

**增持** (维持)

恒力石化 (600346)

盈利触底回升实现扭亏，新产能即将投放未来可期

2023年05月07日

### 市场数据

市场数据日期 2023-05-05

收盘价(元)	15.43
总股本(百万股)	7039.10
流通股本(百万股)	7039.10
净资产(百万元)	53876.83
总资产(百万元)	238767.93
每股净资产(元)	7.65

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

《【兴证化工】恒力石化(600346)2022年度业绩预告点评:价差收窄、炼厂检修及减值损失拖累业绩,需求修复与新项目推进有望助力盈利改善》2023-01-31

《【兴证化工】恒力石化(600346)2022年三季报点评:产品盈利收窄、炼厂检修及库存损失致Q3业绩承压,新产能持续推进成长可期》2022-11-01

《【兴证化工】恒力石化(600346)2022年半年报点评:原油成本仍顺畅传导,化工品需求回落致业绩短暂承压,精细品、新能源、新材料布局渐次铺开保障成长》2022-08-16

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

### 投资要点

- **事件:** 恒力石化发布 2022 年年报, 报告期内公司实现营业收入 2223.24 亿元, 同比增长 12.3%; 实现归属上市公司股东的净利润 23.18 亿元, 同比下滑 85.07%, 实现扣非归母净利润 10.45 亿元, 同比下滑 92.8%。其中 2022Q4 单季度实现营业收入 519.66 亿元, 同比增长 11.8%, 环比增长 1.49%; 实现归母净利润-37.68 亿元, 同比下滑 233.67%; 实现扣非归母净利润-37.46 亿元, 同比下滑 249.48%。公司同时发布 2023 年一季报, 其中 2023Q1 单季度实现营业收入 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, 同比下滑 75.85%, 环比实现扭亏; 实现扣非归母净利润 5.84 亿元, 同比下滑 85.81%, 环比实现扭亏。
- **需求弱势+油价下跌造成库存损失, 22Q4 盈利短暂承压; 需求修复+油价走势趋于平稳, 23Q1 盈利显著修复实现扭亏。** 22Q4 来看, 季度内国际油价大幅下跌, 预计造成公司原料及成品库存减值损失, 根据报表披露, 公司 2022 年 Q4 内计提资产减值损失 31.29 亿元, 同时, 下游需求走弱, 主要化工品种价差环比均显著收窄, 公司盈利显著承压, 二者夹击下公司出现亏损。23Q1 以来, 需求不断回暖背景下, 汽油、芳烃等品种盈利修复相对显著, 或带动公司炼化项目盈利回升; 此外, 下游涤纶长丝等聚酯产品价差环比亦有改善, 或同样助力公司业绩环比大幅修复实现扭亏。销量方面, 公司炼化产品、PTA、新材料产品分别实现销量 590.45 万吨、278.5 万吨、82.96 万吨, 同比分别变化+4.15%、+13.26%、+21.73%, 环比分别变化+17.91%、+2.30%、-8.75%。
- **前期资本开支即将迎来产能投放, 叠加需求带动盈利修复, 业绩有望持续增长。** 公司自身来看, 据年报披露, 前期公司大踏步规划的多个精细化工新材料、聚酯新材料、锂电隔膜项目即将迎来产能投放: 其中 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、30 万吨/年己二酸项目、60 万吨/年 BDO 及配套项目项目均预计于今年年中陆续投产; 江苏康辉 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 万吨可降解新材料项目已于 2023 年一季度达产; 锂电隔膜项目营口厂区第一条线预计 2023 年 5 月投产, 南通厂区稳步推进建设, 预计 2024 年一季度逐步投产。行业层面, 当前随下游出行等需求逐步回暖, 炼化及下游新材料产品盈利有望进

### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	222373	220069	262145	272575
同比增长	12.3%	-1.0%	19.1%	4.0%
归母净利润(百万元)	2318	8251	10957	13053
同比增长	-85.1%	255.9%	32.8%	19.1%
毛利率	8.2%	10.2%	10.6%	11.4%
ROE	4.4%	13.6%	16.1%	17.1%
每股收益(元)	0.33	1.17	1.56	1.85
市盈率	46.9	13.2	9.9	8.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

一步修复，带动公司单位产品盈利提升。综合来看，公司新产能储备丰富，且有望于今年迎来产能集中投放期，同时下游需求修复有望带动产品单位盈利回升，两方面共同作用下，公司盈利有望实现持续修复增长。

- **维持“增持”的投资评级。**恒力石化为我国石化行业的领军企业之一。公司当前已成功打通“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”全产业链：上游方面，公司拥有 2000 万吨炼化一体化项目，配套 450 万吨 PX 产能及 150 万吨/年乙烯产能；中游方面，公司为 PTA 行业的龙头企业，现阶段拥有 PTA 产能 1660 万吨/年；下游方面，公司产品种类丰富，应用领域广泛。当前公司依托上游炼化项目充沛原材料储备，大踏步加码布局下游新材料项目：高性能树脂及新材料项目、精细化工项目、BDO 项目、锂电隔膜项目、聚酯新材料项目、可降解树脂项目等渐次铺开，并将逐步投放。未来随炼化产品需求的修复以及自身新材料平台的不断拓展，公司盈利能力有望持续提升。我们调整公司 2023~2024 年 EPS 预测分别为 1.17、1.56 元并引入 2025 年 EPS 预测为 1.85 元，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**石油化工产品终端需求不及预期的风险；国际原油价格大幅下行的风险；新项目建设进度不及预期的风险。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	76344	72420	80940	82393
货币资金	28076	21979	23013	23512
交易性金融资产	604	849	762	764
应收票据及应收账款	372	1490	1616	1531
预付款项	1997	2534	2882	2911
存货	37836	36624	43954	44983
其他	7458	8945	8714	8693
<b>非流动资产</b>	165087	183429	200063	212882
长期股权投资	559	559	559	559
固定资产	118719	150513	171938	187226
在建工程	27287	16035	11214	8966
无形资产	8925	9717	10507	11348
商誉	77	77	77	77
长期待摊费用	2027	926	-248	-1415
其他	7492	5601	6016	6120
<b>资产总计</b>	241430	255849	281004	295276
<b>流动负债</b>	125853	127219	138879	138184
短期借款	69317	76112	81404	79095
应付票据及应付账款	29473	30843	35811	36822
其他	27063	20264	21664	22268
<b>非流动负债</b>	62657	67698	73945	80779
长期借款	58347	63950	70112	76891
其他	4310	3748	3833	3888
<b>负债合计</b>	188510	194917	212824	218963
股本	7039	7039	7039	7039
资本公积	18687	18687	18687	18687
未分配利润	26280	34470	41633	49659
少数股东权益	58	62	67	74
<b>股东权益合计</b>	52920	60932	68179	76312
<b>负债及权益合计</b>	241430	255849	281004	295276

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2318	8251	10957	13053
折旧和摊销	9509	9253	11402	13190
资产减值准备	3129	210	40	5
资产处置损失	3	-2	-3	-3
公允价值变动损失	46	-136	-112	-94
财务费用	4444	5435	5934	6259
投资损失	0	60	27	33
少数股东损益	-0	4	5	7
营运资金的变动	7267	-791	-1198	1446
<b>经营活动产生现金流量</b>	25954	20923	27217	34040
<b>投资活动产生现金流量</b>	-26297	-30721	-28626	-27009
<b>融资活动产生现金流量</b>	10405	3701	2443	-6532
现金净变动	10734	-6098	1034	499
现金的期初余额	9590	28076	21979	23013
现金的期末余额	20324	21979	23013	23512

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	222373	220069	262145	272575
营业成本	204078	197653	234412	241502
税金及附加	6631	3807	4535	4716
销售费用	393	330	393	409
管理费用	1889	2201	2621	2726
研发费用	1185	1144	1376	1445
财务费用	4287	5435	5934	6259
其他收益	1596	1206	1262	1299
投资收益	-0	-60	-27	-33
公允价值变动收	-46	136	112	94
信用减值损失	-2	0	0	0
资产减值损失	-3129	-516	-579	-618
资产处置收益	-3	2	3	3
<b>营业利润</b>	2325	10266	13643	16263
营业外收入	105	74	82	83
营业外支出	21	22	21	21
<b>利润总额</b>	2410	10319	13704	16325
所得税	92	2064	2741	3265
净利润	2318	8255	10963	13060
少数股东损益	-0	4	5	7
<b>归属母公司净利润</b>	2318	8251	10957	13053
<b>BPS(元)</b>	0.33	1.17	1.56	1.85

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	12.3%	-1.0%	19.1%	4.0%
营业利润增长率	-88.3%	341.6%	32.9%	19.2%
归母净利润增长	-85.1%	255.9%	32.8%	19.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	8.2%	10.2%	10.6%	11.4%
归母净利率	1.0%	3.7%	4.2%	4.8%
ROE	4.4%	13.6%	16.1%	17.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.1%	76.2%	75.7%	74.2%
流动比率	0.61	0.57	0.58	0.60
速动比率	0.31	0.28	0.27	0.27
<b>营运能力</b>				
资产周转率	98.5%	88.5%	97.7%	94.6%
应收账款周转率	14634.4%	23477.8%	16741.1%	17180.9%
存货周转率	570.5%	529.6%	578.9%	540.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.33	1.17	1.56	1.85
每股经营现金	3.69	2.97	3.87	4.84
每股净资产	7.51	8.65	9.68	10.83
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	46.9	13.2	9.9	8.3
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn