

一季度业绩改善，新材料加快推进

核心观点

- 一季度业绩改善：**恒力石化发布 2022 年年报和 2023Q1 季报，其中 2022 年实现营收 2223.73 亿元，同比+12.31%，实现归母净利润 23.18 亿元，同比-85.07%。2023Q1 实现营业收入 561.54 亿元，同比+5.15%，实现归母净利润 10.2 亿元，同比-75.85%，不过该业绩是 2022Q3、Q4 后首次实现扭亏，业绩改善。
- 炼化有望改善：**公司公布 2022 年和 2023Q1 主要经营数据，其中 2022 年炼化产品平均售价 5790.45 元/吨，PTA 平均售价 5335.93 元/吨，新材料产品平均售价 8931.86 元/吨，成本端，煤炭均价 1030.06 元/吨，原油 4937.26 元/吨。2023Q1 炼化产品平均售价 5714.57 元/吨，PTA 平均售价 4974.03 元/吨，新材料产品平均售价 8465.44 元/吨，成本端，煤炭均价 980.67 元/吨，原油 4124.06 元/吨。煤炭和原油的成本有所下降，炼化盈利有望改善。
- 新材料项目加速推进：**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，优化“大化工”平台的原料供给结构，持续拓宽产业链、完善稀缺产能。项目主要进展如下：160 万吨/年高性能树脂及新材料项目，预计 2023 年年中逐步投产。恒力化工新材料配套项目（30 万吨/年己二酸项目），预计将于 2023 年年中逐步投产。60 万吨/年 BDO 及配套项目正在有序推进中，预计于 2023 年年中逐步投产。江苏康辉新材料年产 80 万吨功能性薄膜、功能性塑料项目，于 2023 年一季度逐步投产。45 万吨 PBS/PBAT/PBT 可降解新材料项目，已于 2023 年一季度逐步达产。营口厂区年产超强湿法锂电池隔膜 4.4 亿平方米（其中 2.2 亿平方米锂电池隔膜涂布膜），第一条线预计 2023 年 5 月投产。南通厂区年产湿法锂电池隔膜 12 亿平方米，年产干法锂电池隔膜 6 亿平方米，项目正在有序推进中，预计 2024 年一季度逐步投产。

盈利预测与投资建议

- 基于原油价格和炼化行业未来的景气度判断，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 87.62、124.87、135.29 亿元（原预测 230.52、282.20、-亿元），可比公司 23 年平均 PE 为 13 倍，对应目标价为 16.12 元，维持买入评级。

风险提示

- 油价大幅波动；行业景气度下行；新材料项目发展不及预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	197,970	222,324	276,263	343,338	358,324
同比增长(%)	29.9%	12.3%	24.3%	24.3%	4.4%
营业利润(百万元)	19,791	2,325	10,514	15,000	16,255
同比增长(%)	9.6%	-88.3%	352.2%	42.7%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	15,531	2,318	8,762	12,487	13,529
同比增长(%)	15.4%	-85.1%	277.9%	42.5%	8.3%
每股收益(元)	2.21	0.33	1.24	1.77	1.92
毛利率(%)	15.4%	8.2%	10.2%	10.6%	10.7%
净利率(%)	7.8%	1.0%	3.2%	3.6%	3.8%
净资产收益率(%)	29.8%	4.2%	15.3%	18.7%	17.7%
市盈率	7.2	48.0	12.7	8.9	8.2
市净率	1.9	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

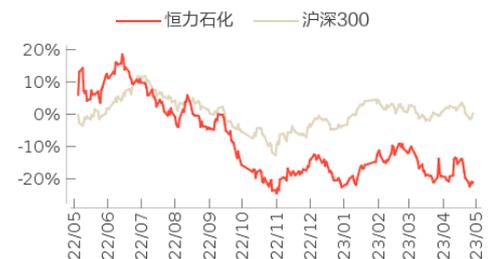
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月28日）	15.8元
目标价格	16.12元
52周最高价/最低价	24.1/13.96元
总股本/流通A股（万股）	703,910/703,910
A股市值（百万元）	111,218
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2023年05月04日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.86	-8.62	-6.51	-17.91
相对表现	-1.77	-9.36	-2.86	-20.66
沪深300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
袁帅	yuanshuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522070002

相关报告

高油价下承压，新材料与精细化工项目保障成长性	2022-04-07
依托上游大化工平台，发力新材料赛道	2021-10-29

由于炼油的景气度比预期的低，下调聚乙烯、聚丙烯、MEG 的价格。同时上调营业税金及附加。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
核心假设					
PX 价格（元/吨）	7196	7196	7525	7525	7525
变动幅度			4.57%	4.57%	
PTA 价格（元/吨）	5017	5017	5168	5168	5168
变动幅度			3.01%	3.01%	
MEG 价格（元/吨）	4565	4565	3701	3701	3701
变动幅度			-18.92%	-18.92%	
聚乙烯价格（元/吨）	8503	8503	7520	7520	7520
变动幅度			-11.57%	-11.57%	
聚丙烯价格（元/吨）	7708	7708	7285	7285	7285
变动幅度			-5.48%	-5.48%	
营业税金	4257	4511	8240	10240	10687
变动幅度			93.56%	127.01%	
分项目盈利预测					
炼油化工					
销售收入	145,067	145,067	137,725	137,725	137,725
变动幅度			-5.06%	-5.06%	
毛利率	20.22%	20.22%	12.78%	12.78%	12.78%
变动幅度			-7.44%	-7.44%	
PTA					
销售收入	60,608	70,838	62,436	72,974	72,974
变动幅度			3.02%	3.02%	
毛利率	2.61%	2.61%	2.79%	2.79%	2.79%
变动幅度			0.18%	0.18%	
聚酯					
销售收入	53,738	69,766	49,999	67,002	68,810
变动幅度			-6.96%	-3.96%	
毛利率	12.55%	10.91%	13.00%	11.87%	11.73%
变动幅度			0.45%	0.96%	
新材料及精细化工项目					
销售收入	26,356	52,711	13,178	52,711	65,889
变动幅度			-50.00%	0.00%	
毛利率	25.86%	25.86%	15.68%	15.68%	15.68%
变动幅度			-10.18%	-10.18%	
其他主营业务					
销售收入	17,015	17,015	12,237	12,237	12,237
变动幅度			-28.08%	-28.08%	
毛利率	-1.83%	-1.83%	-0.75%	-0.75%	-0.75%
变动幅度			1.08%	1.08%	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

其他业务					
销售收入	752	752	689	689	689
变动幅度			-8.41%	-8.41%	
毛利率	60.79%	60.79%	70.12%	70.12%	70.12%
变动幅度			9.33%	9.33%	
销售收入合计	303,536	356,150	276,263	343,338	358,324
变动幅度			-8.99%	-3.60%	
综合毛利率	14.70%	14.76%	10.24%	10.56%	10.73%
变动幅度			-4.46%	-4.20%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入	303,536	356,150	276,263	343,338	358,324
变动幅度			-8.99%	-3.60%	
营业利润	29,392	35,990	10,514	15,000	16,255
变动幅度			-64.23%	-58.32%	
归属母公司净利润	23,052	28,220	8,762	12,487	13,529
变动幅度			-61.99%	-55.75%	
毛利率(%)	14.70%	14.76%	10.24%	10.56%	10.73%
变动幅度			-4.46%	-4.20%	
净利率(%)	7.59%	7.92%	3.17%	3.64%	3.78%
变动幅度			-4.42%	-4.28%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值（2023/5/1）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
荣盛石化	0.74	1.18	1.51	17.9	11.2	8.8
美锦能源	0.50	0.55	0.63	15.9	14.3	12.5
东方盛虹	1.20	1.60	1.86	10.6	7.9	6.8
宝丰能源	1.12	1.49	2.21	11.8	8.9	6.0
卫星化学	1.65	2.19	2.29	8.6	6.5	6.2
调整后平均				13	9	7

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,986	28,076	34,888	43,359	45,251	营业收入	197,970	222,324	276,263	343,338	358,324
应收票据及应收账款	6,064	2,660	3,305	4,107	4,287	营业成本	167,518	204,078	247,960	307,093	319,889
预付账款	2,637	1,997	2,482	3,085	3,219	营业税金及附加	3,440	6,631	8,240	10,240	10,687
存货	33,553	37,836	45,971	56,934	59,307	营业费用	291	393	488	607	633
其他	6,940	5,775	5,945	6,157	6,204	管理费用及研发费用	3,005	3,074	3,820	4,747	4,954
流动资产合计	65,180	76,344	92,591	113,642	118,268	财务费用	4,916	4,287	5,091	5,500	5,754
长期股权投资	0	559	559	559	559	资产、信用减值损失	172	3,131	1,302	1,302	1,302
固定资产	122,731	118,719	153,988	173,463	180,256	公允价值变动收益	356	(46)	183	183	183
在建工程	7,238	25,624	12,336	15,133	17,044	投资净收益	19	(0)	(126)	(126)	(126)
无形资产	7,342	8,925	8,717	8,510	8,302	其他	788	1,641	1,095	1,095	1,094
其他	7,805	11,260	3,360	2,679	2,013	营业利润	19,791	2,325	10,514	15,000	16,255
非流动资产合计	145,116	165,087	178,960	200,344	208,174	营业外收入	59	105	58	58	58
资产总计	210,296	241,430	271,552	313,986	326,442	营业外支出	21	21	22	22	22
短期借款	55,591	69,317	81,349	101,725	101,722	利润总额	19,828	2,410	10,550	15,036	16,291
应付票据及应付账款	26,740	29,473	35,811	44,351	46,199	所得税	4,290	92	1,780	2,537	2,749
其他	15,446	27,063	29,996	33,644	34,459	净利润	15,538	2,318	8,770	12,499	13,542
流动负债合计	97,776	125,853	147,156	179,720	182,380	少数股东损益	7	(0)	8	12	13
长期借款	52,122	58,347	58,347	58,347	58,347	归属于母公司净利润	15,531	2,318	8,762	12,487	13,529
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.21	0.33	1.24	1.77	1.92
其他	3,097	4,310	4,310	4,310	4,310						
非流动负债合计	55,220	62,657	62,657	62,657	62,657	主要财务比率					
负债合计	152,996	188,510	209,813	242,377	245,037		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	69	58	66	78	90	成长能力					
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039	营业收入	29.9%	12.3%	24.3%	24.3%	4.4%
资本公积	18,227	18,687	18,687	18,687	18,687	营业利润	9.6%	-88.3%	352.2%	42.7%	8.4%
留存收益	31,977	27,185	35,947	45,806	55,589	归属于母公司净利润	15.4%	-85.1%	277.9%	42.5%	8.3%
其他	(12)	(48)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	57,301	52,920	61,739	71,609	81,405	毛利率	15.4%	8.2%	10.2%	10.6%	10.7%
负债和股东权益总计	210,296	241,430	271,552	313,986	326,442	净利率	7.8%	1.0%	3.2%	3.6%	3.8%
						ROE	29.8%	4.2%	15.3%	18.7%	17.7%
						ROIC	11.9%	3.5%	6.5%	7.5%	7.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	72.8%	78.1%	77.3%	77.2%	75.1%
净利润	15,538	2,318	8,770	12,499	13,542	净负债率	169.5%	205.9%	184.9%	176.0%	152.5%
折旧摊销	8,954	10,183	10,292	12,828	14,543	流动比率	0.67	0.61	0.63	0.63	0.65
财务费用	4,916	4,287	5,091	5,500	5,754	速动比率	0.32	0.31	0.32	0.32	0.32
投资损失	(19)	0	126	126	126	营运能力					
营运资金变动	(9,281)	11,252	(165)	(392)	(71)	应收账款周转率	98.8	147.4	661.5	661.5	609.7
其它	(1,439)	(2,086)	7,085	(183)	(183)	存货周转率	6.3	5.7	5.9	6.0	5.5
经营活动现金流	18,670	25,954	31,198	30,378	33,712	总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1
资本支出	(12,125)	(25,722)	(31,385)	(34,212)	(22,373)	每股指标(元)					
长期投资	(138)	(573)	0	0	0	每股收益	2.21	0.33	1.24	1.77	1.92
其他	(835)	(2)	57	57	57	每股经营现金流	2.65	3.69	4.43	4.32	4.79
投资活动现金流	(13,098)	(26,297)	(31,328)	(34,155)	(22,316)	每股净资产	8.13	7.51	8.76	10.16	11.55
债权融资	(1,281)	10,983	0	0	0	估值比率					
股权融资	202	459	0	0	0	市盈率	7.2	48.0	12.7	8.9	8.2
其他	(6,309)	(1,037)	6,941	12,247	(9,503)	市净率	1.9	2.1	1.8	1.6	1.4
筹资活动现金流	(7,388)	10,405	6,941	12,247	(9,503)	EV/EBITDA	6.4	12.9	8.3	6.5	5.9
汇率变动影响	(89)	672	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.7	32.7	13.8	10.5	9.8
现金净增加额	(1,905)	10,734	6,812	8,471	1,892						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。