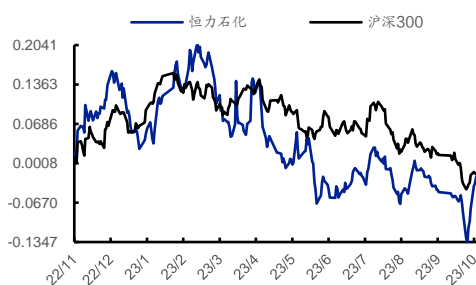


研究所
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：汤永俊 S0350523080004
 tangyj03@ghzq.com.cn

三季度业绩持续改善，新材料项目稳步推进 ——恒力石化（600346）2023年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恒力石化	2.8%	-4.8%	-2.2%
沪深300	-3.2%	-10.7%	-1.7%

市场数据

市场数据	2023/11/01
当前价格(元)	14.81
52周价格区间(元)	12.95-18.43
总市值(百万)	104,249.07
流通市值(百万)	104,249.07
总股本(万股)	703,909.98
流通股本(万股)	703,909.98
日均成交额(百万)	287.32
近一月换手(%)	0.21

相关报告

《恒力石化（600346）2023年中报点评：Q2业绩环比改善，新项目落地驱动未来成长（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2023-08-26

《恒力石化(600346.SH)2022年报及2023年一季度报点评：一季度业绩改善明显，看好公司长期成长（买入）*炼化及贸易*董伯骏，李永磊》——2023-05-03

《恒力石化（600346）三季度报点评：检修及价差收窄致短期承压，长期向好趋势不改（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2022-11-03

《恒力石化（600346）2022年中报点评：高油价

事件：

10月28日，公司发布2023年三季度报：2023年前三季度，公司实现营业收入1731.12亿元，同比+1.62%；实现归母净利润57.01亿元，同比-6.34%；加权平均净资产收益率为10.22%，同比减少0.37个百分点。销售毛利率11.99%，同比增加1.81个百分点；销售净利率3.29%，同比下滑0.29个百分点。

其中，2023年Q3实现营收636.83亿元，同比+24.38%，环比+19.51%；实现归母净利润26.52亿元，同比+45.91亿元（扭亏为盈），环比+6.22亿元；平均净资产收益率为4.62%，同比增加7.97个百分点，环比增加0.92个百分点。销售毛利率13.56%，同比增加12.44个百分点，环比增加0.58个百分点；销售净利率4.16%，同比增加7.94个百分点，环比增加0.35个百分点。

投资要点：

■ 主要产品价差改善，公司三季度业绩持续修复

2023年Q3，公司实现营业收入636.83亿元，同比+24.38%，环比+19.51%；实现归母净利润26.52亿元，同比+45.91亿元（扭亏为盈），环比+6.22亿元。其中，2023年Q3实现毛利润86.37亿元，环比+17.21亿元；税金及附加达26.32亿元，环比+5.03亿元；管理费用达6.77亿元，环比+2.10亿元；公允价值变动净收益达-2.10亿元，环比减少3.52亿元。毛利润环比改善，主要受益于公司市场回暖，主要产品价差改善，据Wind，在30天原油库存假设基础上，2023Q3汽油-原油价差达1827元/吨，环比+5.21%；PX-原油价差达3684元/吨，环比+4.63%。税金及附加环比增长或由于消费税增加所致。展望四季度，公司30万吨/年己二酸、160万吨/年高性能树脂及新材料项目逐步落地，随着新产能效益逐步释放，公司业绩有望持续改善。

期间费用率方面，2023Q3年公司销售/管理/财务费用率分别为0.15%/1.63%/2.32%，同比-0.02/+0.17/+0.06pct，环比+0.02/+0.14/-0.77pct。

下显稳健经营能力，多项目推动公司成长性(买入)
*炼化及贸易*董伯骏，李永磊》——2022-08-16
《恒力石化(600346)一季报点评：Q1业绩显
稳健经营能力，新项目建设进入高峰期(买入)*
化学纤维*李永磊，董伯骏》——2022-05-01

表 1: 公司分业务数据

产品/项目	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
炼化产品	销量(万吨)	533.36	539.48	590.45	500.78	449.01	566.93
	营收(亿元)	305.75	289.03	337.42	289.02	261.36	312.86
	均价(元/吨, 不含税)	5732.54	5357.62	5714.61	5771.45	5820.87	6032.73
PTA	销量(万吨)	387.11	285.48	278.50	272.25	250.25	293.02
	营收(亿元)	196.95	147.97	138.53	138.45	145.34	159.51
	均价(元/吨, 不含税)	5087.65	5183.37	4974.06	5085.23	5807.90	5443.70
新材料	销量(万吨)	107.96	94.35	82.96	90.92	85.48	81.65
	营收(亿元)	91.07	79.56	70.23	75.60	76.02	76.41
	均价(元/吨, 不含税)	8435.09	8432.91	8465.58	8315.41	8892.83	9358.71
营业收入(亿元)	636.83	532.85	561.44	519.66	512.02	657.59	
营业成本(亿元)	550.45	463.69	509.45	510.64	506.30	572.42	
销售毛利率	13.56%	12.98%	9.26%	1.74%	1.12%	12.95%	
毛利额(亿元)	86.37	69.16	52.00	9.02	5.72	85.17	
销售净利率	4.16%	3.81%	1.81%	-7.26%	-3.78%	5.79%	
净利润(亿元)	26.51	20.33	10.17	-37.74	-19.35	38.05	

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

■ 新材料项目有序推进，公司未来呈高成长

公司依托“大化工”平台持续赋能与新材料开发多年积累，加快下游高端化工新材料产能布局。其中，公司子公司康辉新材积极布局锂电隔膜，营口厂区年产超强湿法锂电池隔膜 4.4 亿平方米项目于 2023 年 6 月初实现了首条生产线全线贯通，其中包含 4 条超强湿法隔膜制膜线、2 条涂覆隔膜线，形成“基膜+涂覆”一体化生产线，公司也正式踏入锂电池隔膜领域，实现了在新能源、新材料领域的重要布局。同时，公司继续扎实加快 160 万吨/年高性能树脂及新材料等重要项目建设，拓展下游材料高端应用，项目主要产品包括 20 万吨/年电池级碳酸二甲酯、30 万吨/年 ABS、23.18 万吨/年双酚 A 产能及其下游的 26 万吨/年聚碳酸酯等，截至 2023 年中，项目部分装置正处于调试阶段。同时，恒力石化(大连)新材料项目 30 万吨/年己二酸装置于 2023 年 9 月开车正式投料。随着新材料项目的逐步落地，公司将呈持续成长趋势。

■ 持续加大研发投入，创新驱动增效增益

近年，公司持续加大研发投入，2023 年前三季度公司研发投入达 9.80 亿元，同比+7.18%。在聚酯纤维方面，公司率先在国内实现了熔体直纺 5-8D/6f 高均匀性超柔软聚酯纤维规模化生产，该纤维是国内总线密度最细的聚酯纤维，打破了技术瓶颈。在新材料方面，康辉新材自主研发的 PET 复合铜箔用/铝箔用基膜产品已通过下游电池工厂验证，实现批量生产；LCD(液晶显示器)偏光片用离型基膜产品已经实现量产，可稳定生产常规及大宽幅基膜产品；低配向角型偏光片离型基膜取得重大突破，成功实现进口替代，成为首家通过全产业链验证的中国企业。随着公司研发实力不断增强，创新驱动增效增益愈发明显，核心竞争力不断增强。

■ 盈利预测和投资评级 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为

79.57、114.29、147.69 亿元，对应 PE 分别 13、9、7 倍，考虑公司多项目驱动未来成长，维持“买入”评级。

- **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行，原油价格大幅波动。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	222373	254230	300506	363612
增长率（%）	12	14	18	21
归母净利润（百万元）	2318	7957	11429	14769
增长率（%）	-85	243	44	29
摊薄每股收益（元）	0.33	1.13	1.62	2.10
ROE（%）	4	13	16	17
P/E	47.06	13.10	9.12	7.06
P/B	2.07	1.71	1.44	1.20
P/S	0.49	0.41	0.35	0.29
EV/EBITDA	13.47	7.95	6.56	5.35

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恒力石化盈利预测表

证券代码:	600346				股价:	14.81		投资评级:	买入		日期:	2023/11/01	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	4%	13%	16%	17%	EPS	0.33	1.13	1.62	2.10				
毛利率	8%	10%	11%	11%	BVPS	7.51	8.64	10.26	12.36				
期间费率	3%	3%	3%	2%	估值								
销售净利率	1%	3%	4%	4%	P/E	47.06	13.10	9.12	7.06				
成长能力					P/B	2.07	1.71	1.44	1.20				
收入增长率	12%	14%	18%	21%	P/S	0.49	0.41	0.35	0.29				
利润增长率	-85%	243%	44%	29%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.92	1.01	1.14	1.30	营业收入	222373	254230	300506	363612				
应收账款周转率	597.06	244.47	311.91	344.12	营业成本	204078	227906	268840	325296				
存货周转率	5.88	7.69	8.80	10.53	营业税金及附加	6631	8644	8414	10181				
偿债能力					销售费用	393	381	601	727				
资产负债率	78%	76%	73%	69%	管理费用	1889	2669	3005	3636				
流动比	0.61	0.59	0.61	0.65	财务费用	4287	4190	4201	4113				
速动比	0.25	0.27	0.29	0.33	其他费用/(-收入)	1185	1271	1653	2182				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	2325	10439	14993	19374				
现金及现金等价物	28681	28978	30903	36666	营业外净收支	85	0	0	0				
应收款项	372	1044	963	1061	利润总额	2410	10439	14993	19374				
存货净额	37836	33069	34141	34532	所得税费用	92	2401	3448	4456				
其他流动资产	9455	11163	11529	11751	净利润	2318	8038	11545	14918				
流动资产合计	76344	74253	77537	84009	少数股东损益	0	80	115	149				
固定资产	118719	134978	147787	154553	归属于母公司净利润	2318	7957	11429	14769				
在建工程	27287	19801	14561	15210	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	18521	21606	23312	25431	经营活动现金流	25954	28664	30477	36330				
长期股权投资	559	746	994	1326	净利润	2318	7957	11429	14769				
资产总计	241430	251384	264191	280529	少数股东损益	0	80	115	149				
短期借款	69317	68317	67317	66317	折旧摊销	9543	12799	13877	15224				
应付款项	29473	31302	32921	33945	公允价值变动	46	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	7148	3303	904	1710				
其他流动负债	27063	26150	26794	28189	投资活动现金流	-26297	-24335	-22500	-24545				
流动负债合计	125853	125769	127031	128451	资本支出	-25708	-24569	-23049	-24681				
长期借款及应付债券	58347	60347	60347	60347	长期投资	378	-274	-352	-410				
其他长期负债	4310	4310	4310	4310	其他	-968	508	902	545				
长期负债合计	62657	64657	64657	64657	筹资活动现金流	10405	-4032	-6052	-6022				
负债合计	188510	190426	191689	193108	债务融资	23267	1000	-1000	-1000				
股本	7039	7039	7039	7039	权益融资	6	0	0	0				
股东权益	52920	60958	72503	87421	其它	-12868	-5032	-5052	-5022				
负债和股东权益总计	241430	251384	264191	280529	现金净增加额	10734	297	1925	5763				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，化工行业分析师，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，2年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，汤永俊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或

争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。