

公司研究

炼化项目盈利大幅提升，文莱二期全力推进彰显未来信心

——恒逸石化（000703.SZ）2021 年半年度报告点评

要点

事件：2021 年 8 月 24 日，公司发布 2021 半年度报告，21 年 H1 实现营业收入 609 亿元，同比+55%，实现归母净利润 22 亿元，同比+17%。其中 Q2 单季度实现营业收入 301 亿元，同比+46%，环比-2%，实现归母净利润 10 亿，同比-7%，环比-16%。

量价齐升带动上半年业绩上涨，PTA 盈利下滑致 Q2 业绩下滑：上半年下游需求持续复苏，“炼化-化纤”行业景气度持续回暖，公司聚酯产品量价齐升。21 年 H1，公司化纤产品产销量分别为 367 和 348 吨，同比+24%、+41%。21 年 H1，石脑油裂解、PX、PTA、POY 价差分别为 302 美元/吨、213 美元/吨、503 元/吨、1441 元/吨，分别同比+54 美元/吨、-14 美元/吨、-196 元/吨、+221 元/吨。Q2 单季度，石脑油裂解、PX、PTA、POY 价差分别为 323 美元/吨、235 美元/吨、552 元/吨、1463 元/吨，分别同比+90 美元/吨、-30 美元/吨、-234 元/吨、+386 元/吨，二季度 PTA 盈利大幅下滑致公司 Q2 业绩同比下滑。

油价回暖助力文莱项目盈利提升，文莱二期全力推进彰显未来信心：伴随着原油价格稳步回升，上半年文莱炼化项目裂解价差持续改善，成品油、化工品等产品销售顺畅，炼油产品、化工产品产量分别为 289.90 万吨、103.37 万吨，销量分别为 286.75 万吨、100.71 万吨，文莱炼化项目盈利能力持续提升，21 年 H1 子公司恒逸文莱实现 8.36 亿元净利润，同比大幅增长 48%。公司目前正全力推进文莱炼化项目二期建设，投产后将新增“乙烯-丙烯-聚丙烯”产业链，公司文莱炼化项目竞争优势将会大幅度提升。展望下半年原油市场供需两端改善迹象日趋明朗，下游需求及盈利有望实现双增长，另外，东南亚成品油市场缺口较大，炼化市场前景广阔，文莱项目的盈利能力有望继续提升。

持续巩固 PTA 龙头地位，第四期员工持股计划彰显未来信心：公司作为 PTA 行业龙头企业控股和参股 PTA 产能共计约 1600 万吨/年，规模雄居全球首位。2021H1 公司 PTA 毛利率为 3.25%，保持业内领先水平，逸盛新材料 1#线 300 万吨正式投产，实现产销量 237.61 万吨和 238.47 万吨，2#线 300 万吨预计明年上半年竣工投产，公司 PTA 产能规模再上台阶，未来 PTA 龙头地位将不断巩固，有望提升公司业绩。此外，公司已推出两期高管激励和四期员工持股计划。21 年上半年，公司实施了第四期员工持股计划，总额不超过 14 亿元，此次员工持股主要面向核心基层员工，彰显未来发展信心。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 52.29/64.92/74.56 亿元，对应 EPS 分别为 1.42/1.76/2.03 元，维持“买入”评级。

风险提示：文莱项目盈利和二期进度不及预期；聚酯需求回暖不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	79,621	86,430	97,257	108,662	121,461
营业收入增长率	-6.27%	8.55%	12.53%	11.73%	11.78%
净利润（百万元）	3,201	3,072	5,229	6,492	7,456
净利润增长率	63.16%	-4.04%	70.22%	24.15%	14.85%
EPS（元）	1.13	0.83	1.42	1.76	2.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.77%	12.80%	18.59%	19.75%	19.52%
P/E	10	14	8	6	6
P/B	1.4	1.8	1.5	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-24 注：公司 2019 年末总股本为 28.42 亿股，2020 年末总股本为 36.82 亿股，2021 年注销回购股份后目前总股本为 36.66 亿股。

买入（维持）

当前价：11.45 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyul@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	36.66
总市值(亿元):	419.79
一年最低/最高(元):	10.26/20.35
近 3 月换手率:	61.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.86	-0.42	-8.39
绝对	-5.61	-5.61	-5.61

资料来源：Wind

相关研报

前三季度业绩逐季提升，四季度聚酯产业链有所回暖——恒逸石化（000703.SZ）2020 年三季报点评（2020-10-27）

垂直一体化经受住市场低迷的考验，下半年将受益于需求回暖——恒逸石化（000703.SZ）2020 年中报点评（2020-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	79,621	86,430	97,257	108,662	121,461
营业成本	73,995	80,450	88,527	98,262	109,938
折旧和摊销	1,483	2,303	3,659	3,991	4,468
税金及附加	185	120	136	151	169
销售费用	456	218	245	274	307
管理费用	583	970	1,092	1,220	1,363
研发费用	493	352	396	443	495
财务费用	1,012	2,004	1,969	2,062	1,950
投资收益	1,505	1,692	1,861	2,047	2,252
营业利润	4,789	4,526	7,170	8,763	10,012
利润总额	4,771	4,520	7,163	8,756	10,005
所得税	750	705	1,117	1,366	1,561
净利润	4,021	3,815	6,046	7,391	8,444
少数股东损益	819	743	817	899	988
归属母公司净利润	3,201	3,072	5,229	6,492	7,456
EPS(元)	1.13	0.83	1.42	1.76	2.03

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-112	5,014	7,807	10,436	11,501
净利润	3,201	3,072	5,229	6,492	7,456
折旧摊销	1,483	2,303	3,659	3,991	4,468
净营运资金增加	6,593	3,117	2,980	1,988	2,261
其他	-11,390	-3,478	-4,061	-2,035	-2,684
投资活动产生现金流	-12,489	-7,952	-9,009	-3,377	-18,147
净资本支出	-11,307	-8,170	-10,392	-5,400	-20,400
长期投资变化	9,260	10,062	0	0	0
其他资产变化	-10,442	-9,845	1,383	2,023	2,253
融资活动现金流	10,480	5,907	849	-5,918	7,927
股本变化	214	840	0	0	0
债务净变化	14,370	9,548	3,922	-2,105	12,016
无息负债变化	4,439	-3,748	-426	1,212	1,428
净现金流	-2,063	2,713	-353	1,141	1,280

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	7.1%	6.9%	9.0%	9.6%	9.5%
EBITDA 率	7.4%	8.2%	11.2%	11.8%	11.7%
EBIT 率	5.5%	5.4%	7.5%	8.1%	8.0%
税前净利润率	6.0%	5.2%	7.4%	8.1%	8.2%
归母净利润率	4.0%	3.6%	5.4%	6.0%	6.1%
ROA	4.7%	4.1%	6.0%	7.0%	6.7%
ROE (摊薄)	13.8%	12.8%	18.6%	19.7%	19.5%
经营性 ROIC	6.1%	5.8%	7.8%	9.0%	8.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	66%	67%	65%	61%	62%
流动比率	0.70	0.71	0.76	0.92	0.94
速动比率	0.46	0.47	0.49	0.60	0.60
归母权益/有息债务	0.56	0.47	0.51	0.62	0.59
有形资产/有息债务	1.99	1.75	1.77	1.93	1.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	85,231	92,260	100,697	105,444	125,193
货币资金	7,440	10,079	9,726	10,866	12,146
交易性金融资产	150	252	252	252	252
应收帐款	5,890	3,880	4,366	4,878	5,452
应收票据	728	215	242	270	302
其他应收款 (合计)	406	445	129	144	161
存货	9,153	9,651	10,620	11,788	13,188
其他流动资产	2,033	2,748	2,964	3,192	3,448
流动资产合计	26,853	28,982	30,100	33,299	36,986
其他权益工具	1	6	0	0	0
长期股权投资	9,260	10,062	10,062	10,062	10,062
固定资产	38,776	41,521	43,554	44,223	50,020
在建工程	3,438	7,606	10,954	10,841	18,630
无形资产	1,558	1,781	2,141	2,494	2,840
商誉	222	222	222	222	222
其他非流动资产	3,814	966	1,508	1,508	1,508
非流动资产合计	58,378	63,278	70,598	72,146	88,206
总负债	56,167	61,968	65,464	64,571	78,014
短期借款	23,324	26,483	25,405	20,799	22,816
应付账款	9,659	5,741	6,317	7,012	7,845
应付票据	2,250	1,187	1,306	1,450	1,622
预收账款	596	0	0	0	0
其他流动负债	-3	148	388	641	925
流动负债合计	38,232	41,004	39,499	36,105	39,548
长期借款	12,733	16,610	21,610	24,110	34,110
应付债券	3,990	3,521	3,521	3,521	3,521
其他非流动负债	202	201	201	201	201
非流动负债合计	17,935	20,964	25,964	28,465	38,466
股东权益	29,063	30,292	35,234	40,874	47,178
股本	2,842	3,682	3,666	3,666	3,666
公积金	10,552	9,826	10,349	10,998	11,006
未分配利润	9,579	11,403	15,005	19,097	24,405
归属母公司权益	23,253	24,007	28,131	32,873	38,189
少数股东权益	5,810	6,286	7,102	8,001	8,989

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.57%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用率	0.73%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%
财务费用率	1.27%	2.32%	2.02%	1.90%	1.61%
研发费用率	0.62%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.40	0.30	0.48	0.58	0.66
每股经营现金流	-0.04	1.36	2.12	2.83	3.12
每股净资产	8.18	6.52	7.64	8.93	10.37
每股销售收入	28.02	23.48	26.42	29.51	32.99

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	10	14	8	6	6
PB	1.4	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.0	13.4	9.2	7.9	8.1
股息率	3.5%	2.6%	4.2%	5.1%	5.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE