

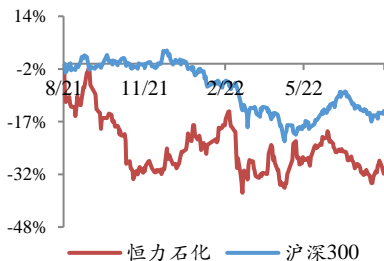
## 经营稳健盈利承压，龙头加速新材料布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价(元)	20.10
近12个月最高/最低(元)	29.19/18.44
总股本(百万股)	7,039
流通股本(百万股)	7,039
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,415
流通市值(亿元)	1,415

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

### 联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件描述

8月16日，恒力石化披露2022年半年度报告，2022年上半年公司实现营业收入1191.55亿元，同比增长13.94%；实现归母净利润80.26亿元，同比下降7.13%；实现扣非净利润74.17亿元，同比下降10.27%。其中2022年第二季度，公司实现营业收入657.59亿元，同比增长28.08%，环比增长23.15%；实现归母净利润38.03亿元，同比下降16.08%，环比下降9.93%；实现扣非净利润33.03亿元，同比下降26.72%，环比下降9.70%。

#### ● 原材料大幅上涨叠加下游需求偏弱，22Q2业绩同比下滑。

**炼化稳步增长，其他板块有所承压。**2022年上半年，炼化继续是公司最重要的盈利来源，各家全资子公司贡献情况：恒力炼化贡献净利润61.70亿元，同比增加17.70%；恒力化工贡献净利润3.72亿元，同比下降74.88%；恒力石化（大连）在PTA板块上扭亏为盈，上半年贡献净利润5.47亿元；恒力化纤贡献净利润3.32亿元，同比下降69.85%；康辉新材料净利润2.13亿，同比下降70.98%。

**盈利能力略微下滑，整体保持稳健，三费控制合理。**盈利能力方面，整体销售毛利率14.07%，同比下滑1.20个百分点；净利率6.74%，较去年下滑1.52pct。ROE为13.27%，同比下滑2.9pct。费用方面，2022Q2销售费用率为0.14%，同比/环比+0.03/-0.04pct；管理费用率为0.76%，同比/环比-0.23/-0.15pct；财务费用率2.64%，同比/环比+0.00/+0.16pct；研发费用率0.48%，同比/环比+0.01/-0.02pct。2022年上半年，公司经营活动净现金流166.35亿，同比增加2.81%，筹资活动净现金流50.52亿。2022年上半年内外部环境动荡，公司整体盈利情况相对稳定，体现了在波动的市场环境下的抗压能力，并体现了公司有效平滑行业周期性对盈利的能力。

**原材料上涨及需求波动，二季度行业压力加大。**Q2业绩承压，主要原因是Q2公司采购的原材料及原油价格继续上涨，原材料原油/煤炭市场价格环比增长+14.98%/+0.32%。同时宏观经济面临压力，房地产、纺织、建材等下游需求放缓，产品价格未完全传导。成本高企叠加下游需求不足，经济效益回落。根据我们的跟踪，价格方面，根据公司经营数据披露，炼化平均价格5925.99元/吨，同比/环比+24.23%/+6.70%；PTA板块平均价格5785.02元/吨，同比/环比+40.82%/+15.58%；新材料板块平均价格9358.79元/吨，同比/环比+6.86%/+0.72%。PTA及航空煤油涨幅较大，传导较顺利，化纤及烯烃低迷，传导受阻。PTA及炼化板块价差方面，PTA-PX/聚酯-PTA-MEG/PX-石脑油/乙二醇-乙烯/苯乙烯-纯苯-乙烯/HDPE-乙烯价差环比+46.6%/-21.4%/+83.2%/-198.2%/-249.5%/+48.38%。新材

料板块,涤纶长丝产品下游需求偏弱,同时价差收窄,盈利下滑,POY-聚酯切片/DTY-聚酯切片/FDY-聚酯切片价差环比-28.4%/-23.5%/-9.64%。

摆脱疫情影响,销量实现环比稳步增长。量方面,2022Q2炼化板块销量619.06万吨,同比/环比-8.83%/+9.18%;PTA板块销量292.91万吨,同比/环比-0.03%/+19.07%;新材料板块销量81.80万吨,同比/环比+4.87%/+20.29%。在原材料原油涨价及宏观经济走弱的背景下,公司Q2各板块均实现销量环比增长。

图表 1 恒力石化季度经营数据

	炼化产品			PTA			新材料		
	产量/ 万吨	销量/ 万吨	平均 价格 元/吨	产量/ 万吨	销量/ 万吨	平均 价格 元/吨	产量/ 万吨	销量/ 万吨	平均 价格 元/吨
20Q1	417	412	4060	174	200	3524	62	43	7742
20Q2	840	480	4417	284	237	3402	66	60	7460
20Q3	597	609	3567	190	168	3371	77	67	6989
20Q4	660	1007	2995	313	314	2759	61	102	5073
21Q1	586	862	3666	302	315	3518	80	66	8080
21Q2	604	679	4770	305	293	4108	80	78	8758
21Q3	569	476	4616	315	277	4480	85	84	8761
21Q4	593	301	6301	296	254	4964	88	85	9079
22Q1	590	567	5554	298	246	5005	87	68	9292
22Q2	566	619	5926	307	293	5785	85	82	9359

注: 21Q2 之前数据按照新统计口径追溯调整。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司上半年炼油产品价格大幅下滑,部分炼油产品价差宽幅缩窄的情况下,盈利能力保持较稳定,公司对原材料价格趋势判断准确,积极储备充足的低价原油库存也对业绩带来正向作用。近期原油价格出现下跌,中长期原油价格有望回归正常水位,公司的盈利能力有望逐步修复。

● 加速精细产业园一期项目,新材料资本开支提升加速成长

基于炼化一体化良好现金流,公司持续增加资本开支,保证公司未来成长性。公司基于自身的 C2-C4 全产业链的大化工原料平台优势以及多年的研发积累,选择布局当前我国紧缺的高端涤纶、功能性薄膜、可降解材料、新能源化学品等新材料,加速“卡脖子”和“产能瓶颈”等受限环节的国产替代。目前在拟建项目有惠州 500 万吨/年 PTA 项目、150 万吨绿色多功能纺织新材料项目、45 万吨 PBS/PBAT 可降解塑料项目/80 万吨功能性聚脂薄膜/塑料项目、16 亿平米锂电隔膜项目、德力二期 120 万吨/年民用丝与苏州本部 140 万吨/年工业丝、260 万吨高性能聚酯、60 万吨/年 BDO 等。其中 PBAT 项目将在 2022 年中投产贡献利润增量,惠州 PTA 项目将在年底投产。国产锂电隔

膜项目下游客户和设备线定制顺利，将在明年开始陆续交付。

**图表 2 恒力石化在建拟建项目**

项目	内容	预期投产
惠州 PTA 项目	500 万吨 PTA	2022 年底
45 万吨/年 PBS/PBAT 可降解塑料	PBS 类生物降解塑料，年产能 45 万吨；同时新建 30 万吨己二酸原料配套	2022 年 6 月；己二酸 2023 年
150 万吨绿色多功能纺织新材料项目（恒科三期）	15 万吨/年超仿真功能性新型弹性纤维项目（双组份）、15 万吨/年超仿真差别化环保纤维项目（再生纤维）、30 万吨/年改性聚酯纤维项目（阳离子）、30 万吨/年差别化功能性聚酯纤维项目（全消光）、60 万吨/年差别化超仿真聚酯纤维项目（30 万吨/年 POY，30 万吨/年 FDY）	2023 年 6 月
16 亿平锂电隔膜项目	康辉新材料引进日本芝浦机械株式会社和青岛中科华联新材料的湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米	2023 年 7 月
260 万吨高性能聚酯工程	3 条 60 万吨/年聚酯生产线，2 条 30 万吨/年聚酯生产线，2 条 10 万吨/年聚酯生产线，主要生产工业丝级聚酯切片、膜级聚酯切片、光伏材料聚酯切片和膜级母粒聚酯切片	2024 年 7 月
160 万吨/年高性能树脂及新材料项目	26 万吨/年聚碳酸酯装置、30 万吨/年 ABS 装置、45 万吨/年环氧乙烷装置、40 万吨 CO <sub>2</sub> 回收和 20 万吨/年乙醇胺等 14 套化工（联合）装置	2024 年 7 月
80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目	功能性聚酯薄膜 34.6 万吨/年、高端功能性聚酯薄膜 12.4 万吨/年、功能性薄膜 10 万吨/年、改性 PBT15 万吨/年、改性 PBAT 8 万吨/年	2024 年 2 月
新材料配套化工项目	35 万吨/年合氨装置、30 万吨/年硝酸装置、30 万吨己二酸装置、20 万吨/年食品级 CO <sub>2</sub> 装置	2024 年 6 月
60 万吨/年 BDO 项目	60 万吨/年 BDO	2023 年 H2

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### ● 投资建议

我们看好公司基于全种类原料平台优势，通过资本开支扩大规模优势，实现强者恒强，同时积极开拓下游新材料，提高产品的差异化和附加值。预计公司 2022 年、2023 年和 2024 年归母净利润分别为 154.08 亿元、207.45 亿元和 332.06 亿元，EPS 分别为 2.19 元、2.95 元和 4.72 元，对应当前股价 PE 分别为 9.31/6.92/4.32，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

产品价格下跌，原油和煤炭价格上涨，项目建设不及预期

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	197997	221941	229608	257856
收入同比 (%)	29.9%	12.1%	3.5%	12.3%
归属母公司净利润	15531	15408	20745	33206
净利润同比 (%)	15.4%	-0.8%	34.6%	60.1%
毛利率 (%)	15.4%	15.1%	17.1%	20.9%
ROE (%)	27.1%	21.2%	22.2%	26.2%
每股收益 (元)	2.21	2.19	2.95	4.72
P/E	10.41	9.31	6.92	4.32
P/B	2.83	1.97	1.54	1.13
EV/EBITDA	7.90	7.39	6.67	4.62

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	65180	53828	51697	56910	<b>营业收入</b>	197997	221941	229608	257856
现金	15986	0	0	0	营业成本	167518	188447	190352	203845
应收账款	2644	2146	2447	2895	营业税金及附加	3440	3551	2985	2579
其他应收款	852	1589	1281	1464	销售费用	291	1776	1607	1547
预付账款	2637	2714	2932	3095	管理费用	1985	2885	2296	2063
存货	33553	37856	35522	39939	财务费用	4916	6205	6660	6673
其他流动资产	9509	9523	9516	9517	资产减值损失	-155	0	0	0
<b>非流动资产</b>	145116	191054	214582	239267	公允价值变动收益	-356	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	19	0	0	0
固定资产	122731	163641	190497	213379	<b>营业利润</b>	19791	19070	25658	41069
无形资产	7342	9789	11116	12425	营业外收入	59	0	0	0
其他非流动资产	15043	17624	12970	13463	营业外支出	21	0	0	0
<b>资产总计</b>	210296	244882	266279	296177	<b>利润总额</b>	19828	19070	25658	41069
<b>流动负债</b>	97776	116916	116885	112910	所得税	4290	3623	4875	7803
短期借款	55591	56239	62410	55053	<b>净利润</b>	15538	15447	20783	33266
应付账款	10689	26371	20599	21197	少数股东损益	7	38	37	60
其他流动负债	31496	34306	33876	36660	<b>归属母公司净利润</b>	15531	15408	20745	33206
<b>非流动负债</b>	55220	55220	55865	56472	EBITDA	32765	34833	39619	55648
长期借款	52122	52122	52767	53375	EPS (元)	2.21	2.19	2.95	4.72
其他非流动负债	3097	3097	3097	3097					
<b>负债合计</b>	152996	172135	172749	169382					
少数股东权益	69	108	145	205					
股本	7039	7039	7039	7039					
资本公积	18456	18456	18456	18456					
留存收益	31736	47145	67890	101096					
归属母公司股东权益	57231	72640	93385	126591					
<b>负债和股东权益</b>	210296	244882	266279	296177					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	18670	46409	31771	47222
净利润	15531	15408	20745	33206
折旧摊销	9023	10661	8399	9115
财务费用	4126	6444	6660	6673
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	-9729	13858	-4071	-1831
其他经营现金流	24998	1589	24854	35096
<b>投资活动现金流</b>	-13098	-56599	-31927	-33799
资本支出	-13383	-56599	-31927	-33799
长期投资	499	0	0	0
其他投资现金流	-214	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-7388	-5796	157	-13423
短期借款	5711	648	6172	-7358
长期借款	-1761	0	645	607
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	106	0	0	0
其他筹资现金流	-11444	-6444	-6660	-6673
<b>现金净增加额</b>	-1905	-15986	0	0

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.9%	12.1%	3.5%	12.3%
营业利润	9.6%	-3.6%	34.5%	60.1%
归属于母公司净利	15.4%	-0.8%	34.6%	60.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	15.4%	15.1%	17.1%	20.9%
净利率 (%)	7.8%	6.9%	9.0%	12.9%
ROE (%)	27.1%	21.2%	22.2%	26.2%
ROIC (%)	10.9%	10.5%	11.8%	15.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	72.8%	70.3%	64.9%	57.2%
净负债比率 (%)	267.0%	236.6%	184.7%	133.6%
流动比率	0.67	0.46	0.44	0.50
速动比率	0.30	0.11	0.11	0.12
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.94	0.91	0.86	0.87
应收账款周转率	74.89	103.44	93.84	89.08
应付账款周转率	15.67	7.15	9.24	9.62
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.21	2.19	2.95	4.72
每股经营现金流薄)	2.65	6.59	4.51	6.71
每股净资产	8.13	10.32	13.27	17.98
<b>估值比率</b>				
P/E	10.41	9.31	6.92	4.32
P/B	2.83	1.97	1.54	1.13
EV/EBITDA	7.90	7.39	6.67	4.62

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。