

## 恒力石化 (600346.SH) 短期业绩承压，长期看好炼化盈利能力持续修复

2022年10月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

蒋跨越（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

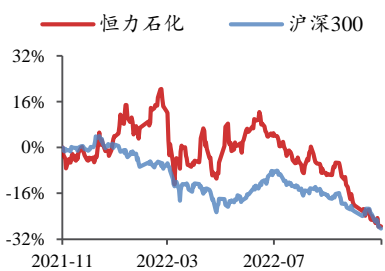
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790122010041

日期	2022/10/31
当前股价(元)	15.34
一年最高最低(元)	26.95/13.96
总市值(亿元)	1,079.80
流通市值(亿元)	1,079.80
总股本(亿股)	70.39
流通股本(亿股)	70.39
近3个月换手率(%)	17.97

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2022H1 公司抵御成本压力，逆境中彰显盈利韧性——公司信息更新报告》  
-2022.8.16

《Q1 业绩大超预期，炼化一体化优势充分显现——公司信息更新报告》  
-2022.5.4

《业绩再创新高，员工持股和下游延伸彰显发展信心——公司信息更新报告》  
-2022.4.7

● **高成本弱需求叠加检修使得 Q3 业绩亏损，看好未来修复，维持“买入”评级**  
10月28日，公司发布2022年三季报，Q3公司实现营业收入512.02亿元，同比+9.14%，环比-22.14%；实现归母净利润-19.39亿元，单季度亏损。高成本弱需求叠加检修因素使得Q3业绩不及预期。结合2022年三季报，我们下调2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年归母净利润为86.63(-59.99)、135.68(-61.30)、174.55(-72.81)亿元，EPS分别为1.23(-0.85)、1.93(-0.87)、2.48(-1.03)元/股，当前股价对应2022-2024年PE为12.5、8.0、6.2倍。我们认为当前盈利能力已至低点，看好后续修复，新材料业务将打开成长空间，维持“买入”评级。

● **Q3 公司产品由于检修和需求不佳产销疲软，原油高位成本压力不减**

2022年1-9月，原材料价格高位运行，根据经营数据，公司煤炭（含原料煤和动力煤）、原油、PX、丁二醇的平均进价分别为989.73、4,796.45、7,474.93、19,402.50元/吨，尤其是原油进价较1-6月均价进一步上扬，公司成本端压力不减，Q3营业成本/营业收入为98.9%，较Q2增加11.8pcts。我们测算出Q3公司炼化、PTA、新材料的平均售价分别为5,820.87、5,408.30、8,892.82元/吨，环比-3.0%、-6.5%、-5.0%；销量分别为449.01、250.25、85.48万吨，环比-27.5%、-14.6%、+4.7%，Q3销量低迷、价格下滑、成本高位等各项不利因素叠加造成业绩亏损。

● **业绩低点已过，看好公司盈利能力逐步修复以及未来新材料布局的成长性**

我们认为，当前时点公司业绩低点已过，随着下游需求复苏，检修结束，公司产销和价差将持续修复，盈利能力将逐步恢复。此外，公司积极推进新材料项目，C2-C4 烯烃产业链的深加工与新材料辐射能力持续增强。在新能源领域，公司子公司康辉新材料80万吨/年功能性薄膜、功能性塑料项目以及南通新建锂电隔膜项目正有序推进中。根据2022年中报，公司新建160万吨/年高性能树脂及新材料项目预计于2023Q2投产；恒力化工新材料配套项目预计于2023Q2投产，各类新材料项目逐步进入投产阶段将为公司打开成长空间。

● **风险提示：**油价大幅波动、下游需求萎靡、产能投放不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	152,373	197,970	211,828	253,876	306,175
YOY(%)	51.2	29.9	7.0	19.9	20.6
归母净利润(百万元)	13,462	15,531	8,663	13,568	17,455
YOY(%)	34.3	15.4	-44.2	56.6	28.6
毛利率(%)	18.5	15.4	11.0	13.0	13.5
净利率(%)	8.8	7.8	4.1	5.3	5.7
ROE(%)	28.7	27.1	14.8	20.5	22.7
EPS(摊薄/元)	1.91	2.21	1.23	1.93	2.48
P/E(倍)	8.0	7.0	12.5	8.0	6.2
P/B(倍)	2.3	1.9	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	52105	65180	73326	89059	90056
现金	15671	15986	22559	29993	28112
应收票据及应收账款	1368	2644	1649	2583	1500
其他应收款	803	852	1313	1022	1942
预付账款	1994	2637	1813	1572	2510
存货	19691	33553	35368	43824	45645
其他流动资产	12577	9509	10625	10067	10346
<b>非流动资产</b>	138924	145116	164747	182532	192812
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	121850	122731	139672	145566	147960
无形资产	7189	7342	10937	14389	17698
其他非流动资产	9885	15043	14138	22577	27155
<b>资产总计</b>	191029	210296	238074	271591	282868
<b>流动负债</b>	85800	97776	120616	138674	132739
短期借款	49879	55591	59542	62345	64789
应付票据及应付账款	22810	26740	29024	36307	42029
其他流动负债	13110	15446	32050	40022	25921
<b>非流动负债</b>	58205	55220	58570	66696	73101
长期借款	54897	52122	55367	63546	69925
其他非流动负债	3308	3097	3203	3150	3176
<b>负债合计</b>	144004	152996	179186	205369	205840
少数股东权益	119	69	103	133	171
股本	7039	7039	7039	7039	7039
资本公积	18350	18456	18456	18456	18456
留存收益	21864	31977	36932	44493	54340
<b>归属母公司股东权益</b>	46905	57231	58785	66088	76856
<b>负债和股东权益</b>	191029	210296	238074	271591	282868

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	24143	18670	40636	34791	22682
净利润	13495	15538	8696	13599	17493
折旧摊销	7565	8993	8114	9411	10389
财务费用	5029	4916	5108	5959	7020
投资损失	397	-19	189	85	137
营运资金变动	-1336	-9904	18784	6089	-12055
其他经营现金流	-1007	-853	-255	-350	-303
<b>投资活动现金流</b>	-22411	-13098	-27675	-26932	-20503
资本支出	23939	13391	20484	17358	10494
长期投资	1103	499	0	0	0
其他投资现金流	2631	793	-7191	-9574	-10009
<b>筹资活动现金流</b>	-1021	-7388	-6388	-426	-4059
短期借款	2282	5711	3951	2803	2444
长期借款	2621	-2775	3245	8179	6379
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	78	106	0	0	0
其他筹资现金流	-6002	-10430	-13584	-11407	-12882
<b>现金净增加额</b>	701	-1905	6573	7434	-1881

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	152373	197970	211828	253876	306175
营业成本	124116	167518	188527	220872	264841
营业税金及附加	2628	3440	3681	4412	5321
营业费用	177	291	312	374	451
管理费用	1716	1985	2124	2546	3184
研发费用	826	1019	2118	3300	3980
财务费用	5029	4916	5108	5959	7020
资产减值损失	-626	-155	-518	-409	-621
其他收益	932	760	846	803	824
公允价值变动收益	239	356	298	327	312
投资净收益	-397	19	-189	-85	-137
资产处置收益	0	2	1	1	1
<b>营业利润</b>	18051	19791	11431	17869	22999
营业外收入	11	59	35	47	41
营业外支出	25	21	23	22	23
<b>利润总额</b>	18037	19828	11443	17893	23018
所得税	4543	4290	2746	4294	5524
<b>净利润</b>	13495	15538	8696	13599	17493
少数股东损益	33	7	33	31	38
<b>归属母公司净利润</b>	13462	15531	8663	13568	17455
EBITDA	31778	35150	24240	32171	38590
EPS(元)	1.91	2.21	1.23	1.93	2.48

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	51.2	29.9	7.0	19.9	20.6
营业利润(%)	36.5	9.6	-42.2	56.3	28.7
归属于母公司净利润(%)	34.3	15.4	-44.2	56.6	28.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.5	15.4	11.0	13.0	13.5
净利率(%)	8.8	7.8	4.1	5.3	5.7
ROE(%)	28.7	27.1	14.8	20.5	22.7
ROIC(%)	11.4	11.8	6.8	8.7	9.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	75.4	72.8	75.3	75.6	72.8
净负债比率(%)	204.6	174.9	169.0	156.8	149.8
流动比率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	1.0	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	147.9	98.7	98.7	120.0	150.0
应付账款周转率	5.3	6.8	6.8	6.8	6.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.91	2.21	1.23	1.93	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	3.43	2.65	5.77	4.94	3.22
每股净资产(最新摊薄)	6.66	8.13	8.35	9.39	10.92
<b>估值比率</b>					
P/E	8.0	7.0	12.5	8.0	6.2
P/B	2.3	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.4	5.9	8.5	6.6	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn