

## 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

胡晓艺 石化行业研究助理  
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

## 相关研究

《恒力石化(600346):“炼化+新材料”,上下一体化强化龙头》

2021.04.26

《恒力石化(600346):多个项目齐披露,加大力度深耕新材料》

2021.06.25

《恒力石化(600346):景气周期推动,半年业绩同比大幅回升》

2021.06.30

《恒力石化(600346):顺周期业绩复苏,加大布局“炼化+新材料”》2021.08.17

《恒力石化(600346):构建大化工平台,开拓新材料领域》

2021.10.28

《恒力石化(600346):21年利润平稳增长,第二成长空间广阔》

2022.04.08

《恒力石化(600346):22Q1业绩平稳增长,新项目稳步推进》

2022.05.10

《恒力石化(600346):22Q2业承压,看好公司第二成长曲线》

2022.08.16

## 业绩修复在即,公司未来增长可期

2023年5月3日

**事件:** 2023年4月27日晚,恒力石化发布2022年度报告和2023年第一季度报告。2022年,公司实现营业收入2223.24亿元,同比增长12.30%;实现归母净利润23.18亿元,同比下降85.07%;实现扣非后归母净利润10.45亿元,同比下降92.80%,实现基本每股收益0.33元,同比下降85.07%。其中,2022年第四季度实现营业收入519.83亿元,同比增长11.77%,环比增长1.50%;实现归母净利润-37.69亿元,同比下降233.70%,环比下降94.38%,实现扣非后归母净利润-37.46亿元,同比下降249.48%,环比下降42.65%;实现基本每股收益-0.53元,同比下降232.50%,环比下降89.29%。

2023年第一季度实现营业收入561.44亿元,同比增长5.15%,环比增长8.01%;实现归母净利润10.20亿元,同比下降75.85%,环比增长127.06%,实现扣非后归母净利润5.84亿元,同比下降85.81%,环比增长115.59%;实现基本每股收益0.14元,同比下降76.76%,环比增长126.42%。

## 点评:

- **成本高企叠加需求不足,2022年公司盈利明显下滑。**2022年受俄乌冲突、美联储加息、OPEC+减产等多重因素影响,国际原油价格先扬后抑,整体宽幅震荡运行。2022年布伦特原油现货均价为101.2美元/桶,同比上涨43.0%,公司成本端压力上行。在防疫管控下,居民出行半径收窄,消费意愿下降,社会面需求不足导致成品油、化工品、聚酯等产品需求端支撑不足,上下游产品价格传导不畅,导致产品涨幅不及上游原料,进一步压缩企业利润空间,公司盈利明显下滑。此外,公司在2022年下半年实施了炼厂大修,炼化一体化加工负荷与产品价格受到不利影响,同时受下半年原油价格单边下行影响,公司计提了20.49亿的原材料存货跌价准备,进一步影响公司年度业绩水平。
- **成本及需求端边际改善,2023年开局公司业绩迎来复苏。**成本端,进入2023年后,伴随俄乌冲突影响边际减弱、美元持续加息将联邦基金利率推至高位等因素影响,国际油价结束了单边下行态势,整体企稳运行。需求端,进入2023年后,伴随疫情防控措施优化,居民出行及消费复苏明显,根据民航局数据,一季度全行业共完成旅客运输量1.29亿人次,同比增长68.9%。受益于居民出行需求旺盛,国内汽油价差率先复苏,2023年一季度国内汽油平均价差为4852.5元/吨,环比增长16.9%。聚酯方面,伴随居民消费回暖,聚酯下游需求修复,2023年一季度,涤纶长丝POY、DTY、FDY单吨净利润分别为84.58、245.46、47.71元/吨,环比变化455.72%、63.90%、164.17%;POY、DTY、FDY平均库存天数分别为21.27、24.17、27.98天,环比下降28.54%、20.29%、23.77%。受益于成本端和需求端压力的边际改善,公司2023年一季度盈利明显修复,我们认为,当前大炼化行业已经逐步走出困境,我们仍旧看好公司在未来需求好转及产业结构升级背景下的盈利增长机遇。

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

- **新材料持续加码，公司业绩成长可期。**公司积极推动各大业务板块的协同发展，大力拓展上下游高端产能同步发展。在精细化工与化工新材料领域，依托“大化工”平台持续赋能与新材料开发多年积累，加快下游高端化工新材料产能布局，2023年将迎来公司产能增量大年，其中160万吨/年高性能树脂及新材料项目、30万吨/年己二酸项目、60万吨/年BDO及配套项目预计在2023年年中投产。在聚酯新材料领域，康辉新材料年产80万吨功能性薄膜和功能性塑料项目、45万吨PBS/PBAT/PBT可降解新材料项目已于2023年一季度投产。在新能源材料领域，营口厂区年产超强湿法锂电池隔膜4.4亿平方米项目的第一条产线预计在2023年5月投产，南通厂区年产湿法锂电池隔膜12亿平方米和年产干法锂电池隔膜6亿平方米项目预计在2024年一季度逐步投产。从公司新增产能的投产计划看，公司在2023年仍有精细化工、新能源材料等多类型新材料项目集中建成投产，在疫后需求复苏上行阶段，公司有望开启价量齐升新局面，未来业绩增长值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为102.26、138.59和181.57亿元，归母净利润增速分别为341.1%、35.5%和31.0%，EPS（摊薄）分别为1.45、1.97和2.58元/股，对应2023年4月28日的收盘价，PE分别为10.92、8.06和6.15倍。我们看好公司依托于大炼化化工平台发展化工新材料业务，平滑周期波动性，持续贡献收益，我们维持对恒力石化的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格大幅震荡；新产能建设进度不及预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动幅度较大；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险；“碳中和”政策对石化行业大幅加码的风险；全球经济复苏不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	197,997	222,373	271,827	292,212	314,466
增长率 YoY %	29.9%	12.3%	22.2%	7.5%	7.6%
归属母公司净利润 (百万元)	15,531	2,318	10,226	13,859	18,157
增长率 YoY%	15.4%	-85.1%	341.1%	35.5%	31.0%
毛利率%	15.4%	8.2%	10.2%	11.0%	12.2%
净资产收益率ROE%	27.1%	4.4%	16.0%	18.1%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	2.21	0.33	1.45	1.97	2.58
市盈率 P/E(倍)	10.41	47.15	10.92	8.06	6.15
市净率 P/B(倍)	2.83	2.07	1.75	1.46	1.21

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月28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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	65,180	76,344	98,995	92,244	105,224	<b>营业总收入</b>	197,997	222,37	271,827	292,212	314,466
货币资金	15,986	28,076	42,954	34,401	45,543	营业成本	167,518	204,07	244,042	260,061	276,178
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金	3,440	6,631	6,796	7,305	7,862
应收账款	2,644	372	1,489	1,601	1,723	销售费用	291	393	408	438	472
预付账款	2,637	1,997	2,389	2,545	2,703	管理费用	1,985	1,889	2,718	2,702	3,026
存货	33,553	37,836	45,245	48,215	51,203	研发费用	1,019	1,185	1,440	1,537	1,665
其他	10,360	8,062	6,918	5,482	4,052	财务费用	4,916	4,287	6,713	7,216	7,298
<b>非流动资产</b>	145,116	165,087	180,631	205,673	213,910	减值损失	-155	-3,129	-1	-1	-3
长期股权投资	0	559	559	559	559	投资净收益	19	0	0	0	0
固定资产(合计)	122,731	118,719	128,094	154,633	160,835	其他	1,100	1,544	1,946	2,092	2,252
无形资产	7,342	8,925	11,900	13,470	15,513	<b>营业利润</b>	19,791	2,325	11,654	15,043	20,214
其他	15,043	36,884	40,078	37,011	37,003	营业外收支	37	85	61	61	69
<b>资产总计</b>	210,296	241,430	279,626	297,917	319,134	<b>利润总额</b>	19,828	2,410	11,715	15,104	20,283
<b>流动负债</b>	97,776	125,853	146,126	150,673	155,249	所得税	4,290	92	1,490	1,247	2,127
短期借款	55,591	69,317	84,317	84,317	84,317	<b>净利润</b>	15,538	2,318	10,225	13,857	18,155
应付票据	16,050	20,604	24,639	26,256	27,883	少数股东损益	7	0	-1	-2	-2
应付账款	10,689	8,869	10,606	11,302	12,003	<b>归属母公司净利润</b>	15,531	2,318	10,226	13,859	18,157
其他	15,446	27,063	26,564	28,798	31,046	EBITDA	32,765	17,740	26,957	32,482	38,387
<b>非流动负债</b>	55,220	62,657	69,657	70,657	71,657	EPS(当年)(元)	2.21	0.33	1.45	1.97	2.58
长期借款	52,122	58,347	63,347	64,347	65,347						
其他	3,097	4,310	6,310	6,310	6,310						
<b>负债合计</b>	152,996	188,510	215,783	221,331	226,906						
少数股东权益	69	58	57	55	53						
归属母公司股东权益	57,231	52,863	63,787	76,531	92,175						
<b>负债和股东权益</b>	210,296	241,430	279,626	297,917	319,134						

  

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	197,997	222,373	271,827	292,212	314,466
同比(%)	29.9%	12.3%	22.2%	7.5%	7.6%
归属母公司净利润	15,531	2,318	10,226	13,859	18,157
同比(%)	15.4%	-85.1%	341.1%	35.5%	31.0%
毛利率(%)	15.4%	8.2%	10.2%	11.0%	12.2%
ROE%	27.1%	4.4%	16.0%	18.1%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	2.21	0.33	1.45	1.97	2.58
P/E	10.41	47.15	10.92	8.06	6.15
P/B	2.83	2.07	1.75	1.46	1.21
EV/EBITDA	7.90	12.31	8.45	7.31	5.92

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动</b>	18,670	25,954	25,086	36,082	41,236
现金流					
净利润	15,538	2,318	10,225	13,857	18,155
折旧摊销	9,023	9,543	10,535	12,313	13,124
财务费用	4,126	4,444	6,784	7,324	7,384
投资损失	-275	-19	0	0	0
营运资金变动	-9,729	7,148	-2,402	2,644	2,634
其它	-269	2,500	-56	-55	-61
<b>投资活动</b>	-13,098	-26,297	-20,125	-31,812	-15,811
资本支出	-13,383	-25,708	-19,924	-31,812	-15,810
长期投资	499	378	-200	0	0
其他	-214	-968	0	0	0
<b>筹资活动</b>	-7,388	10,405	9,916	-12,824	-14,284
吸收投资	0	6	0	0	0
借款	4,362	23,267	20,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-9,984	-12,121	-12,184	-13,924	-15,384
<b>现金流净增加额</b>	-1,905	10,734	14,878	-8,553	11,142

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

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。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com

华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com



## 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 20% 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%~20%；	<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。