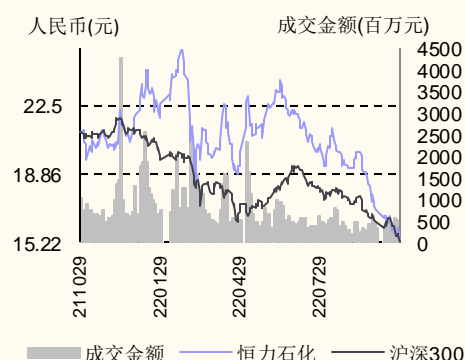


市场价格 (人民币): 15.31 元

短期承压, 未来可期!

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	70.39
已上市流通 A 股(亿股)	70.39
总市值(亿元)	1,077.69
年内股价最高最低(元)	25.50/15.31
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



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	227,882	253,259
营业收入增长率	51.19%	29.94%	7.82%	6.75%	11.14%
归母净利润(百万元)	13,462	15,531	8,805	16,043	25,012
归母净利润增长率	34.28%	15.37%	-43.31%	82.19%	55.91%
摊薄每股收益(元)	1.912	2.206	1.251	2.279	3.553
每股经营性现金流净额	3.43	2.65	3.90	5.11	6.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.70%	27.14%	14.13%	22.55%	29.91%
P/E	14.63	10.41	12.24	6.72	4.31
P/B	4.20	2.83	1.73	1.52	1.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恒力石化于 10 月 28 日披露三季报, 2022 年前三季度实现营业收入 1703 亿元, 同比增长 12.5%, 实现扣非归母净利润 47.9 亿元, 同比减少 60.1%; 单三季度实现扣非归母净利-26.3 亿元, 同比减少 170%。

经营分析

- 装置大检影响负荷, 业绩短期承压:** 参考恒力石化三季报, 恒力炼化一体化项目在 7 月和 8 月进行了 2019 年以来的首次检修, 检修对生产负荷具有一定影响, 参考公司三季度经营数据, 公司炼化产品/PTA 单三季度产量分别为 492/280 万吨, 环比上半年平均水平 and 去年同期分别减少了 15%/7% 和 14%/11%。装置大检影响负荷, 检修完成后公司负荷或逐步恢复往期水平。
- 油价持续单边下跌, 价差收窄或促使业绩受损:** 2022 年 Q3 出现油价持续单边下跌趋势, 布伦特从 6 月 117 美元/桶下跌至 9 月 91 美元/桶, 下跌幅度约为 23%, 而炼化实际生产中存在周转周期, 假设周转周期约为一个月, Q3 恒力石化产品价差平均为 1160 元/吨, 环比 Q2 收窄 29%, 同比去年同期减少 43%, 原油价格单边下跌终端需求不旺导致价差收窄, 业绩承压。
- 持续推进深加工及新能源新材料建设, 公司业绩成长可期:** 稳步推进 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、260 万吨/年功能性聚酯工程、30 万吨/年己二酸化工新材料配套项目及 16 亿平锂电隔膜项目等项目的工程建设, 公司持续推进深加工进新能源新材料项目, 后续业绩成长性确定性较强。

投资建议

- 受原油单边下跌影响, 公司业绩短期承压, 但大体量深加工布局促使未来成长性确定性较强。我们下调了公司 2022 年盈利预测, 下调幅度约为 31%, 恒力石化 2022-2024 年盈利预测为 88 亿元/160 亿元/250 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 为 1.25/2.28 元/3.55 元, 对应市盈率为 12.2X/6.7X/4.3X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 1. 油价单向大幅波动风险; 2. 疫情反复扰乱终端销售及运输节奏; 3. 终端需求严重恶化; 4. 地缘政治风险; 5. 项目建设进度不及预期; 6. 美元汇率大幅波动风险; 7. 其他不可抗力影响估值偏高;

相关报告

- 《景气底部业绩再起预期! -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
- 《存量已是过往, 增量激活未来! -恒力石化年报点评》, 2022.4.7
- 《240 亿元大项目来了, 中长期再获成长-恒力石化点评》, 2022.1.27

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004
chenlvlu@gjzq.com.cn

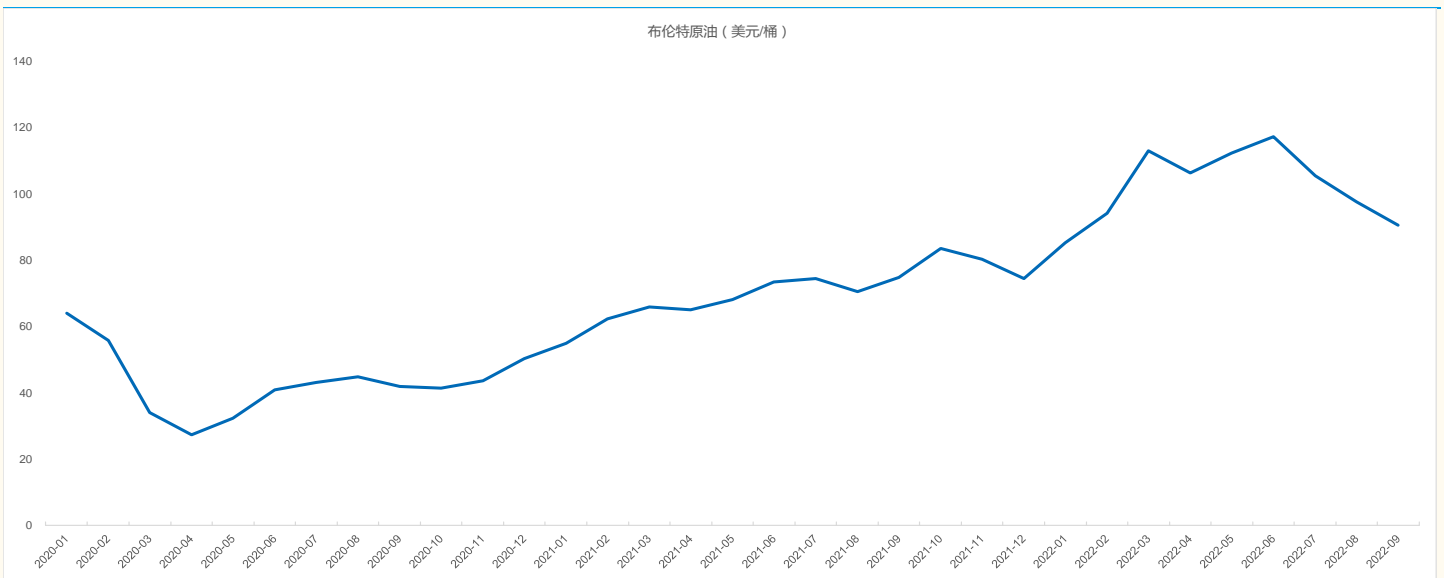
1、 装置检修叠加价差收窄，业绩短期承压

恒力石化于 10 月 28 日披露三季报，2022 年前三季度实现营业收入 1703 亿元，同比增长 12.5%，实现扣非归母净利润 47.9 亿元，同比减少 60.1%；单三季度实现扣非归母净利-26.3 亿元，同比减少 170%。

参考恒力石化三季报，恒力炼化一体化项目在 7 月和 8 月进行了 2019 年以来的首次检修，检修对生产负荷具有一定影响，参考公司三季度经营数据，公司炼化产品/PTA 单三季度产量分别为 492/280 万吨，环比上半年平均水平和去年同期分别减少了 15%/7%和 14%/11%。装置大检影响负荷，检修完成后公司负荷或逐步恢复往期水平。

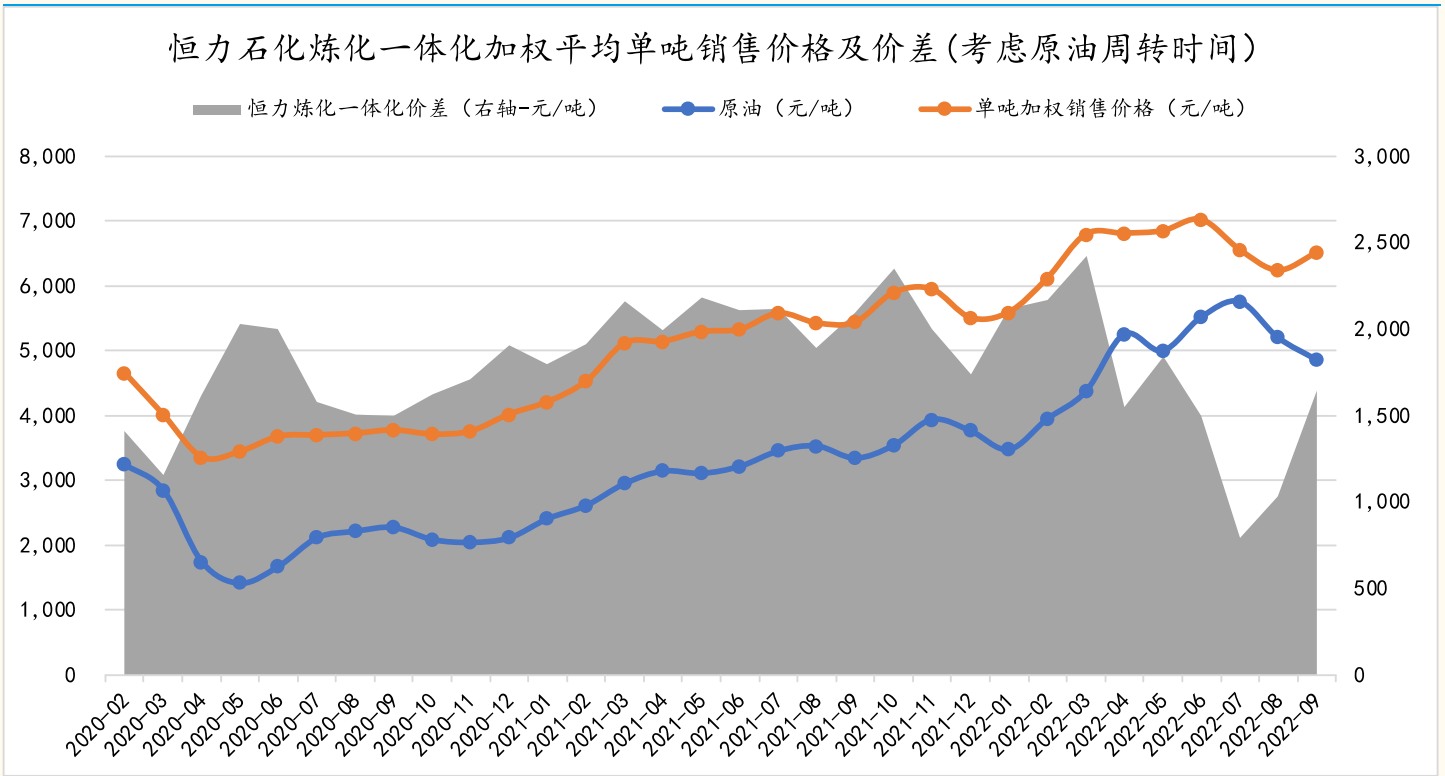
2022 年 Q3 出现油价持续单边下跌趋势，布伦特从 6 月 117 美元/桶下跌至 9 月 91 美元/桶，下跌幅度约为 23%，而炼化实际生产中存在周转周期，假设周转周期约为一个月，Q3 恒力石化产品价差平均为 1160 元/吨，环比 Q2 收窄 29%，同比去年同期减少 43%，原油价格单边下跌终端需求不旺价差持续收窄，业绩承压。

图表 1：布伦特原油价格（美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2: 恒力加权平均单吨销售价格及价差 (考虑原油周转)



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

公司稳步推进 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、260 万吨/年功能性聚酯工程、30 万吨/年己二酸化工新材料配套项目及 16 亿平锂电隔膜项目等项目的工程建设, 公司持续推进深加工进新能源新材料项目, 后续业绩成长性确定性较强。

2、 风险提示

1. 油价单向大幅波动风险: 炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性, 油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平;
2. 疫情反复扰乱终端产品销售及运输: 疫情反复及外溢或扰乱终端产品销售及运输
3. 终端需求严重需求恶化: 公司一体化的化学品多数为中间产品, 受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时, 下游消费, 包装, 汽车, 基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响;
4. 地缘政治风险: 原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断, 或者突发事件造成原油供应大幅度增加等, 终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税, 东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等;
5. 项目建设进度不及预期: 公司多个项目处于建设中, 如项目建设进度不及预期, 或对盈利预测产生影响;
6. 美元汇率大幅波动风险: 原油采购使用美元, 而收入端结算以人民币为主, 日常经营需要买入美元, 卖出人民币, 完成结算, 美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响;
7. 其他不可抗力影响;

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	227,882	253,259	货币资金	16,509	15,671	15,986	37,901	21,412	23,036
增长率		51.2%	29.9%	7.8%	6.7%	11.1%	应收账款	5,161	6,253	6,915	7,352	7,473	8,306
主营业务成本	-79,866	-124,116	-167,518	-188,267	-192,206	-205,129	存货	19,464	19,691	33,553	36,106	36,861	42,150
%销售收入	79.2%	81.5%	84.6%	88.2%	84.3%	81.0%	其他流动资产	12,161	10,489	8,726	9,854	8,972	9,166
毛利	20,917	28,257	30,478	25,210	35,676	48,130	流动资产	53,294	52,105	65,180	91,213	74,718	82,657
%销售收入	20.8%	18.5%	15.4%	11.8%	15.7%	19.0%	%总资产	30.6%	27.3%	31.0%	35.5%	28.7%	29.7%
营业税金及附加	-2,121	-2,628	-3,440	-3,629	-3,874	-4,305	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	-342	-380	%总资产	61.6%	66.0%	62.1%	57.9%	64.1%	64.6%
%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	-2,507	-2,786	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%	64.5%	71.3%	70.3%
研发费用	-958	-826	-1,019	-1,494	-1,595	-1,773	资产总计	174,378	191,029	210,296	256,918	260,165	278,676
%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	93,591	83,897	83,520
息税前利润 (EBIT)	15,795	22,910	23,742	17,418	27,358	38,886	应付款项	23,950	23,226	27,179	33,541	34,245	36,550
%销售收入	15.7%	15.0%	12.0%	8.2%	12.0%	15.4%	其他流动负债	7,876	8,865	9,583	10,246	11,673	13,759
财务费用	-3,563	-5,029	-4,916	-6,372	-7,069	-7,142	流动负债	82,267	85,800	97,776	137,378	129,814	133,828
%销售收入	3.5%	3.3%	2.5%	3.0%	3.1%	2.8%	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	194,545	188,968	194,974
投资收益	275	-397	19	200	200	200	普通股股东权益	36,333	46,905	57,231	62,304	71,127	83,633
%税前利润	2.1%	n.a	0.1%	1.8%	1.0%	0.6%	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	11,246	20,489	31,944	未分配利润	10,512	21,121	31,118	35,961	44,785	57,291
营业利润率	13.1%	11.8%	10.0%	5.3%	9.0%	12.6%	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	256,918	260,165	278,676
税前利润	13,212	18,037	19,828	11,246	20,489	31,944	比率分析						
利润率	13.1%	11.8%	10.0%	5.3%	9.0%	12.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-3,100	-4,543	-4,290	-2,440	-4,446	-6,932	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	1.251	2.279	3.553
净利润	10,112	13,495	15,538	8,805	16,043	25,012	每股净资产	5.162	6.664	8.130	8.851	10.105	11.881
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	3.896	5.112	6.048
归属于母公司的净利润	10,025	13,462	15,531	8,805	16,043	25,012	每股股利	0.400	0.770	1.010	0.563	1.026	1.777
净利率	9.9%	8.8%	7.8%	4.1%	7.0%	9.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.59%	28.70%	27.14%	14.13%	22.55%	29.91%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.75%	7.05%	7.39%	3.43%	6.17%	8.98%
净利润	10,112	13,495	15,538	8,805	16,043	25,012	投入资本收益率	8.67%	11.01%	10.92%	6.49%	10.14%	13.51%
少数股东损益	87	33	7	0	0	0	增长率						
非现金支出	4,082	8,169	9,195	8,999	10,320	11,890	主营业务收入增长率	67.78%	51.19%	29.94%	7.82%	6.75%	11.14%
非经营收益	2,551	3,822	3,666	6,725	7,483	7,594	EBIT增长率	196.28%	45.05%	3.63%	-26.64%	57.07%	42.14%
营运资金变动	191	-1,342	-9,729	2,894	2,136	-1,924	净利润增长率	201.73%	34.28%	15.37%	-43.31%	82.19%	55.91%
经营活动现金净流	16,937	24,143	18,670	27,424	35,982	42,573	总资产增长率	39.23%	9.55%	10.09%	22.17%	1.26%	7.12%
资本开支	-41,774	-23,929	-13,383	-29,584	-30,061	-22,655	资产管理能力						
投资	204	1,103	499	0	0	0	应收账款周转天数	2.1	2.4	3.7	3.0	3.0	3.0
其他	1,657	415	-214	200	200	200	存货周转天数	86.7	57.6	58.0	70.0	70.0	75.0
投资活动现金净流	-39,913	-22,411	-13,098	-29,384	-29,861	-22,455	应付账款周转天数	80.3	49.7	28.0	35.0	35.0	35.0
股权募资	0	0	0	229	0	0	固定资产周转天数	300.9	291.9	226.3	220.8	230.6	223.7
债权募资	33,633	7,097	4,362	34,556	-7,695	1,623	偿债能力						
其他	-7,997	-8,118	-11,749	-10,891	-14,902	-20,108	净负债/股东权益	227.49%	194.12%	168.12%	174.75%	165.45%	140.73%
筹资活动现金净流	25,637	-1,021	-7,388	23,893	-22,597	-18,485	EBIT利息保障倍数	4.4	4.6	4.8	2.7	3.9	5.4
现金净流量	2,758	701	-1,905	21,932	-16,477	1,633	资产负债率	78.93%	75.38%	72.75%	75.72%	72.63%	69.96%

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
买入	1	5	14	35	70
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.08	1.00

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。

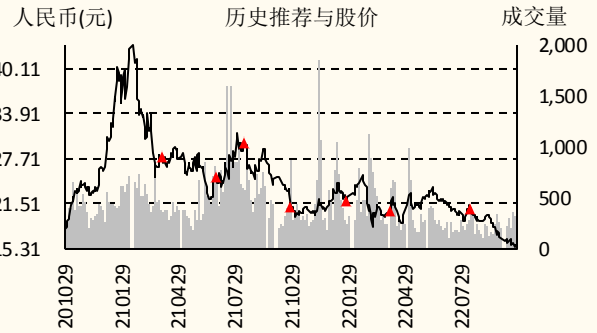
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-06	买入	29.70	71.40 ~ 71.40
2	2021-07-01	买入	26.24	71.40 ~ 71.40
3	2021-08-16	买入	30.95	71.40 ~ 71.40
4	2021-10-28	买入	24.03	71.40 ~ 71.40
5	2022-01-27	买入	23.21	71.40 ~ 71.40
6	2022-04-07	买入	20.98	71.40 ~ 71.40
7	2022-05-01	买入	20.95	N/A
8	2022-08-15	买入	21.24	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，而不应对本报告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: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

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