

恒力石化 (600346.SH)

买入 (维持评级)

见历史大底，迎复苏之路!

业绩简评

恒力石化于2023年1月30日发布2022年度业绩预减公告，公司2022年全年实现归母净利润22~26亿元，同比减少83.26~85.83%，实现扣非归母净利润8.92~12.92亿元，同比减少91.10%~93.86%。

经营分析

原油价格下跌带动终端产品价格走弱，库存损失拖累业绩。2022年四季度以来原油价格环比下跌，四季度均价为88.63美元/桶，环比降低16.92%。2022年Q4恒力石化单吨产品加权销售价格为6215元/吨，环比下降3.45%，原油价格单边下跌终端需求不旺终端产品价格走弱，库存损失拖累业绩。

终端需求不景气促使价差收窄，大体量PTA或造成亏损。2022年全年PTA-PX平均价差为411元/吨，同比2021年下降9.5%；其中，四季度PTA平均价差为375元/吨，环比收窄33.5%，同比下降32.9%。公司现有1410万吨/年PTA产能，PTA-PX价差持续收窄，叠加终端需求不景气或造成公司业绩亏损。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。

公司盈利能力有望进一步修复，业绩成长确定性较强。公司在7、8月份开始的炼化一体化项目的检修工作目前已经完成，公司生产负荷逐步恢复。与此同时，2023年公司新材料产业园一期包含PC、ABS、PDO、PTMG等新能源新材料产品，且16亿平锂电隔膜等新能源新材料产能有望2023年年中逐步释放，公司持续推进深加工新能源新材料项目，推动终端产品与原油端价差走阔，伴随经济回暖带来的盈利能力修复，公司业绩成长确定性较强。

盈利预测

我们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。由于当前仍然为经济恢复初期，我们下调了2023-2024年的盈利预测，下调幅度分别为50%/40%，预计公司2022-2024年净利润为24/80/150亿元，对应EPS分别为0.34/1.14/2.13元，对应PE为45.25X/13.60X/7.28X，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)：17.12 元

相关报告：

- 《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
- 《大体量新材料投建值得期待！-恒力石化业绩点评》，2022.5.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	152,373	197,997	213,477	264,777	260,436
营业收入增长率	51.19%	29.94%	7.82%	24.03%	-1.64%
归母净利润(百万元)	13,462	15,531	2,416	8,037	15,012
归母净利润增长率	34.28%	15.37%	-84.45%	232.71%	86.78%
摊薄每股收益(元)	1.912	2.206	0.343	1.142	2.133
每股经营性现金流净额	3.43	2.65	2.86	3.91	4.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.70%	27.14%	4.11%	12.72%	21.23%
P/E	14.63	10.41	45.25	13.60	7.28
P/B	4.20	2.83	1.86	1.73	1.55

来源：公司年报、国金证券研究所

1、产品价差收窄，公司业绩承受压力

恒力石化于 2023 年 1 月 30 日发布 2022 年度业绩预减公告，公司 2022 年全年实现归母净利润 22~26 亿元，同比减少 83.26~85.83%，实现扣非归母净利润 8.92~12.92 亿元，同比减少 91.10%~93.86%。公司业绩预减主要原因系公司主要化工产品价差与盈利水平收窄明显。

2022 年四季度以来原油价格环比下跌，四季度均价为 88.63 美元/桶，环比降低 16.92%。炼化实际生产中存在周转周期，假设周转周期约为一个月，2022 年 Q4 恒力石化单吨产品加权销售价格为 6215 元/吨，环比下降 3.45%，原油价格单边下跌终端需求不旺终端产品价格走弱，库存损失拖累业绩。

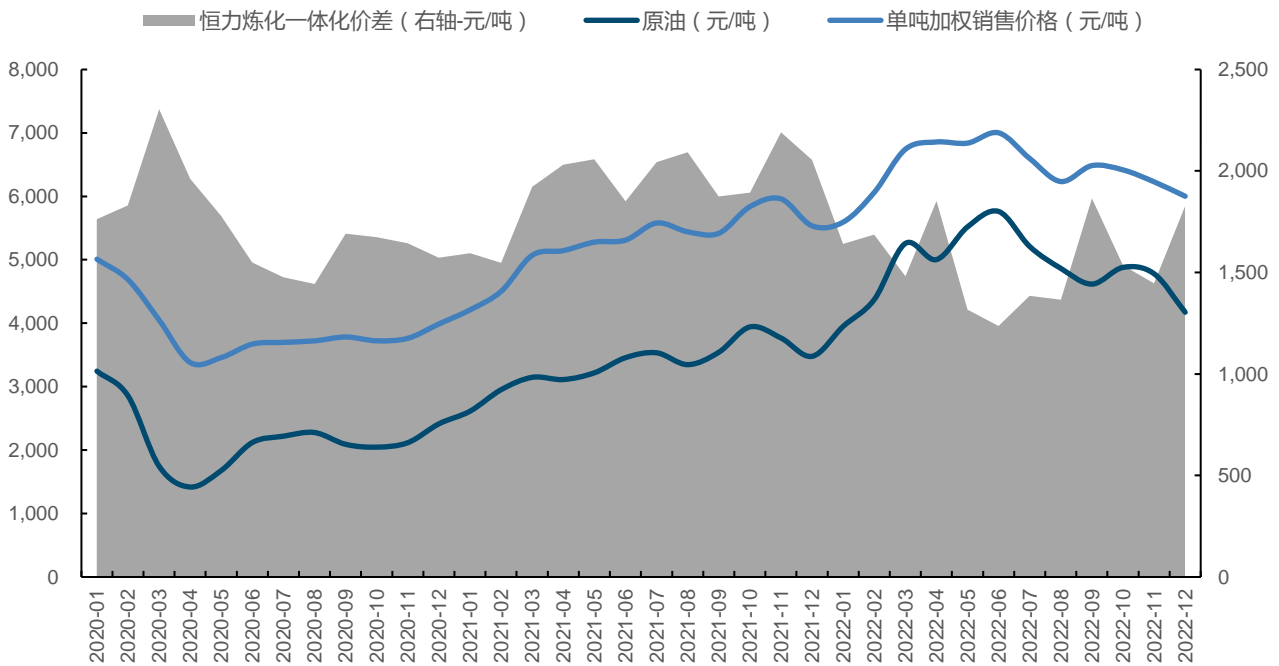
终端需求不景气促使产品价差收窄，大体量 PTA 或造成亏损。2022 年全年 PTA-PX 均价差为 411 元/吨，同比 2021 年下降 9.5%；其中，四季度 PTA 均价差为 375 元/吨，环比收窄 33.5%，同比下降 32.9%。公司现有 1410 万吨/年 PTA 产能，PTA-PX 价差持续收窄，叠加终端需求不景气或造成公司业绩亏损。2022 年下半年聚烯烃等化工品价差跌至历史底部，下半年聚烯烃-原油均价差为 2587 元/吨，相比上半年 3046 元/吨下降 15%，显著拖累第四季度业绩。

图表 1：四季度以来布伦特原油价格持续走低



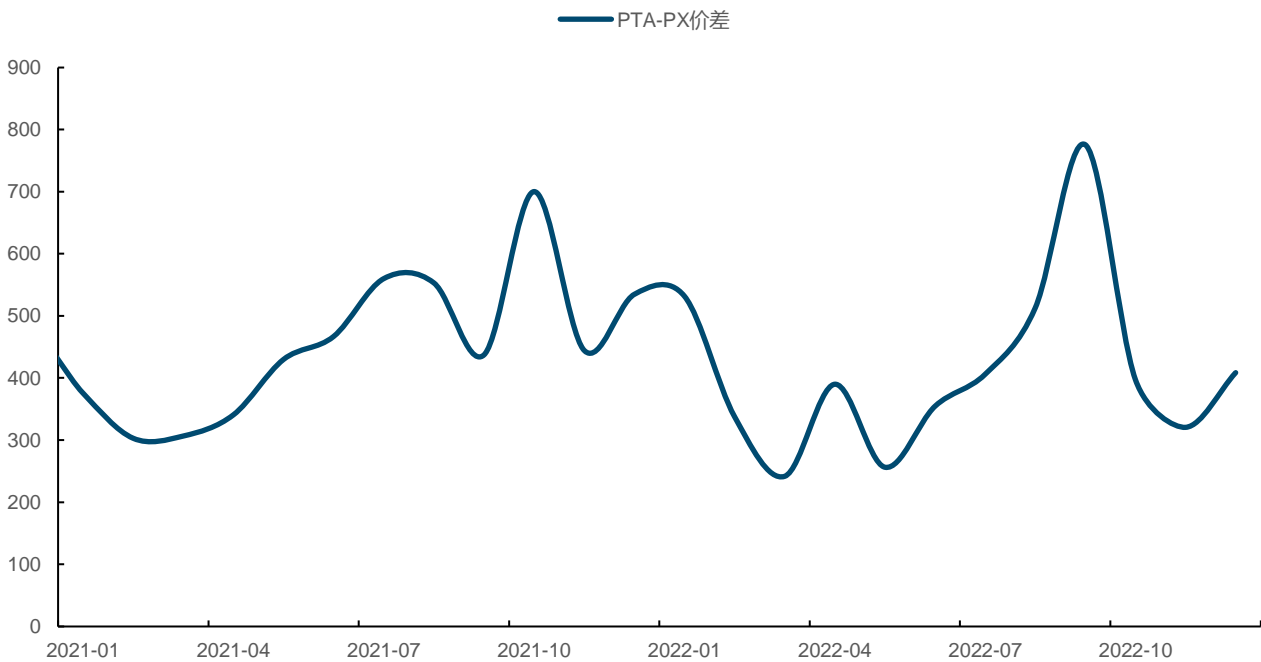
来源：Wind，国金证券研究所

图表2: 恒力石化加权平均单吨销售价格及价差 (考虑原油周转)



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

图表3: PTA-PX 价差走窄



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

图表4: 聚烯烃-原油价差跌至历史底部



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

公司盈利能力有望进一步修复，业绩成长确定性较强。公司在7、8月份开始的炼化一体化项目的检修工作目前已经完成，公司生产负荷逐步恢复。同时，公司2023-2024年预计将有年产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能源新材料产能正在建设当中，公司持续推进深加工新能源新材料项目，盈利能力有望进一步修复，后续业绩成长确定性较强。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	100,782	152,373	197,997	213,477	264,777	260,436	货币资金	16,509	15,671	15,986	39,157	26,309	24,858
增长率		51.2%	29.9%	7.8%	24.0%	-1.6%	应收款项	5,161	6,253	6,915	7,352	8,683	8,541
主营业务成本	-79,866	-124,116	-167,518	-196,315	-237,597	-224,204	存货	19,464	19,691	33,553	37,650	45,567	46,069
%销售收入	79.2%	81.5%	84.6%	92.0%	89.7%	86.1%	其他流动资产	12,161	10,489	8,726	10,015	9,653	9,452
毛利	20,917	28,257	30,478	17,162	27,180	36,232	流动资产	53,294	52,105	65,180	94,173	90,211	88,920
%销售收入	20.8%	18.5%	15.4%	8.0%	10.3%	13.9%	%总资产	30.6%	27.3%	31.0%	36.2%	32.7%	31.2%
营业税金及附加	-2,121	-2,628	-3,440	-3,629	-4,501	-4,427	长期投资	34	232	370	370	370	370
%销售收入	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	107,366	126,046	130,514	148,796	166,881	180,045
销售费用	-952	-177	-291	-320	-397	-391	%总资产	61.6%	66.0%	62.1%	57.3%	60.5%	63.2%
%销售收入	0.9%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	8,500	10,274	10,041	11,907	13,569	15,518
管理费用	-1,090	-1,716	-1,985	-2,348	-2,913	-2,865	非流动资产	121,083	138,924	145,116	165,705	185,447	196,019
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	69.4%	72.7%	69.0%	63.8%	67.3%	68.8%
研发费用	-958	-826	-1,019	-1,494	-1,853	-1,823	资产总计	174,378	191,029	210,296	259,877	275,658	284,939
%销售收入	1.0%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	50,441	53,708	61,014	99,361	98,587	100,144
息税前利润 (EBIT)	15,795	22,910	23,742	9,370	17,515	26,726	应付款项	23,950	23,226	27,179	34,973	42,328	39,945
%销售收入	15.7%	15.0%	12.0%	4.4%	6.6%	10.3%	其他流动负债	7,876	8,865	9,583	9,518	12,309	12,920
财务费用	-3,563	-5,029	-4,916	-6,485	-7,451	-7,753	流动负债	82,267	85,800	97,776	143,852	153,225	153,009
%销售收入	3.5%	3.3%	2.5%	3.0%	2.8%	3.0%	长期贷款	51,265	53,883	52,122	54,122	56,122	58,122
资产减值损失	-19	-604	-172	0	0	0	其他长期负债	4,106	4,322	3,097	3,044	3,032	3,023
公允价值变动收益	125	239	356	0	0	0	负债	137,639	144,004	152,996	201,019	212,379	214,154
投资收益	275	-397	19	200	200	200	普通股股东权益	36,333	46,905	57,231	58,790	63,210	70,716
%税前利润	2.1%	n.a	0.1%	6.5%	1.9%	1.0%	其中：股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
营业利润	13,223	18,051	19,791	3,085	10,265	19,173	未分配利润	10,512	21,121	31,118	32,447	36,868	44,374
营业利润率	13.1%	11.8%	10.0%	1.4%	3.9%	7.4%	少数股东权益	406	119	69	69	69	69
营业外收支	-11	-14	37	0	0	0	负债股东权益合计	174,378	191,029	210,296	259,877	275,658	284,939
税前利润	13,212	18,037	19,828	3,085	10,265	19,173	比率分析						
利润率	13.1%	11.8%	10.0%	1.4%	3.9%	7.4%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-3,100	-4,543	-4,290	-669	-2,227	-4,160	每股指标						
所得税率	23.5%	25.2%	21.6%	21.7%	21.7%	21.7%	每股收益	1.424	1.912	2.206	0.343	1.142	2.133
净利润	10,112	13,495	15,538	2,416	8,037	15,012	每股净资产	5.162	6.664	8.130	8.352	8.980	10.046
少数股东损益	87	33	7	0	0	0	每股经营现金净流	2.406	3.430	2.652	2.864	3.913	4.723
归属于母公司的净利润	10,025	13,462	15,531	2,416	8,037	15,012	每股股利	0.400	0.770	1.010	0.154	0.514	1.066
净利率	9.9%	8.8%	7.8%	1.1%	3.0%	5.8%	回报率						
							净资产收益率	27.59%	28.70%	27.14%	4.11%	12.72%	21.23%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.75%	7.05%	7.39%	0.93%	2.92%	5.27%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	投入资本收益率	8.67%	11.01%	10.92%	3.46%	6.29%	9.14%
净利润	10,112	13,495	15,538	2,416	8,037	15,012	增长率						
少数股东损益	87	33	7	0	0	0	主营业务收入增长率	67.78%	51.19%	29.94%	7.82%	24.03%	-1.64%
非现金支出	4,082	8,169	9,195	8,999	10,320	11,890	EBIT增长率	196.28%	45.05%	3.63%	-60.53%	86.93%	52.59%
非经营收益	2,551	3,822	3,666	6,851	7,928	8,275	净利润增长率	201.73%	34.28%	15.37%	-84.45%	232.71%	86.78%
营运资金变动	191	-1,342	-9,729	1,893	1,260	-1,932	总资产增长率	39.23%	9.55%	10.09%	23.58%	6.07%	3.37%
经营活动现金净流	16,937	24,143	18,670	20,159	27,545	33,246	资产管理能力						
资本开支	-41,774	-23,929	-13,383	-29,584	-30,061	-22,655	应收账款周转天数	2.1	2.4	3.7	3.0	3.0	3.0
投资	204	1,103	499	0	0	0	存货周转天数	86.7	57.6	58.0	70.0	70.0	75.0
其他	1,657	415	-214	200	200	200	应付账款周转天数	80.3	49.7	28.0	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	-39,913	-22,411	-13,098	-29,384	-29,861	-22,455	固定资产周转天数	300.9	291.9	226.3	220.8	198.4	217.6
股权募资	0	0	0	229	0	0	偿债能力						
债权募资	33,633	7,097	4,362	40,326	1,226	3,556	净负债/股东权益	227.49%	194.12%	168.12%	192.86%	201.62%	187.32%
其他	-7,997	-8,118	-11,749	-8,142	-11,745	-15,789	EBIT利息保障倍数	4.4	4.6	4.8	1.4	2.4	3.4
筹资活动现金净流	25,637	-1,021	-7,388	32,413	-10,519	-12,233	资产负债率	78.93%	75.38%	72.75%	77.35%	77.04%	75.16%
现金净流量	2,758	701	-1,905	23,188	-12,835	-1,442							

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

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