

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

恒力石化(600346.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师  
执业编号: S1500519080001  
联系电话: +86 21 61678597  
邮箱: chenshuxian@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理  
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

## 相关研究

《恒力石化(600346):“炼化+新材料”,上下一体化强化龙头》  
2021.04.26

《恒力石化(600346):多个项目齐披露,加大力度深耕新材料》  
2021.06.25

《恒力石化(600346):景气周期推动,半年业绩同比大幅回升》  
2021.06.30

《恒力石化(600346):顺周期业绩复苏,加大布局“炼化+新材料”》  
2021.08.17

《恒力石化(600346):构建大化工平台,开拓新材料领域》  
2021.10.28

《恒力石化(600346):21年利润平稳增长,第二成长空间广阔》  
2022.04.08

《恒力石化(600346):22Q1业绩平稳增长,新项目稳步推进》  
2022.05.10

《恒力石化(600346):22Q2业承压,看好公司第二成长曲线》  
2022.08.16

## 2022Q3 公司业绩承压,熬过至暗静待黎明

2022年10月29日

**事件:** 2022年10月28日晚,恒力石化发布2022年第三季度报告,2022年前三季度,公司实现营业收入1703.57亿元,同比增长12.46%;实现归母净利润60.87亿元,同比下降52.12%;实现扣非后归母净利润47.91亿元,同比下降60.13%,实现基本每股收益0.86元,同比下降52.49%。其中,2022年第三季度实现营业收入512.02亿元,同比增长9.14%,环比下降22.14%;实现归母净利润-19.39亿元,同比下降147.66%,环比下降150.99%,实现扣非后归母净利润-26.26亿元,同比下降170.05%,环比下降179.50%;实现基本每股收益-0.28元,同比下降148.28%,环比下降151.85%。

**点评:**

➤ **炼厂检修叠加价差收窄,2022Q3公司业绩承压:** 2022年Q3,受美联储加息和市场经济衰退担忧影响,油价震荡走低,布伦特原油均价从2022Q2的111.98美元/桶降至2022Q3的98.16美元/桶,环比下降12.34%,但与往年同期相比仍处于高位,同比+34.19%。同时,受油价波动影响,下游企业对化工品的采购大多以刚需为主,市场重现金九银十旺季不旺情形,市场观望情绪浓郁导致需求不足。**产销方面:** 2022年Q3,公司炼化装置进入检修,石化产品产销量出现了一定幅度下降,其中,炼化产品产销量分别为491.97、449.01万吨,同比分别-13.61%、-5.73%,环比分别-12.95%、-27.48%;产销率为91.27%,环比-18.28pct。PTA产销量分别为280.06、250.25万吨,同比分别-11.04%、-9.75%,环比分别-8.80%、-14.60%;产销率为89.36%,环比-6.06%。聚酯新材料产销量分别为89.61、85.48万吨,同比分别+5.34%、+1.17%,环比分别+6.36%、+4.69%;产销率为95.39%,环比-1.52%。考虑2022Q3油价单边下行、公司生产存在原料采购周期、下游需求弱势延续等因素,成本端下降幅度不及产品端下降幅度,公司主要产品价差缩窄,加之2022Q3炼厂检修,公司产销量出现下滑,价量下行导致公司2022Q3业绩承受较大压力。**税费方面:** 2022Q3公司税金及附加为22.91亿元,同比+83.21%,环比+147.94%,除所得税外其他税费成本明显上升。待价差修复和装置正常运行后,公司盈利能力或将有明显改善。

➤ **基于大化工平台,着力打造第二成长曲线:** 公司积极推动各大业务板块的协同发展,大力拓展上下游高端产能同步发展。恒力2000万吨/年炼化一体化项目、150万吨/年乙烯项目已全面投产,实现公司在关键产能环节的战略性突破。同时公司500万吨/年现代煤化工装置以及1160万吨/年PTA装置也已布局建设完成,大大提升了公司经营弹性空间与综合成本优势。在国内炼油能力过剩,成品油过剩,成品油出口需依照配额政策下,恒力石化大连长兴岛2000万吨/年大炼化项目的成品油收率低,同时恒力以大炼化项目所产化工品为依托,积极布局下游高附加值化工新材料产业链。公司现有24万吨/年PBT工程塑料产能、38.5万吨/年BOPET功能性薄膜产能、3.3万吨/年PBAT产能。2023-2024

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

年，年产 80 万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目（包括 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，30 万吨/年己二酸新材料配套项目，160 万吨/年高性能树脂及新材料项目，260 万吨/年高性能聚酯工程也将陆续建成。同时，子公司康辉新材料将引进日本芝浦机械株式会社和青岛中科华联新材料股份有限公司的湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米，预计在 2023 年陆续达产。通过进一步拓宽公司在下游化工新能源材料市场的布局，快速扩张高端差异化的消费新材料产能，生产可降解塑料顺应当前“双碳”目标，不断满足市场增量需求，实现产业链的多元覆盖。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 91.92、132.50 和 171.51 亿元，归母净利润增速分别为 -40.8%、44.1% 和 29.4%，EPS（摊薄）分别为 1.31、1.88 和 2.44 元/股，对应 2022 年 10 月 28 日的收盘价，PE 分别为 11.72、8.13 和 6.28 倍。我们看好公司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，我们维持对恒力石化的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格大幅震荡；新产能建设进度不及预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动幅度较大；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；全球经济复苏不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	152,373	197,997	244,872	285,356	313,577
增长率 YoY %	51.2%	29.9%	23.7%	16.5%	9.9%
归属母公司净利润 (百万元)	13,462	15,531	9,192	13,250	17,151
增长率 YoY%	34.3%	15.4%	-40.8%	44.1%	29.4%
毛利率%	18.5%	15.4%	11.2%	12.0%	13.0%
净资产收益率ROE%	28.7%	27.1%	14.5%	18.5%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.21	1.31	1.88	2.44
市盈率 P/E(倍)	14.63	10.41	11.72	8.13	6.28
市净率 P/B(倍)	4.20	2.83	1.70	1.51	1.31

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	52,105	65,180	92,643	87,392	99,375	<b>营业总收入</b>	152,373	197,99	244,872	285,356	313,577
货币资金	15,671	15,986	35,064	23,666	32,150	营业成本	124,116	167,51	217,444	251,008	272,867
应收票据	4	0	0	0	0	营业税金	2,628	3,440	6,122	7,134	7,839
应收账款	1,364	2,644	1,342	1,564	1,718	销售费用	177	291	367	428	470
预付账款	1,994	2,637	3,423	3,951	4,295	管理费用	1,716	1,985	2,449	2,857	3,138
存货	19,691	33,553	43,553	50,276	54,654	研发费用	826	1,019	1,639	1,642	1,839
其他	13,380	10,360	9,262	7,936	6,557	财务费用	5,029	4,916	5,821	6,313	6,402
<b>非流动资产</b>	138,924	145,116	157,564	180,001	185,228	减值损失	-626	-155	-1	-1	-3
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-397	19	24	28	30
固定资产(合计)	121,850	122,731	129,563	153,766	157,717	其他	1,192	1,100	942	1,098	1,206
无形资产	7,189	7,342	9,789	11,116	12,425	<b>营业利润</b>	18,051	19,791	11,995	17,097	22,255
其他	9,885	15,043	18,212	15,119	15,086	营业外收支	-14	37	12	12	20
<b>资产总计</b>	191,029	210,296	250,207	267,393	284,603	<b>利润总额</b>	18,037	19,828	12,007	17,109	22,275
<b>流动负债</b>	85,800	97,776	124,693	132,639	138,105	所得税	4,543	4,290	2,811	3,853	5,116
短期借款	49,879	55,591	70,591	70,591	70,591	<b>净利润</b>	13,495	15,538	9,196	13,256	17,159
应付票据	7,805	16,050	20,834	24,050	26,144	少数股东损益	33	7	4	6	8
应付账款	15,005	10,689	13,875	16,017	17,411	<b>归属母公司净利润</b>	13,462	15,531	9,192	13,250	17,151
其他	13,110	15,446	19,394	21,982	23,959	EBITDA	30,475	32,765	25,951	33,000	38,858
<b>非流动负债</b>	58,205	55,220	62,220	63,220	64,220	EPS(当年)(元)	1.91	2.21	1.31	1.88	2.44
长期借款	53,883	52,122	57,122	58,122	59,122						
其他	4,322	3,097	5,097	5,097	5,097						
<b>负债合计</b>	144,004	152,996	186,913	195,859	202,324						
少数股东权益	119	69	74	80	87						
归属母公司股东权益	46,905	57,231	63,220	71,454	82,191						
<b>负债和股东权益</b>	191,029	210,296	250,207	267,393	284,603						

  

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	152,373	197,997	244,872	285,356	313,577
同比(%)	51.2%	29.9%	23.7%	16.5%	9.9%
归属母公司净利润	13,462	15,531	9,192	13,250	17,151
同比(%)	34.3%	15.4%	-40.8%	44.1%	29.4%
毛利率(%)	18.5%	15.4%	11.2%	12.0%	13.0%
ROE%	28.7%	27.1%	14.5%	18.5%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.21	1.31	1.88	2.44
P/E	14.63	10.41	11.72	8.13	6.28
P/B	4.20	2.83	1.70	1.51	1.31
EV/EBITDA	9.51	7.90	8.01	6.68	5.48

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动</b>	24,143	18,670	27,751	32,027	36,869
现金流					
净利润	13,495	15,538	9,196	13,256	17,159
折旧摊销	7,565	9,023	9,099	10,714	11,435
财务费用	3,576	4,126	5,861	6,401	6,461
投资损失	-275	397	-19	-24	-28
营运资金变动	-1,342	-9,729	3,631	1,697	1,864
其它	452	-269	-13	-13	-20
<b>投资活动</b>	-22,411	-13,098	-19,512	-31,524	-15,024
资本支出	-23,929	-13,383	-19,336	-31,552	-15,054
长期投资	1,103	499	-200	0	0
其他	415	-214	24	28	30
<b>筹资活动</b>	-1,021	-7,388	10,839	-11,901	-13,361
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	7,097	4,362	20,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-8,006	-9,984	-11,261	-13,001	-14,461
<b>现金流净增加额</b>	701	-1,905	19,078	-11,398	8,484

## 研究团队简介

**陈淑娴, CFA, 石化行业首席分析师。**北京大学数学科学学院金融数学系学士, 北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心, 主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名, 第9届Wind金牌分析师石化行业第一名, 第9届Choice最佳分析师石化行业第二名, 第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名, 第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队; 2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师, 荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名, 第8届Wind金牌分析师石化行业第四名, 21世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告; 2019年荣获第7届Wind金牌分析师石化行业第二名。

**胡晓艺, 石化行业研究助理。**中国社会科学院大学经济学硕士, 西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心。

**刘奕麟, 香港大学工学硕士, 北京科技大学管理学学士。**2022年7月加入信达证券研究开发中心。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙瞳	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。