

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

## 恒力石化(600346)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师  
执业编号: S1500518070001  
联系电话: 010-83326712  
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理  
联系电话: 15632720688  
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 行业景气度抬升，公司业绩顺势而上

2023年10月29日

**事件:** 2023年10月27日晚，恒力石化发布2023年三季度报告。2023年前三季度公司实现营业总收入1731.62亿元，同比增长1.63%；实现归母净利润57.01亿元，同比下降6.34%；实现基本每股收益0.81元。其中，2023年第三季度，公司实现营业收入637.05亿元，同比增长24.39%；实现归母净利润26.52亿元，同比增长236.71%；实现扣非后归母净利润27.02亿元，同比增长202.90%；实现基本每股收益0.38元，同比增长235.71%。

**点评:**

- **大炼化景气回升，公司业绩持续复苏。成本端**，2023年上半年，受全球经济悲观预期影响，国际油价走势震荡下行；进入第三季度，在季节性需求抬升、OPEC+部分成员国减产计划延长等因素主导下，国际油价震荡上行。总体来看，2023年前三季度布伦特均价约82美元/桶，同比下降20%，公司成本端压力有所缓解。前三季度公司主要原材料煤炭、丁二醇、原油、PX采购价分别同比下降18%、49%、13%、1%，成本端压力明显缓解。**需求端**，进入第三季度后，伴随国内暑期出行旺季到来，基建开工回暖，纺服等日常消费修复，成品油及化工品需求持续复苏。由于成本端价格支撑偏弱，但需求端复苏背景下，公司下游产品价格抗跌性强，前三季度公司炼化、PTA、新材料产品平均售价分别同比小幅下降3%、6%、8%，降幅较原材料端偏小。自年初以来，在成本端企稳与需求端复苏背景下，公司业绩持续改善。
- **行业复苏或仍在进行中，结构性机遇有望来临。成本端**，10月巴以冲突爆发，美国财政部长耶伦表示不排除收紧对伊朗的制裁、沙特表态暂停与以色列的关系正常化谈判等事件使冲突影响逐步放大，国际油价震荡上行。展望未来，我们认为巴以冲突不确定性仍存，叠加阶段性需求淡季的结束，国际油价或将仍处于高位运行状态。**成品油方面**，2023Q3公路、民航客运量环比分别提升5.08%、16.19%，客运总量已超过疫情前水平，需求端或仍在持续放量。另一方面，2023年前三批成品油出口配额达到3999万吨，超越去年全年水平，出口配额增长对国内炼厂开工负荷有望带来支撑，成品油或迎来产销两旺局面。**化工品方面**，受需求端恢复偏缓影响，当前烯烃下游整体价格传导仍偏弱，价差静待修复；但PX、纯苯等芳烃产品库存已到达阶段性低位，同时毛利水平较去年同期均有明显改善，我们认为，未来在成本端及库存低位支撑下芳烃产品价格有望上行，盈利空间或将持续打开。
- **康辉新材分拆上市，优质资产融资渠道有望拓宽。**康辉新材专注于功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料等领域，是恒力石化新材料业务的核心载体。2023年10月，子公司康辉新材重组上市申请获得上交所受理，此次交易完成后，或将有助于进一步拓宽公司新材料业务的融资渠道。此外，公司及恒力化纤与大连热电签署了《业

绩补偿协议》。根据该协议，恒力石化及恒力化纤承诺，如此次交易于2023年内实施完毕，康辉新材利润补偿期间2023年、2024年及2025年扣非后归母净利润预测数分别不低于1.94、8.98和12.84亿元，合计为23.76亿元；如交易于2024年内实施完毕，2024年、2025年及2026年期间，康辉新材扣非归母净利润预测数分别不低于8.98、12.84及15.49亿元，合计为37.31亿元。业绩补偿协议有望进一步增厚公司盈利，亦彰显对康辉新材业绩增长的信心与决心。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为89.70、139.67和160.22亿元，同比增速分别为286.9%、55.7%、14.7%，EPS（摊薄）分别为1.27、1.98和2.28元/股，按照2023年10月27日收盘价对应的PE分别为10.96、7.04和6.14倍。考虑到公司受益于自身竞争优势和行业景气度回升，2023-2025年公司业绩有望增长提速，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险；新增产能投产不及预期风险；拟分拆康辉新材料重组上市进度不及预期风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	197,997	222,373	257,691	280,757	303,313
增长率 YoY %	29.9%	12.3%	15.9%	9.0%	8.0%
归属母公司净利润 (百万元)	15,531	2,318	8,970	13,967	16,022
增长率 YoY%	15.4%	-85.1%	286.9%	55.7%	14.7%
毛利率%	15.4%	8.2%	9.9%	11.2%	11.5%
净资产收益率 ROE%	27.1%	4.4%	14.3%	18.5%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	2.21	0.33	1.27	1.98	2.28
市盈率 P/E(倍)	10.41	47.15	10.96	7.04	6.14
市净率 P/B(倍)	2.83	2.07	1.57	1.30	1.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年10月27日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	65,180	76,344	80,427	74,039	85,413	
货币资金	15,986	28,076	26,832	18,369	27,355	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2,644	372	1,412	1,538	1,662	
预付账款	2,637	1,997	2,272	2,441	2,627	
存货	33,553	37,836	43,037	46,245	49,752	
其他	10,360	8,062	6,873	5,446	4,017	
<b>非流动资产</b>	145,116	165,087	180,631	205,673	213,910	
长期股权投资	0	559	559	559	559	
固定资产	122,731	118,719	128,094	154,633	160,835	
无形资产	7,342	8,925	11,900	13,470	15,513	
其他	15,043	36,884	40,078	37,011	37,003	
<b>资产总计</b>	210,296	241,430	261,058	279,712	299,323	
<b>流动负债</b>	97,776	125,853	128,814	133,616	138,721	
短期借款	55,591	69,317	69,317	69,317	69,317	
应付票据	16,050	20,604	23,436	25,183	27,093	
应付账款	10,689	8,869	10,089	10,841	11,663	
其他	15,446	27,063	25,971	28,275	30,648	
<b>非流动负债</b>	55,220	62,657	69,657	70,657	71,657	
长期借款	52,122	58,347	63,347	64,347	65,347	
其他	3,097	4,310	6,310	6,310	6,310	
<b>负债合计</b>	152,996	188,510	198,471	204,273	210,378	
少数股东权益	69	58	57	55	53	
归属母公司股东权益	57,231	52,863	62,530	75,383	88,891	
<b>负债和股东权益</b>	210,296	241,430	261,058	279,712	299,323	

  

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	197,997	222,373	257,691	280,757	303,313	
同比 (%)	29.9%	12.3%	15.9%	9.0%	8.0%	
归属母公司净利润	15,531	2,318	8,970	13,967	16,022	
同比 (%)	15.4%	-85.1%	286.9%	55.7%	14.7%	
毛利率 (%)	15.4%	8.2%	9.9%	11.2%	11.5%	
ROE%	27.1%	4.4%	14.3%	18.5%	18.0%	
EPS (摊薄)(元)	2.21	0.33	1.27	1.98	2.28	
P/E	10.41	47.15	10.96	7.04	6.14	
P/B	2.83	2.07	1.57	1.30	1.11	
EV/EBITDA	7.90	12.31	8.51	7.01	6.11	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	197,997	222,373	257,691	280,757	303,313	
营业成本	167,518	204,078	232,135	249,434	268,352	
营业税金及附加	3,440	6,631	6,442	7,019	7,583	
销售费用	291	393	387	421	455	
管理费用	1,985	1,889	2,577	2,596	2,919	
研发费用	1,019	1,185	1,366	1,476	1,606	
财务费用	4,916	4,287	6,413	6,656	6,738	
减值损失合	-155	-3,129	-1	-1	-3	
投资净收益	19	0	0	0	0	
其他	1,100	1,544	1,845	2,010	2,172	
<b>营业利润</b>	19,791	2,325	10,215	15,162	17,828	
营业外收支	37	85	61	61	69	
<b>利润总额</b>	19,828	2,410	10,276	15,223	17,897	
所得税	4,290	92	1,307	1,257	1,877	
<b>净利润</b>	15,538	2,318	8,969	13,966	16,020	
少数股东损	7	0	-1	-2	-2	
<b>归属母公司净利润</b>	15,531	2,318	8,970	13,967	16,022	
EBITDA	32,765	17,740	25,319	32,122	35,521	
EPS (当年)(元)	2.21	0.33	1.27	1.98	2.28	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	18,670	25,954	23,664	35,572	38,481	
净利润	15,538	2,318	8,969	13,966	16,020	
折旧摊销	9,023	9,543	10,535	12,313	13,124	
财务费用	4,126	4,444	6,484	6,724	6,784	
投资损失	-19	0	0	0	0	
营运资金变动	-9,729	7,148	-2,268	2,625	2,615	
其它	-269	2,500	-56	-55	-61	
<b>投资活动现金流</b>	-13,098	-26,297	-20,124	-31,812	-15,811	
资本支出	-13,383	-25,708	-19,924	-31,811	-15,810	
长期投资	499	378	-200	0	0	
其他	-214	-968	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-7,388	10,405	-4,784	-12,224	-13,684	
吸收投资	0	6	0	0	0	
借款	4,362	23,267	5,000	1,000	1,000	
支付利息或股息	-9,984	-12,121	-11,884	-13,324	-14,784	
<b>现金流净增加额</b>	-1,905	10,734	-1,244	-8,464	8,987	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，信达能源石化板块负责人，博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。