

## 恒力石化 (600346.SH) 炼化龙头复苏正当时, 坚定看好盈利复苏和远期成长

2023年08月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

龚道琳 (分析师)

jinyiteng@kysec.cn

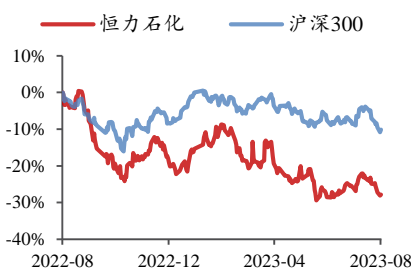
gongdaolin@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790522010001

日期	2023/8/22
当前股价(元)	14.41
一年最高最低(元)	20.18/13.96
总市值(亿元)	1,014.33
流通市值(亿元)	1,014.33
总股本(亿股)	70.39
流通股本(亿股)	70.39
近3个月换手率(%)	13.32

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《业绩拐点已现, 坚定看好盈利能力修复和远期成长 ——公司信息更新报告》-2023.4.30

《短期业绩承压, 长期看好炼化盈利能力持续修复 ——公司信息更新报告》-2022.10.31

### ● Q2 业绩环比继续改善, 复苏正当时, 新材料崛起时, 维持“买入”评级

8月22日, 公司发布2023年中报, 2023年上半年公司实现营业收入1094.29亿元, 同比-8.16%; 实现归母净利润30.49亿元, 同比-62.01%。Q2环比Q1继续改善, 公司作为民营炼化龙头持续复苏的逻辑再次被验证, 我们维持2023-2025年盈利预测: 预计归母净利润分别为81.73、106.55、143.59亿元, EPS分别为1.16、1.51、2.04元/股, 当前股价对应PE为12.4、9.5、7.1倍。我们认为业绩低点已过, 复苏正当时, 未来新材料业务将打开成长空间, 维持“买入”评级。

### ● Q2 新材料板块销量环比回暖, 公司整体成本压力有所缓解, 业绩进一步改善

Q2单季度公司实现营收533.03亿元, 环比-5.09%; 实现归母净利润20.29亿元, 环比+99.01%, 业绩大幅改善。根据经营数据公告, 2023年1-6月公司煤炭(含原料煤和动力煤)、原油、PX、丁二醇的平均进价分别为886.73、4,097.24、7,321.37、10,070.59元/吨, 和2023年1-3月的对比来看, Q2煤炭、原油主要原料价格呈现降低趋势, 成本端压力有所缓解, 通过营业成本/营业利润来看, Q2的比例为87.02%, 较Q1下降3.72pcts。Q2公司炼化产品、PTA、新材料产品销量环比-8.6%、2.5%、13.7%, 尤其新材料端销量环比改善明显。Q2公司销售毛利率和净利率分别为12.98%、3.81%, 较Q1提升3.72pcts、2.00pcts。

### ● 业绩低点已过, 看好公司盈利能力修复弹性和未来新材料布局的成长性

我们认为, 公司业绩低点已过, 趋势向好, 盈利能力有望持续恢复, 未来新材料项目将贡献利润增量。根据公司公告, 公司下属子公司康辉新材营口厂区布局湿法锂电池隔膜4.4亿平方米项目, 包含4条湿法隔膜制膜线, 2条涂覆隔膜线, 形成“基膜+涂覆”一体化生产线, 该项目于2023年6月初实现首条生产线全线贯通。160万吨高性能树脂及新材料项目持续推进, 目前部分装置正处于调试阶段。此外, 公司正积极推进康辉新材分拆上市, 康辉新材将有效发挥资本市场的融资功能和优势, 向成为先进膜材料龙头公司持续迈进, 提升恒力石化整体竞争力。

### ● 风险提示: 油价大幅波动、下游需求萎靡、产能投放不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	197,970	222,324	248,461	266,811	294,409
YOY(%)	29.9	12.3	11.8	7.4	10.3
归母净利润(百万元)	15,531	2,318	8,173	10,655	14,359
YOY(%)	15.4	-85.1	252.6	30.4	34.8
毛利率(%)	15.4	8.2	9.8	10.1	11.6
净利率(%)	7.8	1.0	3.3	4.0	4.9
ROE(%)	27.1	4.4	13.4	15.6	17.8
EPS(摊薄/元)	2.21	0.33	1.16	1.51	2.04
P/E(倍)	6.5	43.8	12.4	9.5	7.1
P/B(倍)	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	65180	76344	80671	89030	97750
现金	15986	28076	29077	32106	39512
应收票据及应收账款	2644	372	2112	960	2191
其他应收款	852	702	1190	716	1453
预付账款	2637	1997	3182	2380	3757
存货	33553	37836	36781	45022	42749
其他流动资产	9509	7360	8330	7845	8087
<b>非流动资产</b>	145116	165087	176930	184508	195742
长期投资	0	559	839	1258	1608
固定资产	122731	118719	130842	137026	146643
无形资产	7342	8925	12547	16051	19439
其他非流动资产	15043	36884	32703	30173	28052
<b>资产总计</b>	210296	241430	257601	273538	293492
<b>流动负债</b>	97776	125853	131201	132176	133627
短期借款	55591	69317	67542	62345	64789
应付票据及应付账款	26740	29473	45205	48808	47628
其他流动负债	15446	27063	18454	21023	21209
<b>非流动负债</b>	55220	62657	65298	73156	79073
长期借款	52122	58347	61177	68941	74904
其他非流动负债	3097	4310	4121	4216	4168
<b>负债合计</b>	152996	188510	196499	205332	212699
少数股东权益	69	58	65	70	76
股本	7039	7039	7039	7039	7039
资本公积	18456	18687	18687	18687	18687
留存收益	31977	27185	33494	42933	54832
<b>归属母公司股东权益</b>	57231	52863	61036	68136	80717
<b>负债和股东权益</b>	210296	241430	257601	273538	293492

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	18670	25954	29276	23213	25297
净利润	15538	2318	8181	10659	14365
折旧摊销	8993	9509	9399	10748	12121
财务费用	4916	4287	2742	2059	1945
投资损失	-19	0	-9	-5	-7
营运资金变动	-9904	7267	8775	-24	-3109
其他经营现金流	-853	2572	188	-224	-18
<b>投资活动现金流</b>	-13098	-26297	-21430	-18093	-23332
资本支出	13391	25715	12473	6704	11112
长期投资	499	378	-280	-384	-350
其他投资现金流	793	-204	-9236	-11773	-12570
<b>筹资活动现金流</b>	-7388	10405	-6846	-2090	5440
短期借款	5711	13726	-1775	-5197	2444
长期借款	-2775	6225	2830	7764	5964
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	106	231	0	0	0
其他筹资现金流	-10430	-9776	-7901	-4657	-2967
<b>现金净增加额</b>	-1905	10734	1000	3030	7405

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	197970	222324	248461	266811	294409
营业成本	167518	204078	224033	239731	260376
营业税金及附加	3440	6631	9938	10139	11188
营业费用	291	393	439	471	520
管理费用	1985	1889	2302	2369	2671
研发费用	1019	1185	1491	2401	2944
财务费用	4916	4287	2742	2059	1945
资产减值损失	-155	-3129	-1845	-2868	-2676
其他收益	760	1596	1178	1387	1282
公允价值变动收益	356	-46	155	55	105
投资净收益	19	-0	9	5	7
资产处置收益	2	-3	-1	-2	-1
<b>营业利润</b>	19791	2325	10703	13952	18834
营业外收入	59	105	82	94	88
营业外支出	21	21	21	21	21
<b>利润总额</b>	19828	2410	10764	14025	18901
所得税	4290	92	2583	3366	4536
<b>净利润</b>	15538	2318	8181	10659	14365
少数股东损益	7	-0	8	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	15531	2318	8173	10655	14359
EBITDA	35150	19128	25425	29938	36173
EPS(元)	2.21	0.33	1.16	1.51	2.04

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.9	12.3	11.8	7.4	10.3
营业利润(%)	9.6	-88.3	360.4	30.4	35.0
归属于母公司净利润(%)	15.4	-85.1	252.6	30.4	34.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.4	8.2	9.8	10.1	11.6
净利率(%)	7.8	1.0	3.3	4.0	4.9
ROE(%)	27.1	4.4	13.4	15.6	17.8
ROIC(%)	11.8	4.8	6.1	7.0	7.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	72.8	78.1	76.3	75.1	72.5
净负债比率(%)	174.9	213.9	176.9	159.2	136.6
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	98.7	147.4	200.0	173.7	186.9
应付账款周转率	6.8	7.3	6.0	5.1	5.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.21	0.33	1.16	1.51	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	3.69	4.16	3.30	3.59
每股净资产(最新摊薄)	8.13	7.51	8.67	9.68	11.47
<b>估值比率</b>					
P/E	6.5	43.8	12.4	9.5	7.1
P/B	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.7	11.2	8.2	7.0	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn