

证券研究报告

公司研究

点评报告

恒力石化(600346.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号: S1500524040001
联系电话: 13261695353
邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

产品价差收窄拖累盈利，存量竞争时代来临凸显龙头优势

2024年10月25日

事件: 2024年10月24日晚，恒力石化发布2024年三季度报告。2024年前三季度公司实现营业总收入1778.57亿元，同比增长2.71%；实现归母净利润51.05亿元，同比下降10.45%；实现扣非后归母净利润46.27亿元，同比下降7.04%；实现基本每股收益0.73元，同比下降9.88%。

其中，2024年第三季度公司实现营业总收入652.61亿元，同比增长2.44%，环比增长20.46%；实现归母净利润10.87亿元，同比下降59.01%，环比下降42.14%；实现扣非后归母净利润10.85亿元，同比下降59.86%，环比下降37.05%；实现基本每股收益0.15元，同比下降59.01%。

点评:

- **成本端冲高回落，公司盈利回落主要受化工品毛利收窄影响。油价端，**2024年前三季度国际油价震荡运行，上半年油价呈现冲高后回落企稳态势；进入第三季度，北半球驾驶旺季支撑国际油价上行，随后石油需求季节性回落，叠加全球宏观经济形势转弱、地缘担忧情绪放缓，国际油价震荡下行。2024年前三季度布伦特平均油价为81.6美元/桶，与去年同期基本持平，第三季度平均78.7美元/桶。从公司产品价量角度看，采购成本方面，前三季度公司原油采购成本同比增长约3%，其它原料成本有所下滑；价格和产销率方面，前三季度公司炼化产品、PTA和新材料产品价格同比分别-1.69%、+1.49%、-3.60%，产销率分别同比-6pct、-22pct、-9pct。从盈利角度看，根据百川盈孚数据，2024年前三季度主要炼化产品汽油、柴油、煤油、聚乙烯、聚丙烯、PX、纯苯单吨毛利变化分别为+47、+14、-39、-595、-766、-641、+417元/吨。我们认为，公司盈利回落主要源于供需格局偏弱，化工产品盈利收窄影响。
- **炼化产能增长有望触顶，公司低成本和产品高端化布局有望受益。**根据国家发展改革委指导意见，到2025年国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，千万吨级炼油企业产能占比55%左右。根据金联创数据，截止2023年国内总炼能为9.53亿吨，距离规定的上限约有4700万吨增量空间。2025年前在建及待建的炼化一体化项目、改扩建项目约6900万吨。我们认为，未来小规模炼厂淘汰进程有望加速，行业或进入存量竞争时代，在行业供给侧峰值来临与结构深化调整背景下，拥有低成本和深加工的炼化一体化龙头有望优先受益。在成本控制方面，公司具备1200万吨重油加工能力，占原油年加工量60%，其原油采购成本更低；同时公司通过自备煤制氢装置，每年低成本自供25万吨稀缺的纯氢原料；此外，公司还拥有520MW的高功率自备电厂，有效优化了生产能耗成本。在高端化产品布局方面，公司旗下布局160万吨/年高性能树脂及新材料项目、功能性薄膜项目和锂电隔膜等项目，产品覆盖锂电池隔膜、电池电解液、复合集流体基膜、光伏背板基膜等领域，未来有望降低公司大宗化工品比例，提升精细化学

品与新材料产品产出，增强产品盈利能力。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 70.65、80.34 和 101.85 亿元，同比增速分别为 2.3%、13.7%、26.8%，EPS（摊薄）分别为 1.00、1.14 和 1.45 元/股，按照 2024 年 10 月 24 日收盘价对应的 PE 分别为 14.36、12.63 和 9.96 倍。考虑到公司受益于自身竞争优势和行业整合有望加速，2024-2026 年公司业绩空间有望打开，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格短期大幅波动的风险；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险；新增产能投产不及预期风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	222,373	234,866	252,671	273,442	288,845
增长率 YoY %	12.3%	5.6%	7.6%	8.2%	5.6%
归属母公司净利润 (百万元)	2,318	6,905	7,065	8,034	10,185
增长率 YoY%	-85.1%	197.8%	2.3%	13.7%	26.8%
毛利率%	8.2%	11.3%	10.0%	10.1%	10.6%
净资产收益率 ROE%	4.4%	11.5%	10.1%	10.0%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.98	1.00	1.14	1.45
市盈率 P/E(倍)	47.15	13.43	14.36	12.63	9.96
市净率 P/B(倍)	2.07	1.55	1.44	1.26	1.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	76,344	66,083	78,178	78,590	86,537	营业总收入	222,373	234,866	252,671	273,442	288,845
货币资金	28,076	20,469	30,773	29,656	37,061	营业成本	204,078	208,384	227,416	245,798	258,143
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	6,631	9,201	6,317	6,836	7,221
应收账款	372	538	554	599	633	销售费用	393	293	379	410	433
预付账款	1,997	1,736	1,894	2,047	2,150	管理费用	1,889	1,997	2,527	2,530	2,780
存货	37,836	31,268	34,123	36,882	38,734	研发费用	1,185	1,371	1,374	1,513	1,618
其他	8,062	12,073	10,834	9,405	7,959	财务费用	4,287	5,365	7,016	7,170	7,233
非流动资产	165,087	194,516	203,026	219,201	227,491	减值损失合计	-3,129	-594	-601	-601	-603
长期股权投资	559	646	646	646	646	投资净收益	0	-37	-39	-43	-45
固定资产(合)	118,719	129,987	144,269	156,514	163,252	其他	1,544	1,275	1,089	1,179	1,245
无形资产	8,925	9,035	12,046	13,615	15,178	营业利润	2,325	8,900	8,091	9,719	12,013
其他	36,884	54,848	46,065	48,427	48,415	营业外收支	85	-27	29	29	10
资产总计	241,430	260,599	281,204	297,791	314,028	利润总额	2,410	8,873	8,120	9,748	12,023
流动负债	125,853	123,862	128,929	134,067	138,104	所得税	92	1,969	1,055	1,715	1,839
短期借款	69,317	66,995	66,995	66,995	66,995	净利润	2,318	6,904	7,065	8,033	10,184
应付票据	20,604	12,002	13,099	14,157	14,868	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	8,869	15,599	17,023	18,399	19,323	归属母公司净利润	2,318	6,905	7,065	8,034	10,185
其他	27,063	29,266	31,812	34,515	36,917	EBITDA	17,740	23,350	25,444	27,704	30,540
非流动负债	62,657	76,739	82,027	83,027	84,027	EPS(当年)(元)	0.33	0.98	1.00	1.14	1.45
长期借款	58,347	70,621	75,621	76,621	77,621	现金流量表 单位:百万元					
其他	4,310	6,118	6,406	6,406	6,406	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	188,510	200,600	210,957	217,094	222,132	经营活动现金流	25,954	23,536	28,909	30,757	33,417
少数股东权益	58	6	6	6	6	净利润	2,318	6,904	7,065	8,033	10,184
归属母公司股	52,863	59,992	70,241	80,690	91,891	折旧摊销	9,543	9,731	10,786	11,350	11,892
负债和股东权益	241,430	260,599	281,204	297,791	314,028	财务费用	4,444	4,641	7,067	7,247	7,307
						投资损失	-275	0	-138	39	43
						营运资金	7,148	1,423	3,375	3,508	3,392
						其它	2,500	974	575	576	596
						投资活动现金流	-26,297	-38,814	-11,570	-19,126	-11,805
						资本支出	-25,708	-39,722	-10,980	-19,084	-11,760
						长期投资	378	472	-200	0	0
						其他	-968	435	-389	-43	-45
						筹资活动现金流	10,405	9,910	-7,036	-12,747	-14,207
						吸收投资	6	0	0	0	0
						借款	23,267	13,806	5,000	1,000	1,000
						支付利息或股息	-12,121	-5,773	-12,467	-13,847	-15,307
						现金流净增加额	10,734	-5,298	10,304	-1,116	7,405

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	222,373	234,866	252,671	273,442	288,845
同比(%)	12.3%	5.6%	7.6%	8.2%	5.6%
归属母公司净利润	2,318	6,905	7,065	8,034	10,185
同比(%)	-85.1%	197.8%	2.3%	13.7%	26.8%
毛利率(%)	8.2%	11.3%	10.0%	10.1%	10.6%
ROE%	4.4%	11.5%	10.1%	10.0%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.98	1.00	1.14	1.45
P/E	47.15	13.43	14.36	12.63	9.96
P/B	2.07	1.55	1.44	1.26	1.10
EV/EBITDA	12.31	9.57	8.93	8.27	7.30

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。