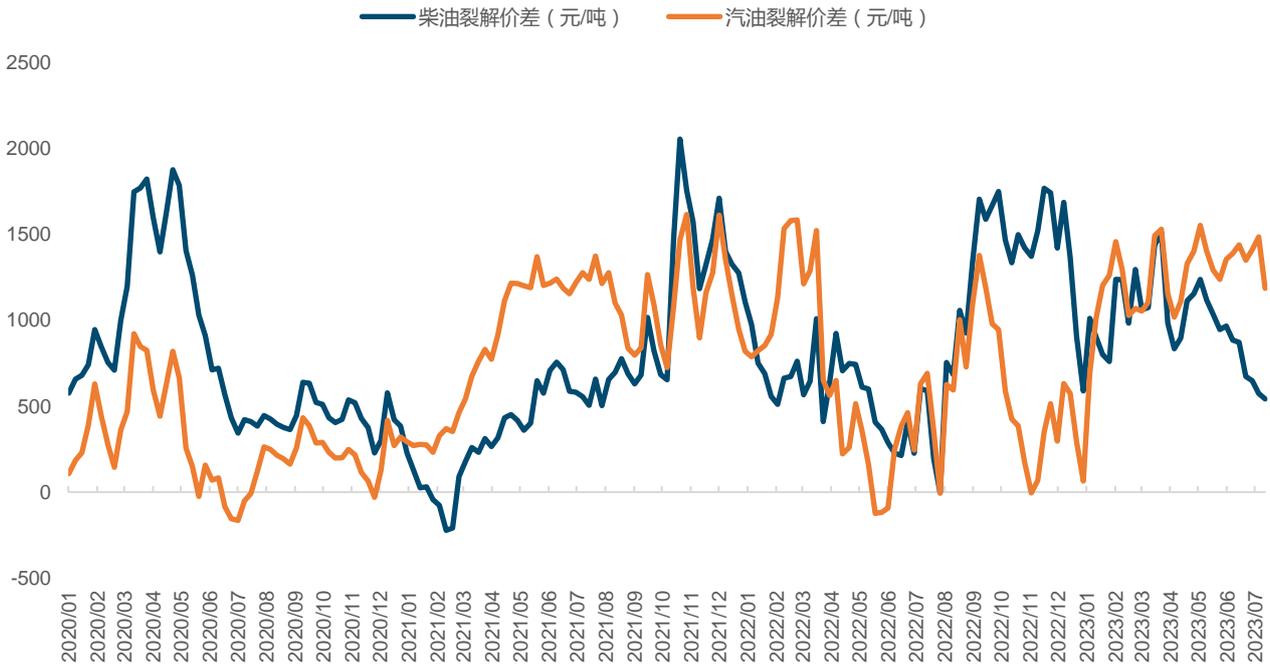
2023 年上半年原油价格中高位震荡，炼油板块延续强劲势头，汽柴油裂解价差持续修复，截至 2023 年 7 月 13 日，柴油、汽油裂解价差分别为 558 元/吨和 1123 元/吨，炼油板块强势支撑公司上半年业绩修复，伴随终端需求平稳恢复，公司炼油业务未来业绩值得期待。与此同时，PX-原油价差持续走阔，2023Q2 PX-原油价差均值为 3347 元/吨，环比增加 8.66%，公司现有 520 万吨/年 PX 产能，公司业绩有望进一步得到修复。

