

2022年04月30日

恒力石化 (600346.SH)

业绩逆势增长，夯实全产业链发展

■事件：恒力石化发布2022年一季度业绩公告。报告期内公司实现营业收入534.06亿元，同比+0.32%，环比+14.83%；单季度实现毛利82.55亿元，同比+10.54%，环比+24.99%；实现归母净利润42.23亿元，同比+2.71%，环比+49.79%。

■点评：公司一季度业绩略超预期。一季度国际原油价格维持上行态势，布伦特原油均价102.39美元/桶，同比+67.22%，环比+28.22%；对比公司公告经营数据，一季度公司原油平均进价为83美元/桶左右，该部分或为业绩贡献库存收益。分板块看，据公告数据，公司三大板块炼化产品、PTA和新材料产品销量同比均有下滑，我们预计主因为区域性疫情反复等影响导致需求端走弱，进而影响下游开工水平。价格上三大产品板块平均售价均有上行，我们判断主要由成本端贡献。公告显示炼化产品平均售价同比+66.49%，PTA平均售价同比+42.27%，新材料产品平均售价同比+15.00%。2022年以来，外部环境复杂，疫情区域性反复，导致生产端成本抬升以及需求端景气不佳。在此背景下公司充分发挥大平台长产业链优势，弱化了原材料价格波动带来的影响。同时通过经营策略调整，带来较好库存收益，双向助力业绩逆势增长。

■依托炼化大平台持续深耕产业链：公司依托炼化大平台提供具有较强成本竞争力的原材料，持续扩展产业纵深。已公告投产项目有年产160万吨高性能树脂及新材料项目和年产260万吨高性能聚酯工程，其中包含聚碳酸酯、ABS、乙醇胺；膜级母粒聚酯切片、光伏材料聚酯切片、超亮光聚酯切片等高附加值产品。已公告在手项目有150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目。拟分拆上市企业康辉新材旗下有80万吨/年功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目；45万吨/年PBS类生物降解塑料以及年产16亿平方米锂电隔膜项目。在当前产业背景下，公司新项目布局有望充分实现上下游产业协同，提升公司整体盈利水平，勾勒业绩增长第二曲线。

■投资建议：维持买入-A投资评级。考虑当前疫情冲击需求，地缘政治风险凸显影响能源价格，我们调低公司业绩预期。预计公司2022年-2024年净利润分别为160.11、197.38和229.97亿元。

■风险提示：原油价格大幅波动风险，终端需求不及预期风险，项目建设不及预期风险，安环生产风险，原油配额不足风险等。

公司快报

证券研究报告

其他石化

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：26.19元
股价(2022-04-29) 20.95元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 147,469.14 |
| 流通市值(百万元) | 147,469.14 |
| 总股本(百万股) | 7,039.10 |
| 流通股本(百万股) | 7,039.10 |
| 12个月价格区间 | 18.47/32.60元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 4.92 | -3.34 | -19.94 |
| 绝对收益 | -2.52 | -14.82 | -33.87 |

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

相关报告

| | |
|------------------------|------------|
| 恒力石化：业绩提升，环比增量空间仍在/张汪强 | 2021-04-22 |
| 恒力石化：平台带动发展，磨砺铸就玉成/张汪强 | 2021-04-13 |

| (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 152,373.4 | 197,996.5 | 218,828.5 | 187,533.2 | 211,497.2 |
| 净利润 | 13,461.8 | 15,531.1 | 16,011.2 | 19,738.1 | 22,997.4 |
| 每股收益(元) | 1.91 | 2.21 | 2.27 | 2.80 | 3.27 |
| 每股净资产(元) | 6.66 | 8.13 | 9.76 | 23.21 | 25.49 |
| 盈利和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 市盈率(倍) | 11.0 | 9.5 | 9.2 | 7.5 | 6.4 |
| 市净率(倍) | 3.1 | 2.6 | 2.1 | 0.9 | 0.8 |
| 净利润率 | 8.8% | 7.8% | 7.3% | 10.5% | 10.9% |
| 净资产收益率 | 28.7% | 27.1% | 23.3% | 12.1% | 12.8% |
| 股息收益率 | 3.7% | 0.0% | 3.3% | 4.0% | 4.7% |
| ROIC | 15.4% | 14.6% | 13.4% | 26.5% | 11.6% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 152,373.4 | 197,996.5 | 218,828.5 | 187,533.2 | 211,497.2 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 124,116.3 | 167,518.1 | 186,103.5 | 152,625.3 | 174,201.9 | 营业收入增长率 | 51.2% | 29.9% | 10.5% | -14.3% | 12.8% |
| 营业税费 | 2,627.8 | 3,440.4 | 3,341.1 | 2,863.3 | 3,229.2 | 营业利润增长率 | 36.5% | 9.6% | 2.8% | 23.6% | 16.3% |
| 销售费用 | 177.3 | 291.4 | 350.1 | 300.1 | 338.4 | 净利润增长率 | 34.3% | 15.4% | 3.1% | 23.3% | 16.5% |
| 管理费用 | 1,715.6 | 1,985.4 | 2,407.1 | 2,062.9 | 2,326.5 | EBITDA 增长率 | 50.8% | 6.9% | 4.0% | 12.5% | 5.2% |
| 研发费用 | 826.0 | 1,019.5 | 727.9 | 868.6 | 924.0 | EBIT 增长率 | 44.3% | 2.5% | 3.4% | 16.2% | 5.8% |
| 财务费用 | 5,028.8 | 4,916.2 | 4,450.3 | 3,675.6 | 1,254.5 | NOPLAT 增长率 | 34.4% | 12.1% | 1.1% | 15.8% | 6.0% |
| 资产减值损失 | -625.6 | 154.7 | - | - | - | 投资资本增长率 | 18.0% | 10.4% | -41.6% | 142.4% | -121.6% |
| 加:公允价值变动收益 | 239.2 | 356.1 | -1,111.2 | - | - | 净资产增长率 | 28.0% | 21.9% | 20.1% | 137.6% | 9.9% |
| 投资和汇兑收益 | -397.3 | 19.2 | - | - | - | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | 18,051.2 | 19,790.7 | 20,337.3 | 25,137.4 | 29,222.7 | 毛利率 | 18.5% | 15.4% | 15.0% | 18.6% | 17.6% |
| 加:营业外净收支 | -13.9 | 37.4 | 8.3 | 5.0 | 10.4 | 营业利润率 | 11.8% | 10.0% | 9.3% | 13.4% | 13.8% |
| 利润总额 | 18,037.3 | 19,828.1 | 20,345.5 | 25,142.4 | 29,233.1 | 净利润率 | 8.8% | 7.8% | 7.3% | 10.5% | 10.9% |
| 减:所得税 | 4,542.5 | 4,289.9 | 4,272.6 | 5,359.8 | 6,185.4 | EBITDA/营业收入 | 19.8% | 16.3% | 15.3% | 20.1% | 18.7% |
| 净利润 | 13,461.8 | 15,531.1 | 16,011.2 | 19,738.1 | 22,997.4 | EBIT/营业收入 | 15.3% | 12.1% | 11.3% | 15.4% | 14.4% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负債表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 242 | 222 | 201 | 227 | 193 |
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 流动资产资本周转天数 | 6 | 13 | -26 | 40 | -68 |
| 货币资金 | 15,671.3 | 15,986.1 | 7,002.5 | 4,688.3 | 224,023.1 | 流动资产周转天数 | 125 | 107 | 80 | 133 | 302 |
| 交易性金融资产 | 1,650.1 | 814.4 | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 应收帐款 | 2,166.7 | 3,495.5 | 2,583.0 | 2,626.2 | 3,248.7 | 存货周转天数 | 46 | 48 | 36 | 94 | 82 |
| 应收票据 | 4.3 | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 432 | 365 | 312 | 391 | 523 |
| 预付帐款 | 1,994.4 | 2,636.9 | 1,873.4 | 1,825.6 | 2,396.3 | 投资资本周转天数 | 289 | 254 | 191 | 281 | 138 |
| 存货 | 19,691.1 | 33,553.0 | 9,992.2 | 87,518.4 | 9,260.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 其他流动资产 | 10,927.2 | 8,694.2 | 10,502.8 | 10,041.4 | 9,746.1 | ROE | 28.7% | 27.1% | 23.3% | 12.1% | 12.8% |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROA | 7.1% | 7.4% | 9.5% | 8.3% | 6.1% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 15.4% | 14.6% | 13.4% | 26.5% | 11.6% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 投资性房地产 | 32.6 | 170.5 | 238.7 | 341.7 | 427.3 | 销售费用率 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 固定资产 | 121,850.3 | 122,731.0 | 121,527.3 | 115,449.8 | 110,792.1 | 管理费用率 | 1.1% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 在建工程 | 3,907.6 | 7,238.0 | 2,471.4 | 3,480.0 | 4,788.0 | 研发费用率 | 0.5% | 0.5% | 0.3% | 0.5% | 0.4% |
| 无形资产 | 7,188.5 | 7,341.7 | 7,173.1 | 7,000.9 | 6,825.1 | 财务费用率 | 3.3% | 2.5% | 2.0% | 2.0% | 0.6% |
| 其他非流动资产 | 5,944.6 | 7,634.9 | 6,245.2 | 5,152.4 | 4,807.4 | 四费/营业收入 | 5.1% | 4.1% | 3.6% | 3.7% | 2.3% |
| 资产总额 | 191,028.7 | 210,296.2 | 169,609.7 | 238,124.6 | 376,314.6 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 49,879.4 | 55,590.7 | 25,932.6 | 49,259.2 | - | 资产负债率 | 75.4% | 72.8% | 59.4% | 31.3% | 52.3% |
| 应付帐款 | 15,417.4 | 11,124.3 | 33,534.8 | 2,984.2 | 172,166.2 | 负债权益比 | 306.2% | 267.0% | 146.5% | 45.6% | 109.4% |
| 应付票据 | 7,805.1 | 16,050.3 | 27,494.9 | 6,359.4 | 8,641.3 | 流动比率 | 0.61 | 0.67 | 0.33 | 1.50 | 1.29 |
| 其他流动负债 | 12,697.6 | 15,010.6 | 10,670.1 | 12,663.7 | 12,682.1 | 速动比率 | 0.38 | 0.32 | 0.22 | 0.27 | 1.24 |
| 长期借款 | 53,883.1 | 52,122.3 | - | 142.7 | - | 利息保障倍数 | 4.65 | 4.87 | 5.57 | 7.84 | 24.29 |
| 其他非流动负债 | 4,321.7 | 3,097.3 | 3,166.7 | 3,190.6 | 3,151.5 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 144,004.3 | 152,995.5 | 100,799.2 | 74,599.7 | 196,641.2 | DPS(元) | 0.77 | - | 0.68 | 0.84 | 0.98 |
| 少数股东权益 | 119.3 | 69.3 | 131.1 | 175.6 | 225.9 | 分红比率 | 40.2% | 0.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股本 | 7,039.1 | 7,039.1 | 7,039.1 | 7,039.1 | 7,039.1 | 股息收益率 | 3.7% | 0.0% | 3.3% | 4.0% | 4.7% |
| 留存收益 | 40,214.0 | 50,432.4 | 61,640.3 | 156,310.2 | 172,408.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 47,024.4 | 57,300.7 | 68,810.5 | 163,524.9 | 179,673.4 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 净利润 | 13,494.8 | 15,538.2 | 16,011.2 | 19,738.1 | 22,997.4 | EPS(元) | 1.91 | 2.21 | 2.27 | 2.80 | 3.27 |
| 加:折旧和摊销 | 7,564.7 | 8,992.7 | 8,720.3 | 8,890.2 | 9,171.3 | BVPS(元) | 6.66 | 8.13 | 9.76 | 23.21 | 25.49 |
| 资产减值准备 | 625.6 | 154.7 | - | - | - | PE(X) | 11.0 | 9.5 | 9.2 | 7.5 | 6.4 |
| 公允价值变动损失 | -239.2 | -356.1 | -1,111.2 | - | - | PB(X) | 3.1 | 2.6 | 2.1 | 0.9 | 0.8 |
| 财务费用 | 3,576.2 | 4,126.0 | 4,450.3 | 3,675.6 | 1,254.5 | P/FCF | -170.9 | 23.7 | -23.6 | -1.9 | 0.7 |
| 投资损失 | 397.3 | -19.2 | - | - | - | P/S | 1.0 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.7 |
| 少数股东损益 | 33.0 | 7.1 | 61.7 | 44.5 | 50.3 | EV/EBITDA | 9.4 | 7.8 | 4.9 | 5.1 | -1.9 |
| 营运资金的变动 | 9,382.3 | -9,191.8 | 55,709.8 | -126,081.1 | 248,902.8 | CAGR(%) | 13.6% | 14.0% | 16.7% | 13.6% | 14.0% |
| 经营活动产生现金流量 | 24,142.9 | 18,670.2 | 83,842.2 | -93,732.6 | 282,376.3 | PEG | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -22,410.9 | -13,097.7 | -639.4 | -3,703.0 | -5,685.6 | ROIC/WACC | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 4.5 | 2.0 |
| 融资活动产生现金流量 | -1,021.0 | -7,387.6 | -92,186.3 | 95,121.5 | -57,355.9 | REP | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.2 | 0.9 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034