

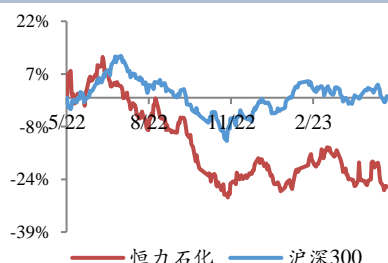
业绩低点已过，炼化龙头起飞

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-02

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 15.80 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 22.93/15.14 |
| 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） | 1,112 |
| 流通市值（亿元） | 1,112 |

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

相关报告

1. 检修与需求拖累业绩，成本需求边际改善开启 2022-11-01
2. 经营稳健盈利承压，龙头加速新材料布局 2022-08-18

主要观点：

● 事件描述

事件一：4月27日，恒力石化发布2022年度报告，实现营业收入2223.73亿元，同比增长12.31%；实现归母净利润23.18亿元，同比下降85.07%；实现扣非归母净利润10.45亿元，同比下降92.80%；实现基本每股收益0.33元/股。其中，第四季度实现营业收入519.83亿元，同比上升11.77%，环比上升1.50%；实现归母净利润-37.68亿元，同比下降233.67%，环比下降94.33%；实现扣非归母净利润-37.46亿元，同比下降249.48%，环比下降42.65%。

事件二：4月27日，恒力石化发布2023年一季度报告，实现营业收入561.44亿元，同比增长5.15%，环比增长8.04%；实现归母净利润10.20亿元，同比下降75.85%，环比增长127.07%；实现扣非归母净利润5.84亿元，同比下降85.81%，环比增长115.59%。

● 检修、需求偏弱及原材料波动影响全年盈利

2022年全年经营整体承压。炼化及乙烯是公司最重要的盈利来源，2022年全年炼化贡献毛利189.36亿元，同比减少21.15%；PTA板块亏损36.75亿元，去年整体经营承压；新材料板块实现毛利26.43亿元，同比下降48.79%。2022年全年内外部宏观环境动荡，炼化一体化项目是公司主要盈利来源，而主要原料原油价格大幅波动，需求转弱，以及检修影响产量等多重因素下公司全年整体盈利情况承压。其中，原料端压力较为突出，从全年来看，俄乌战争，原油采购价格同比增长43%，煤炭采购价格同比增长22.84%。此外，全年产销量同比也有下降，主要受炼化公司于7月和8月进行2019年投产后的首次大型检修影响。

盈利能力指标方面，2022年整体销售毛利率8.21%，同比下滑7.17pct；净利率1.04%，同比下滑6.81pct。ROE为4.21%，同比下滑25.62pct。

费用方面，2022Q4销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.18%/0.85%/1.93%，环比变动+0.03pct/-0.15pct/-0.55pct。三费整体控制良好。研发费用率0.53%，公司研发投入保持稳定。

● 四季度库存损失及需求波动，石化行业压力较大

2022Q4业绩环比下滑较多主要由两方面造成，一方面Q4化工品下游需求较弱导致价差大幅收窄；另一方面，原油有一定程度的库存损失计提。

具体拆分来看，2022Q4炼化板块实现营收289.03亿元，同比/环比+52.33%/+10.58%；销量500.78万吨，同比/环比+5.21%/-19.12%；

平均价格 5771.52 元/吨, 同比/环比+25.03%/-3.81%。根据我们的跟踪, 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-13.35%/-46.33%/-29.95%/-12.70%, 各类产品价差收窄明显, 主要因为化工品下游 PX、苯乙烯等投产增加, 但终端需求无法得到很好的支撑, 产品价格下滑显著。

2022Q4 PTA 板块实现营收 138.44 亿元, 同比/环比+9.93%/+2.29%, 销量 272.25 吨, 同比/环比-1.71%/-7.09%; 平均价格 5085.17 元/吨, 同比/环比+13.51%/-12.10%。根据我们的跟踪, PTA 价差 PTA-PX 季度环比-44.67%, 产品价差收窄幅度较大, 主要因为聚酯行业产出下滑, PTA 产品需求承压, 价格较上季度有所下降。

2022Q4 新材料板块实现营收 75.60 亿元, 同比/环比-2.55%/-0.54%, 销量 90.92 吨, 同比/环比+8.24%/+11.35%; 平均价格 8315.54 元/吨, 同比/环比-5.08%/-11.15%。根据我们的跟踪, POY-聚酯切片/DTY-聚酯切片/FDY-聚酯切片季度价差环比-36.55%/-10.12%/-8.09%, 各类产品价差收窄明显, 主要因为涤纶长丝工厂控制库存水平, 维持刚需采购, 终端需求难以起色, 产品价格受到抑制。

● **一季度需求边际弱复苏, 毛利率见底回升**

2023 年我们认为民营大炼化将迎来需求端的边际改善。根据我们的跟踪, 主要产品 2023Q1 PTA-PX/PX-石脑油/乙二醇-乙烯/苯乙烯-纯苯-乙烯/HDPE-乙烯价差环比+176.84%/-12.29%/+96.29%/+8.43%/+8.98%。疫情政策调整后, 需求端已有一定起色, 尤其是炼油环节与芳烃环节, 盈利改善明显。

2023Q1 公司毛利率为 9.26%, 环比上升 7.52pct。炼化板块实现营收 337.42 亿元, 环比上升 16.74%; PTA 板块实现营收 138.53 亿元, 环比上升 0.06%。我们认为 2023 年炼化和 PTA 板块复苏基调明确, 同时原油和煤炭价格波动同比趋于稳定。

● **加速精细产业园一期项目, 资本开支保证成长性**

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。目前在建拟建项目有 150 万吨绿色多功能纺织新材料项目、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。国产锂电隔膜项目下游客户和设备线定制顺利, 将在 2023 年开始陆续交付。

图表 1 恒力石化在建拟建项目

| 项目 | 内容 | 预期投产时间 |
|-----------|------------|-----------|
| 惠州 PTA 项目 | 500 万吨 PTA | 2023 年一季度 |

| | | |
|---------------------------------------|--|------------|
| 45 万吨/年 PBS/PBAT 可 降解塑料 | PBS 类生物降解塑料, 年产能 45 万吨; 同时新建 30 万吨己二酸原料配套 | 2023 年一季度 |
| 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) 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 6 月 |
| 16 亿平锂电 隔膜项目 | 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。 | 2023 年 7 月 |
| 260 万吨高性 能聚酯工程 | 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 CO ₂ 回收和 20 万吨/年乙醇胺等 14 套化 工 (联合) 装置。 | 2024 年 7 月 |
| 160 万吨/年高 性能树脂及新 材料项目 | 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 PBAT 8 万吨/年装置 | 2024 年 7 月 |
| 80 万吨功能 性聚酯薄膜、 功能性塑料项 目 | | 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, 我们对公司 2023-2024 盈利预测下调, 预计公司 2023 年、2024 年和 2025 年归母净利润分别为 82.46 亿元、107.12 亿元和 125.03 亿元 (2023-2024 年原值为 143.75、214.65 亿元), EPS 分别为 1.17 元、1.52 元和 1.78 元, 对应当前股价 PE 分别为 13.49X/10.38X/8.90X, 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 | 243899 | 260839 | 270023 |
| 收入同比 (%) | 12.3% | 9.7% | 6.9% | 3.5% |
| 归属母公司净利润 | 2318 | 8246 | 10712 | 12503 |
| 净利润同比 (%) | -85.1% | 255.7% | 29.9% | 16.7% |
| 毛利率 (%) | 8.2% | 10.5% | 10.6% | 9.5% |
| ROE (%) | 4.4% | 12.5% | 12.9% | 12.1% |
| 每股收益 (元) | 0.33 | 1.17 | 1.52 | 1.78 |
| P/E | 47.15 | 13.49 | 10.38 | 8.90 |
| P/B | 2.07 | 1.69 | 1.34 | 1.08 |
| EV/EBITDA | 12.31 | 8.97 | 8.19 | 8.36 |

