恒力石化（600346）

走降油增化之路，新材料成为公司第二成长曲线

买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	197,997	225,022	277,935	303,895
同比	30%	14%	24%	9%
归属母公司净利润（百万元）	15,531	2,558	10,201	14,147
同比	15%	-84%	299%	39%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.21	0.36	1.45	2.01
P/E（现价&最新股本摊薄）	7.95	48.29	12.11	8.73

关键词：#困境反转 #第二曲线

投资要点

- **事件：**公司披露业绩预告，预计实现归母净利润22-26亿元，同比降低83.26%-85.83%；扣非归母净利润8.92-12.92亿元，同比降低91.10%-93.86%。2022年Q4公司归母净亏损34.87-38.87亿元，同比降低223.70%-237.89%，亏损环比扩大79.83%-100.46%；扣非归母净亏损34.99亿元-38.99亿元，同比降低239.62%-255.59%，亏损环比扩大33.24%-48.48%。

- **油价高位震荡导致价差缩减，炼厂大修进一步使业绩承压：价差缩紧：**2022年原油价格宽幅震荡，尽管下半年有下跌趋势，但与往年同比仍处于高位。同时，受Q3、Q4油价宽位下跌影响，下游市场需求多以刚需为主，市场观望情绪较重导致需求不足。**炼厂大修：**2022第三季度进行炼厂检修使得产品结构、数量和价格发生变化，使得利润有所降低。

- **需求逐渐回暖，涤纶长丝盈利有望好转：国内：**伴随新冠疫情好转，居民出行及消费需求将快速释放，国内长丝需求或将迎来底部反转机会。**海外：**海运费压力已大幅缓解，海运费逐渐回归正常水平后，未来伴随海外需求迎来复苏，长丝出口需求或将持续发力。终端需求预期回暖，库存压力减少，公司业绩将触底反弹，有望扭亏为盈。

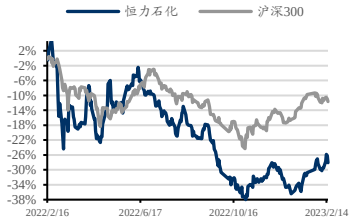
- **“炼化—化工—聚酯—新材料”大化工平台助力公司打造第二成长曲线：公司当前产能包括：产业链上游**的2000万吨/年炼化一体化项目、500万吨/年现代煤化工装置和150万吨/年乙烯项目，由恒力炼化和恒力化工布局；**产业链中游**的1160万吨/年PTA产能，由大连恒力石化布局；**产业链下游**的40万吨/年涤纶工业丝、243万吨民用涤纶长丝、38.5万吨/年聚酯薄膜、3.3万吨/年PBAT/PBS、24万吨/年工程塑料的产能，由恒力化纤和康辉石化布局。**公司秉持着“完善上游，强化下游”的发展战略，在建项目丰富：精细化工园一期（碳二产业链）、二期（碳四产业链）**项目材料主要来源于上游炼厂、产品供给至下游光学聚酯薄膜、PET工程塑料、可降解塑料等新材料产业线。**康辉新材料在汾湖和南通**将打造功能性聚酯薄膜项目、锂电隔膜项目，我们预计将为公司带来业绩增量，大大提升公司的盈利中枢。一体化协同发展，将助力公司在未来3-5年内完成第二成长路线、提高公司盈利能力和抗风险能力。

- **“双碳”目标下，新能源材料需求增加赋予公司新的增长机遇：双碳目标为石化行业提出了更高的挑战和要求，同时也为石化行业赋予新的机遇。**一方面，“十四五”期间严控新增炼油能力，炼厂降油增化成为主要趋势，加速炼化行业优胜劣汰；另一方面，公司布局锂电隔膜、电解液、

2023年02月16日

证券分析师 陈淑娴
执业证书：S0600523020004
chensx@dwzq.com.cn
证券分析师 郭晶晶
执业证书：S0600523020001
010-66573538
guojingjing@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.55
一年最低/最高价	13.96/26.95
市净率(倍)	2.17
流通A股市值(百万元)	123,536.20
总市值(百万元)	123,536.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.09
资产负债率(%,LF)	76.91
总股本(百万股)	7,039.10
流通A股(百万股)	7,039.10

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

PET 铜箔基膜和光伏背板基膜在内的下游新能源新材料产业链以完成降油增化、降本增效。

- **盈利预测与投资评级：**公司作为民营大炼化龙头企业，在传统化工行业集中度升高与高技术壁垒赛道崛起的背景下有望获得新发展机遇。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 25.58、102.01 和 141.47 亿元，归母净利润增速分别为-84%、299%和 39%，EPS（摊薄）分别为 0.36、1.45 和 2.01 元/股，对应 2023 年 2 月 16 日的收盘价，PE 分别为 48.29、12.11 和 8.73 倍。我们看好公司大炼化项目化工品收率高，并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，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**原油价格短期大幅波动的风险；终端需求恢复不及预期的风险；国内 PTA 产能加剧导致利润持续摊薄的风险；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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恒力石化三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**65,180**	**83,693**	**76,957**	**85,465**
货币资金及交易性金融资产	16,800	29,364	14,516	19,746
经营性应收款项	8,701	7,908	8,840	9,292
存货	33,553	41,419	49,591	53,526
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6,126	5,002	4,010	2,901
非流动资产	**145,116**	**157,564**	**180,001**	**185,228**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	122,831	129,663	153,866	157,817
在建工程	7,783	10,984	7,925	7,925
无形资产	7,342	9,789	11,116	12,425
商誉	77	77	77	77
长期待摊费用	2,622	2,622	2,622	2,622
其他非流动资产	4,462	4,428	4,395	4,362
资产总计	**210,296**	**241,256**	**256,958**	**270,693**
流动负债	**97,776**	**122,380**	**131,890**	**136,887**
短期借款及一年内到期的非流动负债	61,014	76,014	76,014	76,014
经营性应付款项	26,740	33,008	39,521	42,656
合同负债	6,127	8,272	9,904	10,689
其他流动负债	3,896	5,086	6,452	7,527
非流动负债	55,220	62,220	63,220	64,220
长期借款	52,122	57,122	58,122	59,122
应付债券	0	2,000	2,000	2,000
租赁负债	63	63	63	63
其他非流动负债	3,035	3,035	3,035	3,035
负债合计	**152,996**	**184,599**	**195,110**	**201,106**
归属母公司股东权益	57,231	56,586	61,773	69,505
少数股东权益	69	71	75	82
所有者权益合计	**57,301**	**56,657**	**61,848**	**69,587**
负债和股东权益	**210,296**	**241,256**	**256,958**	**270,693**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**197,997**	**225,022**	**277,935**	**303,895**
营业成本(含金融类)	167,518	206,788	247,591	267,234
税金及附加	3,440	5,626	6,948	7,597
销售费用	291	338	417	456
管理费用	1,985	2,250	2,783	3,041
研发费用	1,019	1,506	1,599	1,782
财务费用	4,916	5,821	6,330	6,427
加:其他收益	760	864	1,067	1,166
投资净收益	19	22	27	30
公允价值变动	356	0	0	0
减值损失	172	251	201	203
资产处置收益	2	2	3	3
营业利润	**19,791**	**3,330**	**13,161**	**18,353**
营业外净收支	37	12	12	20
利润总额	**19,828**	**3,342**	**13,173**	**18,373**
减:所得税	4,290	782	2,967	4,220
净利润	**15,538**	**2,559**	**10,206**	**14,154**
减:少数股东损益	7	1	5	6
归属母公司净利润	**15,531**	**2,558**	**10,201**	**14,147**
每股收益-最新股本摊薄(元)	2.21	0.36	1.45	2.01
EBIT	23,742	8,515	18,597	23,785
EBITDA	32,765	17,614	29,310	35,220
毛利率(%)	15.39	8.10	10.92	12.06
归母净利率(%)	7.84	1.14	3.67	4.66
收入增长率(%)	29.94	13.65	23.51	9.34
归母净利润增长率(%)	15.37	-83.53	298.76	38.68

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	18,670	21,299	28,858	33,896
投资活动现金流	-13,098	-19,774	-31,805	-15,305
筹资活动现金流	-7,388	10,839	-11,901	-13,361
现金净增加额	-1,905	12,363	-14,848	5,230
折旧和摊销	9,023	9,099	10,714	11,435
资本开支	-13,383	-19,336	-31,552	-15,055
营运资本变动	-9,729	3,563	1,377	1,696

重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净资产(元)	8.13	8.04	8.78	9.87
最新发行在外股份（百万股）	7,039	7,039	7,039	7,039
ROIC(%)	11.41	3.60	7.39	9.05
ROE-摊薄(%)	27.14	4.52	16.51	20.35
资产负债率(%)	72.75	76.52	75.93	74.29
P/E（现价&最新股本摊薄）	7.95	48.29	12.11	8.73
P/B（现价）	2.16	2.18	2.00	1.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn