

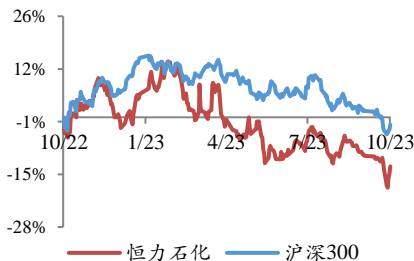
业绩大幅回暖，炼化龙头彰显韧性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-29

收盘价(元)	13.97
近12个月最高/最低(元)	18.23/13.10
总股本(百万股)	7,039
流通股本(百万股)	7,039
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	983
流通市值(亿元)	983

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 业绩低点已过，炼化龙头起飞
2023-05-02

2. 检修与需求拖累业绩，成本需求边际改善开启
2022-11-01

主要观点：

● 事件描述

10月27日晚，恒力石化发布2023年三季报，前三季度实现营业收入1731.12亿元，同比增长1.62%；实现归母净利润57.01亿元，同比下降6.34%；实现扣非归母净利润49.77亿元，同比增长3.89%；实现基本每股收益0.81元/股。其中，第三季度实现营业收入636.83亿元，同比上升24.38%，环比上升19.52%；实现归母净利润26.52亿元，同比增长236.77%，环比增长30.70%；实现扣非归母净利润27.02亿元，同比增长202.89%，环比增长59.79%。

● 三季度原油上涨或带来库存收益，各产品盈利分化

盈利能力指标方面，2023Q3整体销售毛利率13.56%，同比/环比+12.44pct/+0.58pct；净利率4.16%，同比/环比+7.94pct/+0.35pct。ROE为4.62%。2023Q3业绩环比继续增长，一方面Q3原油价格环比上涨9.66%，为下游产品带来成本支撑，同时旺季需求一般，产品价差较为分化；另一方面，原油上涨或带来一定程度的库存收益。

具体拆分来看，2023Q3炼化板块实现营收305.75亿元，同比增长5.73%；销量533.36万吨，同比/环比+18.79%/-1.34%；平均价格5357.63元/吨，同比/环比-1.52%/+7.00%。根据我们的跟踪，Q3炼化板块价差PX-石脑油/乙二醇-乙烯/苯乙烯-纯苯-乙烯/HDPE-乙烯价差季度环比-8.07%/+8.63%/+18.33%/+10.83%，各类产品价差分化。

2023Q3 PTA板块实现营收196.95亿元，同比/环比+45.52%/+32.66%，销量387.11万吨，同比/环比+54.69%/+35.60%；平均价格5087.65元/吨，同比/环比-5.93%/-1.85%。根据我们的跟踪，PTA价差PTA-PX季度环比+9.45%。

2023前三季度新材料板块实现营收240.86亿元，同比增长11.63%，销量107.96万吨，同比/环比+26.30%/+14.43%。根据我们的跟踪，聚酯切片-PTA-MEG/POY-聚酯切片/DTY-聚酯切片/FDY-聚酯切片季度价差环比-14.98%/+13.92%/+10.61%/+32.78%。

● 借助平台化成本优势，新材料项目全面开花

基于炼化一体化良好现金流，公司持续增加资本开支，保证公司未来成长性。公司基于自身的C2-C4全产业链的大化工原料平台优势以及多年的研发积累，选择布局当前我国紧缺的高端涤纶、

功能性薄膜、可降解材料、新能源化学品等新材料，加速“卡脖子”和“产能瓶颈”等受限环节的国产替代。

报告期内，公司众多项目取得巨大突破，公司产能持续增长。恒力化工新材料配套化工项目 2023 年 9 月 9 日全面顺利投产，新增产能硝酸 30 万吨/年、合成氨 35 万吨/年、环己醇 22.5 万吨/年、己二酸 30 万吨/年；年产 40 万吨高性能特种工业丝智能化生产项目四期 G、H 两条生产线成功投产，高性能特种工业丝的年产能已达 25 万吨；150 万吨绿色多功能纺织新材料项目（恒科三期）项目中 15 万吨/年弹性纤维、15 万吨/年环保纤维和 25 万吨/年全消光 POY 顺利投产，在聚酯差别化方面实现突破；惠州 500 万吨 PTA 全面投产，PTA 年产能达到 1700 万吨高居世界第一位。目前在建拟建项目有汾湖 80 万吨功能性聚脂薄膜/塑料项目、16 亿平米锂电隔膜项目、德力二期 120 万吨/年民用丝与苏州本部 140 万吨/年工业丝、260 万吨高性能聚酯、60 万吨/年 BDO 等，项目均在积极推进中。随着各产品产能进一步释放，绿色创新技术不断突破，公司产业链一体化、规模成本低、生产技术行业领先的优势进一步凸显，行业龙头地位稳固。

图表 1 恒力石化在建拟建项目

项目	内容	预期投产时间
150 万吨绿色多功能纺织新材料项目（恒科三期）	15 万吨/年超仿真功能性新型弹性纤维项目（双组份）、15 万吨/年超仿真差别化环保纤维项目（再生纤维）、30 万吨/年改性聚酯纤维项目（阳离子）、30 万吨/年差别化功能性聚酯纤维项目（全消光）、60 万吨/年差别化超仿真聚酯纤维项目（30 万吨/年 POY，30 万吨/年 FDY）	2023 年 6 月开始，部分投产
16 亿平米锂电隔膜项目	康辉新材料引进日本芝浦机械株式会社和青岛中科华联新材料股份有限公司的湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米	2023 年 5 月，年产 4.4 亿平方米超强锂电池隔膜项目首条生产线在辽宁营口贯通
260 万吨高性能聚酯工程	3 条 60 万吨/年聚酯生产线，2 条 30 万吨/年聚酯生产线，2 条 10 万吨/年聚酯生产线，主要生产工业丝级聚酯切片、膜级聚酯切片、光伏材料聚酯切片和膜级母粒聚酯切片。	2024 年 7 月

160万吨/年高性能树脂及新材料项目	26万吨/年聚碳酸酯装置、30万吨/年ABS装置、45万吨/年环氧乙烷装置、40万吨CO2回收和20万吨/年乙醇胺等14套化工(联合)装置。	2024年7月
80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目	功能性聚酯薄膜34.6万吨/年装置、高端功能性聚酯薄膜12.4万吨/年装置、功能性薄膜10万吨/年装置、改性PBT15万吨/年装置、改性PBAT8万吨/年装置	2024年2月

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 投资建议

我们看好公司基于全种类原料平台优势，通过资本开支扩大规模优势，实现强者恒强，同时积极开拓下游新材料，提高产品的差异化和附加值。由于当前需求弱复苏及原油价格高位震荡的现状，我们预计公司2023年、2024年和2025年归母净利润分别为80.91亿元、114.07亿元和146.08亿元（2024-2025年原值为107.12亿元和125.03亿元），EPS分别为1.15元、1.62元和2.08元，对应当前股价PE分别为12.15X/8.62X/6.73X，维持“买入”评级。

● 风险提示

原油和煤炭价格大幅波动；
 项目建设不及预期；
 不可抗力；
 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	222373	242856	267489	276153
收入同比 (%)	12.3%	9.2%	10.1%	3.2%
归属母公司净利润	2318	8091	11407	14608
净利润同比 (%)	-85.1%	249.0%	41.0%	28.1%
毛利率 (%)	8.2%	10.2%	10.4%	10.8%
ROE (%)	4.4%	12.3%	13.7%	13.8%
每股收益 (元)	0.33	1.15	1.62	2.08
P/E	47.15	12.15	8.62	6.73
P/B	2.07	1.49	1.18	0.93
EV/EBITDA	12.31	8.19	7.06	5.95

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	76344	92916	98890	98637	营业收入	222373	242856	267489	276153
现金	28076	40000	40000	40000	营业成本	204078	218019	239559	246204
应收账款	372	1941	2053	1596	营业税金及附加	6631	3886	3477	2762
其他应收款	702	1030	1043	1040	销售费用	393	1943	1872	1657
预付账款	1997	3023	3146	3019	管理费用	1889	3157	2675	2209
存货	37836	39559	45288	45621	财务费用	4287	6072	6078	5599
其他流动资产	7360	7363	7361	7362	资产减值损失	-3129	0	0	0
非流动资产	165087	173432	186870	199967	公允价值变动收益	46	0	0	0
长期投资	559	559	559	559	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	118719	119062	120905	123948	营业利润	2325	9993	14087	18040
无形资产	8925	11900	13470	15513	营业外收入	105	0	0	0
其他非流动资产	36884	41912	51936	59947	营业外支出	21	0	0	0
资产总计	241430	266348	285761	298604	利润总额	2410	9993	14087	18040
流动负债	125853	136108	133583	119617	所得税	92	1899	2677	3428
短期借款	69317	74173	68912	52977	净利润	2318	8095	11411	14612
应付账款	8869	16581	14639	14823	少数股东损益	0	4	3	4
其他流动负债	47667	45353	50031	51817	归属母公司净利润	2318	8091	11407	14608
非流动负债	62657	64382	68566	73220	EBITDA	17740	24664	28455	31853
长期借款	58347	60579	65270	70262	EPS (元)	0.33	1.15	1.62	2.08
其他非流动负债	4310	3803	3296	2958					
负债合计	188510	200490	202149	192837					
少数股东权益	58	62	65	69					
股本	7039	7039	7039	7039					
资本公积	18687	18687	18687	18687					
留存收益	27137	40071	57821	79972					
归属母公司股东权益	52863	65796	83547	105698					
负债和股东权益	241430	266348	285761	298604					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25954	25546	24888	33095
净利润	2318	8091	11407	14608
折旧摊销	9543	10028	9888	9911
财务费用	4444	6673	6828	6349
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	7148	750	-3239	2223
其他经营现金流	-2330	7345	14649	12389
投资活动现金流	-26297	-13531	-16983	-15465
资本支出	-25708	-13487	-16939	-15440
长期投资	378	0	0	0
其他投资现金流	-968	-44	-44	-25
筹资活动现金流	10405	-92	-7905	-17630
短期借款	13726	4856	-5261	-15935
长期借款	6225	2232	4691	4991
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	231	0	0	0
其他筹资现金流	-9776	-7180	-7335	-6687
现金净增加额	10734	11924	0	0

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.3%	9.2%	10.1%	3.2%
营业利润	-88.3%	329.8%	41.0%	28.1%
归属于母公司净利	-85.1%	249.0%	41.0%	28.1%
获利能力				
毛利率 (%)	8.2%	10.2%	10.4%	10.8%
净利率 (%)	1.0%	3.3%	4.3%	5.3%
ROE (%)	4.4%	12.3%	13.7%	13.8%
ROIC (%)	4.2%	5.7%	6.6%	7.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	78.1%	75.3%	70.7%	64.6%
净负债比率 (%)	356.2%	304.4%	241.8%	182.3%
流动比率	0.61	0.68	0.74	0.82
速动比率	0.29	0.37	0.38	0.42
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.91	0.94	0.92
应收账款周转率	597.06	125.12	130.32	173.00
应付账款周转率	23.01	13.15	16.36	16.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	1.15	1.62	2.08
每股经营现金流薄)	3.69	3.63	3.54	4.70
每股净资产	7.51	9.35	11.87	15.02
估值比率				
P/E	47.15	12.15	8.62	6.73
P/B	2.07	1.49	1.18	0.93
EV/EBITDA	12.31	8.19	7.06	5.95

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。