

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

陈淑娴, CFA 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: chenshuxian@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

文莱项目贡献收益, 看好海外成品油高景气

2022年8月23日

事件: 2022年8月22日晚, 恒逸石化发布2022年中期报告。2022年上半年, 公司实现营业总收入798.05亿元, 同比增长30.56%, 环比增长17.61%; 实现归母净利润18.13亿元, 同比下降18.01%, 环比增长51.58%; 扣非净利润18.52亿元, 同比下降8.43%, 环比增长159.67%; 经营活动产生的现金流量净额为-57.86亿元, 同比下降428.76%, 环比下降196.52%; 基本每股收益为0.5元, 加权平均净资产收益率为6.79%。

其中, 2022Q2, 公司实现营收46.55亿元, 同比增长53.75%, 环比增长39.99%; 实现归母净利润10.81亿元, 同比增长8.22%, 环比增长47.66%; 实现扣非净利润11.81亿元, 同比增长44.60%, 环比增长76.14%。

点评:

- **主营产品稳健运行, 文莱项目贡献大部分收益:** 2022年上半年, 在全球经济复苏及原油供给持续偏紧的背景下, 原油价格上行后维持高位震荡态势, 2022H1原油均价达104.92美元/桶, 同比增长61.31%。国内聚酯业务方面, 成本高企叠加需求不足, 生产经营压力明显增大, 公司毛利率同比有所下降。海外业务方面, 受益于东南亚成品油价差扩大, 公司炼油业务利润增长。具体来看, 公司主要业务中炼油产品、化工产品、PTA、PIA、涤纶丝和聚酯切片营业收入分别为211.49、44.33、40.35、1.72、192.87、26.05亿元, 同比分别+103.88%、+117.55%、+81.38%、-74.38%、+4.10%、+18.84%, 环比分别+54.28%、+76.11%、-3.10%、-56.66%、-14.12%、+21.17%。炼油产品、化工产品、PTA、PIA、涤纶丝和聚酯切片毛利率分别为13.40%、11.09%、1.67%、26.67%、4.34%、4.13%, 同比分别+9.19pct、-12.05pct、-1.58pct、-5.49pct、-11.21pct、-6.69pct, 环比分别+10.24pct、-11.03pct、-3.66pct、+13.88pct、-0.44pct、+4.25pct。2022上半年, 公司经营活动产生的现金流量净额为-57.86亿元, 同比下降428.76%, 环比下降196.52%, 主要系油价上涨带动原料及产成品价格上涨, 且聚酯库存量增加, 库存价值增加。
- **新项目逐步推进, 看好公司未来成长性:** 2022上半年, 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达15.38亿元, 环比增加21.39%, 公司新项目逐步投产。受益于疫情管控放开带来的东南亚成品油需求支撑及供应格局持续偏紧等多方面因素影响, 2022年东南亚市场成品油迎来超景气周期, 文莱炼厂有望持续受益。公司在8月12日的投资者问答中表示, 文莱二期项目已获得文莱政府的初步审批函, 目前资金出境尚需中国国家相关部门批准。根据项目规划, 目前正在有序开展围堤吹填施工等工作。目前文莱二期各项工作均有序推进。随着公司新项目的加快建设和陆续达产, 将持续贡献业绩增量, 公司未来呈现高成长性。当前, 公司在建的聚酯纤维项目主要为海宁恒逸新材料有限公司(简称“海宁新材料”)年产50万吨新型功能性纤维技术改造项、杭州逸通新材料有限公司(简称“杭州逸通”)年产140万吨功能性

纤维新材料升级改造项目（一期）和宿迁逸达新材料有限公司（简称“宿迁逸达”）年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目。广西钦州年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化及配套工程项目也正在建设中，一期 60 万吨/年聚酰胺项目预计在 2024 年 6 月完工。

- **海外炼能供需缺口或将长期存在，海外成品油价差有望保持高位运行：**全球炼油投建产能出现周期性下降。新冠疫情加速欧美炼厂淘汰，在政府政策倒逼和新旧能源转型过程中，欧美炼油商未来增长引擎放在可再生燃料领域，虽然当前炼油利润率大幅提升，但炼油厂的投资回报周期较长，期间较大不确定性促使美国炼油商难拾信心扩产。而东南亚、中东、印度等海外地区新增炼能有限，较难满足未来全球炼油需求增量。即使不考虑欧美对俄罗斯的制裁，海外炼油供需本身仍将存在缺口。而且，不管是欧美对俄罗斯维持现有制裁执行力度还是后续加大制裁执行力度，俄罗斯成品油出口下降倒逼其有效炼能下降，海外炼油供需缺口将进一步扩大。我们认为，油田上游资本开支长期不足支撑原油价格高位运行，海外炼油供需缺口推动成品油价差高景气，原油和炼厂产能周期推动炼油成本端+利润端共同提升，推动炼厂长期盈利中枢抬升。而恒逸文莱凭借区位优势、税收优势、成品油收率较高的产品结构优势以及单位投资成本低等优势，在高景气周期下具备更大的业绩增长弹性。
- **公开发“恒逸转 2”，集中资源发展业务：**公司于 2022 年 7 月向社会公开发行了面值总额 30 亿元可转换公司债券，期限 6 年，债券采取了累进利率，第一年 0.20%、第二年 0.30%、第三年 0.40%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。本次债券所涉及募投项目为“年产 50 万吨新型功能性纤维技术改造项目”和“年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目”，计划总投资额为 64.15 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资额为 27.99 亿元。
- **公司实施现金分红及股票回购，彰显未来信心：**公司于 2022 年 7 月 7 日以向全体股东每 10 股派发现金股利 2.00 元（含税）的方式实施了现金分红，总金额 7.17 亿元，占公司 2021 年归母净利润的 21.05%。为维护公司和股东利益，建立完善公司长效激励机制，充分调动公司员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合在一起，促进公司健康可持续发展，公司 2021 年 10 月 28 日公告拟使用自有资金第二期以集中竞价交易方式回购部分股份，用于实施公司股权激励或员工持股计划。回购资金总额不低于人民币 50,000 万元，不超过人民币 100,000 万元。在回购股份价格不超过 15.00 元/股条件下，按回购金额上限人民币 100,000 万元测算，预计回购股份数量约为 6,666.67 万股，约占公司目前已发行总股本的 1.82%；按回购金额下限人民币 50,000 万元测算，预计回购股份数量约为 3,333.33 股，约占公司目前已发行总股本的 0.91%。具体回购股份的数量以回购期满时实际回购的股份数量为准。截至 2022 年 8 月 2 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购（第二期）股份数 63,703,752 股，占公司总股本的 1.74%，购买股份的最高成交价为 11.87 元/股，最低成交价为 7.18 元/股，支付的回购总金额为 623,597,540.23 元（不含佣金、过户费等交易费用）。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 39.23、42.77 和 48.74 亿元，归母净利润增速分别为 15.1%、9.0%、13.9%，EPS（摊薄）分别为 1.07、1.17 和 1.33 元/股，对应 2022 年 8 月 22 日的收盘价，PE 分别为 8.46、7.76 和 6.81 倍。我们看好公司文莱项目持续贡献收益，聚酯行业底部反转推动盈利提升，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格大幅震荡；新产能建设进度不及预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动幅度较大；国内 PTA 产能加剧导致利润持续摊薄的风险；炼化产能过剩的风险；下游产品利润修复缓慢的风险；碳中和”政策对石化行业大幅加码的风险；全球经济复苏不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	86,430	128,980	161,847	182,076	194,855
增长率 YoY %	8.6%	49.2%	25.5%	12.5%	7.0%
归属母公司净利润(百万元)	3,072	3,408	3,923	4,277	4,874
增长率 YoY%	-3.7%	10.9%	15.1%	9.0%	13.9%
毛利率%	6.9%	5.7%	5.5%	5.4%	5.9%
净资产收益率ROE%	12.8%	13.2%	13.5%	13.1%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.83	0.94	1.07	1.17	1.33
市盈率 P/E(倍)	15.42	11.30	8.46	7.76	6.81
市净率 P/B(倍)	1.95	1.50	1.14	1.02	0.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 22 日收盘价

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,982	38,596	50,601	53,925	61,484
货币资金	10,079	14,323	17,058	18,385	23,756
应收票据	215	258	735	548	620
应收账款	3,880	6,437	9,105	9,168	10,166
预付账款	883	2,362	1,991	2,493	2,868
存货	9,651	12,100	17,499	19,170	19,882
其他	4,274	3,116	4,213	4,162	4,192
非流动资产	63,278	66,953	72,202	75,236	76,727
长期股权投资	10,062	12,086	13,509	14,926	16,547
固定资产(合)	41,580	46,118	45,827	45,701	52,372
无形资产	1,781	1,935	2,244	2,473	2,704
其他	9,855	6,815	10,620	12,136	5,105
资产总计	92,260	105,549	122,803	129,161	138,212
流动负债	41,004	52,373	59,838	60,081	61,703
短期借款	26,483	33,779	33,779	33,779	33,779
应付票据	1,187	441	2,488	1,989	1,922
应付账款	5,741	10,011	14,507	14,269	15,896
其他	7,593	8,143	9,064	10,044	10,105
非流动负债	20,964	20,235	25,067	25,776	27,046
长期借款	16,610	15,996	17,628	18,137	19,207
其他	4,355	4,239	7,439	7,639	7,839
负债合计	61,968	72,609	84,905	85,857	88,749
少数股东权益	6,286	7,043	8,824	10,765	12,977
归属母公司股	24,007	25,897	29,075	32,539	36,486
负债和股东权益	92,260	105,549	122,803	129,161	138,212

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	86,430	128,980	161,847	182,076	194,855
同比(%)	8.6%	49.2%	25.5%	12.5%	7.0%
归属母公司净利润	3,072	3,408	3,923	4,277	4,874
同比(%)	-3.7%	10.9%	15.1%	9.0%	13.9%
毛利率(%)	6.9%	5.7%	5.5%	5.4%	5.9%
ROE%	12.8%	13.2%	13.5%	13.1%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.83	0.94	1.07	1.17	1.33
P/E	15.42	11.30	8.46	7.76	6.81
P/B	1.95	1.50	1.14	1.02	0.91
EV/EBITDA	12.41	9.88	7.44	6.88	5.77

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	86,430	128,980	161,847	182,076	194,855
营业成本	80,450	121,600	152,980	172,259	183,425
营业税金	120	226	284	319	342
销售费用	218	228	286	322	345
管理费用	970	1,087	1,364	1,535	1,643
研发费用	352	687	862	970	1,038
财务费用	2,004	2,134	1,883	1,985	2,014
减值损失	-18	-147	0	0	0
投资净收	1,692	1,069	1,593	1,602	1,149
其他	538	359	419	471	504
营业利润	4,526	4,291	6,200	6,759	7,702
营业外收	-7	12	0	0	0
利润总额	4,520	4,303	6,200	6,759	7,702
所得税	705	345	497	541	617
净利润	3,815	3,958	5,704	6,218	7,085
少数股东	743	550	1,781	1,941	2,212
归属母公	3,072	3,408	3,923	4,277	4,874
EBITDA	7,102	8,293	10,514	11,292	12,742
EPS(当年)(元)	0.83	0.94	1.07	1.17	1.33

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动	5,014	7,755	8,588	9,408	12,511
现金流					
净利润	3,815	3,958	5,704	6,218	7,085
折旧摊销	2,415	2,952	4,211	4,488	5,237
财务费用	2,200	1,689	1,955	2,071	2,106
投资损失	-275	-1,692	-1,069	-1,593	-1,602
营运资金	-1,598	126	-1,686	-1,765	-767
其它	-127	99	-2	-2	-2
投资活动	-7,952	-7,552	-7,984	-5,920	-5,454
资本支出	-8,170	-5,984	-8,034	-6,104	-5,106
长期投资	-842	-2,381	-1,543	-1,418	-1,497
其他	1,060	813	1,593	1,602	1,149
筹资活动	5,907	2,941	2,131	-2,160	-1,686
吸收投资	3,035	348	0	0	0
借款	35,952	41,560	1,631	509	1,070
支付利息或股息	-3,147	-3,076	-2,700	-2,883	-3,032
现金流净增加额	2,713	3,058	2,735	1,328	5,371

研究团队简介

陈淑娴，女，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第9届Wind金牌分析师石化行业第一名，第9届Choice最佳分析师石化行业第二名，第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第8届Wind金牌分析师石化行业第四名，21世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告；2019年荣获第7届Wind金牌分析师石化行业第二名。

胡晓艺，石化行业研究助理。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。

刘奕麟，团队成员。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。

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	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。

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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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。