



# 恒力石化 (600346.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 超预期回暖，期待新材料投产！

### 业绩简评

恒力石化于2023年10月27日发布2023年三季度报告，2023年前三季度公司实现营业收入1731.62亿元，同比增加1.63%，实现归母净利润57.01亿元，同比减少6.34%。其中，2023Q3公司实现营业收入637.05亿元，同比增加24.39%，环比减少19.51%；实现归母净利润26.52亿元，同比增加236.77%，环比增加30.70%。受益于炼油板块持续强劲，公司业绩环比持续改善。

### 经营分析

**Q3 油价上升库存收益或将显著增利，炼油强劲支撑公司 Q3 业绩：**2023年第三季度国际油价震荡上行，2023Q3布伦特原油期货价格均值为85.83美元/桶，环比增加10.15%。原油价格环比改善或增厚库存收益提振业绩。2023Q3柴油/汽油/航空煤油裂解价差分别为795/1124/1825/吨，PX-原油价差达3322元/吨。公司现有2000万吨/年原油加工能力以及520万吨/年PX产能，炼油板块有望持续维持强劲支撑公司业绩持续修复。

**伴随化工产品消费需求回暖，公司化工业务板块或将得到修复：**

目前烯烃类化工品需求仍处于恢复初期，公司业绩受化工产品拖累持续承压。2023Q3聚烯烃-原油价差均值2768元/吨，环比收窄13.11%。与此同时，2023Q3PTA-PX价差均值为188元/吨，环比收窄52.71%，价差处于较低水平。伴随化工产品消费需求持续回暖，公司化工板块或将出现明显修复。

**康辉新材分拆上市稳步推进，新材料陆续投产有望打开成长空间：**

2023年9月17日，康辉新材自主研发出3.9微米超薄碳带基膜并实现批量生产。9月19日，康辉新材江苏基地BOPET薄膜F线一次性开车成功，正式开始试生产。公司10月25日发布公告，称上交所对大连热电重组上市项目申请文件进行核对，认为该项申请文件齐备，符合法定形式，决定予以受理并依法进行审核。此外，公司160万吨/年高性能树脂及新材料项目等项目在如期推进中，预计2023-2024年将将有年产20万吨/年电池级碳酸二甲酯(DMC)、26万吨聚碳酸酯、23.18万吨/年双酚A、30万吨ABS、7.2万吨PDO等新能源新材料产能投放，公司产业链向下游高附加值领域延伸，公司业绩未来高成长可能性较强。

### 盈利预测、估值与评级

持续看好公司在经济回暖后，价差回升带来业绩弹性以及新材料深加工产能投产拉阔终端产品-原油价差的成长，因此我们上调了2023年盈利预测，上调比例为59.21%，我们预计公司2023-2025年归母净利润为80亿元/102亿元/151亿元，对应EPS分别为1.14元/1.44元/2.15元，对应PE为12.24X/9.68X/6.51X，维持“买入”评级。

### 风险提示

1) 地缘政治扰乱全球原油市场；(2) 子公司康辉新材在分拆上市后存在净利润被摊薄的可能；(3) 美联储加息或抑制终端需求；(4) 卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响；(5) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响；(6) 模型拟合误差对结果产生影响；(7) 在建工程进度不及预期，新增产能投放不及预期。

### 石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

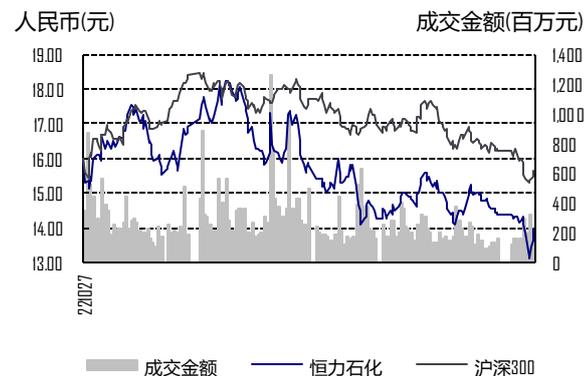
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.97 元

### 相关报告：

- 《恒力石化公司点评：环比改善，期待新材料投产！》，2023.8.22
- 《恒力石化公司点评：油品持续强劲，业绩环比修复》，2023.7.15
- 《恒力石化公司点评：苦尽甘来！》，2023.4.27



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	197,997	222,373	258,439	304,664	367,438
营业收入增长率	29.94%	12.31%	16.22%	17.89%	20.60%
归母净利润(百万元)	15,531	2,318	8,032	10,160	15,099
归母净利润增长率	15.37%	-85.07%	246.45%	26.50%	48.61%
摊薄每股收益(元)	2.206	0.329	1.141	1.443	2.145
每股经营性现金流净额	2.65	3.69	2.80	3.50	4.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.14%	4.39%	13.92%	15.93%	20.73%
P/E	10.41	47.15	12.24	9.68	6.51
P/B	2.83	2.07	1.70	1.54	1.35

来源：公司年报、国金证券研究所

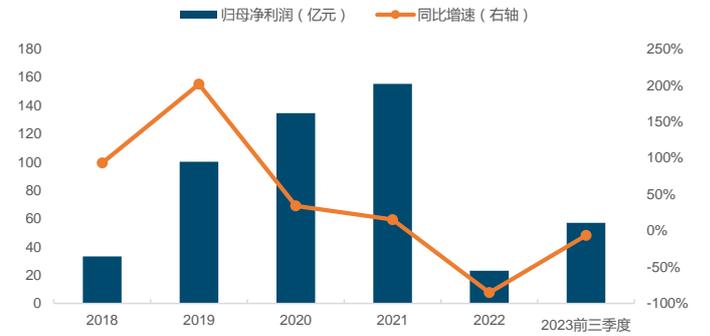
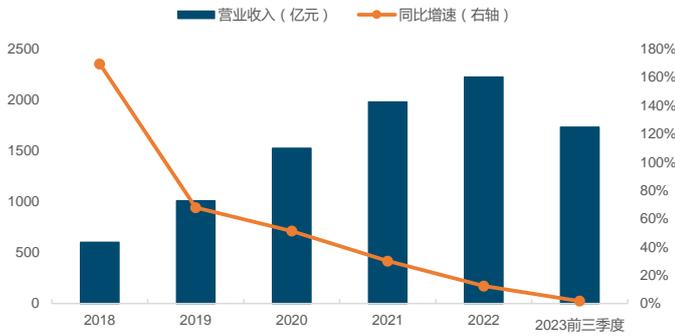


## 1、业绩环比持续修复，康辉新材分拆上市稳步推进

恒力石化于 2023 年 10 月 27 日发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度公司实现营业收入 1731.62 亿元，同比增加 1.63%，实现归母净利润 57.01 亿元，同比减少 6.34%。其中，2023Q3 公司实现营业收入 637.05 亿元，同比增加 24.39%，环比减少 19.51%；实现归母净利润 26.52 亿元，同比增加 236.77%，环比增加 30.70%。受益于炼油板块持续强劲和原油价格上涨带动的库存收益，公司业绩环比持续改善。

图表 1：2023 前三季度公司营业收入同比增加 1.63%

图表 2：2023 前三季度公司归母净利润同比减少 6.34%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年第三季度受沙特等 OPEC+ 国家额外减产以及地缘冲突等因素影响，国际油价震荡上行，2023Q3 布伦特原油期货价格均值为 85.83 美元/桶，环比增加 10.15%，原油价格环比改善增厚库存收益提振业绩。

图表 3：2023Q3 布伦特原油价格环比增加 10.15%

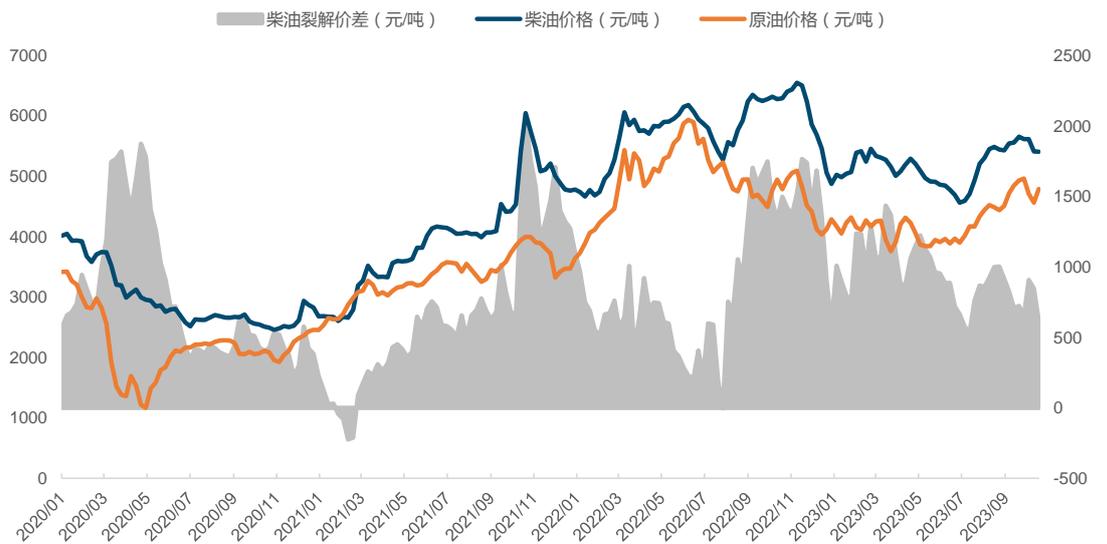


来源：Wind，国金证券研究所

2023Q3 成品油裂解价差环比略有下滑，Q3 柴油/汽油/航空煤油裂解价差分别为 795 元/1124 元/1825/吨，分别环比减少 17.06%/15.32%/20.90%，但整体成品油裂解价差仍维持在中高水平，伴随国内成品油消费需求持续旺盛以及海外炼能的出清，成品油裂解价差有望得到修复，公司炼油板块有望持续维持强劲势头。

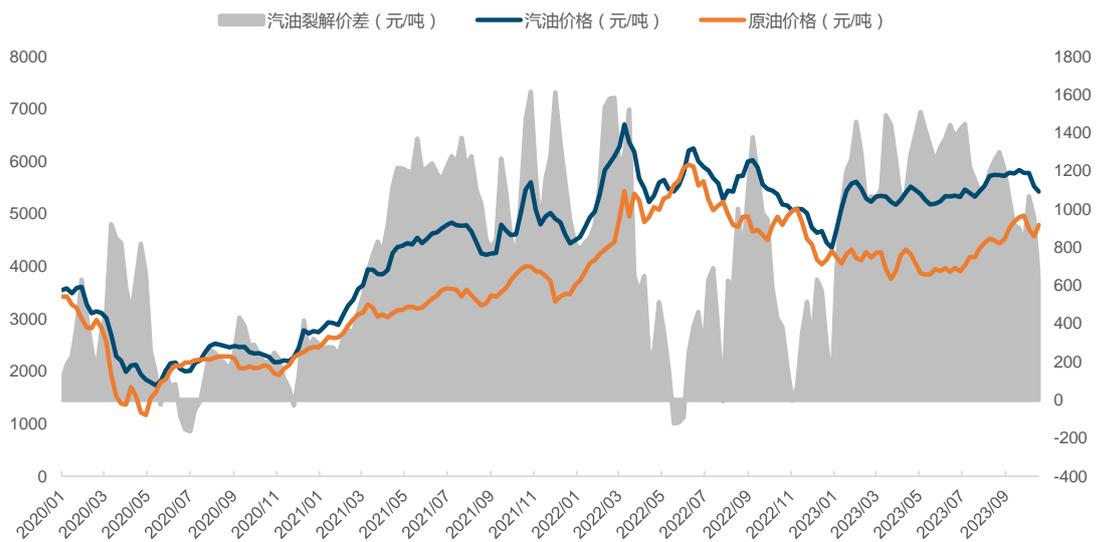


图表4: 柴油裂解价差持续维持在中高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

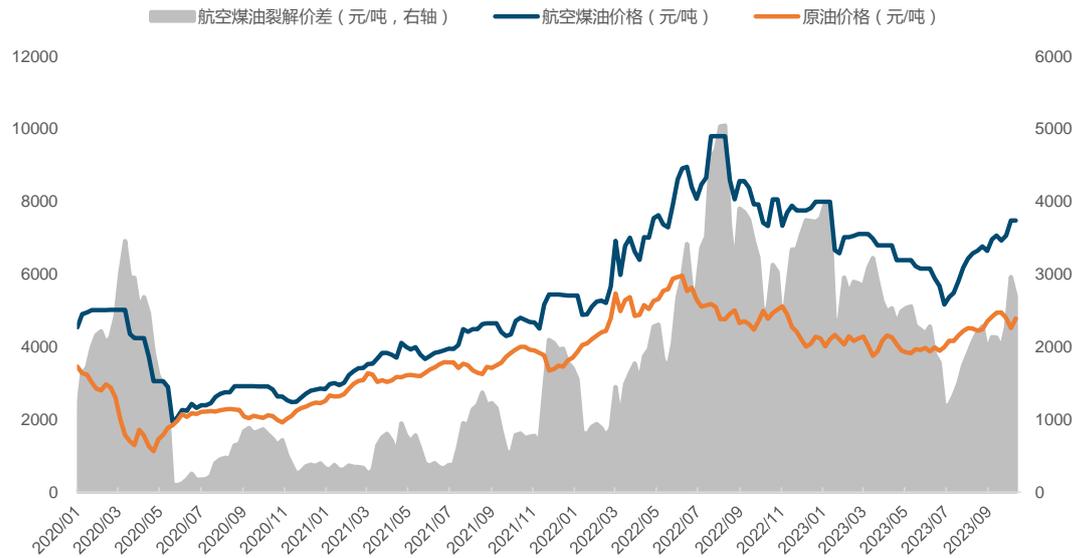
图表5: 汽油裂解价差持续维持在中高水平



来源: Wind, 国金证券研究所



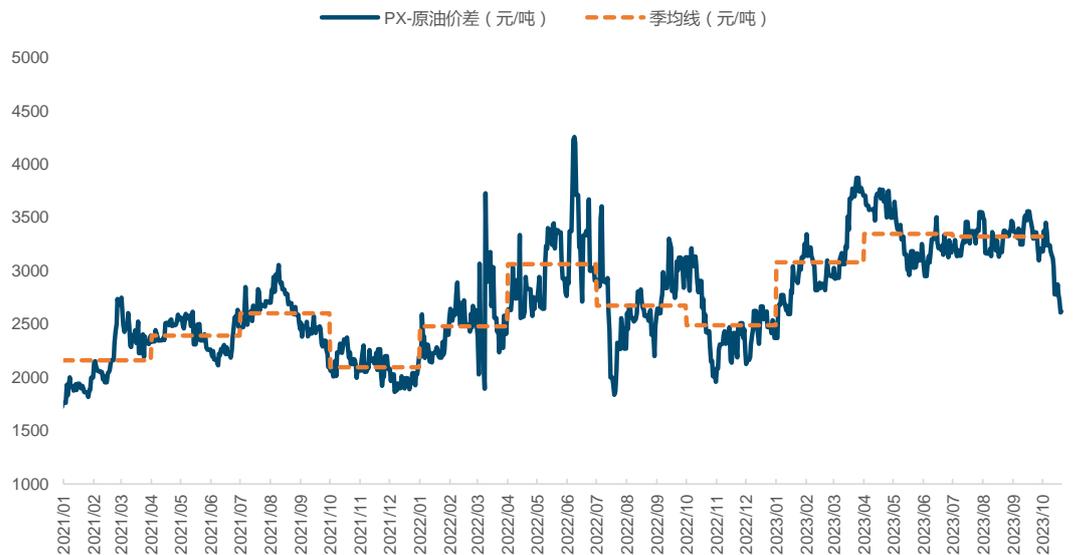
图表6: 航空煤油裂解价差持续维持在中高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

与此同时, PX-原油价差持续维持较高水平, 2023Q3 PX-原油价差达 3322 元/吨, 环比收窄 0.75%, 几乎与 Q2 保持持平。公司现有 2000 万吨/年原油加工能力以及 520 万吨/年 PX 产能, 炼油板块持续强劲有望支撑公司业绩持续修复。

图表7: PX-原油价差环比收窄 0.75%

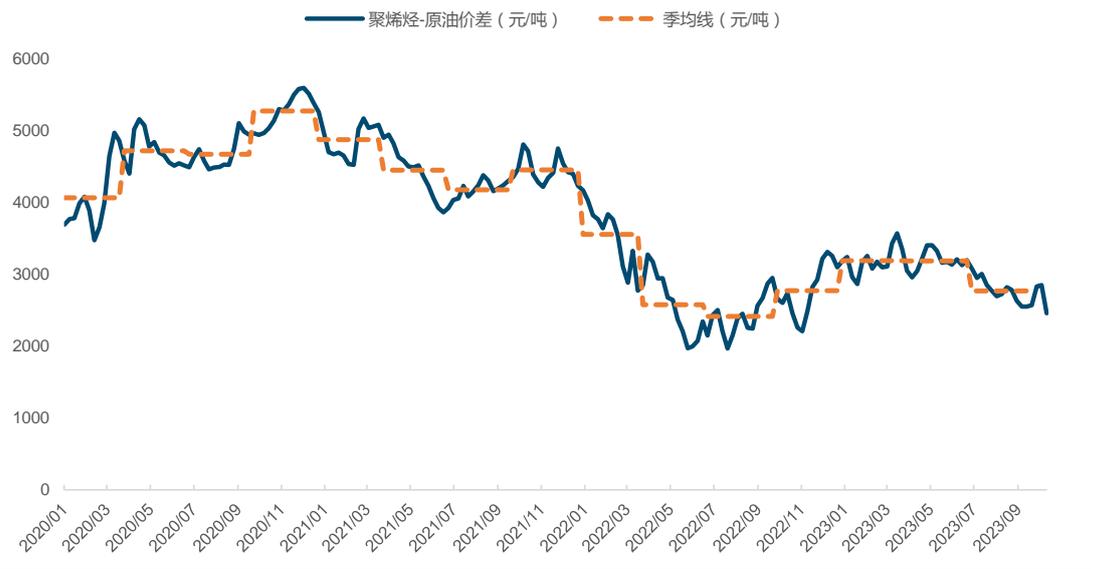


来源: Wind, 国金证券研究所

公司近年来不断减油增化加快能源转型步伐, 但由于目前烯烃类化工品需求仍处于恢复初期, 公司业绩受化工产品拖累持续承压。2023Q3 聚烯烃-原油价差均值 2768 元/吨, 环比收窄 13.11%。与此同时, PTA 产品产能投放过快导致产品价差承压, 2023Q3 PTA-PX 价差均值为 188 元/吨, 环比收窄 52.71%, 价差处于较低水平。伴随化工产品消费需求持续回暖, 公司化工板块或将出现明显修复。

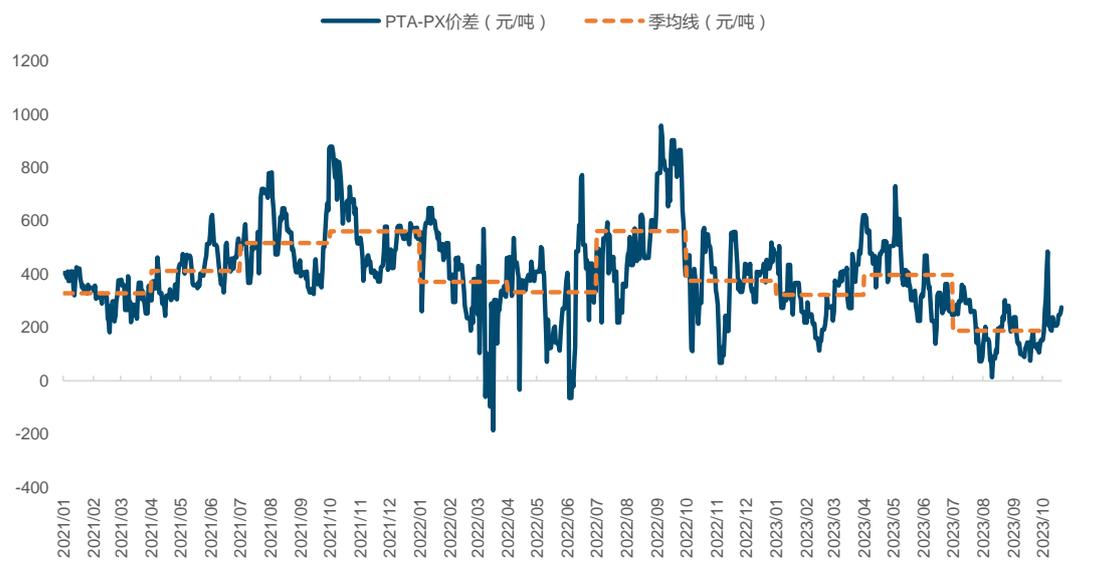


图表8: 聚烯烃-原油价差环比收窄 13.11%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: PTA-PX 价差环比收窄 52.71%



来源: Wind, 国金证券研究所

2023年9月17日,康辉新材在原有4.5微米超薄薄膜基础上,再次突破大宽幅熔体直拉法生产薄膜生产厚度记录,自主研发出3.9微米超薄碳带基膜并实现批量生产。9月19日,康辉新材江苏基地BOPET薄膜F线一次性开车成功,正式开始试生产。

公司10月25日发布公告,称上交所对大连热电重组上市项目申请文件进行核对,认为该项申请文件齐备,符合法定形式,决定予以受理并依法进行审核。

此外,公司2000万吨/年炼化一体化项目、150万吨/年乙烯项目、恒力(惠州)产业园500万吨/年PTA项目已实现全面投产。此外,160万吨/年高性能树脂及新材料项目等项目在如期推进中,预计2023-2024年将有年产20万吨/年电池级碳酸二甲酯(DMC)、26万吨聚碳酸酯、23.18万吨/年双酚A、30万吨ABS、7.2万吨PDO等新能源新材料产能投放,公司产业链向下游高附加值领域延伸,公司业绩未来具备较高成长性。

## 2、风险提示

- 1) 地缘政治扰乱全球原油市场: 俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性, 扰乱全球原油市场;
- 2) 存在净利润被摊薄的可能: 康辉新材在分拆上市后, 财务状况和盈利能力仍将反映在



公司的合并报表中，公司按权益享有康辉新材净利润存在被摊薄的可能。

- 3) 美联储加息或抑制终端需求：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 4) 卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 5) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 6) 模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>152,373</b>	<b>197,997</b>	<b>222,373</b>	<b>258,439</b>	<b>304,664</b>	<b>367,438</b>
增长率	29.9%	12.3%	16.2%	17.9%	20.6%	
主营业务成本	-124,116	-167,518	-204,078	-230,893	-271,943	-324,791
%销售收入	81.5%	84.6%	91.8%	89.3%	89.3%	88.4%
毛利	28,257	30,478	18,295	27,546	32,720	42,647
%销售收入	18.5%	15.4%	8.2%	10.7%	10.7%	11.6%
营业税金及附加	-2,628	-3,440	-6,631	-7,753	-9,140	-11,023
%销售收入	1.7%	1.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
销售费用	-177	-291	-393	-465	-548	-661
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-1,716	-1,985	-1,889	-2,197	-2,590	-3,123
%销售收入	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	-826	-1,019	-1,185	-1,292	-1,523	-1,837
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	22,910	23,742	8,197	15,839	18,919	26,002
%销售收入	15.0%	12.0%	3.7%	6.1%	6.2%	7.1%
财务费用	-5,029	-4,916	-4,287	-5,333	-6,230	-6,687
%销售收入	3.3%	2.5%	1.9%	2.1%	2.0%	1.8%
资产减值损失	-604	-172	-3,131	-797	-142	-182
公允价值变动收益	239	356	-46	0	0	0
投资收益	-397	19	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18,051	19,791	2,325	10,709	13,547	20,132
营业利润率	11.8%	10.0%	1.0%	4.1%	4.4%	5.5%
营业外收支	-14	37	85	0	0	0
税前利润	18,037	19,828	2,410	10,709	13,547	20,132
利润率	11.8%	10.0%	1.1%	4.1%	4.4%	5.5%
所得税	-4,543	-4,290	-92	-2,677	-3,387	-5,033
所得税率	25.2%	21.6%	3.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	13,495	15,538	2,318	8,032	10,160	15,099
少数股东损益	33	7	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>13,462</b>	<b>15,531</b>	<b>2,318</b>	<b>8,032</b>	<b>10,160</b>	<b>15,099</b>
净利率	8.8%	7.8%	1.0%	3.1%	3.3%	4.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	13,495	15,538	2,318	8,032	10,160	15,099
少数股东损益	33	7	0	0	0	0
非现金支出	8,169	9,195	12,674	9,101	9,867	10,975
非经营收益	3,822	3,666	3,814	5,895	6,615	7,162
营运资金变动	-1,342	-9,729	7,148	-3,340	-1,976	-963
<b>经营活动现金净流</b>	<b>24,143</b>	<b>18,670</b>	<b>25,954</b>	<b>19,687</b>	<b>24,665</b>	<b>32,273</b>
资本开支	-23,929	-13,383	-25,708	-30,006	-25,237	-15,576
投资	1,103	499	378	-20	0	0
其他	415	-214	-968	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-22,411</b>	<b>-13,098</b>	<b>-26,297</b>	<b>-30,026</b>	<b>-25,237</b>	<b>-15,576</b>
股权募资	0	0	6	0	0	0
债权募资	7,097	4,362	23,267	14,988	21,094	3,266
其他	-8,118	-11,749	-12,868	-9,013	-10,679	-13,202
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,021</b>	<b>-7,388</b>	<b>10,405</b>	<b>5,975</b>	<b>10,415</b>	<b>-9,936</b>
<b>现金净流量</b>	<b>701</b>	<b>-1,905</b>	<b>10,734</b>	<b>-4,363</b>	<b>9,843</b>	<b>6,760</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,671	15,986	28,076	23,698	33,529	40,282
应收款项	6,253	6,915	3,361	4,992	5,885	7,097
存货	19,691	33,553	37,836	39,056	45,999	54,939
其他流动资产	10,489	8,726	7,071	7,844	8,336	8,971
流动资产	52,105	65,180	76,344	75,589	93,750	111,288
%总资产	27.3%	31.0%	31.6%	28.8%	31.7%	35.0%
长期投资	232	370	744	763	763	763
固定资产	126,046	130,514	146,006	165,972	181,136	185,579
%总资产	66.0%	62.1%	60.5%	63.3%	61.2%	58.3%
无形资产	10,274	10,041	11,029	11,440	11,793	12,139
非流动资产	138,924	145,116	165,087	186,694	202,206	206,990
%总资产	72.7%	69.0%	68.4%	71.2%	68.3%	65.0%
<b>资产总计</b>	<b>191,029</b>	<b>210,296</b>	<b>241,430</b>	<b>262,283</b>	<b>295,956</b>	<b>318,278</b>
短期借款	53,708	61,014	78,666	86,513	107,607	110,873
应付款项	23,226	27,179	29,855	31,593	37,210	44,441
其他流动负债	8,865	9,583	17,332	16,675	17,553	20,326
流动负债	85,800	97,776	125,853	134,781	162,369	175,640
长期贷款	53,883	52,122	58,347	66,347	66,347	66,347
其他长期负债	4,322	3,097	4,310	3,417	3,406	3,398
负债	144,004	152,996	188,510	204,545	232,122	245,385
<b>普通股股东权益</b>	<b>46,905</b>	<b>57,231</b>	<b>52,863</b>	<b>57,680</b>	<b>63,776</b>	<b>72,836</b>
其中：股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
未分配利润	21,121	31,118	26,280	31,099	37,195	46,255
少数股东权益	119	69	58	58	58	58
<b>负债股东权益合计</b>	<b>191,029</b>	<b>210,296</b>	<b>241,430</b>	<b>262,283</b>	<b>295,956</b>	<b>318,278</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.912	2.206	0.329	1.141	1.443	2.145
每股净资产	6.664	8.130	7.510	8.194	9.060	10.347
每股经营现金净流	3.430	2.652	3.687	2.797	3.504	4.585
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.456	0.577	0.858
<b>回报率</b>						
净资产收益率	28.70%	27.14%	4.39%	13.92%	15.93%	20.73%
总资产收益率	7.05%	7.39%	0.96%	3.06%	3.43%	4.74%
投入资本收益率	11.01%	10.92%	4.15%	5.64%	5.97%	7.80%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	51.19%	29.94%	12.31%	16.22%	17.89%	20.60%
EBIT增长率	45.05%	3.63%	-65.47%	93.22%	19.45%	37.44%
净利润增长率	34.28%	15.37%	-85.07%	246.45%	26.50%	48.61%
总资产增长率	9.55%	10.09%	14.80%	8.64%	12.84%	7.54%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	2.4	3.7	2.5	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	57.6	58.0	63.8	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	49.7	28.0	17.5	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	291.9	226.3	194.9	191.3	178.1	150.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	194.12%	168.12%	204.71%	222.66%	219.04%	187.03%
EBIT利息保障倍数	4.6	4.8	1.9	3.0	3.0	3.9
资产负债率	75.38%	72.75%	78.08%	77.99%	78.43%	77.10%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-07	买入	20.98	71.40~71.40
2	2022-05-01	买入	20.95	N/A
3	2022-08-15	买入	21.24	N/A
4	2022-10-30	买入	15.31	N/A
5	2023-01-31	买入	17.12	N/A
6	2023-04-27	买入	15.71	N/A
7	2023-07-15	买入	15.03	N/A
8	2023-08-22	买入	14.35	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究