

恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

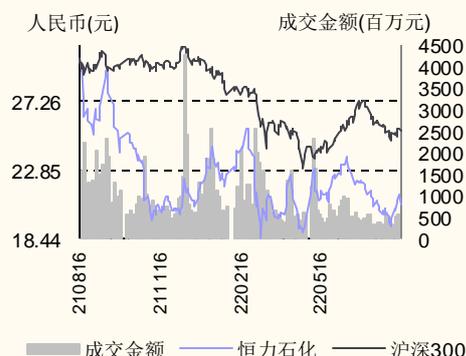
公司点评

市场价格 (人民币): 20.69 元

景气底部业绩再超预期!

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)	1,456.39
年内股价最高最低(元)	30.02/18.44
沪深 300 指数	4186
上证指数	3276



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	12,816	16,175	25,052
归母净利润增长率	34.28%	15.37%	-17.48%	26.21%	54.88%
摊薄每股收益(元)	1.912	2.206	1.821	2.298	3.559
每股经营性现金流净额	3.43	2.65	4.68	4.76	5.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.70%	27.14%	19.87%	22.04%	29.15%
P/E	14.63	10.41	11.36	9.00	5.81
P/B	4.20	2.83	2.26	1.98	1.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恒力石化于 2022 年 8 月 15 日发布半年度财务报告, 恒力石化 2022 年上半年实现营业收入 1191.55 亿元, 同比 2021 年增长 13.94%, 实现归母净利润 80.27 亿元, 同比下降 7.13%, 净利同比下滑幅度小于市场预期。

经营分析

- 高油价低景气持续验证盈利能力。**参考公司半年度经营数据, 2022 年 1-6 月煤炭/原油/PX 采购价格分别为 969/4529/7387 元/吨, 同比分别增长 41.5%/58.6%/39.8%, 而 2022 年 1-6 月产品加权平均销售价格为 5967 元/吨, 同比 2021 年增长 37.9%, 终端产品加权销售价格涨幅低于原料端涨幅, 导致价差接近 2020 年疫情爆发年份的底部区域。在原料端价格上涨压缩环节间利润情景下, 恒力石化 2022 年 H1 实现归母净利 80.27 亿元, 同比 2021 年微降 7.13%, 公司持续验证一体化龙头企业景气低位盈利能力。
- 新材料和深加工项目持续推进, 完善产业链布局:**在保持现有产业优势的基础上, 公司通过不断延链、补链、强链, 优化产品结构, 提高产品质量, 积极推进产销联动。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在建项目的工程建设, 保证项目进展顺利, 为公司可持续高质量发展提供有力保障。

投资建议

- 恒力石化 2022 上半年业绩持续验证一体化龙头企业景气低位盈利能力, 我们上调 2022 年盈利预测, 上调幅度为 8%, 恒力石化 2022-2024 年盈利预测为 128 亿元/162 亿元/251 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 为 1.82 元/2.30 元/3.56 元, 对应市盈率为 11.36X/9.00X/5.81X, 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

相关报告

- 《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
- 《多产业链布局有望持续成长-恒力石化三季报点评》, 2021.10.28
- 《弃油投新, 锂电光伏等 7 板块发力! -恒力石化半年报点评》, 2021.8.16

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

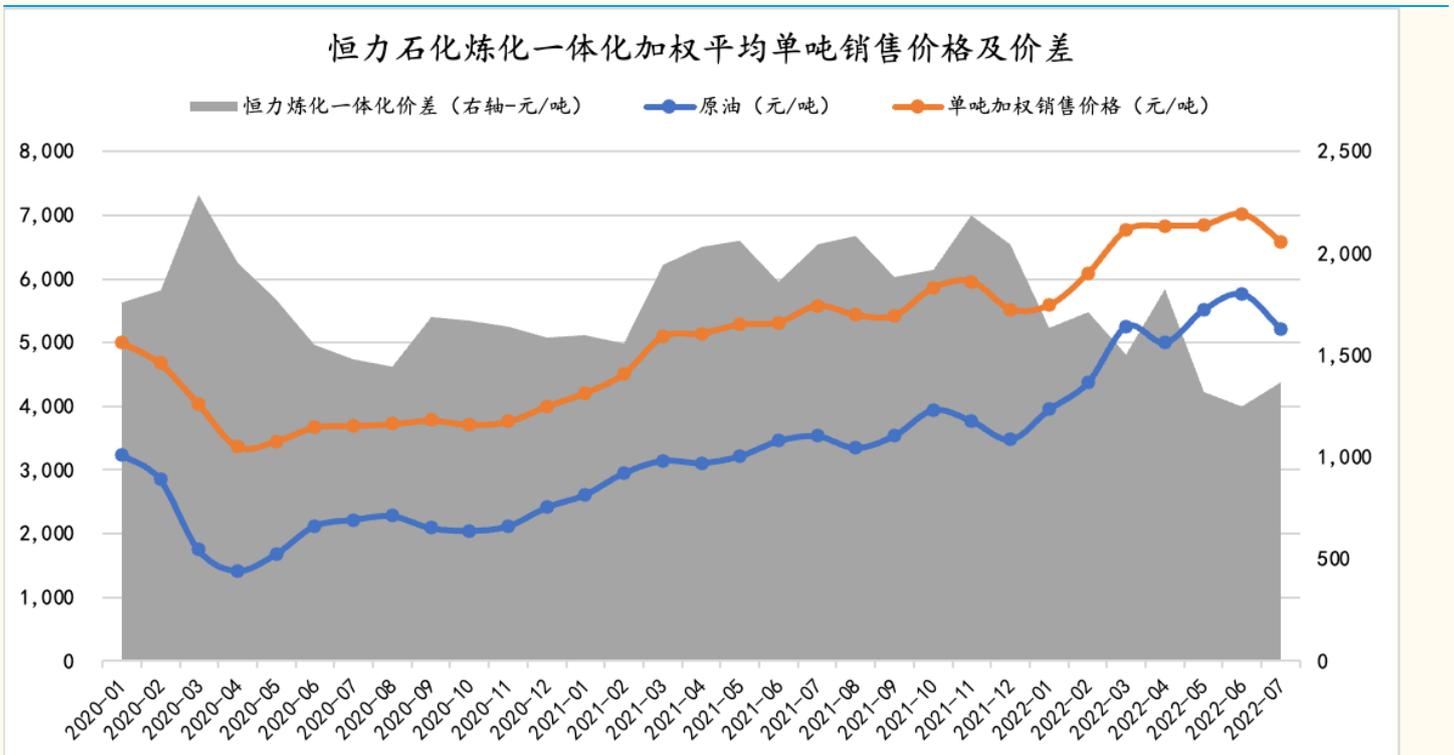
陈律楼 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004
chenlvlu@gjzq.com.cn

1、高油价低景气持续验证盈利能力

恒力石化于 2022 年 8 月 14 日发布半年度财务报告，恒力石化 2022 年上半年实现营业收入 1191.55 亿元，同比 2021 年增长 13.94%，实现归母净利润 80.27 亿元，同比下降 7.13%。

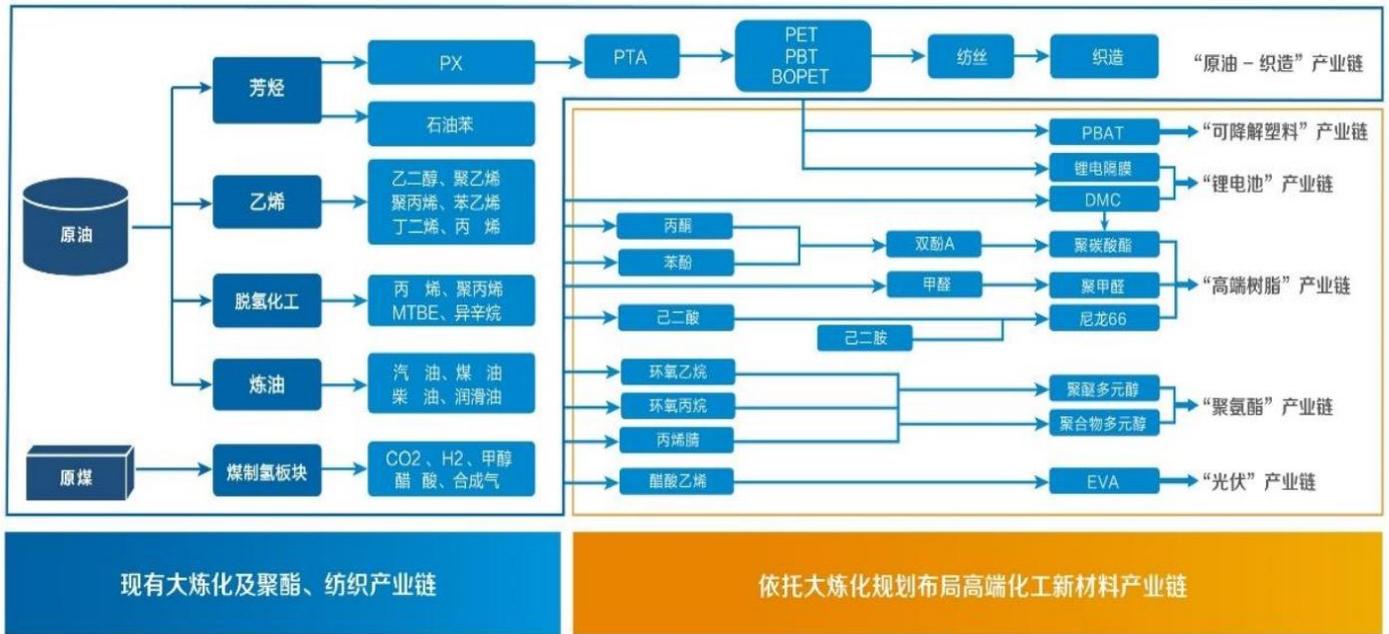
2022 年二季度原材料煤炭价格持续呈震荡上升趋势，原油价格也保持高位。参考公司披露半年度经营数据，2022 年 1-6 月煤炭/原油/PX 采购价格分别为 969.84/4528.79/7387.10 元/吨，同比分别增长 41.53%/58.63%/39.82%，而 2022 年 1-6 月产品加权平均销售价格为 5967.01 元/吨，同比 2021 年增长 37.9%，终端产品加权销售价格涨幅低于原料端涨幅，导致价差接近 2020 年疫情爆发年份的底部区域。但在原料端价格上涨压缩环节间利润情景下，恒力石化 2022 年 Q2 实现归母净利 80.27 亿元，同比 2021 年微降 7.13%，公司持续验证一体化龙头企业景气低位盈利能力。与此同时，原料端价格上涨带来的库存收益也对盈利起到抬升作用。

图表 1：恒力石化一体化加权平均单吨销售价格及价差



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

图表 2: 恒力石化产业链规划



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、新材料和深加工项目持续推进, 完善产业链布局

公司持续推进新材料、新能源产业重点项目建设, 已启动 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目。根据公司公告, 项目将于 2023 年二季度建成投产, 达产达效后预计可实现年均营业收入 253.75 亿元, 年均利润总额 91.52 亿元。

260 万吨/年功能性聚酯工程配套项目也在高效推进中, 预计项目建设期 18 个月, 达产达效后预计可实现年均营业收入 166.14 亿元, 年均利润总额 9.9 亿元。精细化工园二期 BDO 项目和氨纶项目也在稳步推进中, 预计 2023 年下半年逐步投产。

恒力化工新材料配套项目建设总投资 23.1 亿元, 核心产品是年产 30 万吨己二酸产能, 将进一步打通完善公司从“原油—PTA、己二酸—PBAT”的可降解新材料全产业链, 该新材料配套项目充分利用上游提供的原料资源, 进一步新增和优化了“大化工”平台的原料供给结构, 提升公司产品的产值与附加值, 也进一步完善了公司全产业链业务体系。本项目也标志着上市公司朝着炼化、烯烃下游的精细化工与新材料产业深加工发展迈出了实质性的重要一步。

公司持续推进恒力新材料三期 160 万吨/年新材料精细化工项目, 项目总投资近 156 亿元, 预计于 2025 年建成投产。项目采用 300 万吨/年 K-COT 技术装置降低成品油出率, 以自产石脑油、苯、C5 馏分等为主要原料生产乙苯 (66 万吨/年)、环氧丙烷 (27 万吨/年)、苯乙烯 (60 万吨/年)、ABS (30 万吨/年)、丙烯腈 (26 万吨/年) 等高端化工产品, 充分利用炼化原料优势延长产业链, 提高产品利用率及高附加值化工品产量, 提供 2025 年及以后的业绩成长性, 同时也满足国家对于石化产业十四五规划“稳油增化”的发展要求。

3、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	20,449	21,460	23,058
增长率		51.2%	29.9%	7.8%	6.7%	11.1%	应收款项	5,161	6,253	6,915	7,001	7,473	8,306
主营业务成本	-79,866	-124,116	-167,518	-183,544	-192,596	-205,305	存货	19,464	19,691	33,553	35,200	36,936	42,186
%销售收入	79.2%	81.5%	84.6%	86.0%	84.5%	81.1%	其他流动资产	12,161	10,489	8,726	8,842	8,978	9,168
毛利	20,917	28,257	30,478	29,933	35,285	47,954	流动资产	53,294	52,105	65,180	71,492	74,847	82,718
%销售收入	20.8%	18.5%	15.4%	14.0%	15.5%	18.9%	%总资产	30.6%	27.3%	31.0%	30.8%	29.3%	29.8%
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%	64.1%	65.4%	64.8%
%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	11,381	12,949	14,788
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	160,642	180,290	195,289
%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%	69.2%	70.7%	70.2%
研发费用	-958	-826	-1,019	-1,494	-1,595	-1,773	资产总计	174,378	191,029	210,296	232,134	255,138	278,007
%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	66,985	76,505	80,516
息税前利润 (EBIT)	15,795	22,910	23,742	22,141	26,968	38,710	应付款项	23,950	23,226	27,179	32,701	34,314	36,581
%销售收入	15.7%	15.0%	12.0%	10.4%	11.8%	15.3%	其他流动负债	7,876	8,865	9,583	10,703	11,689	13,764
财务费用	-3,563	-5,029	-4,916	-5,974	-6,510	-6,915	流动负债	82,267	85,800	97,776	110,389	122,509	130,860
%销售收入	3.5%	3.3%	2.5%	2.8%	2.9%	2.7%	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	167,555	181,663	192,006
投资收益	275	-397	19	200	200	200	普通股股东权益	36,333	46,905	57,231	64,509	73,406	85,932
%税前利润	2.1%	n.a	0.1%	1.2%	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	16,367	20,658	31,995	未分配利润	10,512	21,121	31,118	38,167	47,063	59,589
营业利润率	13.1%	11.8%	10.0%	7.7%	9.1%	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	232,134	255,138	278,007
税前利润	13,212	18,037	19,828	16,367	20,658	31,995	比率分析						
利润率	13.1%	11.8%	10.0%	7.7%	9.1%	12.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-3,100	-4,543	-4,290	-3,552	-4,483	-6,943	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	1.821	2.298	3.559
净利润	10,112	13,495	15,538	12,816	16,175	25,052	每股净资产	5.162	6.664	8.130	9.164	10.428	12.208
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	4.678	4.757	5.991
归属于母公司的净利润	10,025	13,462	15,531	12,816	16,175	25,052	每股股利	0.400	0.770	1.010	0.819	1.034	1.779
净利率	9.9%	8.8%	7.8%	6.0%	7.1%	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%	19.87%	22.04%	29.15%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.75%	7.05%	7.39%	5.52%	6.34%	9.01%
净利润	10,112	13,495	15,538	12,816	16,175	25,052	投入资本收益率	8.67%	11.01%	10.92%	9.34%	10.25%	13.49%
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	8,994	10,308	11,877	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	6,339	6,744	7,176	EBIT增长率	196.28%	45.05%	3.63%	-6.74%	21.80%	43.54%
营运资金变动	191	-1,342	-9,729	4,780	255	-1,931	净利润增长率	201.73%	34.28%	15.37%	-17.48%	26.21%	54.88%
经营活动现金净流	16,937	24,143	18,670	32,928	33,482	42,173	总资产增长率	39.23%	9.55%	10.09%	10.38%	9.91%	8.96%
资本开支	-41,774	-23,929	-13,383	-24,709	-29,956	-26,875	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	-24,509	-29,756	-26,675	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	7,949	11,520	6,010	偿债能力						
其他	-7,997	-8,118	-11,749	-12,117	-14,222	-19,902	净负债/股东权益	227.49%	194.12%	168.12%	154.61%	150.19%	133.45%
筹资活动现金净流	25,637	-1,021	-7,388	-3,940	-2,702	-13,891	EBIT利息保障倍数	4.4	4.6	4.8	3.7	4.1	5.6
现金净流量	2,758	701	-1,905	4,480	1,024	1,607	资产负债率	78.93%	75.38%	72.75%	72.18%	71.20%	69.07%

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	0	6	13	19	67
增持	1	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.14	1.13	1.14	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	2021-02-08	买入	38.51	71.40 ~ 71.40
2	2021-04-06	买入	29.70	71.40 ~ 71.40
3	2021-07-01	买入	26.24	71.40 ~ 71.40
4	2021-08-16	买入	30.95	71.40 ~ 71.40
5	2021-10-28	买入	24.03	71.40 ~ 71.40
6	2022-01-27	买入	23.21	71.40 ~ 71.40
7	2022-04-07	买入	20.98	71.40 ~ 71.40
8	2022-05-01	买入	20.95	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：010-66216979

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