

# 恒力石化（600346）

## 2023 年半年报点评：盈利先于估值修复，把握底部布局良机

买入（维持）

2023 年 08 月 22 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书：S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	222,373	250,758	282,783	297,544
同比	12%	13%	13%	5%
归属母公司净利润（百万元）	2,318	7,029	12,280	15,875
同比	-85%	203%	75%	29%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.33	1.00	1.74	2.26
P/E（现价&最新股本摊薄）	43.75	14.43	8.26	6.39

关键词：#兼并重组 #产能扩张 #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

■ **事件：**公司发布 2023 年半年报，实现营收 1095 亿元，同比-8%，实现归母净利润 30.5 亿元，同比-62%，实现扣非归母净利润 22.7 亿元，同比-69%，中报业绩符合预期。其中 23Q2 单季度，实现归母净利润 20.3 亿元，同比-47%、环比+99%，实现扣非归母净利润 16.9 亿元，同比-49%、环比+190%。

■ **大炼化进入业绩修复通道，估值性价比凸显：**1) 截至 8 月 18 日，汽油/柴油/PX/纯苯/聚乙烯/聚丙烯较原油价差分别处于近五年 83%/75%/76%/73%/5%/4%分位，其中成品油和芳烃率先进入景气周期，烯烃盈利触底，后续随着淡季结束也有望进入回升通道；2) 与此同时，公司 PB 仍处于近五年 1%分位，估值修复明显滞后于价差表现。站在当前时点，我们认为本轮炼化周期的底部已经确立，龙头企业有望在周期修复和产能扩张中，迎来新一轮的业绩上升期，而估值端尚未对此进行定价，大炼化配置的性价比已经凸显。

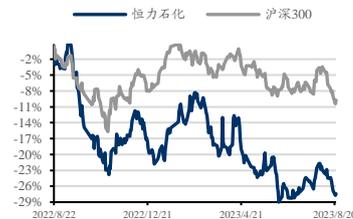
■ **旺季行情渐近，长丝板块迎来向上弹性：**23Q3 以来，长丝呈现淡季不淡行情。截至 8 月 17 日，涤纶长丝与下游织机开工率分别达 86%/63%，较去年同期+22pct/+18pct，均处于年初以来高位。同时 POY/FDY/DTY 库存天数分别为 13.0/18.3/24.4 天，仍处于近五年中低位。向后看，金九银十开启在即，国内纺织和出口需求边际改善，长丝有望迎来量价齐升。

■ **康辉分拆价值重估，新材料布局未来可期：**康辉新材是公司新材料业务的核心载体，分拆上市有利于推动康辉独立融资和估值提升。截至 2022 年底，康辉新材合计拥有 38.6 万吨 BOPET、24 万吨 PBT、3.3 万吨 PBAT 产能。2023 年起康辉将进入集中投产期，其中苏州汾湖基地 80 万吨聚酯薄膜项目已于 23Q1 逐步投产，大连长兴岛基地 45 万吨可降解塑料项目已于 23Q2 逐步达产，另外营口和南通基地还规划了 34.4 亿平米的锂电隔膜项目，其中营口基地首条产线已于 23 年 6 月投产。除此之外，康辉还拥有六条复合集流体基膜生产线和 2.4 万吨/年光伏背板基膜产能，其中 4.5 μm 复合铜箔基膜试样工作正在持续推进。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 70、123、159 亿元，按 2023 年 8 月 22 日收盘价计算，对应 PE 分别 14.4、8.3 和 6.4 倍。大炼化盈利持续改善，新能源材料加速推进，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**需求复苏不及预期、分拆进度不及预期、原材料价格波动

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.41
一年最低/最高价	13.96/20.18
市净率(倍)	1.81
流通 A 股市值(百万元)	101,433.43
总市值(百万元)	101,433.43

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.95
资产负债率(% ,LF)	78.02
总股本(百万股)	7,039.10
流通 A 股(百万股)	7,039.10

### 相关研究

《恒力石化(600346)：2023 年半年报业绩预告点评：云开见日，整装待发》

2023-07-15

恒力石化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>76,344</b>	<b>94,047</b>	<b>107,055</b>	<b>114,896</b>	<b>营业总收入</b>	<b>222,373</b>	<b>250,758</b>	<b>282,783</b>	<b>297,544</b>
货币资金及交易性金融资产	28,681	42,996	52,343	59,449	营业成本(含金融类)	204,078	222,199	245,786	255,155
经营性应收款项	4,657	5,836	6,242	6,415	税金及附加	6,631	10,030	11,311	11,902
存货	37,836	41,195	45,568	47,305	销售费用	393	253	286	301
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,889	2,508	2,615	2,864
其他流动资产	5,170	4,020	2,901	1,727	研发费用	1,185	1,329	1,487	1,576
<b>非流动资产</b>	<b>165,087</b>	<b>174,523</b>	<b>175,681</b>	<b>181,439</b>	财务费用	4,287	6,713	7,218	7,255
长期股权投资	559	559	559	559	加:其他收益	1,596	1,254	1,414	1,488
固定资产及使用权资产	118,806	140,276	144,871	148,594	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	27,287	12,287	7,287	7,287	公允价值变动	(46)	0	0	0
无形资产	8,925	11,900	13,470	15,513	减值损失	3,131	251	201	203
商誉	77	77	77	77	资产处置收益	(3)	(4)	(4)	(4)
长期待摊费用	2,027	2,027	2,027	2,027	<b>营业利润</b>	<b>2,325</b>	<b>8,724</b>	<b>15,287</b>	<b>19,773</b>
其他非流动资产	7,404	7,396	7,389	7,381	营业外净收支	85	61	61	69
<b>资产总计</b>	<b>241,430</b>	<b>268,570</b>	<b>282,736</b>	<b>296,335</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,410</b>	<b>8,785</b>	<b>15,348</b>	<b>19,842</b>
<b>流动负债</b>	<b>125,853</b>	<b>141,907</b>	<b>147,937</b>	<b>151,204</b>	减:所得税	92	1,757	3,070	3,968
短期借款及一年内到期的非流动负债	78,666	93,666	93,666	93,666	<b>净利润</b>	<b>2,318</b>	<b>7,028</b>	<b>12,279</b>	<b>15,874</b>
经营性应付款项	29,473	32,090	35,497	36,850	减:少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)
合同负债	12,091	8,888	9,831	10,206	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,318</b>	<b>7,029</b>	<b>12,280</b>	<b>15,875</b>
其他流动负债	5,623	7,263	8,943	10,483	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	1.00	1.74	2.26
非流动负债	62,657	69,657	70,657	71,657	EBIT	8,197	14,439	21,297	25,748
长期借款	58,347	63,347	64,347	65,347	EBITDA	17,740	25,947	33,535	38,888
应付债券	0	2,000	2,000	2,000	毛利率(%)	8.23	11.39	13.08	14.25
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	1.04	2.80	4.34	5.34
其他非流动负债	4,254	4,254	4,254	4,254	收入增长率(%)	12.31	12.76	12.77	5.22
<b>负债合计</b>	<b>188,510</b>	<b>211,564</b>	<b>218,594</b>	<b>222,862</b>	归母净利润增长率(%)	(85.07)	203.20	74.70	29.28
归属母公司股东权益	52,863	56,949	64,087	73,420					
少数股东权益	58	57	56	54					
<b>所有者权益合计</b>	<b>52,920</b>	<b>57,006</b>	<b>64,142</b>	<b>73,473</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>241,430</b>	<b>268,570</b>	<b>282,736</b>	<b>296,335</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25,954	23,089	34,333	39,044	每股净资产(元)	7.51	8.09	9.10	10.43
投资活动现金流	(26,297)	(18,890)	(12,162)	(17,656)	最新发行在外股份(百万股)	7,039	7,039	7,039	7,039
筹资活动现金流	10,405	9,916	(12,824)	(14,284)	ROIC(%)	4.38	5.69	7.74	8.98
现金净增加额	10,734	14,115	9,347	7,105	ROE-摊薄(%)	4.39	12.34	19.16	21.62
折旧和摊销	9,543	11,508	12,238	13,140	资产负债率(%)	78.08	78.77	77.31	75.21
资本开支	(25,708)	(18,429)	(11,882)	(17,375)	P/E (现价&最新股本摊薄)	43.75	14.43	8.26	6.39
营运资本变动	7,148	(2,425)	2,348	2,508	P/B (现价)	1.92	1.78	1.58	1.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>