

证券研究报告

公司研究

点评报告

恒逸石化(000703.SZ)

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

胡晓艺 石化行业研究助理
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《恒逸石化(000703): 东南亚炼化景气向上长周期+聚酯盈利长期中枢抬升, 盈利有望大幅提升》2022.05.29

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

产品价差收窄拖累业绩, 行业景气度有望修复

2023年4月20日

事件: 2023年4月19日晚, 恒逸石化发布2022年年度报告。2022年公司实现营业收入1520.50亿元, 同比增加17.26%; 归母净利润为-10.80亿元, 同比下降131.96%; 实现基本每股收益-0.30元, 同比下降131.91%。

其中2022年第4季度实现营业收入287.34亿元, 同比下降11.63%, 环比下降33.96%; 实现归母净利润-23.97亿元, 同比减少808.08%, 环比下降383.27%; 实现扣非后归属母公司股东净利润-24.81亿元, 同比减少2372.72%, 环比下降434.66%; 实现基本每股收益-0.65元, 同比减少822.22%, 环比下降364.29%。

点评:

- **成本抬升叠加下游需求疲软, 公司业绩承压。** 国内业务方面, 2022年, 国际原油价格中枢大幅抬升, 聚酯业务成本端上行, 叠加国内疫情反复, 下游终端需求不振, 行业库存高企, 公司盈利有所下滑。2022年, POY、DTY、FDY行业平均库存水平为29.10天、34.89天、30.38天, 同比增长81.05%、35.66%、52.74%; 公司聚酯业务中PTA、涤纶丝和聚酯切片营业收入分别为89.67、411.23、51.93亿元, 同比分别为40.35%、-0.52%、16.00%; 毛利率分别为-1.36%、1.31%、2.87%, 同比变化分别为-5.97pct、-8.11pct、-2.32pct。海外业务方面, 2022年上半年, 文莱炼化板块受益于成品油价差大幅提升, 盈利整体上行; 下半年, 在原油价格单边下行、需求疲软等多重压力下, 海外成品油价差明显回落, 文莱炼化板块盈利空间受到大幅压缩, 此外, 公司生产经营所必须的煤炭、电力、蒸汽等能源成本明显提升, 化工品加工成本压力增大。2022年公司炼油板块营收415.31亿元, 同比变化72.46%, 毛利率为5.92%, 同比增长2.31pct; 化工品营收为85.99亿元, 同比变化88.86%, 毛利率为2.59%, 同比下滑19.99pct。
- **国内经济复苏叠加东南亚成品油市场迎景气周期, 公司业绩有望修复。** 国内方面, 随着疫情后社会生产生活逐步恢复, 居民消费意愿持续抬升, 涤纶长丝库存去化明显, 行业景气度或将处于上行阶段, 有望带动公司聚酯业务触底回升。2023年2月国内纺服消费同比增长5.4%, 3月织机开工率回升至64%, 3月涤纶长丝平均库存为23天, 同比下降17%, 长丝下游及终端需求持续回暖。海外方面, 从供给端看, 2020年到2023年期间, 受疫情和能源结构转型影响, 东南亚及澳洲地区有近3500万吨的炼能退出市场, 且未来东南亚地区新增产能供给不足, 产能供应或出现萎缩; 从需求端看, 伴随疫后海外积极复工复产, 东南亚大多数经济体复苏势头强劲, 成品油市场或将持续发力。根据国际货币基金组织(IMF)今年最新预测, 2023年东盟五国GDP增速为4.5%, 显著高于世界平均水平。我们认为, 伴随国内经济逐渐复苏、东南亚成品油市场景气度回升, 公司国内聚酯业务有望触底回升, 海外炼油业务盈利上行, 公司业绩或将迎来修复。
- **文莱二期扎实推进, 回购股份彰显信心。** 公司文莱二期炼化项目主要包

括 1400 万吨/年炼油、200 万吨/年对二甲苯、下游 250 万吨/年 PTA、100 万吨/年 PET、165 万吨/年乙烯及下游深加工。公司持续推进项目建设,统筹安排围堤吹填工作,项目建成后公司将新增“烯烃-聚烯烃”产业链,有助于公司进一步提升产业链一体化和精细化优势。在股份回购方面,公司实施了第三期股份回购计划,截至 2023 年一季度,公司第三期回购计划累计回购 1.22 亿股,占公司总股本 3.34%,支付回购金额高达 9 亿元。我们认为,公司持续推进股份回购计划,有利于推动公司生产经营提质增效,有效彰显了公司未来经营信心。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.19、25.16 和 34.58 亿元,归母净利润增速分别为 259.2%、46.4% 和 37.5%,EPS(摊薄)分别为 0.47、0.69 和 0.94 元/股,对应 2023 年 4 月 19 日的收盘价,PE 分别为 18.32、12.52 和 9.11 倍。我们看好公司聚酯产能扩张加速、国内需求复苏及海外成品油景气度修复,公司或将迎来底部反转机会,公司业绩未来仍有较高成长性,我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 上游原材料价格上涨的风险;公司新建产能投产不及预期的风险;下游需求修复不及预期的风险;原油和产成品价格剧烈波动的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	129,667	152,050	168,958	188,275	200,624
增长率 YoY %	50.0%	17.3%	11.1%	11.4%	6.6%
归属母公司净利润 (百万元)	3,378	-1,080	1,719	2,516	3,458
增长率 YoY%	10.0%	-132.0%	259.2%	46.4%	37.5%
毛利率%	5.7%	2.3%	3.2%	3.7%	4.3%
净资产收益率ROE%	13.1%	-4.2%	6.4%	8.7%	10.9%
EPS(摊薄)(元)	0.93	-0.30	0.47	0.69	0.94
市盈率 P/E(倍)	11.42	—	18.32	12.52	9.11
市净率 P/B(倍)	1.51	1.01	1.17	1.09	0.99

资料来源:万得,信达证券研发中心预测;股价为 2023 年 4 月 19 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38,596	42,567	55,493	56,526	57,709	营业总收入	129,667	152,050	168,958	188,275	200,624
货币资金	14,323	17,358	24,938	24,008	23,719	营业成本	122,327	148,510	163,474	181,275	192,081
应收票据	258	247	336	352	366	营业税金及附加	226	226	252	280	299
应收账款	6,437	6,858	8,387	9,061	9,555	销售费用	228	247	275	306	326
预付账款	2,362	1,793	2,308	2,749	2,648	管理费用	1,087	1,085	1,206	1,343	1,432
存货	12,146	14,083	17,115	18,056	19,152	研发费用	687	669	743	828	882
其他	3,071	2,227	2,408	2,300	2,269	财务费用	2,134	2,788	2,019	2,041	2,041
非流动资产	66,918	69,398	70,388	74,359	76,662	减值损失	-151	-369	0	0	0
长期股权投资	12,086	12,832	14,022	15,342	16,427	投资净收	1,069	745	1,289	1,228	1,241
固定资产(合)	46,103	47,466	48,402	51,998	59,579	其他	359	0	264	294	314
无形资产	1,935	2,939	3,399	3,938	4,606	营业利润	4,255	-1,104	2,542	3,722	5,118
其他	6,795	6,162	4,565	3,081	-3,951	营业外收	12	-5	2	2	2
资产总计	105,514	111,965	125,881	130,885	134,371	利润总额	4,267	-1,109	2,544	3,724	5,120
流动负债	52,373	56,952	66,129	68,378	68,215	所得税	344	-185	424	621	853
短期借款	33,779	37,876	37,876	37,876	37,876	净利润	3,923	-924	2,120	3,104	4,267
应付票据	441	815	897	881	1,014	少数股东	545	155	402	588	808
应付账款	10,011	9,768	13,378	14,835	14,691	归属母公	3,378	-1,080	1,719	2,516	3,458
其他	8,143	8,493	13,977	14,786	14,634	EBITDA	8,259	4,466	7,598	8,966	10,708
非流动负债	20,235	22,354	25,303	25,433	25,472	EPS(当年)(元)	0.93	-0.30	0.47	0.69	0.94
长期借款	15,996	16,107	15,856	15,786	15,625						
其他	4,239	6,247	9,447	9,647	9,847						
负债合计	72,609	79,307	91,432	93,811	93,687						
少数股东权益	7,042	7,211	7,613	8,201	9,009						
归属母公司股	25,863	25,447	26,836	28,874	31,675						
负债和股东权益	105,514	111,965	125,881	130,885	134,371						
益											

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	129,667	152,050	168,958	188,275	200,624
同比(%)	50.0%	17.3%	11.1%	11.4%	6.6%
归属母公司净利润	3,378	-1,080	1,719	2,516	3,458
同比(%)	10.0%	-	259.2%	46.4%	37.5%
毛利率(%)	5.7%	2.3%	3.2%	3.7%	4.3%
ROE%	13.1%	-4.2%	6.4%	8.7%	10.9%
EPS(摊薄)(元)	0.93	-0.30	0.47	0.69	0.94
P/E	11.42	—	18.32	12.52	9.11
P/B	1.51	1.01	1.17	1.09	0.99
EV/EBITDA	9.37	14.98	8.95	7.70	6.48

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动	7,721	2,706	10,200	8,043	7,902
现金流					
净利润	3,923	-924	2,120	3,104	4,267
折旧摊销	2,953	3,285	3,436	3,788	4,356
财务费用	1,689	2,623	2,106	2,166	2,161
投资损失	-275	-1,069	-745	-1,289	-1,228
营运资金	122	-1,915	3,830	217	-1,635
其它	102	381	-4	-4	-4
投资活动	-7,517	-2,126	-3,133	-6,458	-5,413
资本支出	-5,949	-2,941	-3,232	-6,435	-5,569
长期投资	-2,381	-167	-1,190	-1,251	-1,085
其他	813	981	1,289	1,228	1,241
筹资活动	2,941	1,673	513	-2,514	-2,779
吸收投资	348	3,030	-3	0	0
借款	41,560	57,429	-251	-70	-161
支付利息或股息	-3,076	-3,065	-2,432	-2,644	-2,818
现金流净增加额	3,058	2,689	7,580	-930	-290

研究团队简介

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

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。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com

华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

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。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;

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。

增持：股价相对强于基准 5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

评级说明

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。