

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

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

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

22Q1 业绩平稳增长, 新项目稳步推进

2022年5月10日

事件: 2022年4月30日, 恒力石化发布2022年第一季度报告。2022年一季度, 公司实现营业总收入533.97亿元, 同比增长0.31%; 实现归母净利润42.23亿元, 同比增长2.71%; 扣非净利润41.14亿元, 同比增长9.47%; 经营活动产生的现金流量净额为106.18亿元, 同比增长77.48%; 基本每股收益为0.6元, 加权平均净资产收益率为7.16%。

点评:

- **一季度业绩稳步增长:** 2022年第一季度, 全球大宗商品市场普遍呈现强劲走势。随着全球新冠疫苗接种进展加快, 疫情影响有所减弱, 全球原油需求逐步复苏, OPEC增产数量低于原定计划, 原油市场供给不及预期, 同时在地缘政治因素的影响下, 国际原油市场整体呈上扬趋势, 也带动了石化产品的价格上行。2022年一季度公司营业收入533.97亿元, 同比增长0.31%, 环比增长14.88%。其中, 归属于母公司股东的净利润为42.23亿元, 同比增长2.71%, 环比增长49.79%。
- **在高油价背景下, 主营产品稳健运行:** 2022年一季度原油价格大幅上涨, 在高油价、弱需求背景下, 公司营收相较同期保持相对稳定, 净利润仍超40亿元, 主要得益于公司油品和芳烃传导仍保持相对顺畅, 炼化、PTA-新材料等项目平稳运行。其中在原料端, 原油平均进价为3871.59元/吨, 同比上涨48.19%, 煤炭平均进价956.58元/吨, 同比上涨49.92%。在产品端, 炼化产品产销量分别为590.34万吨、566.93万吨, 平均售价5553.74元/吨, 同比增加51.48%, 营业收入达314.86亿元; PTA产销量分别为297.64万吨、245.89万吨, 平均售价达5004.79元/吨, 同比增加42.27%, 营业收入达123.06亿元; 聚酯新材料产销量分别为87.33万吨、68.15万吨, 营业收入达63.33亿。报告期内实现归属于上市公司股东的净利润42.23亿元, 同比上升2.71%, 环比上升49.79%; 毛利率达15.46%, 同比上涨1.43%, 环比上涨1.25%; 净利率达7.91%, 同比上涨0.17%, 环比上涨1.84%。相较于2021年四季度, 公司业绩环比大幅提升, 主要受益于炼化产品产销的提升, 其中炼化产品销量达566.93万吨, 环比提升88.29%。
- **新项目逐步推进, 看好公司长期成长性:** 2022年一季度, 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增加68.22%, 环比增加120.95%, 公司新项目逐步投产。2022年惠州500万吨/年PTA计划于2022年第二季度建成投产, 项目达产达效后将实现年销售额212亿元以上, 年均利润总额约12亿元; 年产80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目达产后, 预计实现年均利润总额约29亿元; 2023-2024年, 年产80万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目、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, 子公司康辉新材料计划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, 进一步拓

宽公司在下游化工新能源材料市场的布局。随着公司新项目的加快建设
和陆续达产，将持续贡献业绩增量，公司未来呈现高成长性。

- **推出员工持股计划及股票回购，为公司成长注入活力：**为了建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，打造员工与股东利益共同体，公司2022年3月4日公告将实施第六期员工持股计划，本次持股计划通过公司员工合法薪酬、自筹资金、专项金融产品等方式筹集资金，计划总金额达98.6亿元，融资资金与自筹资金的比例不超过1:1，其中恒力石化员工股票购买上限为73.8亿元，控股股东及其关联附属企业员工购买公司股票的上限为24.8亿元。截至2022年4月30日，公司第六期员工持股计划通过集中竞价交易方式已累计买入6494.09万股，成交额达15.16亿元，占公司总股本的0.92%。同时，公司2021年底至2022年初，陆续推出第三期和第四期股份回购计划，其中第三期回购计划已实施完毕，公司回购金额达10亿元，顶格完成计划。第四期回购计划回购资金总额高达10-15亿元，彰显公司发展信心，截至2022年5月6日，公司已累计回购股份4499万股，占公司总股本0.64%，使用资金总额达到回购方案下限10亿元，回购股票将全部用于员工持股计划。
- **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153、191和232亿元，归母净利润增速分别为-1.6%、24.9%和21.6%，EPS（摊薄）分别为2.17、2.71和3.30元/股，对应2022年5月10日的收盘价，PE分别为10.37、8.30和6.82倍。我们看好公司大炼化项目持续贡献收益，依托于“大化工”平台发展化工新材料业务，我们维持公司“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	252,092	291,855	323,477
增长率 YoY %	51.2%	29.9%	27.3%	15.8%	10.8%
归属母公司净利润 (百万元)	13,462	15,531	15,288	19,101	23,229
增长率 YoY%	34.3%	15.4%	-1.6%	24.9%	21.6%
毛利率%	18.5%	15.4%	13.5%	13.7%	14.4%
净资产收益率ROE%	28.7%	27.1%	22.1%	22.9%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.21	2.17	2.71	3.30
市盈率 P/E(倍)	14.63	10.41	10.37	8.30	6.82
市净率 P/B(倍)	4.20	2.83	2.29	1.90	1.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年5月10日收盘价

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	52,105	65,180	77,902	78,589	97,298
货币资金	15,671	15,986	19,163	13,303	27,575
应收票据	4	0	0	0	0
应收账款	1,364	2,644	3,366	3,897	4,319
预付账款	1,994	2,637	3,431	3,967	4,359
存货	19,691	33,553	43,663	50,473	55,460
其他	13,380	10,360	8,279	6,950	5,586
非流动资产	138,924	145,116	157,564	180,001	185,228
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合)	121,850	122,731	129,563	153,766	157,717
无形资产	7,189	7,342	9,789	11,116	12,425
其他	9,885	15,043	18,212	15,119	15,086
资产总计	191,029	210,296	235,466	258,590	282,526
流动负债	85,800	97,776	109,853	117,883	123,994
短期借款	49,879	55,591	55,591	55,591	55,591
应付票据	7,805	16,050	20,887	24,144	26,530
应付账款	15,005	10,689	13,910	16,079	17,668
其他	13,110	15,446	19,466	22,069	24,206
非流动负债	58,205	55,220	56,220	57,220	58,220
长期借款	53,883	52,122	53,122	54,122	55,122
其他	4,322	3,097	3,097	3,097	3,097
负债合计	144,004	152,996	166,073	175,102	182,214
少数股东权益	119	69	76	85	96
归属母公司股	46,905	57,231	69,317	83,402	100,217
负债和股东权益	191,029	210,296	235,466	258,590	282,526

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	152,373	197,997	252,092	291,855	323,477
同比(%)	51.2%	29.9%	27.3%	15.8%	10.8%
归属母公司净利润	13,462	15,531	15,288	19,101	23,229
同比(%)	34.3%	15.4%	-1.6%	24.9%	21.6%
毛利率(%)	18.5%	15.4%	13.5%	13.7%	14.4%
ROE%	28.7%	27.1%	22.1%	22.9%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.21	2.17	2.71	3.30
P/E	14.63	10.41	10.37	8.30	6.82
P/B	4.20	2.83	2.29	1.90	1.58
EV/EBITDA	9.51	7.90	7.59	6.57	5.40

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	152,373	197,997	252,092	291,855	323,477
营业成本	124,116	167,518	217,995	251,992	276,891
营业税金	2,628	3,440	5,042	5,837	6,470
销售费用	177	291	378	434	483
管理费用	1,716	1,985	2,683	3,016	3,393
研发费用	826	1,019	1,687	1,679	1,897
财务费用	5,029	4,916	5,341	5,393	5,468
减值损失	-626	-155	-1	-1	-3
投资净收	-397	19	24	28	31
其他	1,192	1,100	970	1,123	1,244
营业利润	18,051	19,791	19,959	24,653	30,148
营业外收	-14	37	12	12	20
利润总额	18,037	19,828	19,970	24,665	30,168
所得税	4,543	4,290	4,675	5,555	6,929
净利润	13,495	15,538	15,295	19,110	23,240
少数股东	33	7	7	9	11
归属母公	13,462	15,531	15,288	19,101	23,229
EBITDA	30,475	32,765	33,406	39,610	45,778
EPS(当年)(元)	1.91	2.21	2.17	2.71	3.30

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动	24,143	18,670	31,354	36,605	41,695
现金流					
净利润	13,495	15,538	15,295	19,110	23,240
折旧摊销	7,565	9,023	9,099	10,714	11,435
财务费用	3,576	4,126	5,381	5,441	5,501
投资损失	-275	397	-19	-24	-28
营运资金	-1,342	-9,729	1,616	1,382	1,571
其它	452	-269	-13	-13	-20
投资活动	-22,411	-13,098	-18,497	-31,523	-15,023
资本支出	-23,929	-13,383	-19,336	-31,552	-15,054
长期投资	1,103	499	814	0	0
其他	415	-214	24	28	31
筹资活动	-1,021	-7,388	-9,681	-10,941	-12,401
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	7,097	4,362	1,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-8,006	-9,984	-10,781	-12,041	-13,501
现金流净增加额	701	-1,905	3,176	-5,859	14,271

研究团队简介

陈淑娴，女，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。

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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。