

证券研究报告
炼化及贸易
2022年08月16日



恒力石化（600346）2022年中报点评： 高油价下显稳健经营能力，多项目推动公司成长性

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/08/15

表现	1M	3M	12M
恒力石化	0.6%	-1.1%	-30.2%
沪深300	-1.5%	4.9%	-15.4%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	197997	189128	232438	272647
增长率(%)	30	-4	23	17
归母净利润 (百万元)	15531	15088	20351	26220
增长率(%)	15	-3	35	29
摊薄每股收益 (元)	2.21	2.14	2.89	3.72
ROE(%)	27	25	25	24
P/E	10.39	9.65	7.16	5.55
P/B	2.83	2.39	1.79	1.36
P/S	0.82	0.77	0.63	0.53
EV/EBITDA	7.69	8.64	6.17	5.06

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——恒力石化 (600346) 一季报点评: Q1业绩显稳健经营能力, 新项目建设进入高峰期 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2022-05-01

《——恒力石化 (600346) 事件点评: 康辉新材拟分拆上市, 新材料业务将加速发展 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2022-04-17

《2021年业绩持续提升, 看好公司项目储备带来的长期成长性 (买入)*化学纤维*董伯骏, 李永磊》——2022-04-07

《——恒力石化 (600346) 事件点评: 高端新材料逐步落地, 公司开启新一轮成长 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2022-01-27

高油价下显稳健经营能力，多项目推动公司成长性

事件：2022年8月15日，恒力石化发布2022年中报：实现营业收入1191.55亿元，同比+13.94%；实现归属于上市公司股东的净利润80.26亿元，同比-7.13%；加权平均净资产收益率为13.27%，同比减少3.90个百分点。销售毛利率14.07%，同比减少1.20个百分点；销售净利率6.74%，同比减少1.52个百分点。

其中，2022年Q2实现营收657.69亿元，同比+28.10%，环比+23.15%；实现归母净利润38.03亿元，同比-16.06%，环比-9.93%；加权平均净资产收益率为6.42%，同比减少2.53个百分点，环比减少0.81个百分点。销售毛利率12.95%，同比减少3.61个百分点，环比减少2.51个百分点；销售净利率5.79%，同比减少3.02个百分点，环比减少2.12个百分点。

点评：

高油价下显稳健经营能力，公司营收同环比提升

2022年上半年，受地缘冲突等因素影响，基础能源价格大幅上涨，带动公司成本提升，其中原油采购均价达4528.79元/吨，同增58.63%；煤炭均价达969.84元/吨，同增41.53%。在成本抬升背景下，公司彰显稳健经营能力，2022年上半年公司实现营收1191.55亿元，同比+13.94%，环比+27.54%；实现归母净利润80.26亿元，同比-7.13%，环比+16.51%。

分业务板块来看，2022年上半年炼化产品实现营收686.36亿元，同比+7.29%，环比+67.57%；销量达1186.06万吨，同比-23.01%，环比+52.57%；均价达5786.93元/吨，同比+39.36%，环比+9.83%。PTA实现营收282.57亿元，同比+22.07%，环比+12.96%；实现销量538.91万吨，同比-11.48%，环比+1.49%；均价达5243.40元/吨，同比+37.90%，环比+11.31%。新材料产品实现营收139.74亿元，同比+15.34%，环比-7.83%；实现销量149.80万吨，同比+4.45%，环比-11.85%；均价达9328.46元/吨，同比+10.42%，环比+4.56%。

2022年上半年公司经营活动产生现金流量净额达166.35亿元，同比+2.81%。期间费用率方面，公司2022年上半年销售/管理/财务费用率分别达0.16%/1.32%/2.57%，同比+0.05/+0.03/-0.16个百分点，期间费用控制良好。

多项目同步推进，看好公司成长性

恒力石化继续加速前行，多项目建设同步推进，2022年上半年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达125.67亿元，同比+104.96%，环比+73.09%。其中，惠州500万吨/年PTA和康辉新材45万吨/年可降解塑料预计2022年达产贡献增量；160万吨/年高性能树脂及新材料项目将以炼化和乙烯项目来的苯、环氧乙烷溶液、苯乙烯和丁二烯等物料，以及外购资源作为原料，生产具有更高附加值的化工新材料，主要包括DMC、苯酚、丙酮、双酚A产能及其下游的PC等，预计2023年2季度投产；30万吨/年己二酸也积极推进，预计2023年2季度投产；精细化工园二期中60万吨/年BDO项目和氨纶项目也预计2023年下半年逐步达产。除上述项目外，公司年产80万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目（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、260万吨/年高性能聚酯工程各项建设工作也有序进行，预计2023-2024年陆续建成，贡献业绩增量。随着项目的逐步落地，公司未来呈高成长性。

依托上游“大化工”平台，积极布局锂电隔膜等新能源材料，

在巩固现有产业竞争力优势基础上，依托恒力研发效率与上游“大化工”平台支撑优势，公司积极布局新能源材料。其中，锂电隔膜方面，公司在南通引进日本芝浦和中科华联12条生产线，年产能达16亿平米，预计自2023年陆续达产；锂电电解液方面，公司在160万吨/年高性能树脂及新材料项目中规划建设20万吨/年电子级DMC（含EC、EMC和DEC）；同时，公司还依托康辉新材功能性薄膜向下布局PET铜箔和太阳能光伏背板膜。在碳中和碳达峰战略背景下，国内可再生能源、新能源汽车快速发展，这必然会带动相关化工新材料需求的提升，未来市场空间广大。公司积极布局新能源上游材料，在提升自身盈利水平的同时，将公司下游市场进一步扩至高速发展的新能源行业，积极打造公司“第二成长曲线”。

恒力炼化+化工实现净利润65.42亿元，一体化及高原油储备能力优势明显

在高油价背景下，公司2000万吨/年炼化及150万吨/年乙烯项目展现出稳健经营能力，2022年上半年，恒力炼化+化工实现净利润65.42亿元，同比-2.69%，环比+23.27%。公司炼化项目稳健运营，一方面得益于公司充分发挥炼化、乙烯和配套煤化工装置的技术工艺领先与系统耦合优势，持续优化装置运行，及时结合原油、原煤成本端及市场需求的趋势变化，做到“宜油则油、宜烯则烯、宜芳则芳”，各大生产基地始终保持着生产装置和产业园区的高负荷、高效率 and 协同化运行，实现了各类主导产品的产销平衡、经营顺畅和稳定盈利；另一方面，恒力炼化目前具备约600万吨的原油储备能力，极大提升了公司在原油采购优化的操作空间。在上半年国际原油价格上涨的时候，也在一定程度上保证了恒力炼化上半年在库原油较低成本锁定下的超额盈利能力。

长丝价差逐步修复，看好传统旺季景气再启

公司是国内涤纶长丝龙头企业，民用长丝产能位列全国第五，工业长丝产能位居全国第二，截至2021年末，公司拥有民用涤纶长丝产能243万吨/年，工业丝产能40万吨/年。2022年4月开始，受疫情等因素影响，长丝下游开工不畅，叠加上游原料价格持续上行，涤纶长丝价差出现较大回落。随着疫情有效控制，以及原油价格高位回落，涤纶长丝价差也迎来修复。据Wind，截至8月15日，POY三季度价差达1262元/吨，环比+38.3%；FDY三季度价差达1808元/吨，环比+26.4%。随着秋冬临近，下游消费换装需求提升，纺织及长丝将进入传统旺季。我们看好旺季下，涤纶长丝景气再启，公司作为国内长丝龙头企业之一，将充分受益。

综合考虑今年高原油价格对成本端带来的压力，我们对公司2022年盈利预测进行适当下调，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为150.88、203.51、262.20亿元，EPS为2.14、2.89、3.72元/股，对应PE为10、7、6倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

图表：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	197997	189128	232438	272647
增长率(%)	30	-4	23	17
归母净利润（百万元）	15531	15088	20351	26220
增长率(%)	15	-3	35	29
摊薄每股收益（元）	2.21	2.14	2.89	3.72
ROE(%)	27	25	25	24
P/E	10.39	9.65	7.16	5.55
P/B	2.83	2.39	1.79	1.36
P/S	0.82	0.77	0.63	0.53
EV/EBITDA	7.69	8.64	6.17	5.06

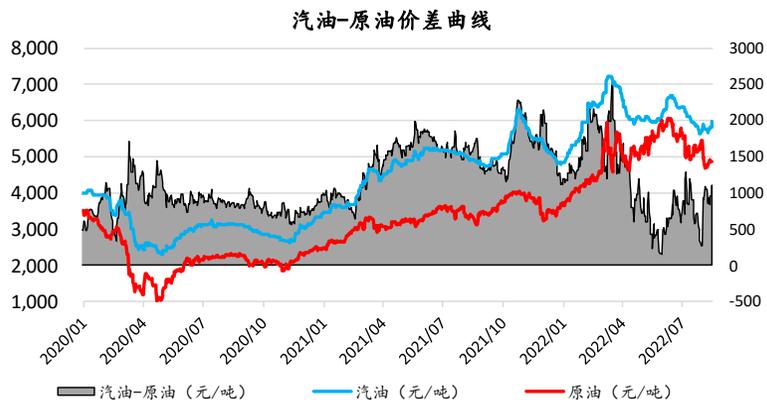
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：恒力石化分季度经营数据

产品/项目		2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2021	2020
炼化产品	销量 (万吨)	619.13	566.93	301.09	476.29	678.76	861.76	2317.90	2508.55
	营收 (亿元)	373.50	312.86	189.73	219.87	323.76	315.95	1049.32	898.23
	均价 (元/吨, 不含税)	6032.73	5553.74	6301.48	4616.35	4769.93	3666.33	4527.02	3580.66
PTA	销量 (万吨)	293.02	245.89	253.73	277.28	293.29	315.49	1139.79	919.43
	营收 (亿元)	159.51	123.06	125.94	124.21	120.49	110.99	481.63	294.48
	均价 (元/吨, 不含税)	5443.70	5004.79	4963.63	4479.62	4108.31	3517.89	4225.61	3202.82
新材料	销量 (万吨)	81.65	68.15	85.45	84.49	77.86	65.56	313.36	271.82
	营收 (亿元)	76.41	63.33	77.58	74.02	68.19	52.97	272.77	175.20
	均价 (元/吨, 不含税)	9358.71	9291.71	9079.41	8760.81	8757.91	8080.23	8704.61	6445.28
营业收入 (亿元)		657.69	534.06	464.82	469.14	513.43	532.31	1979.70	1523.73
营业成本 (亿元)		572.52	451.42	398.78	390.34	428.43	457.63	1675.18	1241.23
销售毛利率		12.95%	15.46%	14.21%	16.80%	16.56%	14.03%	15.38%	18.54%
毛利润 (亿元)		85.17	82.64	66.04	78.82	85.02	74.68	304.52	282.50
销售净利率		5.79%	7.91%	6.07%	8.69%	8.81%	7.74%	7.85%	8.86%
净利润 (亿元)		38.05	42.22	28.21	40.77	45.23	41.18	155.38	134.95

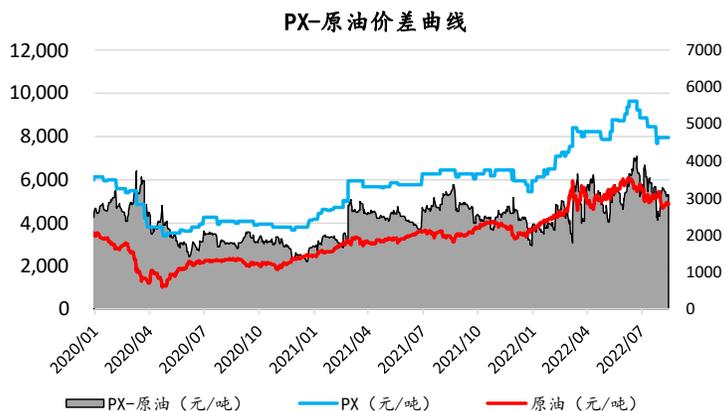
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：汽油-原油价格价差情况



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PX-原油价格价差情况



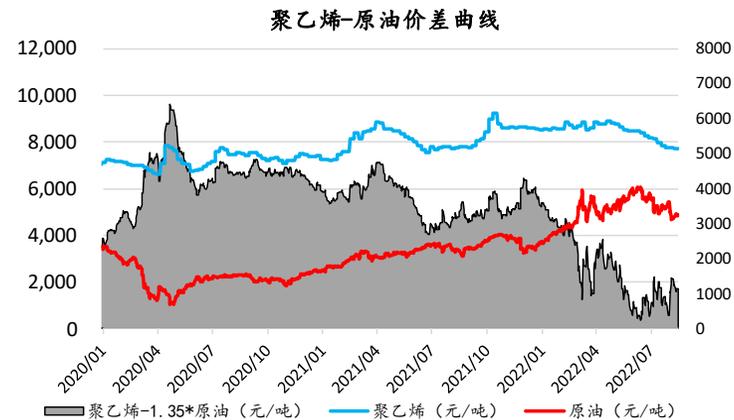
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：柴油-原油价格价差情况



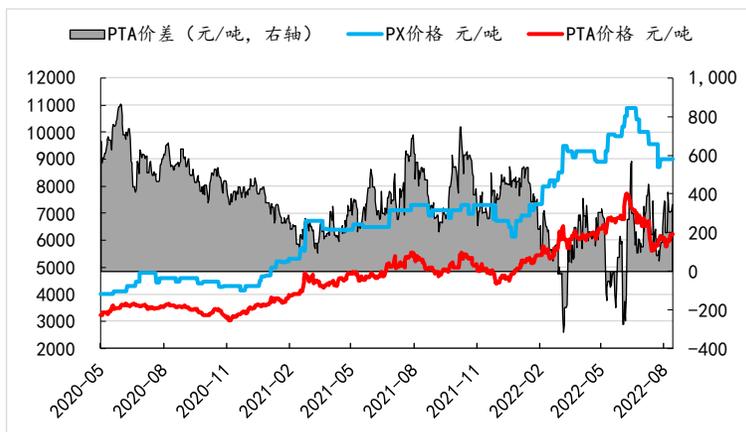
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：聚乙烯-原油价格价差情况



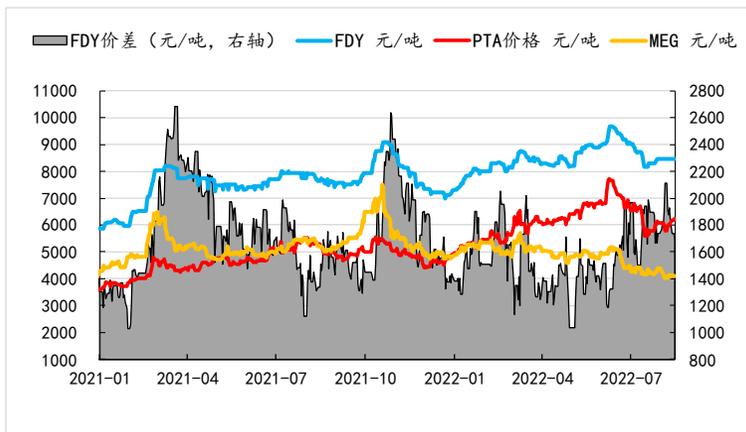
资料来源：Bloomberg, Wind, 国海证券研究所

图表：PTA-PX价格价差情况



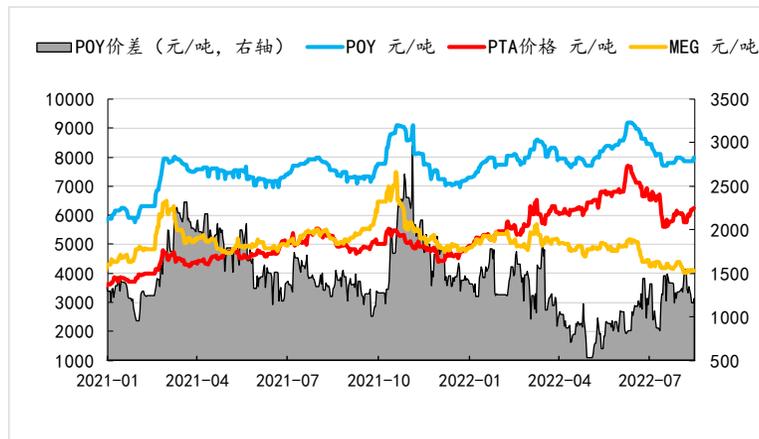
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：FDY-PTA/MEG价格价差情况



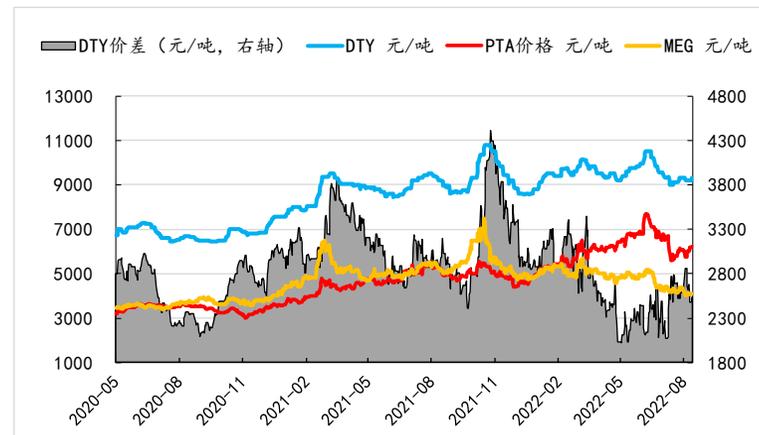
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：POY-PTA/MEG价格价差情况



资料来源：wind, 国海证券研究所

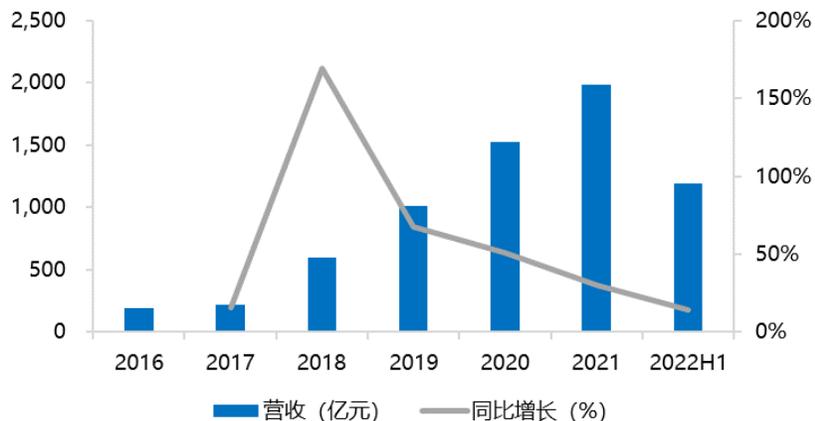
图表：DTY-PTA/MEG价格价差情况



资料来源：Bloomberg, Wind, 国海证券研究所

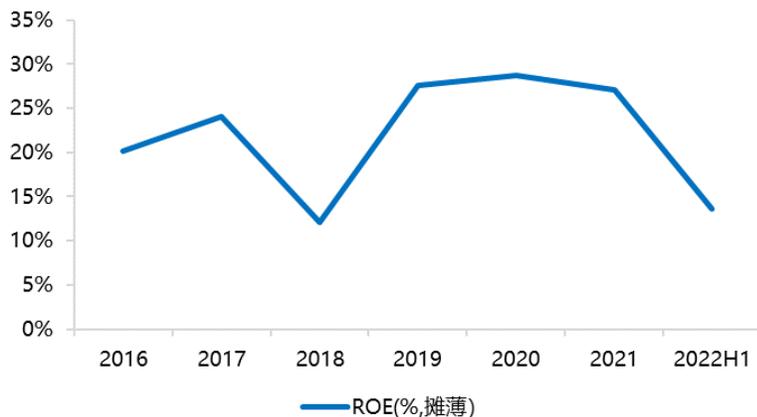
2022H1营收同比增长13.94%

图表：2022H1营收同比增长13.94%



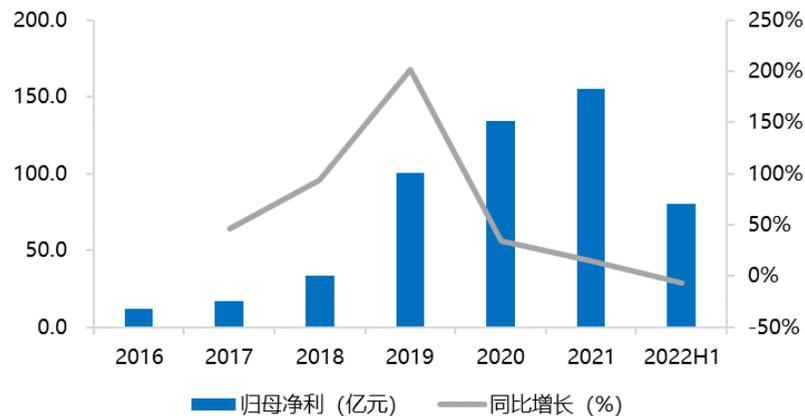
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1净资产收益率下降



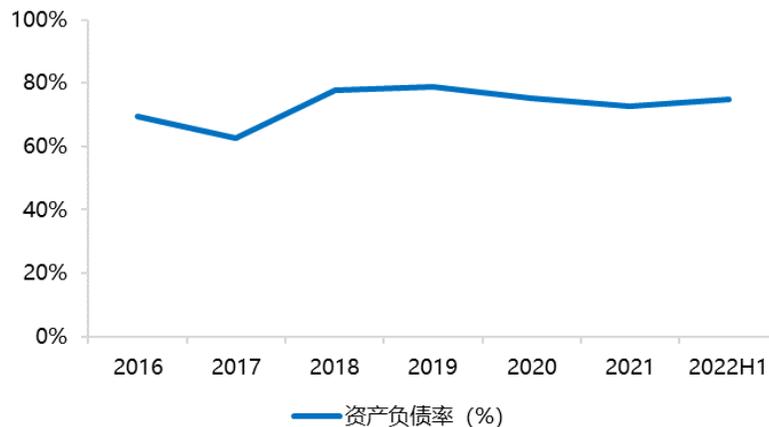
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1年归母净利润同比下滑7.13%



资料来源：wind, 国海证券研究所

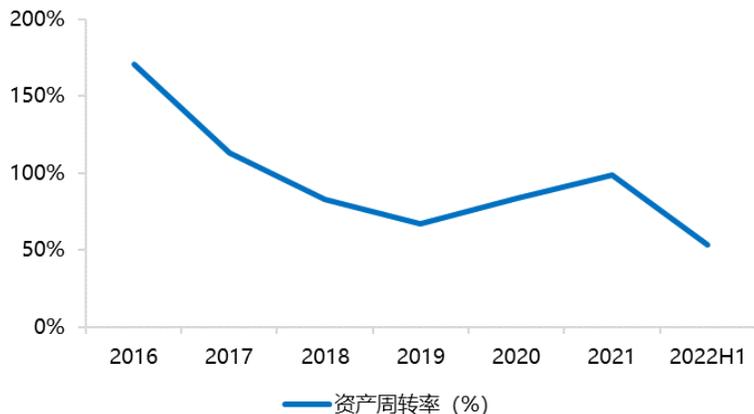
图表：2022H1年资产负债率稳定



资料来源：wind, 国海证券研究所

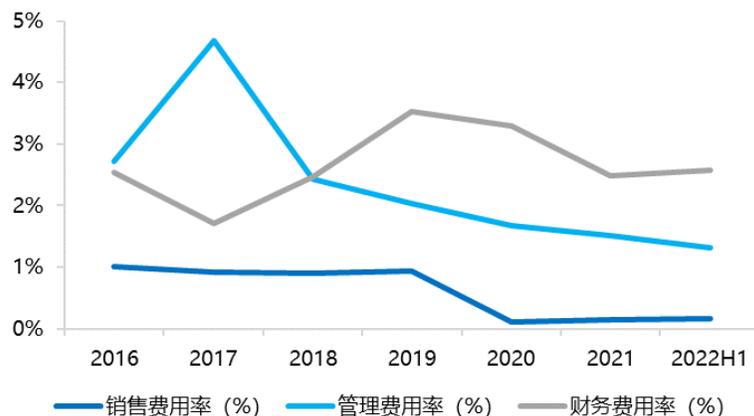
2022H1年期间费用率稳定

图表：2022H1年资产周转率下降



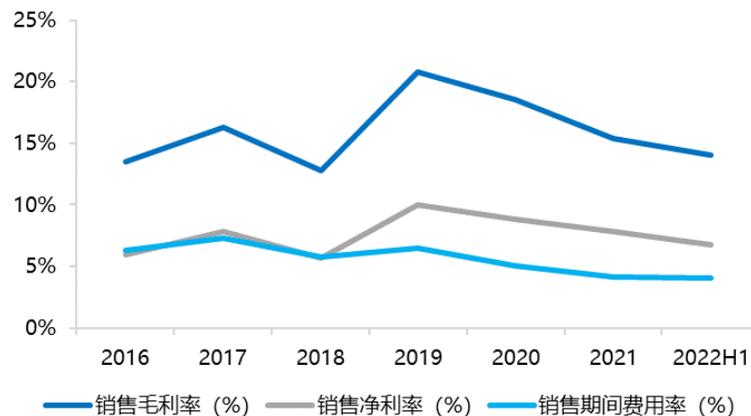
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1年三费费用率稳定



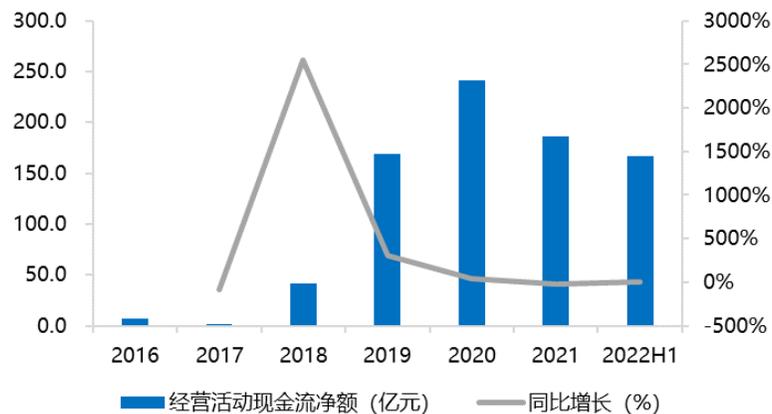
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1年毛利率下降



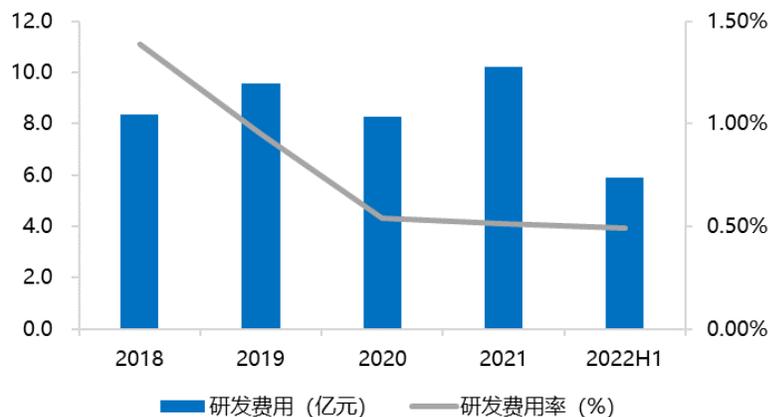
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1年经营活动现金流同比增长2.81%



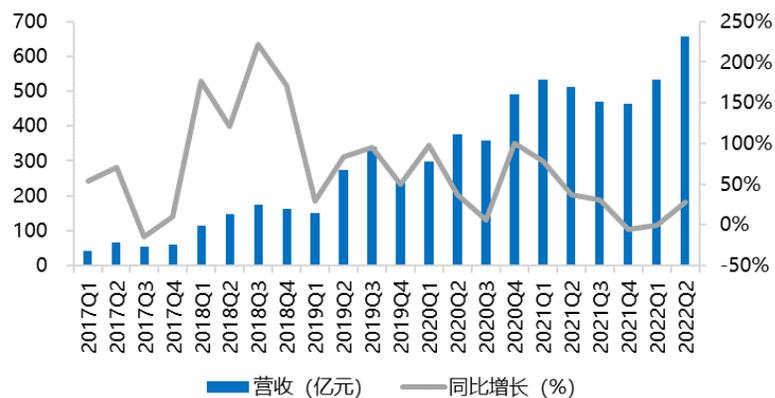
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1年研发费用率稳定



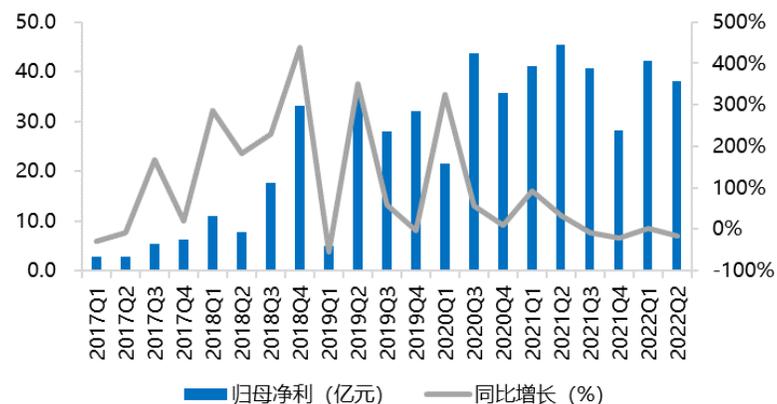
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同增28.10%



资料来源：wind, 国海证券研究所

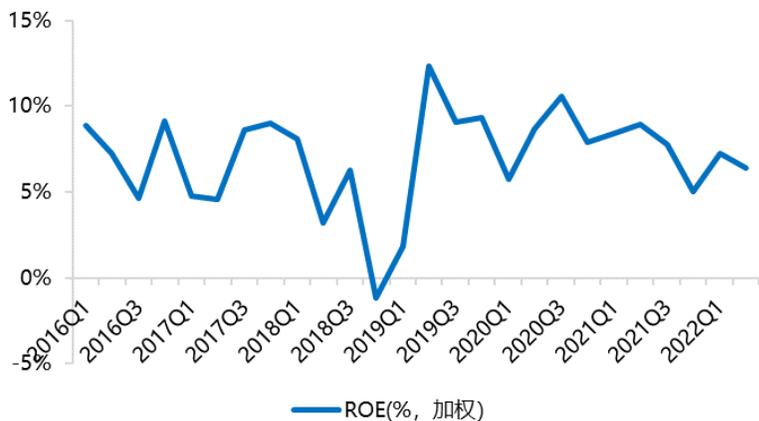
图表：2022Q2归母净利下降



资料来源：wind, 国海证券研究所

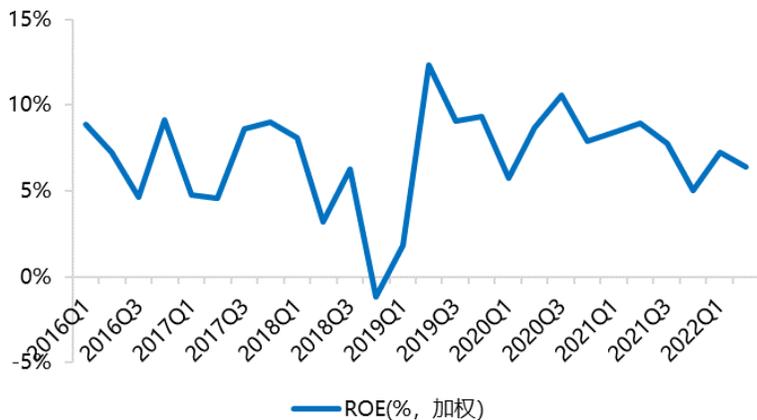
2022Q2资产负债率稳定

图表：季度净资产收益率



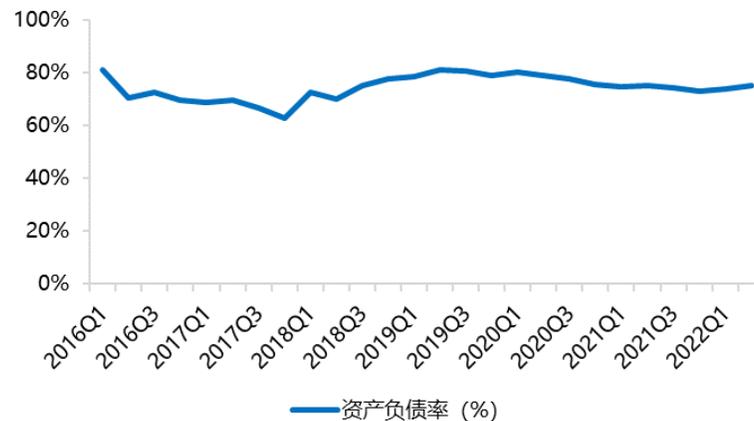
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



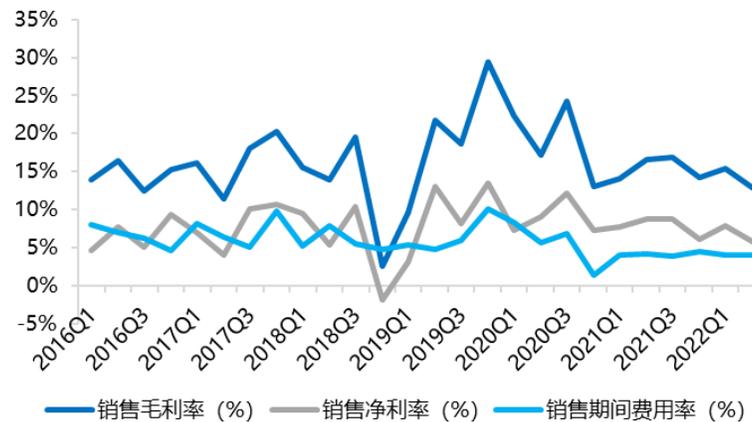
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

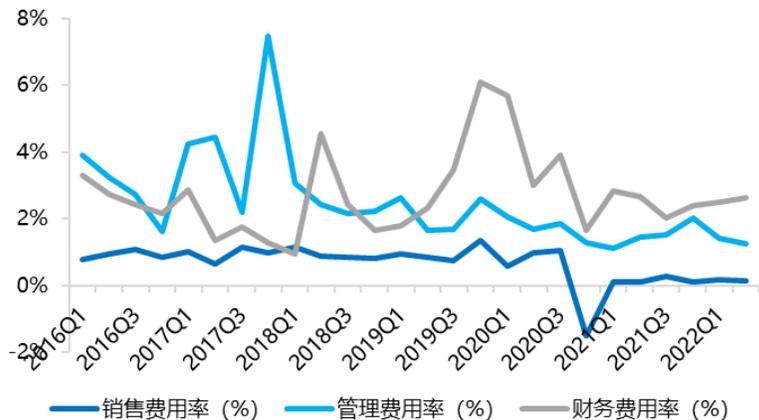
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

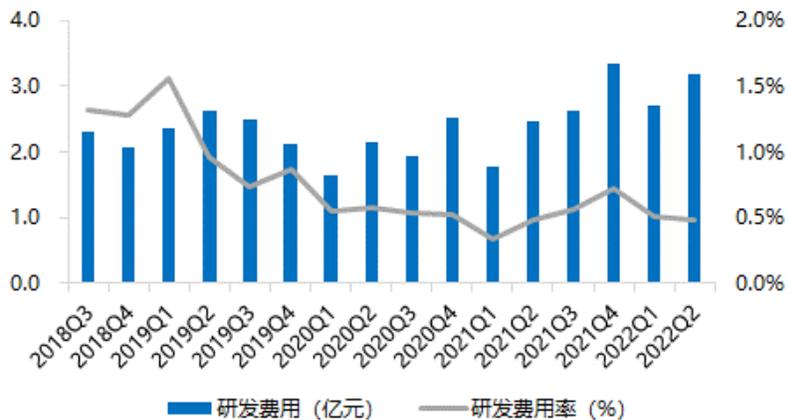
2022Q2期间费用率稳定

图表：季度期间费用率



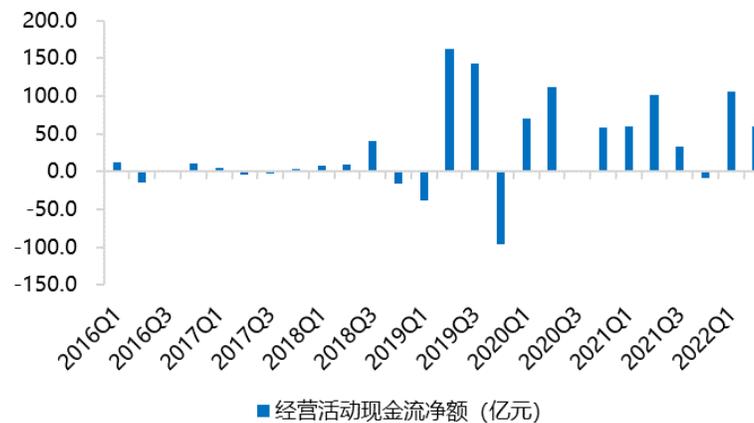
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind, 国海证券研究所

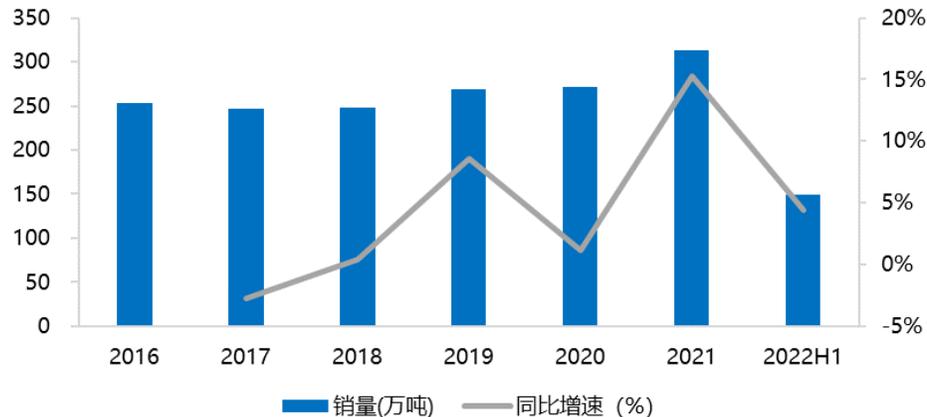
图表：季度经营活动现金流



资料来源：wind, 国海证券研究所

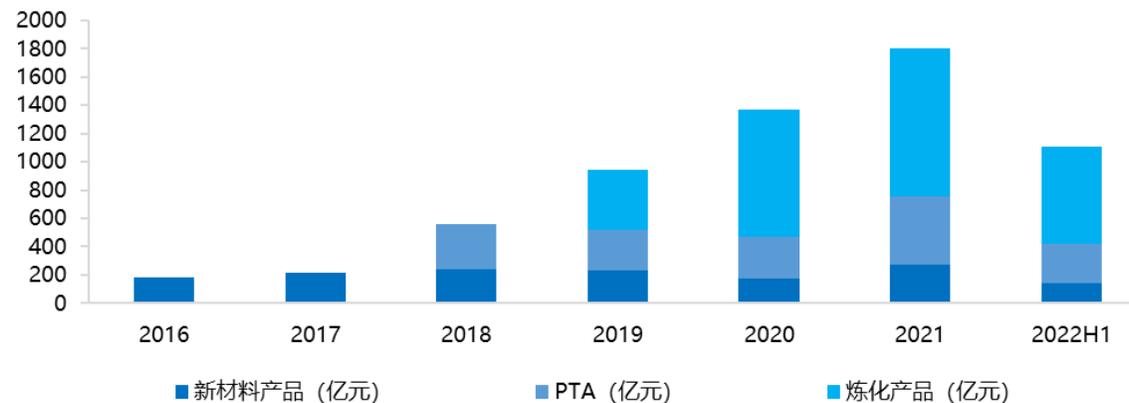
2022H1年新材料产品销量增长4.45%

图表：2022H1年新材料产品销量增长4.45%



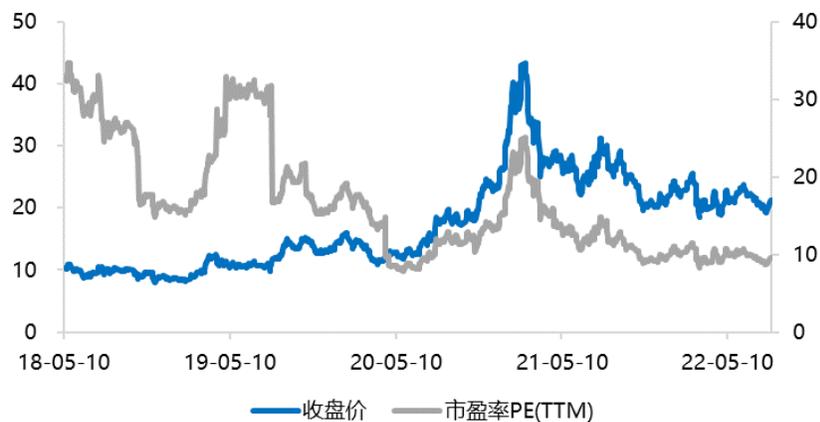
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1炼化产品贡献公司主要营收



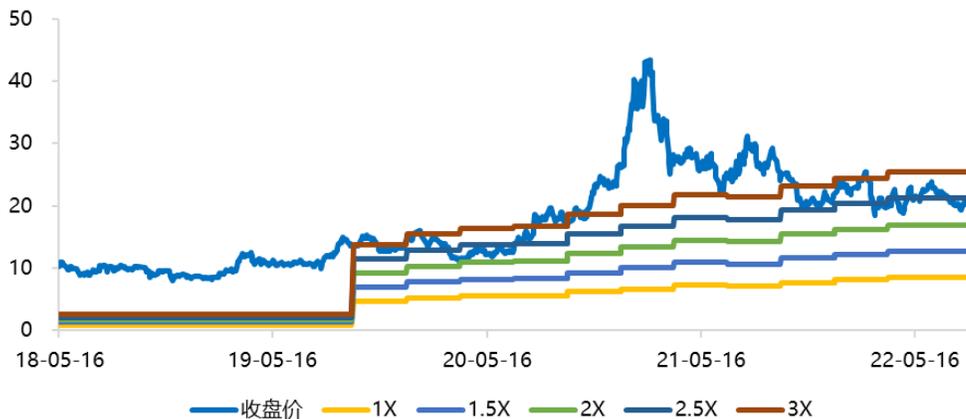
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



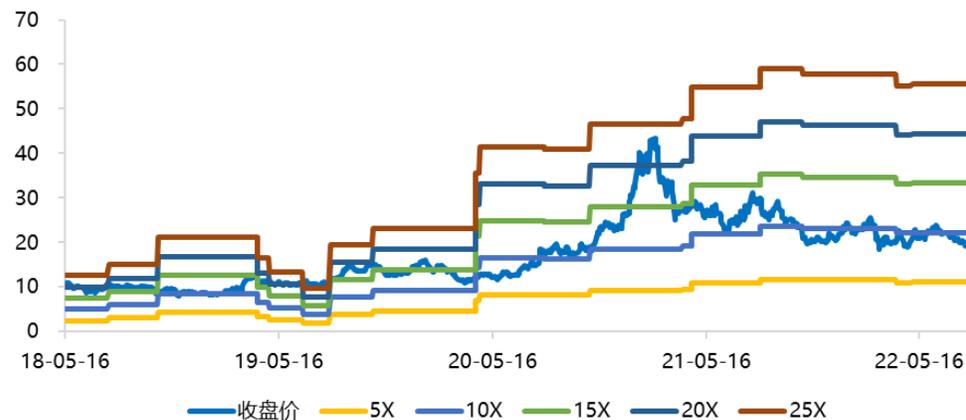
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

恒力石化盈利预测表

证券代码: 600346					股价: 20.69				投资评级: 买入(维持)				日期: 20220815			
资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值							
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E				
现金及现金等价物	16800	16187	29747	32569	营业收入	197997	189128	232438	272647	每股指标						
应收款项	2644	529	3388	1510	营业成本	167518	163851	198326	229720	EPS	2.21	2.14	2.89	3.72		
存货净额	33553	21064	23008	28041	营业税金及附加	3440	3310	4184	4908	BVPS	8.13	8.65	11.54	15.27		
其他流动资产	12183	12971	15270	15430	销售费用	291	284	465	545	估值						
流动资产合计	65180	50751	71414	77550	管理费用	1985	1891	2324	2726	P/E	10.4	9.7	7.2	5.6		
固定资产	122731	144379	160605	177996	财务费用	4916	0	0	0	P/B	2.8	2.4	1.8	1.4		
在建工程	7783	8344	8877	10202	其他费用/(-收入)	1019	946	1278	1636	P/S	0.7	0.8	0.6	0.5		
无形资产及其他	14602	17165	18635	20136	营业利润	19791	19793	26792	34234	财务指标						
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	37	0	0	0	2021A	2022E	2023E	2024E			
资产总计	210296	220639	259531	285883	利润总额	19828	19793	26792	34234	盈利能力						
短期借款	55591	59588	63584	68153	所得税费用	4290	4552	6235	7749	ROE	27%	25%	25%	24%		
应付款项	26740	26160	39543	33195	净利润	15538	15240	20556	26485	毛利率	15%	13%	15%	16%		
预收帐款	0	3768	1544	2414	少数股东损益	7	152	206	265	期间费率	4%	1%	1%	1%		
其他流动负债	15446	14789	17968	18744	归属于母公司净利润	15531	15088	20351	26220	销售净利率	8%	8%	9%	10%		
流动负债合计	97776	104304	122639	122507	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力						
长期借款及应付债券	52122	52122	52122	52122	经营活动现金流	18670	40442	39568	31596	收入增长率	30%	-4%	23%	17%		
其他长期负债	3097	3097	3097	3097	净利润	15531	15088	20351	26220	利润增长率	15%	-3%	35%	29%		
长期负债合计	55220	55220	55220	55220	少数股东权益	7	152	206	265	营运能力						
负债合计	152996	159524	177859	177726	折旧摊销	9023	9235	12474	13536	总资产周转率	0.94	0.86	0.90	0.95		
股本	7039	7039	7039	7039	公允价值变动	-356	0	0	0	应收账款周转率	74.89	372.09	68.60	183.02		
股东权益	57301	61115	81672	108157	营运资金变动	-9729	16346	7236	-8014	存货周转率	5.90	8.98	10.10	9.72		
负债和股东权益总计	210296	220639	259531	285883	投资活动现金流	-13098	-33627	-30004	-33342	偿债能力						
					资本支出	-13383	-33930	-30614	-33637	资产负债率	73%	72%	69%	62%		
					长期投资	499	-76	-88	-114	流动比	0.67	0.49	0.58	0.63		
					其他	-214	378	697	409	速动比	0.24	0.21	0.33	0.33		
					筹资活动现金流	-7388	-7429	3997	4568							
					债务融资	4362	3997	3997	4568							
					权益融资	0	0	0	0							
					其它	-11749	-11426	0	0							
					现金净增加额	-1905	-614	13560	2823							

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597