

22 年油价高位震荡公司业绩下滑，23 年 Q1 下游需求复苏盈利边际改善

核心观点

恒力石化 22 年实现营业收入 2223.23 亿，同比增加 12.30%；实现归母净利润 23.18 亿，同比下降 85.07%。2023Q1 单季实现营业收入 561.44 亿元，同比+5.15%，环比+8.04%；实现归母净利润 10.20 亿元，同比-75.85%，环比扭亏。后续随着终端下游需求逐步复苏，公司盈利能力有望得到进一步改善。

事件

4 月 27 日，公司发布 2022 年年报及 2023 年第一季度报告：2022 年公司实现营业收入 2223.23 亿元，同比+12.30%；实现归母净利润 23.18 亿元，同比-85.07%；实现扣非归母净利润 10.45 亿元，同比-92.80%。2023Q1 单季，公司实现营业收入 561.44 亿元，同比+5.15%，环比+8.04%；实现归母净利润 10.20 亿元，同比-75.85%，环比+127.06%实现扭亏；实现扣非归母净利润 5.84 亿元，同比-85.81%，环比+115.59%。

简评

国际油价高位震荡叠加下游需求不足，22 年盈利同比大幅下降

2022 年受到国际局势、能源危机与疫情反复等国内外宏观因素综合影响，公司面临历史上极端的高运行成本与低行业需求的双重压力，主要化工产品价差与盈利水平收窄明显，炼油价差、石脑油裂解价差、LDPE 价差、PP 价差、PX 价差、PTA 价差和 FDY 价差分别为 565 元/吨、-118 美元/吨、3385 元/吨、608 元/吨、314 美元/吨、403 元/吨、1598 元/吨，同比-46%、-667%、-16%、-28%、+55%、-17%、-8%，导致公司毛利下滑，2022 年公司炼化产品、PTA、聚酯产品毛利率分别为 15.31%、-6.49%、9.07%，同比分别-7.58%、-8.83%、-9.85%。同时下属公司恒力炼化于下半年进行检修，影响公司开工率，造成公司 2022 年度利润下降。

2023Q1 公司业绩环比修复，2023Q1 布油均价 82 美元/桶，环比降低；主要炼化产品中，LDPE、PP、PX、PTA 和涤纶长丝 FDY 平均价格分别为 9323 元/吨、7973 元/吨、8138 元/吨、5690 元/吨、8096 元/吨，同比分别-25%、-7%、+3%、+1%、-1%；炼油价差、石脑油裂解价差、LDPE 价差、PP 价差、PX 价差、PTA 价差和 FDY 价差分别为 1327 元/吨、-99 美元/吨、2467 元/吨、589 元/吨、333 美元/吨、319 元/吨、1809 元/吨，同比分别+75%、-38%、-40%、+31%、+80%、-18%、+13%。

恒力石化 (600346.SH)

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:s1440518030004

研究助理：彭岩

010-86451946

pengyan@csc.com.cn

发布日期：2023 年 05 月 03 日

当前股价：15.80 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.29/-4.50	-6.51/-8.30	-21.55/-33.89
12 月最高/最低价 (元)		23.96/15.14
总股本 (万股)		703,909.98
流通 A 股 (万股)		703,909.98
总市值 (亿元)		1,112.18
流通市值 (亿元)		1,112.18
近 3 月日均成交量 (万)		1963.70
主要股东		
恒能投资(大连)有限公司		21.29%

股价表现



相关研究报告

2023-02-04	【中信建投石油石化】恒力石化 (600346):22 年业绩同比预降 83%-86%，随下游需求复苏盈利有望边际改善
2022-11-03	【中信建投石油石化】恒力石化 (600346):装置检修叠加成本高位 Q3 业绩承压，静待需求复苏盈利回升

随着纺服、地产等终端下游需求逐步复苏，公司盈利能力有望得到改善。

布局新能源新材料领域，支撑未来长效发展。公司基于自身产业链一体化优势，布局新能源新材料赛道，进一步加速规划包括锂电隔膜、BOPET、PBAT 以及可降解新材料在内的高增量的需求产品。公司目前正在全方面加速推进新项目建设，包括 80 万吨/年聚酯薄膜、功能性塑料项目，项目于 2023 年一季度逐步投产；年产 45 万吨 PBS 可降解塑料项目，已于 2023 年一季度逐步达产；年产 16.4 亿平方米锂电隔膜项目，其中营口厂区规划产能 4.4 亿平方米/年，第一条线预计 2023 年 5 月投产，南通厂区规划产能 12 亿平方米/年，预计 2024 年一季度逐步投产；年产 260 万吨高性能聚酯工程；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；年产 30 万吨己二酸项目等。公司不断延伸新能源材料领域布局，未来具备长期成长性。

图表 1：恒力石化主要业绩情况（亿元）

业绩指标	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	359.8	490.4	532.3	513.4	469.1	464.8	534.0	657.6	512.0	519.6	561.4
同比	5.8%	100.5%	78.8%	36.6%	30.4%	-5.2%	0.3%	28.1%	9.1%	11.8%	5.2%
归母净利润	43.8	35.7	41.1	45.3	40.7	28.2	42.2	38.0	-19.4	-37.7	10.2
同比	56.6%	11.2%	91.8%	34.3%	-7.1%	-21.0%	2.7%	-16.1%	-147.7%	233.7%	-75.9

数据来源：Wind，中信建投

盈利预测与估值：预计公司 2023、2024、2025 年归母净利润分别为 70.9、94.2、113.3 亿元，EPS 分别为 1.01 元、1.34 元、1.61 元；对应 PE 分别为 15.7X、11.8X 和 9.8X。

风险提示：（1）原油价格持续上涨：原油价格与国际政治经济形势高度关联且具波动较大，如果原油价格进一步上涨，进一步增加公司成本压力，进而影响公司盈利能力；（2）行业竞争格局变化：国内炼油及化工配套项目较多，可能造成某类产品板块产能局部过剩，进而加剧行业竞争，挤压业内盈利空间；（3）全球经济下行：炼化产品下游分支众多且分布较广，与宏观经济形势关联度较高，经济下行可能影响行业产品需求，公司业绩有受损风险。

图表 2：预测和比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	197,970	222,324	256,946	277,396	296,486
YoY(%)	29.9	12.3	15.6	8.0	6.9
净利润(百万元)	15,531	2,318	7,092	9,418	11,325
YoY(%)	15.4	-85.1	205.9	32.8	20.2
毛利率(%)	15.4	8.2	9.4	9.6	9.6
净利率(%)	7.8	1.0	2.8	3.4	3.8
ROE(%)	27.1	4.4	12.2	14.6	15.6
EPS(摊薄/元)	2.21	0.33	1.01	1.34	1.61
P/E(倍)	7.2	48.0	15.7	11.8	9.8
P/B(倍)	1.9	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，中信建投

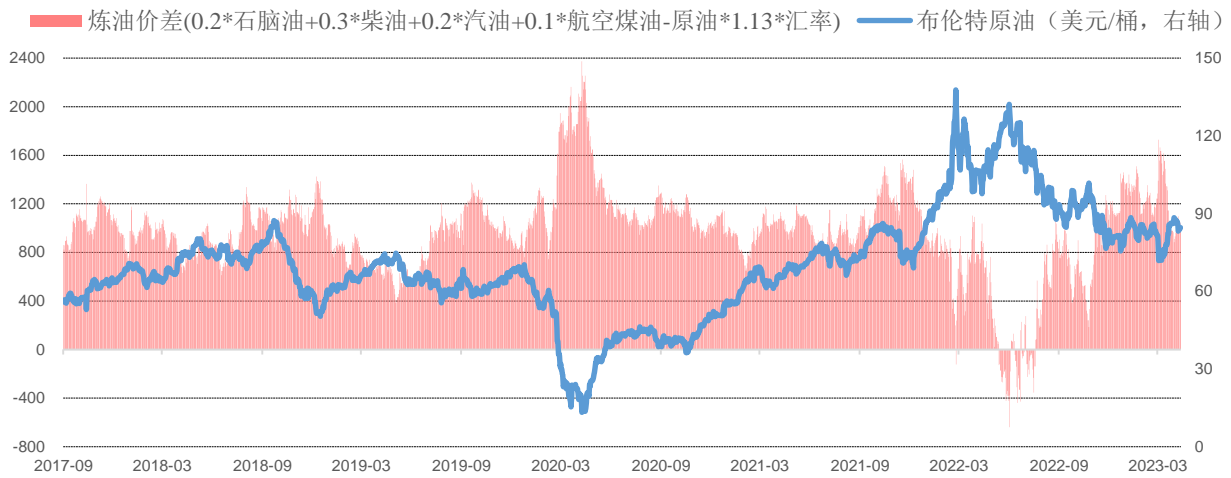
图表 3：炼化产业链价格及价差

主要产品	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	2023Q1
92#汽油价格（元/吨）	8,025	7,013	5,914	7,894	9,438	9,356	9,281	8,968	9,260	9,062
0#柴油价格（元/吨）	6,958	6,638	5,590	6,654	8,122	8,751	8,432	8,429	8,435	8,429
航空煤油价格（元/吨）	4,522	4,349	2,488	3,902	5,965	8,562	7,669	7,343	7,389	6,234
石脑油价格（元/吨）	4,095	3,670	2,653	4,228	5,688	5,767	4,883	4,807	5,283	4,783
布伦特原油价格（美元/桶）	72	64	43	71	98	112	98	89	99	82
炼油价差（元/吨）	973	870	1,259	1,045	760	302	399	799	565	1,327
石脑油裂解价差（美元/吨）	138	47	93	21	(159)	(94)	(104)	(115)	(118)	(99)
PX 价格（元/吨）	8,401	7,203	4,599	6,386	7,920	9,573	8,610	8,048	8,538	8,138
PX-石脑油价差（美元/吨）	448	368	193	203	184	383	379	306	314	333
PTA 价格（元/吨）	6,525	5,749	3,629	4,699	5,615	6,646	6,219	5,670	6,038	5,690
PTA 价差（元/吨）	908	995	594	484	388	328	536	358	403	319
MEG（元/吨）	5,596	4,755	3,839	5,252	5,174	4,873	4,196	3,979	4,551	4,151
涤纶长丝 POY（元/吨）	9056	7901	5608	7383	7866	8341	7945	7176	7831	7433
涤纶长丝 POY 价差（元/吨）	1240	1335	1172	1563	1323	964	1162	932	1094	1151
涤纶长丝 FDY（元/吨）	9524	8299	5975	7556	8168	8815	8483	7884	8337	8096
涤纶长丝 FDY 价差（元/吨）	1706	1733	1541	1736	1605	1449	1696	1642	1598	1809
涤纶长丝 DTY（元/吨）	10908	9476	7166	8950	9414	9593	9214	8492	9176	8736
涤纶长丝 DTY 价差（元/吨）	3090	2910	2732	3130	2851	2226	2427	2250	2437	2449
PP 粉料价格	9,669	8,830	8,108	8,763	8,619	8,725	8,069	8,075	8,370	7,973
PP 粉料价差	1153	1450	1333	843	450	499	798	677	608	589
LDPE 价格	10121	9061	9355	11661	12399	11883	10393	9782	11107	9323
LDPE 价差	767	2044	3522	4031	4093	3293	3399	2765	3385	2467
美元兑人民币汇率	6.61	6.91	6.90	6.45	6.35	6.61	6.85	7.12	6.73	6.84

资料来源：Wind，中信建投

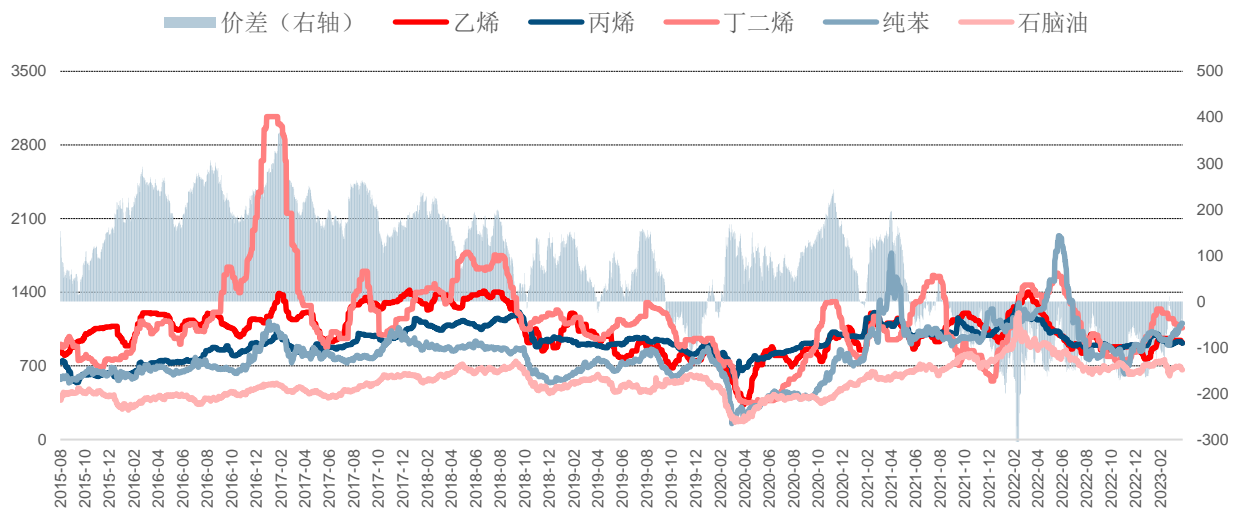
图表 4：炼油主要产品价差

请参阅最后一页的重要声明



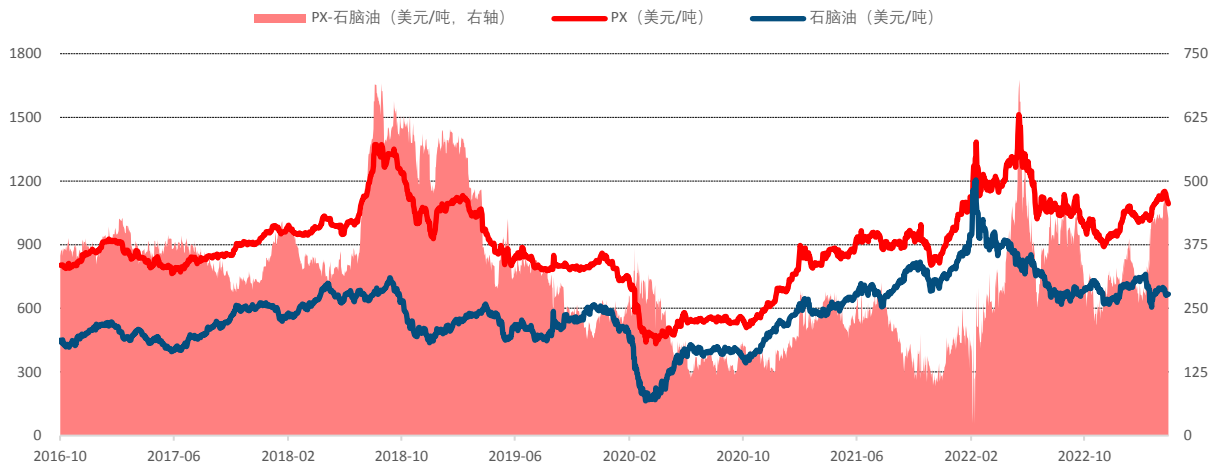
资料来源: Wind, 中信建投

图表 5: 石油脑裂解价差(单位: 美元/吨)



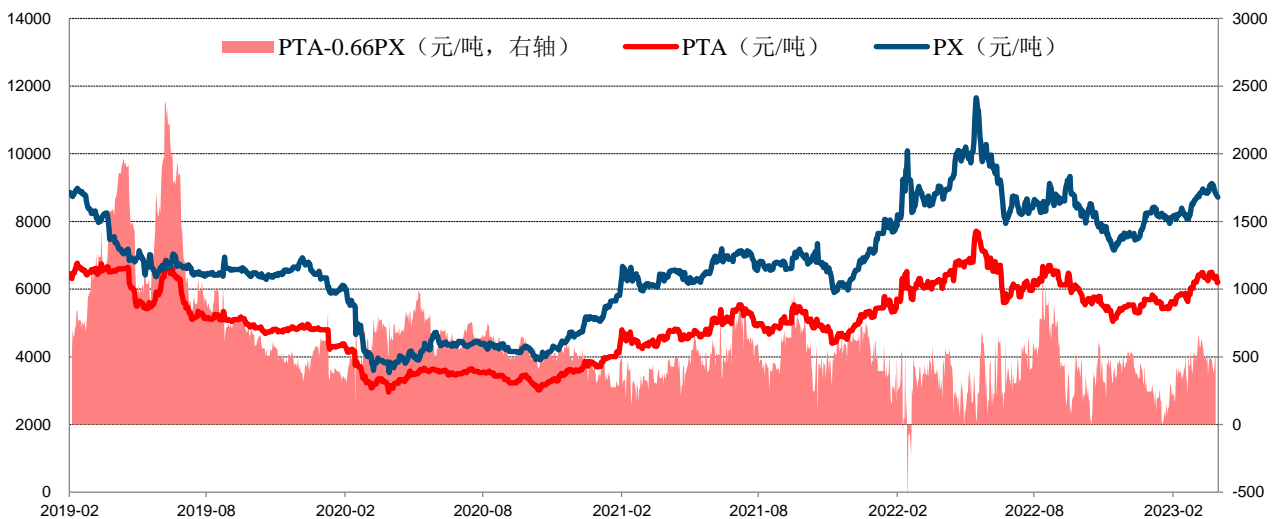
资料来源: Wind, 中信建投

图表 6：PX 价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

图表 7：PTA 价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

邓胜

能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

彭岩：天津大学化学工程学士、硕士，主要覆盖石油石化、精细化工及新材料方向上市公司。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk