

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

胡晓艺 石化行业研究助理
邮箱: huxiaoyi@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
- 《恒力石化(600346):22Q1业绩平稳增长,新项目稳步推进》
2022.05.10

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

22Q2 业绩承压, 看好公司第二成长曲线

2022年8月16日

事件: 2022年8月15日晚,恒力石化发布2022年度中期报告。2022年上半年公司实现营业总收入1191.55亿元,同比增长13.94%,环比增长27.58%;实现归母净利润80.26亿元,同比下降7.13%,环比增长16.51%;扣非净利润74.17亿元,同比下降10.27%,环比增长18.58%;经营活动产生的现金流量净额为166.35亿元,同比增长2.81%,环比增长568.07%,系因2021年第四季度经营活动产生的现金流量净额为负;基本每股收益为1.14元,同比下降7.32%。加权平均净资产收益率为13.27%,同比减少3.90个百分点。

2022年二季度公司实现营业总收入657.59亿元,同比增长28.08%,环比增长23.15%;实现归母净利润38.03亿元,同比下降16.06%,环比下降9.93%;扣非净利润33.03亿元,同比下降26.73%,环比下降19.70%;经营活动产生的现金流量净额为60.18亿元,同比下降40.99%,环比下降43.33%。

点评:

- **油价高位震荡背景下,公司2022Q2业绩承压:** 2022年Q2,受原油等原材料价格持续高位震荡,公司产品价格大幅上涨,营收增长显著。但由于国内房地产、纺织、建材等下游行业增长放缓,成本高企叠加需求不足,企业生产经营压力明显增大,公司净利润同比和环比均有所下降。价格价差方面:在原料端,2022Q2,布伦特原油均价为111.98美元/桶,同比上涨62.46%,环比上涨14.52%。在产品端,2022Q2,POY、FDY、DTY、PTA市场均价分别为7390.35、7812.41、8495.09、5910.58元/吨,同比增长分别为13.13%、17.00%、9.46%、43.33%,环比增长分别为5.96%、7.86%、1.86%、18.12%。POY、FDY、DTY、PTA加工价差分别为838.06、1260.11、1942.79、347.07元/吨,同比下降分别为43.9%、23.10%、28.63%、16.77%,环比下降分别为24.54%、8.64%、21.54%、11.97%。产销量方面:2022年Q2,公司炼化产品产销量分别为565.19、619.13万吨,同比下降分别为6.41%、8.79%,环比分别下降4.26%、增长9.21%。PTA产销量分别为307.09、293.02万吨,同比分别增长0.65%、下降0.09%,环比增长分别为3.17%、19.17%。聚酯新材料产销量分别为84.25、81.65万吨,同比增长分别为5.23%、4.87%,环比分别下降3.53%、增长19.81%。
- **基于大化工平台,着力打造第二成长曲线:** 公司积极推动各大业务板块的协同发展,大力拓展上下游高端产能同步发展。恒力2000万吨/年炼化一体化项目、150万吨/年乙烯项目已全面投产,实现公司在关键产能环节的战略突破。同时公司500万吨/年现代煤化工装置以及1160万吨/年PTA装置也已布局建设完成,大大提升了公司经营弹性空间与综合成本优势。在国内炼油能力过剩,成品油过剩,成品油出口需依照配额政策下,恒力石化大连长兴岛2000万吨/年大炼化项目的成品油收率低,同时恒力以大炼化项目所产化工品为依托,积极布局下游高附加值

化工新材料产业链。公司现有 24 万吨/年 PBT 工程塑料产能、38.5 万吨/年 BOPET 功能性薄膜产能、3.3 万吨/年 PBAT 产能。2023-2024 年，年产 80 万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目（包括 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，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，子公司康辉新材料将引进日本芝浦机械株式会社和青岛中科华联新材料股份有限公司的湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米，预计在 2023 年陆续达产。通过进一步拓宽公司在下游化工新能源材料市场的布局，快速扩张高端差异化的消费新材料产能，生产可降解塑料顺应当前“双碳”目标，不断满足市场增量需求，实现产业链的多元覆盖。

- **双碳政策大力推进，“降油增化”成为大势所趋：**2021 年 9 月以来，中共中央、国务院发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，国务院发布《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知（国发〔2021〕23 号）》，国家发展改革委发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》和《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》，推动石化行业碳达峰，严控新增炼油能力，到 2025 年国内一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80%以上。2021 年 12 月，中央经济会议指出新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。我们认为，在供给侧发展受限的环境下，后续大幅新增炼能空间有限。另一方面，根据石油和化学工业规划院给出的“十四五”石油化工行业规划指南，十四五期间，中国将持续推动炼油企业“降油增化”，新增炼化项目成品油收率较低。“十四五”石油化工行业规划的重点在于淘汰小产能，整合炼油指标，建设流程更长、开工率更高、产品更加多样化的炼化一体化项目，提升我国石油化工生产的效率，减少生产环节对油品的浪费，做到对资源“吃干榨尽”。随着政策的推进，向下游化工材料延伸、走小油头大化工路径的一体化炼厂有望成为未来发展趋势。
- **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 161.54、196.13 和 235.45 亿元，归母净利润增速分别为 4.0%、21.4% 和 20.0%，EPS（摊薄）分别为 2.29、2.79 和 3.34 元/股，对应 2022 年 8 月 15 日的收盘价，PE 分别为 9.02、7.43 和 6.19 倍。我们看好公司大炼化项目化工品收率高，并依托于大炼化化工平台发展化工新材料业务，平滑周期波动性，持续贡献收益，我们维持对恒力石化的“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	251,828	291,590	323,212
增长率 YoY %	51.2%	29.9%	27.2%	15.8%	10.8%
归属母公司净利润 (百万元)	13,462	15,531	16,154	19,613	23,545
增长率 YoY%	34.3%	15.4%	4.0%	21.4%	20.0%
毛利率%	18.5%	15.4%	14.9%	14.9%	15.5%
净资产收益率ROE%	28.7%	27.1%	23.4%	23.4%	23.3%
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.21	2.29	2.79	3.34
市盈率 P/E(倍)	14.63	10.41	9.02	7.43	6.19
市净率 P/B(倍)	4.20	2.83	2.11	1.74	1.44

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 8 月 15 日收盘价

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	52,105	65,180	76,954	78,153	97,178
货币资金	15,671	15,986	19,028	13,680	28,267
应收票据	4	0	0	0	0
应收账款	1,364	2,644	3,363	3,894	4,316
预付账款	1,994	2,637	3,373	3,908	4,300
存货	19,691	33,553	42,914	49,723	54,710
其他	13,380	10,360	8,277	6,948	5,584
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	234,518	258,154	282,406
流动负债	85,800	97,776	109,084	117,113	123,225
短期借款	49,879	55,591	55,591	55,591	55,591
应付票据	7,805	16,050	20,528	23,785	26,171
应付账款	15,005	10,689	13,671	15,841	17,429
其他	13,110	15,446	19,294	21,897	24,033
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	165,303	174,333	181,444
少数股东权益	119	69	77	86	96
归属母公司股	46,905	57,231	69,138	83,735	100,865
负债和股东权益	191,029	210,296	234,518	258,154	282,406

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	152,373	197,997	251,828	291,590	323,212
同比(%)	51.2%	29.9%	27.2%	15.8%	10.8%
归属母公司净利润	13,462	15,531	16,154	19,613	23,545
同比(%)	34.3%	15.4%	4.0%	21.4%	20.0%
毛利率(%)	18.5%	15.4%	14.9%	14.9%	15.5%
ROE%	28.7%	27.1%	23.4%	23.4%	23.3%
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.21	2.29	2.79	3.34
P/E	14.63	10.41	9.02	7.43	6.19
P/B	4.20	2.83	2.11	1.74	1.44
EV/EBITDA	9.51	7.90	6.95	6.11	5.04

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	152,373	197,997	251,828	291,590	323,212
营业成本	124,116	167,51	214,253	248,249	273,148
营业税金	2,628	3,440	7,555	8,748	9,696
销售费用	177	291	378	437	485
管理费用	1,716	1,985	2,518	2,920	3,234
研发费用	826	1,019	1,685	1,678	1,896
财务费用	5,029	4,916	5,341	5,393	5,467
减值损失	-626	-155	-1	-1	-3
投资净收	-397	19	24	28	31
其他	1,192	1,100	969	1,122	1,243
营业利润	18,051	19,791	21,090	25,314	30,558
营业外收	-14	37	12	12	20
利润总额	18,037	19,828	21,102	25,326	30,578
所得税	4,543	4,290	4,940	5,704	7,023
净利润	13,495	15,538	16,162	19,622	23,556
少数股东	33	7	7	9	11
归属母公	13,462	15,531	16,154	19,613	23,545
EBITDA	30,475	32,765	34,538	40,272	46,188
EPS(当年)(元)	1.91	2.21	2.29	2.79	3.34

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动	24,143	18,670	32,265	37,117	42,011
现金流					
净利润	13,495	15,538	16,162	19,622	23,556
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	1,660	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	-10,726	-10,941	-12,401
吸收投资	0	0	-45	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	3,042	-5,347	14,587

研究团队简介

陈淑娴, 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。

胡晓艺, 石化行业研究助理。中国社会科学院大学经济学硕士, 西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心。

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	hanjiuyue@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
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	jiiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。