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 | 72987 | 72519 | 68204 | 营业收入 | 222373 | 243899 | 260839 | 270023 |
| 现金 | 28076 | 20000 | 15000 | 10000 | 营业成本 | 204078 | 218316 | 233157 | 244304 |
| 应收账款 | 372 | 1949 | 2002 | 1561 | 营业税金及附加 | 6631 | 3902 | 3391 | 2700 |
| 其他应收款 | 702 | 1035 | 1017 | 1017 | 销售费用 | 393 | 1951 | 1826 | 1620 |
| 预付账款 | 1997 | 3027 | 3062 | 2996 | 管理费用 | 1889 | 3171 | 2608 | 2160 |
| 存货 | 37836 | 39613 | 44078 | 45269 | 财务费用 | 4287 | 6589 | 6882 | 4108 |
| 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 | 177388 | 201283 | 224654 | 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 | 123062 | 135405 | 148748 | 营业利润 | 2325 | 10185 | 13229 | 15441 |
| 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 | 41868 | 51848 | 59834 | 营业外支出 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 241430 | 250375 | 273802 | 292858 | 利润总额 | 2410 | 10185 | 13229 | 15441 |
| 流动负债 | 125853 | 121704 | 123381 | 185425 | 所得税 | 92 | 1935 | 2513 | 2934 |
| 短期借款 | 69317 | 59697 | 60087 | 119225 | 净利润 | 2318 | 8250 | 10715 | 12507 |
| 应付账款 | 8869 | 16604 | 14248 | 14709 | 少数股东损益 | 0 | 4 | 3 | 4 |
| 其他流动负债 | 47667 | 45403 | 49047 | 51491 | 归属母公司净利润 | 2318 | 8246 | 10712 | 12503 |
| 非流动负债 | 62657 | 62657 | 67348 | 4310 | EBITDA | 17740 | 24367 | 27940 | 27501 |
| 长期借款 | 58347 | 58347 | 63038 | 0 | EPS (元) | 0.33 | 1.17 | 1.52 | 1.78 |
| 其他非流动负债 | 4310 | 4310 | 4310 | 4310 | | | | | |
| 负债合计 | 188510 | 184361 | 190730 | 189735 | | | | | |
| 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 | 40226 | 57281 | 77328 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 52863 | 65952 | 83007 | 103053 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 241430 | 250375 | 273802 | 292858 | | | | | |

| 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 | 25340 | 24265 | 28822 |
| 净利润 | 2318 | 8246 | 10712 | 12503 |
| 折旧摊销 | 9543 | 9028 | 9388 | 9611 |
| 财务费用 | 4444 | 7310 | 7407 | 4483 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 7148 | 752 | -3245 | 2221 |
| 其他经营现金流 | -2330 | 7498 | 13960 | 10286 |
| 投资活动现金流 | -26297 | -16487 | -26939 | -25440 |
| 资本支出 | -25708 | -16487 | -26939 | -25440 |
| 长期投资 | 378 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -968 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 10405 | -16930 | -2327 | -8382 |
| 短期借款 | 13726 | -9620 | 390 | 59139 |
| 长期借款 | 6225 | 0 | 4691 | -63038 |
| 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 | -7310 | -7407 | -4483 |
| 现金净增加额 | 10734 | -8076 | -5000 | -5000 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 12.3% | 9.7% | 6.9% | 3.5% |
| 营业利润 | -88.3% | 338.1% | 29.9% | 16.7% |
| 归属于母公司净利 | -85.1% | 255.7% | 29.9% | 16.7% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 8.2% | 10.5% | 10.6% | 9.5% |
| 净利率 (%) | 1.0% | 3.4% | 4.1% | 4.6% |
| ROE (%) | 4.4% | 12.5% | 12.9% | 12.1% |
| ROIC (%) | 4.2% | 6.4% | 7.0% | 6.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 78.1% | 73.6% | 69.7% | 64.8% |
| 净负债比率 (%) | 356.2% | 279.3% | 229.6% | 184.0% |
| 流动比率 | 0.61 | 0.60 | 0.59 | 0.37 |
| 速动比率 | 0.29 | 0.25 | 0.21 | 0.11 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.92 | 0.97 | 0.95 | 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 | 1.17 | 1.52 | 1.78 |
| 每股经营现金流薄) | 3.69 | 3.60 | 3.45 | 4.09 |
| 每股净资产 | 7.51 | 9.37 | 11.79 | 14.64 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 47.15 | 13.49 | 10.38 | 8.90 |
| P/B | 2.07 | 1.69 | 1.34 | 1.08 |
| EV/EBITDA | 12.31 | 8.97 | 8.19 | 8.36 |

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。