

恒力石化（600346）

2023年三季报点评：盈利持续修复，估值性价比凸显

买入（维持）

2023年10月27日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

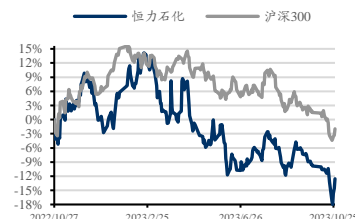
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	222,373	254,562	285,048	298,230
同比	12%	14%	12%	5%
归属母公司净利润（百万元）	2,318	7,641	10,836	14,710
同比	-85%	230%	42%	36%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.33	1.09	1.54	2.09
P/E（现价&最新股本摊薄）	42.42	12.87	9.08	6.68

关键词：#产能扩张 #第二曲线

投资要点

- **事件：**公司发布2023年三季报，实现营业收入1731亿元，同比+2%；归母净利润57.0亿元，同比-6%，扣非净利润49.8亿元，同比+4%。其中23Q3单季度，实现归母净利润26.5亿元，同比扭亏为盈、环比+31%，扣非净利润27.0亿元，同比扭亏为盈、环比+60%，业绩符合预期。
- **公司主营产品销售稳健，毛利率水平边际修复。**Q3期间，公司炼化产品/PTA/新材料产品销量分别为533/387/108万吨，环比分别-1%/+36%/+14%，平均售价分别为5733/5088/8435元/吨，环比分别+7%/-2%/+0%。此外，公司Q3毛利率、净利率分别为13.6%/4.2%，较Q2分别提升0.58pct/0.35pct。
- **油价扭转下行趋势，库存收益助力业绩提升。**Q3期间布伦特原油均价为85.8美元/桶，环比+10%，扭转了自22Q2以来的下行趋势。受此影响，炼化产品价格也整体上涨，其中Q3期间汽油/柴油/PX/纯苯/LLDPE/聚丙烯/丁二烯均价分别环比+3%/+2%/+7%/+11%/+3%/-0%/+1%。公司存货规模体量较大，油价及产品价格回升背景下库存收益明显。
- **本轮炼化周期底部已经确立，大炼化估值性价比凸显。**当前大炼化已进入业绩修复通道，公司净利润连续三个季度实现环比改善。具体上看，截至10月24日，汽油/柴油/PX/纯苯/LLDPE/聚丙烯/丁二烯较原油价差分别处于近五年72%/50%/54%/65%/2%/5%/42%分位，较2022年水平已有明显改善，而与此同时，公司PB仍处于近五年最低位，估值性价比凸显。
- **康辉分拆稳步推进，新材料布局未来可期。**1) 康辉新材是公司新材料业务的核心载体，23年起康辉新材进入集中投产期，其中80万吨聚酯薄膜已于23Q1逐步投产，45万吨PBS/PBAT已于23Q2逐步达产，营口基地首条锂电隔膜产线已于6月投产，后续规划总量达34.4亿平米。目前分拆上市已获得上交所受理，分拆完成后康辉将具备独立融资能力，新材板块估值有望得到提升。2) 除此之外，公司还有160万吨高性能树脂及新材料项目、60万吨BDO及配套项目、30万吨己二酸等项目处于逐步投产状态，有望持续为公司贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑需求复苏节奏，我们调整公司2023-2025年归母净利润为76、108、147亿元（此前为70、123、159亿元），按10月27日收盘价计算，对应PE分别12.9、9.1、6.7倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求复苏不及预期、原材料价格波动、项目投产进度延后

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.97
一年最低/最高价	12.95/18.43
市净率(倍)	1.67
流通 A 股市值(百万元)	98,336.22
总市值(百万元)	98,336.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.34
资产负债率(% ,LF)	77.56
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 年半年报点评: 盈利先于估值修复, 把握底部布局良机》
2023-08-22
- 《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
流动资产	76,344	95,213	106,980	113,299	营业总收入	222,373	254,562	285,048	298,230
货币资金及交易性金融资产	28,681	43,574	51,476	57,435	营业成本(含金融类)	204,078	225,043	249,743	257,260
经营性应收款项	4,657	5,885	6,294	6,439	税金及附加	6,631	10,182	11,402	11,929
存货	37,836	41,722	46,302	47,695	销售费用	393	257	288	301
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,889	2,546	2,636	2,870
其他流动资产	5,170	4,032	2,908	1,730	研发费用	1,185	1,349	1,499	1,579
非流动资产	165,087	174,523	175,681	181,439	财务费用	4,287	6,713	7,217	7,257
长期股权投资	559	559	559	559	加:其他收益	1,596	1,273	1,425	1,491
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	营业利润	2,325	9,489	13,482	18,317
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
资产总计	241,430	269,737	282,661	294,738	利润总额	2,410	9,550	13,543	18,386
流动负债	125,853	142,461	148,694	151,605	减:所得税	92	1,910	2,709	3,677
短期借款及一年内到期的非流动负债	78,666	93,666	93,666	93,666	净利润	2,318	7,640	10,834	14,708
经营性应付款项	29,473	32,501	36,068	37,154	减:少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)
合同负债	12,091	9,002	9,990	10,290	归属母公司净利润	2,318	7,641	10,836	14,710
其他流动负债	5,623	7,293	8,970	10,495	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	1.09	1.54	2.09
非流动负债	62,657	69,657	70,657	71,657	EBIT	8,197	15,185	19,479	24,290
长期借款	58,347	63,347	64,347	65,347	EBITDA	17,740	26,693	31,717	37,430
应付债券	0	2,000	2,000	2,000	毛利率(%)	8.23	11.60	12.39	13.74
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	1.04	3.00	3.80	4.93
其他非流动负债	4,254	4,254	4,254	4,254	收入增长率(%)	12.31	14.48	11.98	4.62
负债合计	188,510	212,118	219,351	223,262	归母净利润增长率(%)	(85.07)	229.61	41.80	35.76
归属母公司股东权益	52,863	57,561	63,254	71,422					
少数股东权益	58	57	56	54					
所有者权益合计	52,920	57,618	63,310	71,476					
负债和股东权益	241,430	269,737	282,661	294,738					

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	23,667	32,888	37,898	每股净资产(元)	7.51	8.18	8.99	10.15
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	5.97	7.08	8.52
现金净增加额	10,734	14,694	7,902	5,959	ROE-摊薄(%)	4.39	13.28	17.13	20.60
折旧和摊销	9,543	11,508	12,238	13,140	资产负债率(%)	78.08	78.64	77.60	75.75
资本开支	(25,708)	(18,429)	(11,882)	(17,375)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.42	12.87	9.08	6.68
营运资本变动	7,148	(2,459)	2,347	2,527	P/B(现价)	1.86	1.71	1.55	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>