图表 3: 2022Q4-2023Q2 布伦特原油价格持续走低



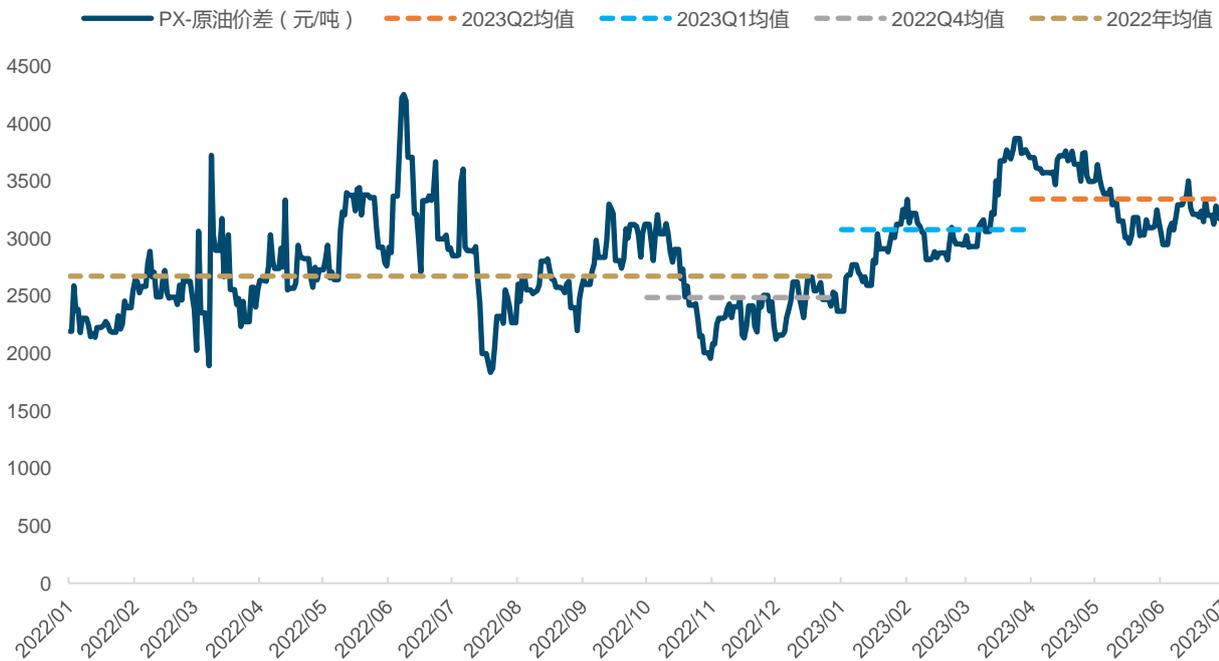
来源：Wind，国金证券研究所

图表4: 2023H1 汽柴油裂解价差维持中高位



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

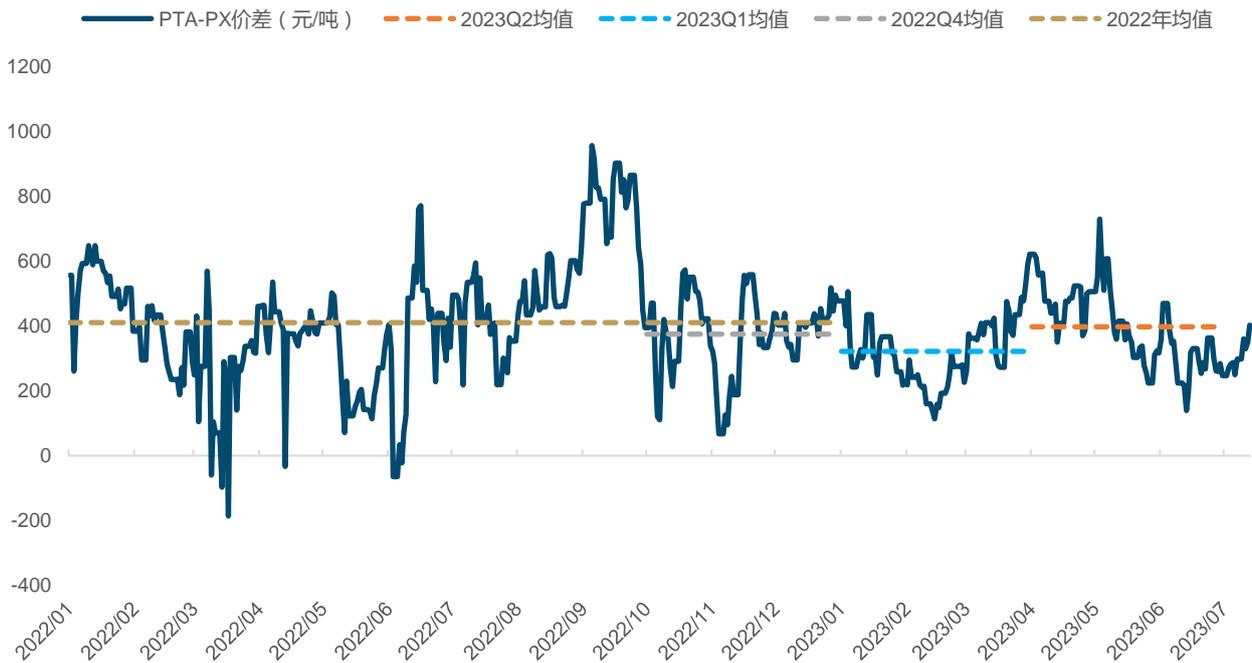
图表5: 2023Q2 PX-原油价差进一步走阔



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

PTA 产品受产能投放过快等因素影响导致价差承压，2023Q2 PTA-PX 产品价差为 398 元/吨，环比增加 23.37%，PTA-PX 产品价差有所修复。此外，当前聚烯烃等化工品价差仍处于较低水平，2023Q2 聚烯烃-原油平均价差为 3186 元/吨，环比减少 0.20%。伴随终端消费需求回暖，公司化工业务或有望得到修复。

图表6: 2023Q2 PTA-PX 价差有所改善



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

图表7: 聚烯烃-原油价差仍处于较低水平



来源: Wind, iFinD, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

公司发布康辉新材料重组上市预案，分拆完成后康辉新材料将成为大连热电的子公司，恒力石化将成为大连热电的控股股东，间接持有康辉新材。本次分拆重组上市更加有利于充实资本实力，聚焦于薄膜研发和制造，进一步提升公司盈利水平和稳健性。此外，公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目等项目在如期推进中，预计 2023-2024 年将有年产 26 万吨聚碳酸酯、30 万吨 ABS、7.2 万吨 PDO 等新能源新材料产能投放，产业链延伸将推动未来价差拉阔，公司业绩未来成长确定性较强。

2、风险提示

1) 地缘政治扰乱全球原油市场：俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场；

- 2) 存在净利润被摊薄的可能：康辉新材在分拆上市后，财务状况和盈利能力仍将反映在公司的合并报表中，公司按权益享有康辉新材净利润存在被摊薄的可能。
- 3) 疫情爆发扰乱需求：当前奥密克戎对全球原油需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球原油需求产生负面影响可能性；
- 4) 美国持续释放战略库存增加边际供应：当前美国宣布释放 100 万桶/天战略原油库存，供应端或带来增量，后续如果美国持续增加战略库存释放量，或对全球原油供需平衡有所改善。
- 5) 美联储加息或抑制终端需求：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 6) 卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 7) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 8) 模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	152,373	197,997	222,373	258,439	304,664	367,438	货币资金	15,671	15,986	28,076	23,988	33,526	40,279
增长率	29.9%	12.3%	16.2%	17.9%	20.6%		应收款项	6,253	6,915	3,361	4,992	5,885	7,097
主营业务成本	-124,116	-167,518	-204,078	-234,794	-271,943	-324,791	存货	19,691	33,553	37,836	39,716	45,999	54,939
%销售收入	81.5%	84.6%	91.8%	90.9%	89.3%	88.4%	其他流动资产	10,489	8,726	7,071	7,891	8,336	8,971
毛利	28,257	30,478	18,295	23,645	32,720	42,647	流动资产	52,105	65,180	76,344	76,586	93,747	111,286
%销售收入	18.5%	15.4%	8.2%	9.1%	10.7%	11.6%	%总资产	27.3%	31.0%	31.6%	29.1%	31.7%	35.0%
营业税金及附加	-2,628	-3,440	-6,631	-7,753	-9,140	-11,023	长期投资	232	370	744	763	763	763
%销售收入	1.7%	1.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	固定资产	126,046	130,514	146,006	165,972	181,136	185,579
销售费用	-177	-291	-393	-465	-548	-661	%总资产	66.0%	62.1%	60.5%	63.0%	61.2%	58.3%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	10,274	10,041	11,029	11,440	11,793	12,139
管理费用	-1,716	-1,985	-1,889	-2,197	-2,590	-3,123	非流动资产	138,924	145,116	165,087	186,694	202,206	206,990
%销售收入	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	%总资产	72.7%	69.0%	68.4%	70.9%	68.3%	65.0%
研发费用	-826	-1,019	-1,185	-1,292	-1,523	-1,837	资产总计	191,029	210,296	241,430	263,280	295,953	318,276
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	53,708	61,014	78,666	89,657	109,449	112,749
息税前利润 (EBIT)	22,910	23,742	8,197	11,937	18,919	26,002	应付款项	23,226	27,179	29,855	32,126	37,210	44,441
%销售收入	15.0%	12.0%	3.7%	4.6%	6.2%	7.1%	其他流动负债	8,865	9,583	17,332	15,787	17,543	20,320
财务费用	-5,029	-4,916	-4,287	-5,401	-6,339	-6,771	流动负债	85,800	97,776	125,853	137,570	164,201	177,510
%销售收入	3.3%	2.5%	1.9%	2.1%	2.1%	1.8%	长期贷款	53,883	52,122	58,347	66,347	66,347	66,347
资产减值损失	-604	-172	-3,131	-811	-128	-182	其他长期负债	4,322	3,097	4,310	3,417	3,406	3,398
公允价值变动收益	239	356	-46	0	0	0	负债	144,004	152,996	188,510	207,334	233,954	247,255
投资收益	-397	19	0	0	0	0	普通股股东权益	46,905	57,231	52,863	55,888	61,941	70,963
%税前利润	n.a	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
营业利润	18,051	19,791	2,325	6,726	13,451	20,049	未分配利润	21,121	31,118	26,280	29,307	35,360	44,382
营业利润率	11.8%	10.0%	1.0%	2.6%	4.4%	5.5%	少数股东权益	119	69	58	58	58	58
营业外收支	-14	37	85	0	0	0	负债股东权益合计	191,029	210,296	241,430	263,280	295,953	318,276
税前利润	18,037	19,828	2,410	6,726	13,451	20,049	比率分析						
利润率	11.8%	10.0%	1.1%	2.6%	4.4%	5.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-4,543	-4,290	-92	-1,682	-3,363	-5,012	每股指标						
所得税率	25.2%	21.6%	3.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.912	2.206	0.329	0.717	1.433	2.136
净利润	13,495	15,538	2,318	5,045	10,088	15,036	每股净资产	6.664	8.130	7.510	7.940	8.800	10.081
少数股东损益	33	7	0	0	0	0	每股经营现金净流	3.430	2.652	3.687	2.232	3.659	4.588
归属于母公司的净利润	13,462	15,531	2,318	5,045	10,088	15,036	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.287	0.573	0.854
净利率	8.8%	7.8%	1.0%	2.0%	3.3%	4.1%	回报率						
							净资产收益率	28.70%	27.14%	4.39%	9.03%	16.29%	21.19%
							总资产收益率	7.05%	7.39%	0.96%	1.92%	3.41%	4.72%
							投入资本收益率	11.01%	10.92%	4.15%	4.22%	5.97%	7.80%
							增长率						
							主营业务收入增长率	51.19%	29.94%	12.31%	16.22%	17.89%	20.60%
							EBIT增长率	45.05%	3.63%	-65.47%	45.63%	58.48%	37.44%
							净利润增长率	34.28%	15.37%	-85.07%	117.61%	99.98%	49.05%
							总资产增长率	9.55%	10.09%	14.80%	9.05%	12.41%	7.54%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	2.4	3.7	2.5	2.0	2.0	2.0
							存货周转天数	57.6	58.0	63.8	63.0	63.0	63.0
							应付账款周转天数	49.7	28.0	17.5	20.0	20.0	20.0
							固定资产周转天数	291.9	226.3	194.9	191.3	178.1	150.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	194.12%	168.12%	204.71%	234.89%	228.50%	194.61%
							EBIT利息保障倍数	4.6	4.8	1.9	2.2	3.0	3.8
							资产负债率	75.38%	72.75%	78.08%	78.75%	79.05%	77.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-28	买入	24.03	71.40~71.40
2	2022-01-27	买入	23.21	71.40~71.40
3	2022-04-07	买入	20.98	71.40~71.40
4	2022-05-01	买入	20.95	N/A
5	2022-08-15	买入	21.24	N/A
6	2022-10-30	买入	15.31	N/A
7	2023-01-31	买入	17.12	N/A
8	2023-04-27	买入	15.71	N/A

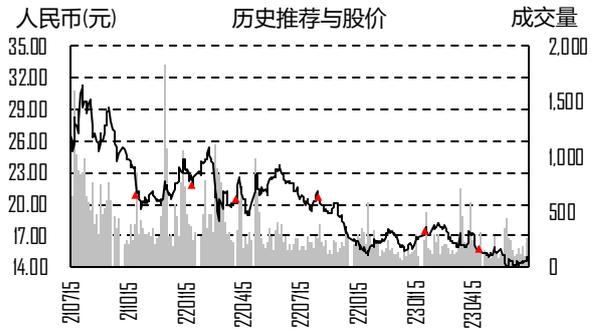
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806