

炼化板块支撑 H1 业绩高速增长，一体化全产业链优势显著

恒逸石化 (000703)

事件

公司发布 2022 年半年报，22 年 H1 实现营收 798 亿元，环比增长 17.3%，同比增长 31%，归母净利润 18.1 亿元，环比增长 54.5%，同比下跌 18.8%；实现扣非净利润 18.5 亿元，环比增长 159.7%，同比下跌 9.5%。其中 Q2 实现营收 465.5 亿元，环比增长 40%，同比增长 54.8%，归母净利润 10.8 亿元，环比增长 47.7%，同比增长 5.8%。

简评

一体化、均衡化和国际化优势凸显，公司 22 年 H1 业绩保持高速增长。公司在海外建设炼厂，在国内扩展中下游产业链，形成原油-芳烃-PTA-涤纶”和“原油-苯-CPL-锦纶”两条均衡全产业链，上、中、下游原料自给自足，一体化、均衡化优势明显。22 年上半年公司实现营收 798 亿，环比增长 17.3%，同比增长 31%，归母净利润 18.1 亿元，环比增长 54.5%，同比下跌 18.8%；实现扣非净利润 18.5 亿元，环比增长 159.7%，同比下跌 9.5%。其中 Q2 实现营收 465.5 亿，环比增长 40%，同比增长 54.8%，归母净利润 10.8 亿元，环比增长 47.7%，同比增长 5.8%；实现扣非净利润 11.8 亿元，环比增长 76.1%，同比增长 44.6%。

产品方面，炼油产品、化工产品、PTA、PIA、涤纶丝、聚酯切片分别实现营业收入 211.5 亿元、44.3 亿元、40.4 亿元、1.7 亿元、192.9 亿元、26 亿元，同比+103.9%、+117.8%、+81.4%、-74.4%、+4.1%、+18.8%；毛利率分别为 13.4%、11.1%、1.7%、26.7%、4.3%、4.1%，同比+9.2 pct、-12.1 pct、-1.6 pct、-5.5 pct、-10.9 pct、-6.7pct；实现毛利润 28.3 亿元、4.9 亿元、0.7 亿元、0.5 亿元、8.4 亿元、1.1 亿元，占比分别为 62.1%、10.8%、1.5%、1.0%、18.4%、2.4%。

成品油市场价格价差上涨，炼化板块贡献 H1 主要业绩。今年上半年，原油价格上涨的同时，海外成品油价格价差也呈上升趋势，公司炼油产品毛利占比超过 60%，贡献 H1 主要业绩。2022 年 Q2 布油均价 112 美元/桶，环比 Q1 均价 97.7 美元/桶上涨 14.6%，相比 21 年均价 70.8 美元/桶上涨 58.3%；成品油价格价差同样大幅上涨，新加坡汽油、柴油、航空煤油 Q2 平均价格分别为 137.8 美元/桶、151.6 美元/桶、147.5 美元/桶，环比 Q1 均价+24.8%、+31.8%、+31.3%，相比去年均价+75.7%、+99.4%、+96.2%；

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

研究助理：彭岩

010-86451946

pengyan@csc.com.cn

发布日期：2022 年 08 月 23 日

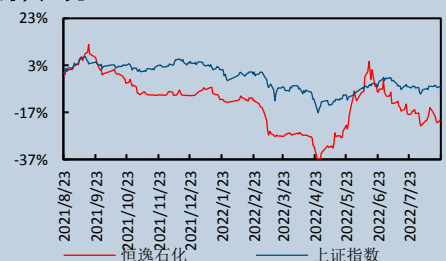
当前股价：9.05 元

目标价格 6 个月：14.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	-3.72/-3.9	6.14/1.96	-20.4/-16.04
总股本 (万股)			366,628.05
流通 A 股 (万股)			364,710.91
总市值 (亿元)			331.8
流通市值 (亿元)			330.06
近 3 月日均成交量 (万股)			2,699.68
主要股东			
浙江恒逸集团有限公司			40.61%

股价表现

相关研究报告

22.04.28	【中信建投化工及能源开采】恒逸石化 (000703):21 年业绩稳步增长，炼油价差持续改善 22 年炼化盈利提升
21.04.29	【中信建投化学纤维】恒逸石化 (000703):Q1 业绩上涨，21 年盈利可期

价差分别为 25.8 美元/桶、39.6 美元/桶、35.5 美元/桶，环比 Q1 平均价差+106.9%、+131.4%、+146.6%，相比去年平均价差+243.9%、+672.6%、+736.7%。上半年整体来看，新加坡汽煤柴平均价格分别为 124.4 美元/桶、133.8 美元/桶、130.4 美元/桶，相比去年均价+58.7%、+75.9%、+73.5%；整体平均价差分别为 19.2 美元/桶、28.6 美元/桶、25.2 美元/桶，相比去年平均价差+156.6%、+457.7%、+493.2%。在聚酯板块偏弱的情况下，公司炼化板块支撑公司 H1 业绩实现环比增长 54.5%。

化纤板块承压明显，H2 有望迎来价差反转。公司当前 PTA 控股产能为 1900 万吨，聚酯纤维控股产能 806.5 万吨，其中长丝产能 644.5 万吨，由于 H1 原油上涨，该板块承压明显。2022 年 Q2，PX、PTA 和涤纶长丝 POY、FDY、DTY 平均价格分别为 1256 美元/吨、6655 元/吨、8,334 元/吨、8,815 元/吨、9,593 元/吨，环比分别+16.0%、+18.6%、+6.0%、+7.9%、+1.9%，同比分别+46.5%、+43.2%、+12.9%、+16.8%、+9.4%。PX 价差、PTA 价差和 POY、FDY、DTY 价差分别为 383 美元/吨、338 元/吨、956 元/吨、1438 元/吨、2215 元/吨，环比+107.5%、-12.3%、-25.6%、-9.8%、-22.0%，同比+57.5%、-22.4%、-43.8%、-23.0%、-28.3%。7 月以来，国际原油价格开始回调，7 月至今布油均价为 102.1 美元/桶，环比 Q2 均价-8.8%。随着油价下行逐渐向下游传导，产品承压将得到降低，下半年，公司化纤板块盈利能力将得到改善。

公司专注高端科研创新，技术优势显著。公司长期致力于提升自主创新能力，专注于聚酯化纤领域的高端产品及绿色产品的研发应用，依托校企平台实现技术突破并丰富产品结构，促进科技成果的转化。公司秉承绿色发展、环保发展的理念，以生物基为原料制备高性能聚酯材料。在化工方面，公司目前正在开发聚酯差别化生产所需各类二醇，可以进一步拓展 PTA 的应用范围。同时公司加强建设数字化基础设施，推进新一代信息通信技术和石化制造产业深度融合，促进化纤制造业的数字化、网络化、智能化发展。公司高端产品比重持续提升，产品结构更为合理，行业竞争力得到进一步增强。

盈利预测与估值：预计公司 2022 年、2023 年和 2024 年归母净利润分别为 46.1 亿元、50.3 亿元和 54.7 亿元，PE 分别为 7.2X、6.6X 和 6.1X，维持目标价 14.0 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；炼化项目开工率不及预期。

图表1： 预测和比率

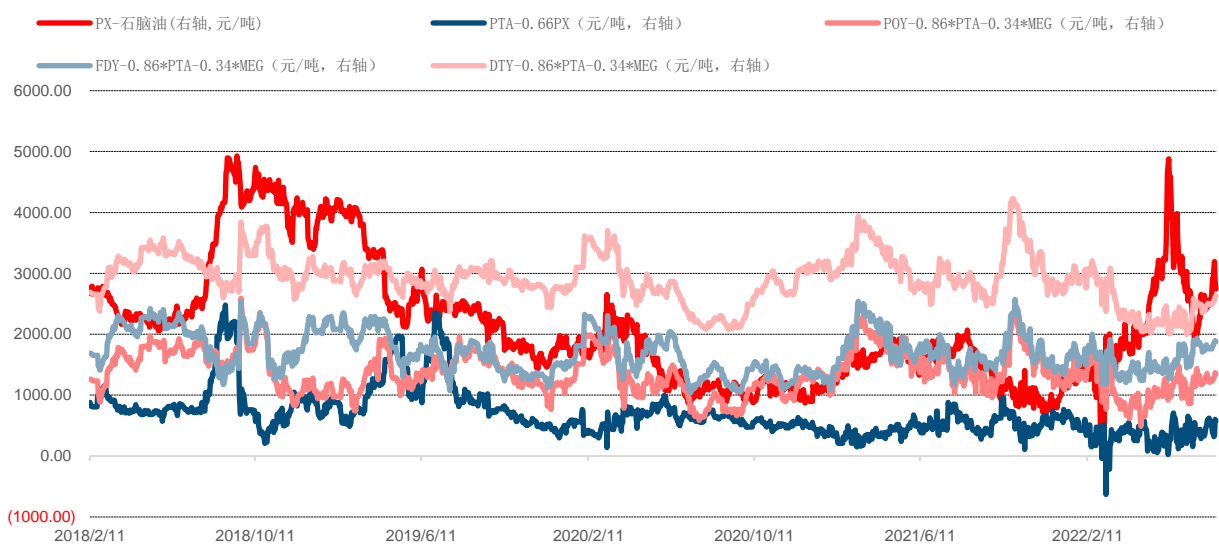
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	86430	128980	151240	158221	163252
增长率(%)	8.55	49.23	17.26	4.62	3.18
净利润(百万元)	3072	3408	4605	5031	5465
增长率(%)	-4.04	10.94	35.11	9.25	8.64
毛利率(%)	6.92	5.72	5.83	6.03	6.21
净利率(%)	3.55	2.64	3.04	3.18	3.35
ROE(%)	12.59	12.02	13.98	13.67	13.15
EPS(摊薄/元)	0.83	0.93	1.26	1.37	1.49
P/E(倍)	10.85	9.74	7.21	6.60	6.07
P/B(倍)	1.39	1.28	1.11	0.98	0.86

资料来源: Wind, 中信建投

图表2：炼化产业链价格及价差

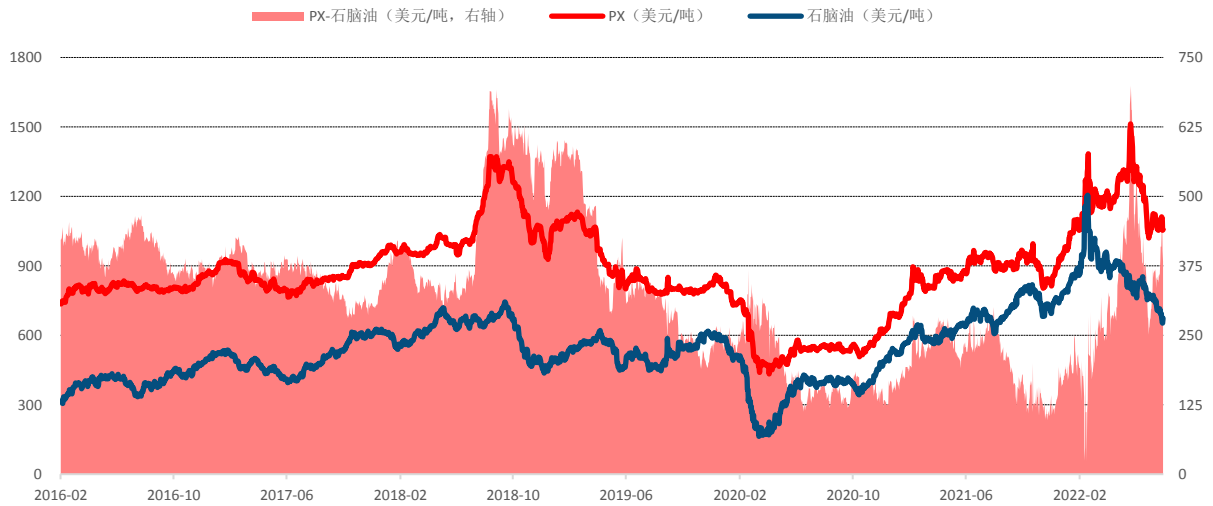
	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
石脑油裂解价差 (美元/吨)	218	138	47	92	81	85	-10	-70	-159	-94
PX 价差 (元/吨)	335	447	369	194	195	243	237	135	185	383
PTA (元/吨)	5166	6433	5753	3626	4147	4647	5077	4912	5612	6655
PTA 价差 (元/吨)	660	939	886	590	266	435	553	561	384	337
MEG (元/吨)	7096	7226	4750	3839	5156	4966	5356	5575	5172	4888
涤纶长丝 POY (元/吨)	8352	9522	7936	5607	6867	7381	7525	7757	7859	8334
涤纶长丝 POY 价差 (元/吨)	1496	1533	1373	1184	1548	1702	1338	1637	1286	956
涤纶长丝 FDY (元/吨)	8774	9868	8349	5975	6993	7547	7745	7932	8168	8,815
涤纶长丝 FDY 价差 (元/吨)	1918	1879	1786	1550	1674	1867	1558	1812	1595	1,438
涤纶长丝 DTY (元/吨)	9927	11080	9542	7166	8554	8769	9025	9449	9414	9,593
涤纶长丝 DTY 价差 (元/吨)	3071	3091	2979	2742	3235	3090	2838	3330	2840	2,215
美元兑人民币汇率	6.76	6.62	6.91	6.9	6.48	6.47	6.47	6.39	6.35	6.61

资料来源: Wind, 中信建投

图表3：PX-PTA-聚酯产业链价差


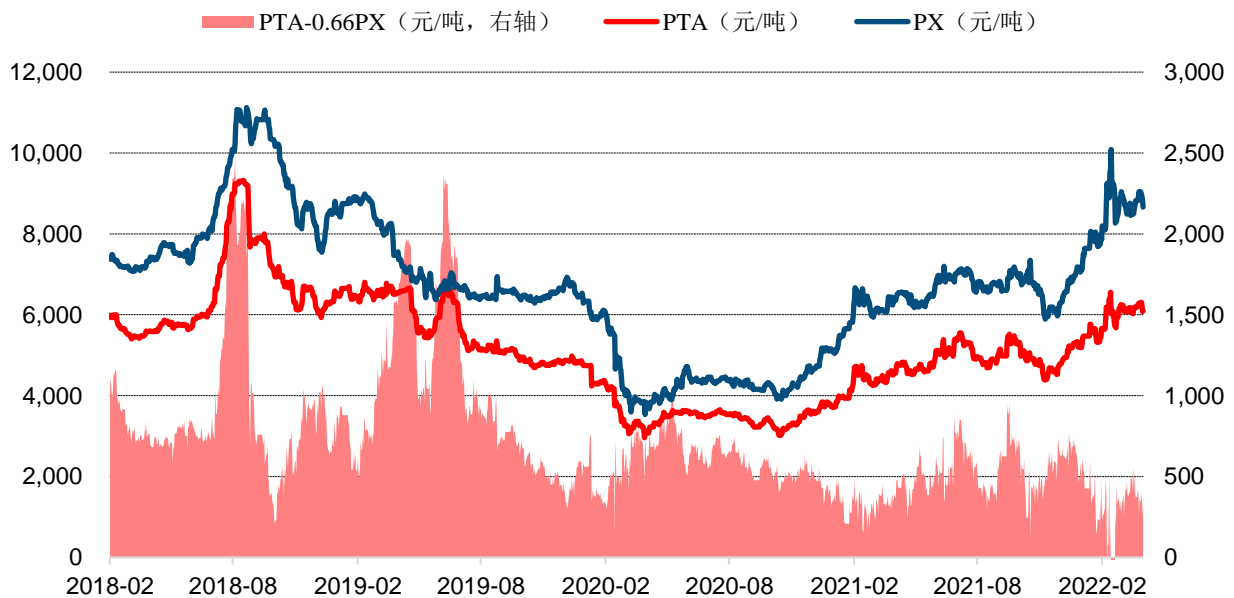
资料来源: Wind, 中信建投

图表4：PX 价格及价差变动



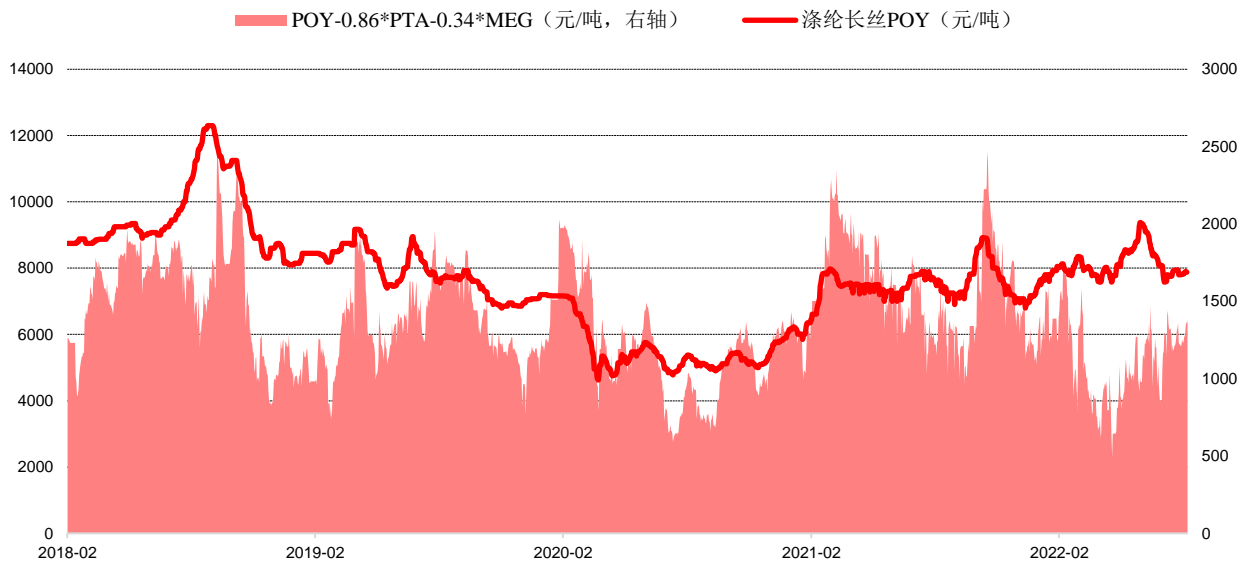
资料来源: Wind, 中信建投

图表5：PTA 价格及价差变动



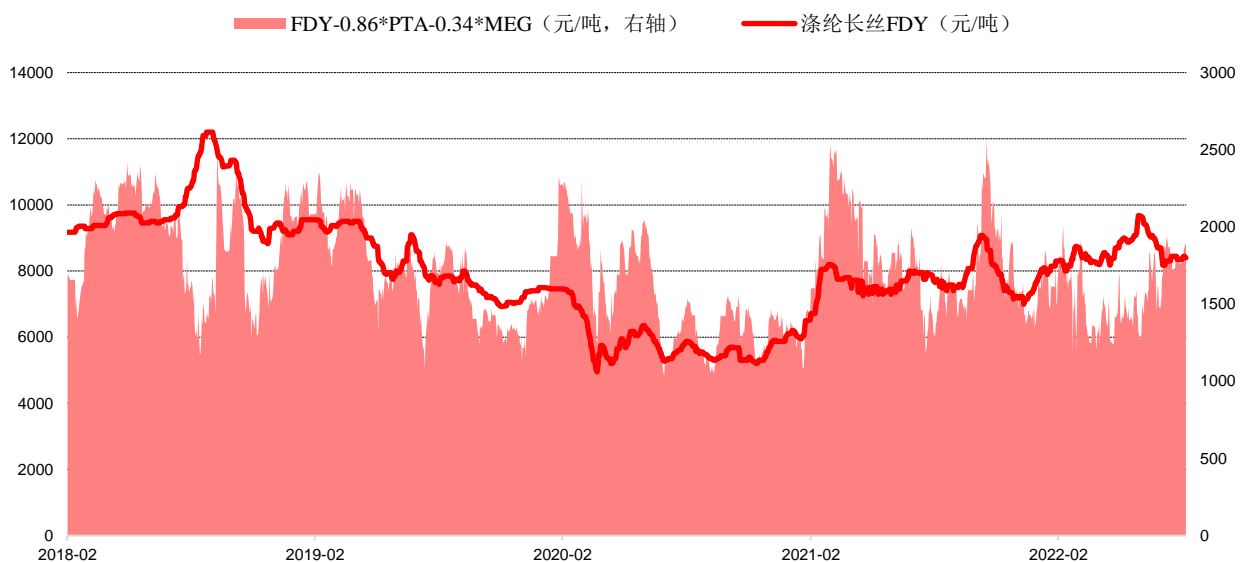
资料来源: Wind, 中信建投

图表6: POY 价格及价差变动



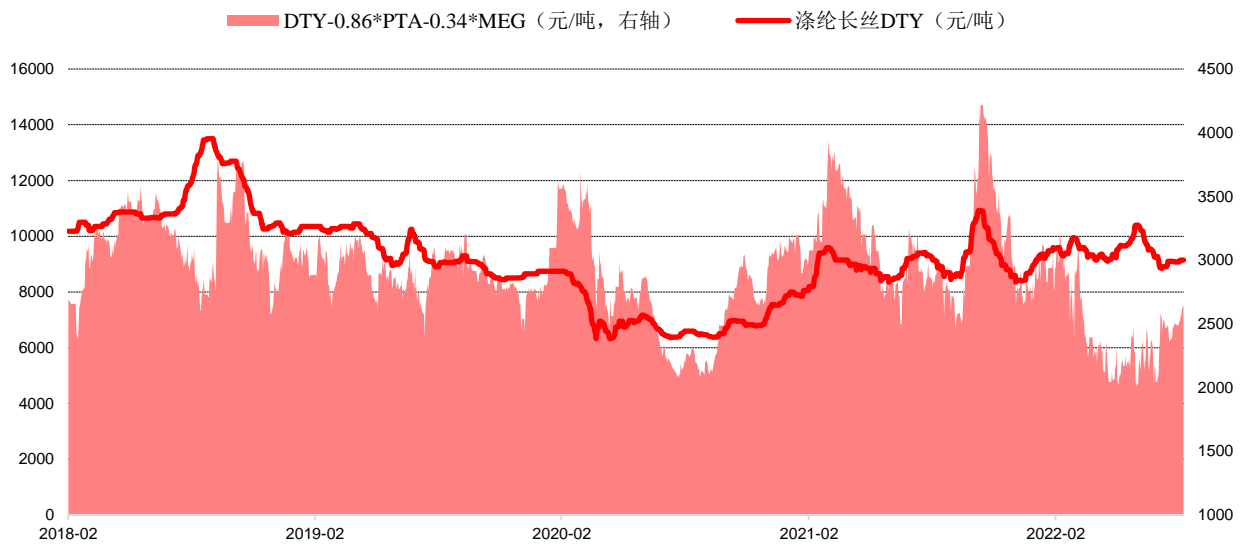
资料来源: Wind, 中信建投

图表7: FDY 价格及价差变动



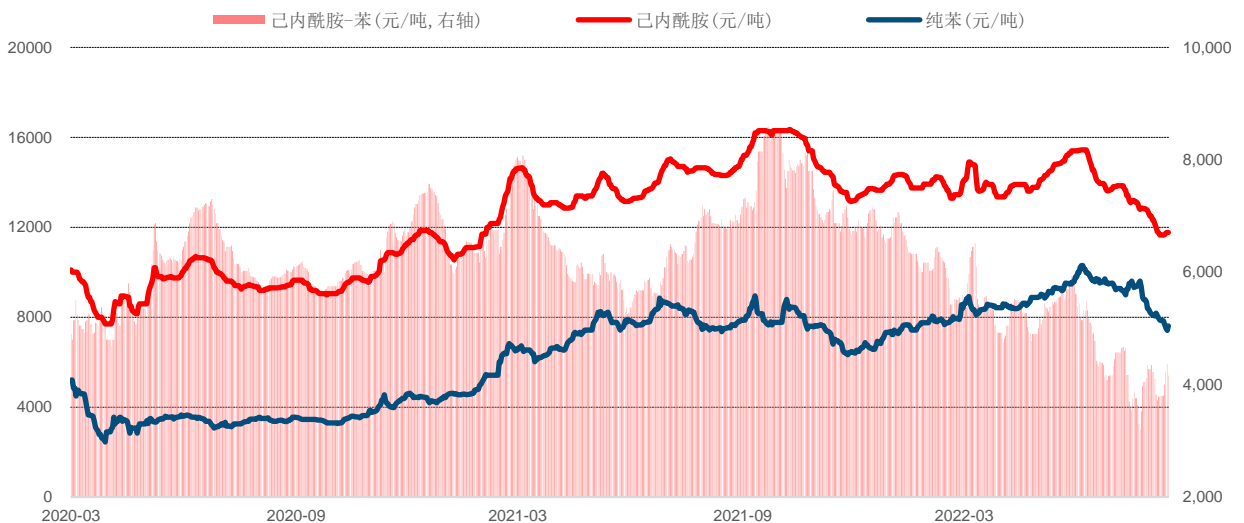
资料来源: Wind, 中信建投

图表8: DTY 价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

图表9: 己内酰胺价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

彭岩：天津大学化学工程学士、硕士，主要覆盖石油石化、精细化工及新材料方向上市公司。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk