

恒力石化 (600346.SH)

买入 (维持评级)

苦尽甘来!

业绩简评

恒力石化于2023年4月27日发布2023年年度报告及一季度报告,2022年公司实现归母净利润23.18亿元,同比减少85%。其中,公司2022Q4实现归母净利润-37.68亿元,同比减少234%;公司2023Q1实现归母净利润10.20亿元,同比减少76%,环比增加127%,2023Q1实现业绩扭亏为盈。

经营分析

22年原材料与产品库存受损、价差收窄导致业绩亏损:2022H1由于原油价格持续走高,而产品销售价格增速不及原油价格增速导致产品价差持续收窄,叠加2022年Q3、Q4终端市场需求逐渐萎靡,产品价差持续承压,2022Q3、Q4恒力石化单吨产品加权销售价格分别为4985元/吨与5604元/吨,原材料、产品库存双双受损导致2022Q4出现显著业绩亏损。

23Q1终端需求复苏,产品价差持续修复:2023Q1公司产品加权销售价格为5931元/吨,环比增加5.83%。PX-原油产品价差走阔显著,2023Q1PX-原油价差为3002元/吨,环比增加19.12%,公司现有520万吨/年的PX产能,对公司Q1业绩提升帮助较大。与此同时,2022年下半年聚烯烃等化工品价差跌至历史底部,下半年聚烯烃-原油平均价差为2587元/吨,相比上半年3046元/吨下降15%,显著拖累第四季度业绩。2023Q1聚烯烃-原油平均价差为3192元/吨,环比增加15.13%,或将持续提升2023年公司业绩。

产能投放+新材料布局,公司业绩成长确定性较强:公司160万吨/年高性能树脂及新材料项目、80万吨/年功能性薄膜项目、16亿平方米/年锂电隔膜项目均在如期推进中,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以及16亿平锂电隔膜等新材料产能投放,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

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。我们上调了2023-2024年的盈利预测,上调幅度分别为6%/7%,预计公司2023-2025年归母净利润为85/160/200亿元,对应EPS分别为1.21/2.28/2.85元,对应PE为13.1X/7.0X/5.6X,维持“买入”评级。

风险提示

1.地缘政治扰乱全球原油市场;2.疫情爆发扰乱需求;3.美国持续释放战略库存;4.美联储加息可能性;5.原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划;6.卫星定位、油轮跟踪数据和第三方数据误差;7.模型拟合误差等。

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):15.86元

相关报告:

- 《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
- 《景气底部业绩再超预期!-恒力石化中报点评》, 2022.8.15



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	8,501	16,019	20,027
归母净利润增长率	15.37%	-85.07%	266.68%	88.44%	25.02%
摊薄每股收益(元)	2.206	0.329	1.208	2.276	2.845
每股经营性现金流净额	2.65	3.43	2.89	4.45	5.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.14%	4.39%	14.67%	23.71%	25.16%
P/E	10.41	47.15	13.13	6.97	5.57
P/B	2.83	2.07	1.93	1.65	1.40

来源:公司年报、国金证券研究所

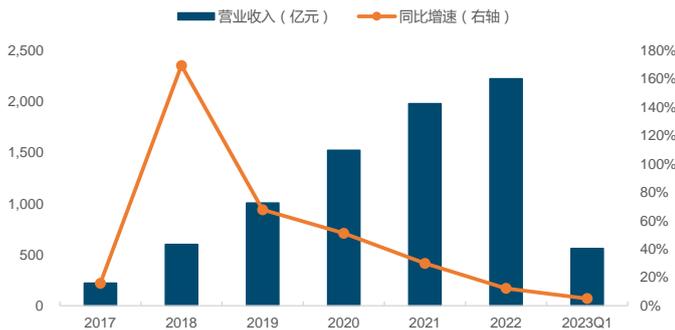
1、龙头 22 年业绩短期承压，23 年开局扭亏为盈

恒力石化于 2023 年 4 月 27 日发布 2023 年年度报告及一季度报告，公司 2022 年实现营业收入 2223.73 亿元，同比增加 12.31%；实现归母净利润 23.18 亿元，同比减少 85.08%。其中，公司 2022Q4 实现营业收入 519.83 亿元，同比增加 11.77%，环比增加 1.50%；实现归母净利润-37.68 亿元，同比减少 233.66%，环比减少 94.33%，公司 2022Q4 业绩亏损主要原因系公司主要化工产品价差与盈利水平收窄及油价下跌带来的库存损失导致。

公司 2023Q1 实现营业收入 561.54 亿元，同比增加 5.15%；实现归母净利润 10.20 亿元，同比减少 75.85%，环比增加 127.07%，实现业绩扭亏为盈。

图表1：公司 2022、2023Q1 营业收入同比有所增加

图表2：公司业绩短期承压



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

图表3：公司季度营业收入维持稳定

图表4：公司 2023Q1 实现扭亏为盈



来源：国金证券研究所



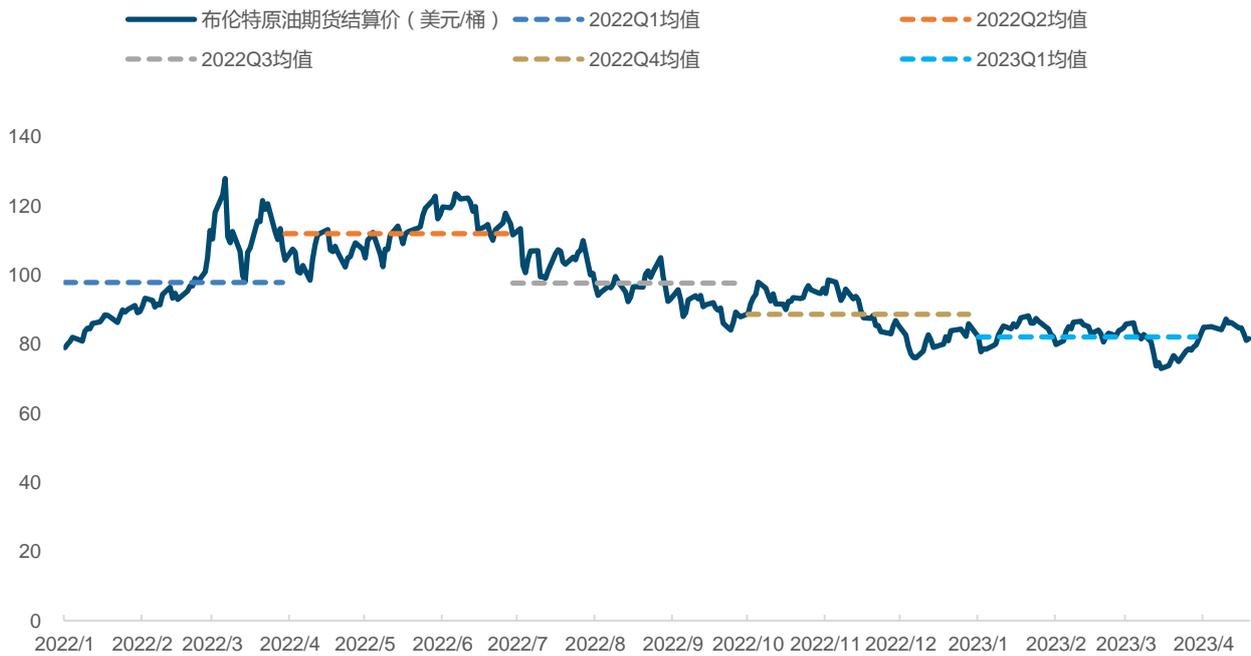
来源：国金证券研究所

2022H1 由于原油价格持续走高，而产品销售价格增速不及原油价格增速导致产品价差持续收窄，叠加 2022 年 Q3、Q4 终端市场需求逐渐萎靡，产品价差持续承压，2022Q3、Q4 恒力石化单吨产品加权销售价格分别为 4985 元/吨与 5604 元/吨，原材料、产品库存双双受损导致 2022Q4 出现显著业绩亏损。

2023 年伴随终端需求复苏，布伦特原油价格中高位震荡且略有下滑，产品价差得到修复，2023Q1 公司产品加权销售价格为 5931 元/吨，环比增加 5.83%。PX-原油价差持续走阔，2023Q1 PX-原油价差为 3002 元/吨，环比增加 19.12%，公司现有 520 万吨/年的 PX 产能，未来业绩或将显著修复。

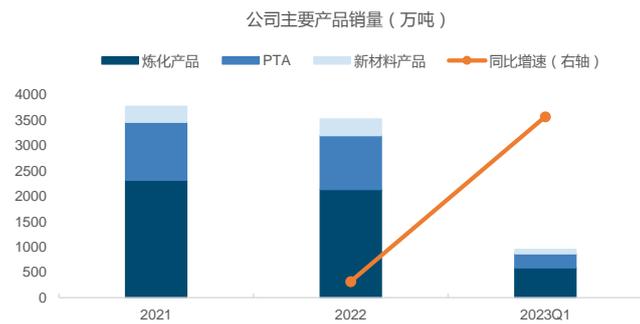
2022 年下半年聚烯烃等化工品价差跌至历史底部，下半年聚烯烃-原油平均价差为 2587 元/吨，相比上半年 3046 元/吨下降 15%，显著拖累第四季度业绩。2023Q1 聚烯烃-原油平均价差为 3192 元/吨，环比增加 15.13%，或将持续提振 2023 年公司业绩。

图表5: 2022Q4-2023Q1 布伦特原油价格持续走低

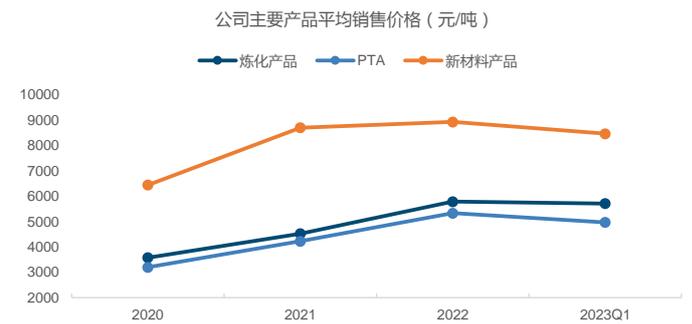


来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 公司主要产品销量 (万吨)



图表7: 公司主要产品售价 (元/吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

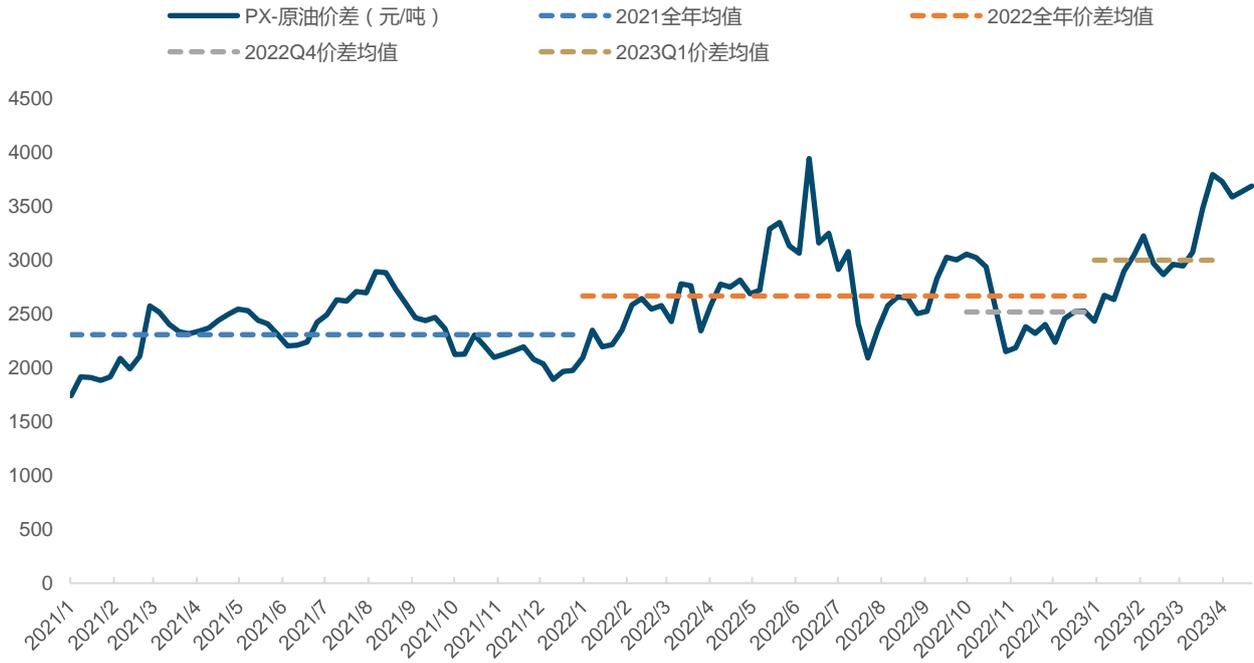
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 公司主要原材料平均进价显著下降



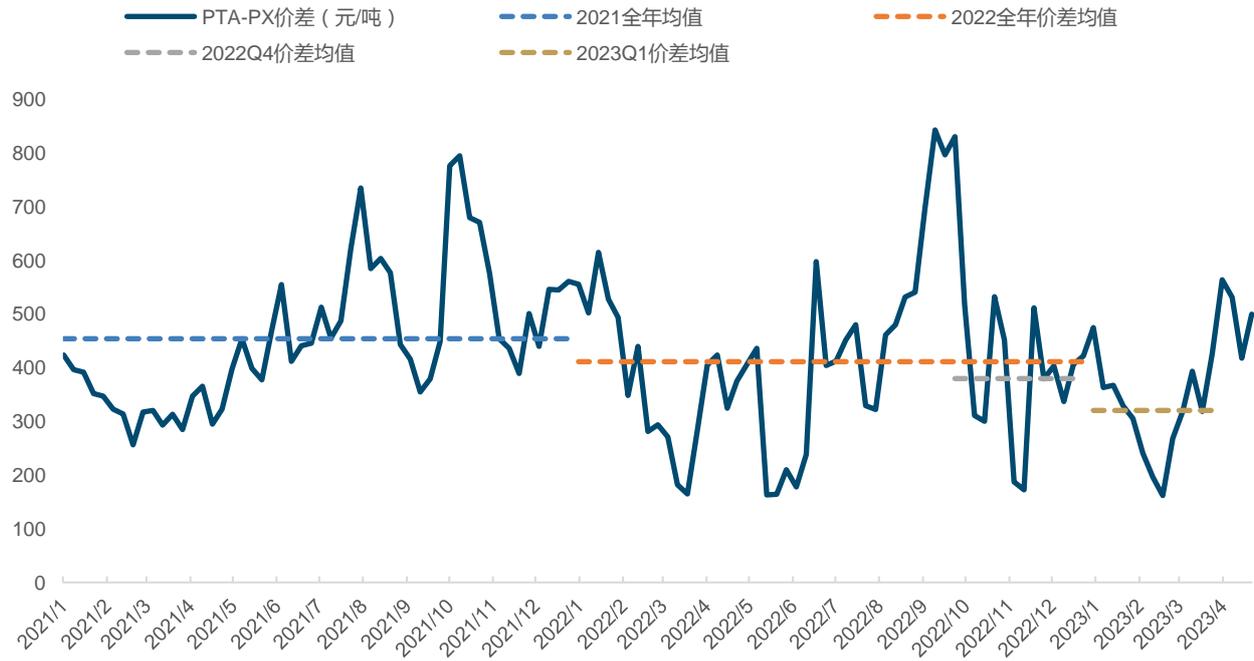
来源: 国金证券研究所

图表9: PX-原油价差显著走阔



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

图表10: PTA-PX 价差略有收窄



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

图表11：聚烯烃-原油价差跌历史底部后显著修复



来源：Wind, iFinD, 国金证券研究所

公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、80 万吨/年功能性薄膜项目、16 亿平方米/年锂电隔膜项目均在如期推进中，预计 2023-2024 年将会有年产 26 万吨聚碳酸酯、30 万吨 ABS、7.2 万吨 PDO 以及 16 亿平锂电隔膜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 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；
- 3 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。
- 4 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。
- 5 原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划：全球原油供应短缺担忧叠加俄乌冲突推动原油价格快速上涨，如果原油价格持续维持高位，油气公司存在修改当前资本开支计划可能性；
- 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	23,652	32,845	39,725
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	-230,280	-264,286	-318,511	存货	19,691	33,553	37,836	38,952	44,704	53,876
%销售收入	81.5%	84.6%	91.8%	89.1%	86.7%	86.7%	其他流动资产	10,489	8,726	7,071	7,837	8,245	8,895
毛利	28,257	30,478	18,295	28,159	40,378	48,927	流动资产	52,105	65,180	76,344	75,432	91,678	109,594
%销售收入	18.5%	15.4%	8.2%	10.9%	13.3%	13.3%	%总资产	27.3%	31.0%	31.6%	28.8%	31.2%	34.6%
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%	63.3%	61.6%	58.6%
%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%	71.2%	68.8%	65.4%
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	262,126	293,884	316,584
%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	86,019	102,020	102,804
息税前利润 (EBIT)	22,910	23,742	8,197	16,452	26,576	32,282	应付款项	23,226	27,179	29,855	31,509	36,162	43,582
%销售收入	15.0%	12.0%	3.7%	6.4%	8.7%	8.8%	其他流动负债	8,865	9,583	17,332	16,814	18,318	20,807
财务费用	-5,029	-4,916	-4,287	-5,322	-6,101	-6,393	流动负债	85,800	97,776	125,853	134,343	156,501	167,193
%销售收入	3.3%	2.5%	1.9%	2.1%	2.0%	1.7%	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	-795	-117	-187	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	204,107	226,254	236,938
投资收益	-397	19	0	0	0	0	普通股股东权益	46,905	57,231	52,863	57,961	67,573	79,589
%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	11,334	21,358	26,702	未分配利润	21,121	31,118	26,280	31,380	40,991	53,007
营业利润率	11.8%	10.0%	1.0%	4.4%	7.0%	7.3%	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	262,126	293,884	316,584
税前利润	18,037	19,828	2,410	11,334	21,358	26,702	比率分析						
利润率	11.8%	10.0%	1.1%	4.4%	7.0%	7.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-4,543	-4,290	-92	-2,834	-5,340	-6,676	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	1.208	2.276	2.845
净利润	13,495	15,538	2,318	8,501	16,019	20,027	每股净资产	6.664	8.130	7.510	8.234	9.600	11.307
少数股东损益	33	7	0	0	0	0	每股经营现金净流	3.430	2.652	3.430	2.886	4.450	5.192
归属于母公司的净利润	13,462	15,531	2,318	8,501	16,019	20,027	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.483	0.910	1.138
净利率	8.8%	7.8%	1.0%	3.3%	5.3%	5.5%	回报率						
							净资产收益率	28.70%	27.14%	4.39%	14.67%	23.71%	25.16%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.05%	7.39%	0.96%	3.24%	5.45%	6.33%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	11.01%	10.92%	4.15%	5.86%	8.45%	9.73%
净利润	13,495	15,538	13,495	8,501	16,019	20,027	增长率						
少数股东损益	33	7	0	0	0	0	主营业务收入增长率	51.19%	29.94%	12.31%	16.22%	17.89%	20.60%
非现金支出	8,169	9,195	8,169	9,098	9,842	10,980	EBIT增长率	45.05%	3.63%	-65.47%	100.70%	61.54%	21.47%
非经营收益	3,822	3,666	3,822	5,884	6,478	6,855	净利润增长率	34.28%	15.37%	-85.07%	266.68%	88.44%	25.02%
营运资金变动	-1,342	-9,729	-1,342	-3,172	-1,013	-1,315	总资产增长率	9.55%	10.09%	14.80%	8.57%	12.12%	7.72%
经营活动现金净流	24,143	18,670	24,143	20,311	31,325	36,546	资产管理能力						
资本开支	-23,929	-13,383	-23,929	-30,006	-25,237	-15,576	应收账款周转天数	2.4	3.7	2.5	2.0	2.0	2.0
投资	1,103	499	1,103	-20	0	0	存货周转天数	57.6	58.0	63.8	63.0	63.0	63.0
其他	415	-214	415	0	0	0	应付账款周转天数	49.7	28.0	17.5	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-22,411	-13,098	-22,411	-30,026	-25,237	-15,576	固定资产周转天数	291.9	226.3	194.9	191.3	178.1	150.2
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	7,097	4,362	7,097	14,495	16,001	784	净负债/股东权益	194.12%	168.12%	204.71%	220.81%	199.49%	161.74%
其他	-8,118	-11,749	-8,118	-9,190	-12,885	-14,865	EBIT利息保障倍数	4.6	4.8	1.9	3.1	4.4	5.0
筹资活动现金净流	-1,021	-7,388	-1,021	5,305	3,116	-14,081	资产负债率	75.38%	72.75%	78.08%	77.87%	76.99%	74.84%
现金净流量	701	-1,905	701	-4,409	9,204	6,888							

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	2021-08-16	买入	30.95	71.40~71.40
2	2021-10-28	买入	24.03	71.40~71.40
3	2022-01-27	买入	23.21	71.40~71.40
4	2022-04-07	买入	20.98	71.40~71.40
5	2022-05-01	买入	20.95	N/A
6	2022-08-15	买入	21.24	N/A
7	2022-10-30	买入	15.31	N/A
8	2023-01-31	买入	17.12	N/A

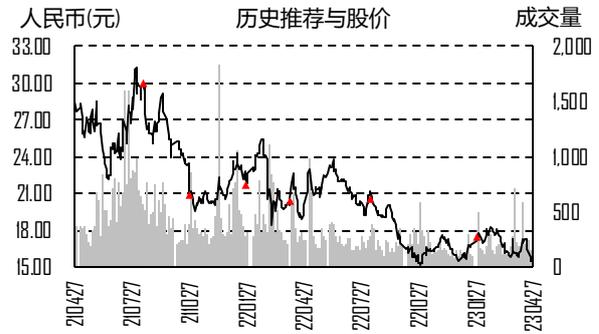
来源：国金证券研究所

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402