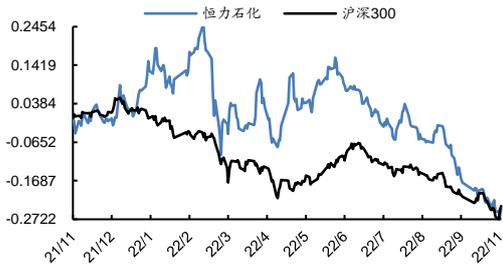


研究所
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：汤永俊 S0350121080058
 tangyj03@ghzq.com.cn

检修及价差收窄致短期承压，长期向好趋势不改 ——恒力石化（600346）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	-8.6%	-20.5%	-24.9%
沪深300	-3.3%	-10.5%	-24.0%

市场数据

市场数据	2022/11/02
当前价格(元)	15.46
52周价格区间(元)	13.96-26.95
总市值(百万)	108,824.48
流通市值(百万)	108,824.48
总股本(万股)	703,909.98
流通股本(万股)	703,909.98
日均成交额(百万)	405.11
近一月换手(%)	0.37

《恒力石化（600346）2022年中报点评：高油价下显稳健经营能力，多项目推动公司成长性（买入）*炼化及贸易*董伯骏，李永磊》——2022-08-16
 《——恒力石化（600346）一季报点评：Q1业绩显稳健经营能力，新项目建设进入高峰期（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2022-05-01
 《——恒力石化（600346）事件点评：康辉新材拟分拆上市，新材料业务将加速发展（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2022-04-17
 《2021年业绩持续提升，看好公司项目储备带来的长期成长性（买入）*化学纤维*董伯骏，李永磊》

事件：

10月29日，公司发布2022年三季报：2022年前三季度，公司实现营业收入1703.57亿元，同比+12.46%；实现归母净利润60.87亿元，同比-52.12%；加权平均净资产收益率为10.59%，同比减少14.39个百分点。销售毛利率10.18%，同比减少5.56个百分点；销售净利率3.58%，同比减少4.81个百分点。

其中，2022年Q3实现营收512.02亿元，同比+9.14%，环比-22.15%；实现归母净利润-19.39亿元，同比-147.66%，环比-150.99%；加权平均净资产收益率为-3.35%，同比减少11.16个百分点。销售毛利率1.12%，同比减少15.68个百分点，环比减少11.83个百分点；销售净利率-3.78%，同比减少12.47个百分点，环比减少9.57个百分点。

投资要点：

■ 检修叠加产品价差大幅收窄，公司Q3业绩承压明显

2022年Q3，公司实现营收512.02亿元，同比+9.14%，环比-22.15%；实现归母净利润-19.39亿元，同比-147.66%，环比-150.99%。公司三季度业绩大幅下滑，一方面受检修因素影响，恒力炼化于7-8月份进行了2019年投产以来的首次检修，一定程度影响公司产销，其中，公司炼化产品2022Q3销量达449.01万吨，同比-5.73%，环比-27.48%。另一方面，弱需求背景下石化产品价格有所回落，而受库存因素影响，二季度高油价更多在三季度成本端体现，造成主要产品实际价差大幅收窄。据Wind，在原油库存30天基础下，2022年Q3汽油-原油价差达732.70元/吨，同比-51.92%，环比-20.57%；PX-原油价差达2712.26元/吨，同比-4.90%，环比-19.15%；聚乙烯-原油价差达671.93元/吨，同比-78.91%，环比-54.45%。

现金流方面，2022Q3公司经营活动现金流入净额为58.39亿元，同比增加76.46%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。期间费用方面，2022Q3公司销售/管理/财务费用率分别0.17%/1.46%/2.26%，同比-0.09/-0.07/+0.25 pct，环比+0.03/+0.21/-0.38 pct。

——2022-04-07

《——恒力石化（600346）事件点评：高端新材料逐步落地，公司开启新一轮成长（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2022-01-27

表 1：公司分业务数据

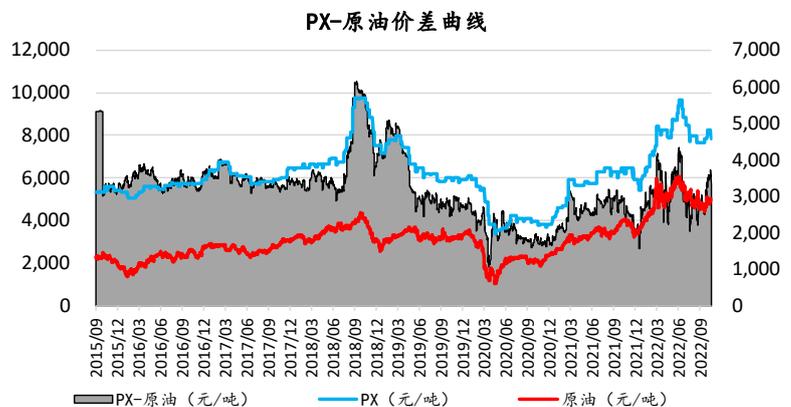
产品/项目	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
炼化产品	销量(万吨)	449.01	619.13	566.93	301.09	476.29	861.76
	营收(亿元)	261.36	373.50	312.86	189.73	219.87	315.95
	均价(元/吨, 不含税)	5820.87	6032.73	5553.74	6301.48	4616.35	3666.33
PTA	销量(万吨)	250.25	293.02	245.89	253.73	277.28	315.49
	营收(亿元)	145.34	159.51	123.06	125.94	124.21	110.99
	均价(元/吨, 不含税)	5807.90	5443.70	5004.79	4963.63	4479.62	3517.89
新材料	销量(万吨)	85.48	81.65	68.15	85.45	84.49	65.56
	营收(亿元)	76.02	76.41	63.33	77.58	74.02	52.97
	均价(元/吨, 不含税)	8892.83	9358.71	9291.71	9079.41	8760.81	8080.23
营业收入(亿元)	512.02	657.59	533.97	464.82	469.14	513.43	532.31
营业成本(亿元)	506.30	572.42	451.42	398.77	390.34	428.43	457.63
销售毛利率	1.12%	12.95%	15.46%	14.21%	16.80%	16.56%	14.03%
毛利润(亿元)	5.72	85.17	82.55	66.05	78.80	85.02	74.68
销售净利率	-3.78%	5.79%	7.91%	6.07%	8.69%	8.81%	7.74%
净利润(亿元)	-19.35	38.05	42.22	28.21	40.77	45.23	41.18

资料来源：公司公告，国海证券研究所

■ 检修完成叠加产品价格回升，看好公司盈利快速修复

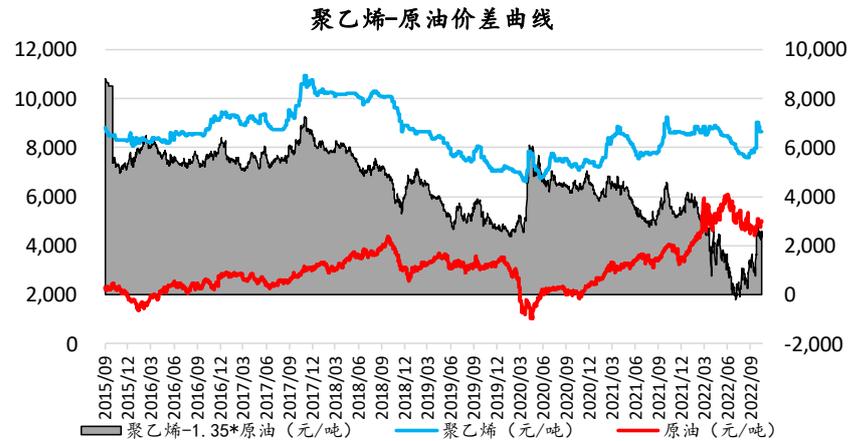
2022年第三季度，在高价原油库存和化工品价格下滑影响下，炼化装置盈利水平来到历史低位，在此背景下，公司选择进行了投产以来第一次检修，基本将检修对公司盈利的影响降至较低水平。而自三季度以来，原油价格呈回落趋势，其中 2022Q3 布伦特原油均价达 98.07 美元/桶，环比-12.47%；截至 10 月 25 日，2022Q4 布伦特原油均价达 92.96 美元/桶，环比-5.21%。随着原油价格回落，主要产品价格开始回升，产品价格差也逐步修复，在原油库存 30 天基础上，2022Q4 汽油-原油价差达 1262.8 元/吨，环比+72.35%；PX-原油价差达 3372.39 元/吨，环比+24.34%；聚乙烯-原油价差达 2443.09 元/吨，环比+263.59%。检修完成，且主要产品价差开始回升，我们预计公司盈利将迎来快速修复。

图 1：PX-原油价差回升（30 天原油库存）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2: 聚乙烯-原油价差回升 (30 天原油库存)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

■ 多项目同步推进, 公司未来有望呈高成长

恒力石化继续加速前行, 多项目建设同步推进, 2022 年前三季度公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 183.57 亿元, 同比+77.11%。其中, 惠州 500 万吨/年 PTA 和康辉新材 45 万吨/年可降解塑料预计 2022 年达产贡献增量; 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目将以炼化和乙烯项目来的苯、环氧乙烷溶液、苯乙烯和丁二烯等物料, 以及外购资源作为原料, 生产具有更高附加值的化工新材料, 主要包括 DMC、苯酚、丙酮、双酚 A 产能及其下游的 PC 等, 预计 2023 年 2 季度投产; 30 万吨/年己二酸也积极推进, 预计 2023 年 2 季度投产; 精细化工园二期中 60 万吨/年 BDO 项目和氨纶项目也预计 2023 年下半年逐步达产。除上述项目外, 公司年产 80 万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目 (47 万吨高端功能性聚酯薄膜、10 万吨特种功能性薄膜、15 万吨改性 PBT、8 万吨改性 PBAT)、轩达 150 万吨/年绿色多功能纺织新材料项目、260 万吨/年高性能聚酯工程各项建设工作也有序进行, 预计 2023-2024 年陆续建成, 贡献业绩增量。随着项目的逐步落地, 公司未来呈高成长性。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑前三季度业绩情况, 及主要产品价格价差, 对公司业绩进行适当下调, 预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 82.56、143.25、206.10 亿元, EPS 为 1.17、2.04、2.93 元/股, 对应 PE 为 13、8、5 倍, 考虑公司成长性, 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

油价格大幅震荡。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	197997	211510	259205	304327
增长率（%）	30	7	23	17
归母净利润（百万元）	15531	8256	14325	20610
增长率（%）	15	-47	74	44
摊薄每股收益（元）	2.21	1.17	2.04	2.93
ROE(%)	27	15	20	23
P/E	10.39	13.18	7.60	5.28
P/B	2.83	1.93	1.54	1.19
P/S	0.82	0.51	0.42	0.36
EV/EBITDA	7.69	7.75	5.21	4.05

资料来源：Wind 资讯、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:	15.46		投资评级:	买入		日期:	2022/11/02	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
盈利能力					每股指标								
ROE	27%	15%	20%	23%	EPS	2.21	1.17	2.04	2.93				
毛利率	15%	10%	12%	13%	BVPS	8.13	8.01	10.04	12.97				
期间费率	4%	3%	3%	2%	估值								
销售净利率	8%	4%	6%	7%	P/E	10.39	13.18	7.60	5.28				
成长能力					P/B	2.83	1.93	1.54	1.19				
收入增长率	30%	7%	23%	17%	P/S	0.82	0.51	0.42	0.36				
利润增长率	15%	-47%	74%	44%									
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
总资产周转率	0.94	0.93	1.02	1.07	营业收入	197997	211510	259205	304327				
应收账款周转率	74.89	239.99	74.83	153.64	营业成本	167518	190917	229099	265122				
存货周转率	5.90	7.03	12.45	7.99	营业税金及附加	3440	3701	4666	5478				
偿债能力					销售费用	291	317	518	609				
资产负债率	73%	75%	72%	68%	管理费用	1985	2115	2592	3043				
流动比	0.67	0.74	0.83	0.94	财务费用	4916	3905	3392	2812				
速动比	0.24	0.41	0.59	0.59	其他费用/(-收入)	1019	1058	1426	1826				
					营业利润	19791	10556	18551	26690				
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业外净收支	37	0	0	0				
现金及现金等价物	16800	39564	63168	69720	利润总额	19828	10556	18551	26690				
应收款项	2644	905	3464	2004	所得税费用	4290	2217	4081	5872				
存货净额	33553	30086	20825	38091	净利润	15538	8339	14469	20819				
其他流动资产	12183	14093	16441	16846	少数股东损益	7	83	145	208				
流动资产合计	65180	84648	103898	126661	归属于母公司净利润	15531	8256	14325	20610				
固定资产	122731	120434	126534	131663									
在建工程	7783	6148	5004	4806	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
无形资产及其他	14602	17165	18635	20136	经营活动现金流	18670	38843	41207	24962				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	15531	8256	14325	20610				
资产总计	210296	228395	254072	283266	少数股东权益	7	83	145	208				
短期借款	55591	59588	63584	68153	折旧摊销	9023	10375	11398	12321				
应付款项	26740	34898	41000	42948	公允价值变动	-356	0	0	0				
预收帐款	0	4214	1722	2695	营运资金变动	-9729	16168	11564	-12403				
其他流动负债	15446	15946	19546	20432	投资活动现金流	-13098	-8582	-17045	-18295				
流动负债合计	97776	114645	125852	134228	资本支出	-13383	-8930	-17735	-18637				
长期借款及应付债券	52122	54122	54122	54122	长期投资	499	-76	-88	-114				
其他长期负债	3097	3097	3097	3097	其他	-214	423	778	456				
长期负债合计	55220	57220	57220	57220	筹资活动现金流	-7388	-7497	-557	-114				
负债合计	152996	171865	183072	191447	债务融资	4362	5997	3997	4568				
股本	7039	7039	7039	7039	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	57301	56530	71000	91818	其它	-11749	-13494	-4554	-4683				
负债和股东权益总计	210296	228395	254072	283266	现金净增加额	-1905	22763	23604	6553				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，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。