

石油石化

2022年10月28日

恒逸石化 (000703)

——聚酯板块价差有所修复，库存损失拖累业绩表现

报告原因：有业绩公布需要点评

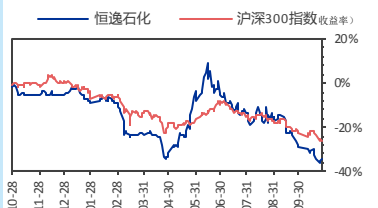
买入（维持）

市场数据：		2022年10月27日
收盘价（元）		7.12
一年内最高/最低（元）		12.58/6.75
市净率		0.9
息率（分红/股价）		2.81
流通A股市值（百万元）		25967
上证指数/深证成指		2982.90/10750.14

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2022年09月30日
每股净资产（元）		7.7
资产负债率%		67.90
总股本/流通A股（百万）		3666/3647
流通B股/H股（百万）		-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

宋涛
(8621)23297818x
songtao@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**2022 前三季度公司实现营业收入 1233.16 亿（YoY +26.9%），归母净利润 13.17 亿（YoY -56.7%）；其中 Q3 公司实现营业收入 435.12 亿（YoY +20.8%，QoQ -6.5%），归母净利润-4.96 亿（YoY -159.9%，QoQ -145.9%），业绩低于我们的预期。
- **2022Q3 新加坡炼油价差环比回落，汽油价差收窄幅度明显。**2022Q3Brent 油价为 97.7 美元/桶，环比下降 12.7%。三季度俄乌冲突影响逐渐消散，原油风险溢价基本回吐至冲突前的水平，同时欧洲加大从中东采购原油和成品油以弥补俄罗斯供应缺口，东南亚地区成品油供应仍然紧张。我们计算，2022Q3 新加坡汽油、柴油、煤油均价分别为 110.2 美元/桶、138.2 美元/桶、129.4 美元/桶，分别环比下降 23%、13.5%、12.1%；因国际油价仍维持在高位，2022Q3 新加坡炼油平均价差为 18.2 美元/桶，虽然环比下降 35.3%，但历史分位数仍在 97% 的高位；其中，2022Q3 新加坡汽油、柴油、煤油价差分别为 12.4 美元/桶、40.4 美元/桶、31.6 美元/桶，环比分别下降 60.4%、1.8%、11%，其中汽油价格回落幅度较大。
- **2022Q3 油价高位，虽然聚酯板块价差环比修复，库存损失拖累业绩表现。**目前公司参股和控股 PTA 产能共计 1900 万吨/年，逸盛新材料 2#线 300 万吨 PTA 已于今年 1 月正式投产，PTA 产能规模稳步提升。聚酯方面，公司目前拥有涤纶丝 702.5 万吨、聚酯切片 74 万吨、聚酯瓶片（含 RPET）270 万吨，且海宁新材料二期 50 万吨长丝也已于今年 5 月投产。随着三季度油价从高位相对回落，成本端压力减弱，2022Q3 聚酯产业链价差环比有所修复：2022Q3 PTA、POY、FDY、DTY、瓶片价格分别为 6095 元/吨、7942 元/吨、8348 元/吨、9213 元/吨、8613 元/吨，环比变动-468 元/吨、-422 元/吨、-497 元/吨、-393 元/吨、-152 元/吨；我们计算 2022Q3 PTA、POY、FDY、DTY、瓶片价差分别为 550 元/吨、1273 元/吨、1679 元/吨、2544 元/吨、1944 元/吨，环比分别变动 284 元/吨、206 元/吨、131 元/吨、235 元/吨、476 元/吨。但考虑到三季度油价环比下降近 30%，公司三季度计提存货跌价损失 4783 万元，拖累整体业绩表现。
- **二期项目将依托一期建设运行经验，进一步增厚公司业绩。**公司正全力推进文莱炼化二期项目建设，目前已获得文莱政府的初步审批函，正在有序开展围堤吹填施工等工作。文莱二期项目建成后将有助于公司进一步降低生产成本，稳定原料供应，优化产品结构和强化上游产能基础，发挥一体化协同运营作用的同时，进一步提升公司的业务结构。叠加位于东南亚成品油需求市场腹地的地理优势，公司整体盈利能力有望持续提升。
- **投资分析意见：**因新加坡成品油价格回落，新加坡催化炼化价差收窄，同时国内聚酯业务价差仍在低位，公司计提库存损失，我们下调对公司 2022-2024 年归母净利润预测至 20.22、30.26 和 37.37 亿（原为 40.13、47.79、56.95 亿），对应 PE 分别为 13X/9X/7X。考虑到 Q3 油价回落幅度较大，且库存损失为一次性计提。我们假设后续油价表现相对稳定，未来文莱二期项目将为公司带来远期成长性，且目前聚酯行业需求表现仍较低迷，后续行业景气有望随旺季备货需求提升有所修复，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际油价大幅波动；聚酯下游需求恢复不及预期；在建项目投产不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	128,980	123,316	141,336	145,374	151,731
同比增长率（%）	49.2	26.9	9.6	2.9	4.4
归母净利润（百万元）	3,408	1,317	2,022	3,026	3,737
同比增长率（%）	10.9	-56.7	-40.7	49.6	23.5
每股收益（元/股）	0.93	0.36	0.55	0.83	1.02
毛利率（%）	5.7	3.8	4.6	5.3	5.6
ROE（%）	13.2	4.7	7.1	9.6	10.6
市盈率	8		13	9	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	86,430	128,980	141,336	145,374	151,731
其中: 营业收入	86,430	128,980	141,336	145,374	151,731
减: 营业成本	80,450	121,608	134,792	137,711	143,267
减: 税金及附加	120	226	248	255	266
主营业务利润	5,859	7,145	6,296	7,408	8,198
减: 销售费用	218	228	250	257	268
减: 管理费用	970	1,087	1,131	1,163	1,214
减: 研发费用	352	687	753	774	808
减: 财务费用	2,004	2,134	2,308	2,279	2,186
经营性利润	2,315	3,009	1,854	2,935	3,722
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	14	0	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-18	-147	0	0	0
加: 投资收益及其他	2,216	1,428	1,294	1,234	1,251
营业利润	4,526	4,291	3,149	4,169	4,973
加: 营业外净收入	-7	12	0	0	0
利润总额	4,520	4,303	3,149	4,169	4,973
减: 所得税	705	345	233	348	432
净利润	3,815	3,958	2,916	3,821	4,541
少数股东损益	743	550	894	795	804
归属于母公司所有者的净利润	3,072	3,408	2,022	3,026	3,737
全面摊薄总股本	3,682	3,666	3,666	3,666	3,666
每股收益 (元)	0.83	0.94	0.55	0.83	1.02

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。