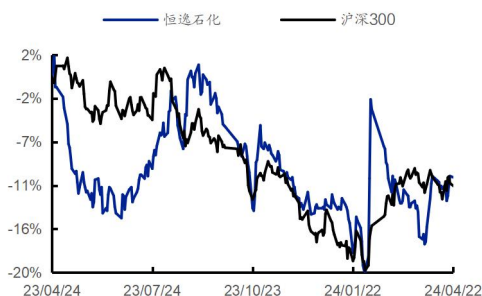


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

2023年归母净利润逐季改善，文莱炼厂盈利有望稳健提升

——恒逸石化（000703）2023年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现 2024/04/22

表现	1M	3M	12M
恒逸石化	7.4%	9.6%	-18.4%
沪深300	-0.4%	9.7%	-12.4%

市场数据 2024/04/22

当前价格(元)	6.94
52周价格区间(元)	5.98-8.50
总市值(百万)	25,444.14
流通市值(百万)	25,312.51
总股本(万股)	366,630.23
流通股本(万股)	364,733.56
日均成交额(百万)	175.25
近一月换手(%)	0.38

相关报告

《恒逸石化（000703）2023年三季报点评报告：三季度业绩同环比增长，锦纶项目稳步推进（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-11-07

《恒逸石化（000703）2023年中报点评报告：二季度业绩环比改善，东南亚炼油景气修复（买入）*基础化工*李永磊，董伯骏》——2023-08-25

《恒逸石化（000703）一季报点评：一季度业绩环比改善，新项目有序推进（买入）*炼化及贸易*李

事件：

2024年4月20日，恒逸石化发布2023年年度报告：2023年实现营业收入1361.48亿元，同比降低10.46%；实现归母净利润4.35亿元，实现扭亏为盈，2022年为-10.80亿元；实现扣非归母净利润0.54亿元，实现扭亏为盈，2022年为-10.92亿元；销售毛利率3.76%，同比增加1.44个pct，销售净利率0.27%，同比增加0.88个pct；经营活动现金流净额为45.32亿元。

2023Q4单季度，公司实现营业收入346.19亿元，同比+20.48%，环比-6.97%；实现归母净利润为2.29亿元，2022年为-23.97亿元，实现扭亏为盈，环比+76.15%；扣非后归母净利润-1.38亿元；经营活动现金流净额为41.05亿元。销售毛利率为3.39%，同比+7.41pct，环比-1.53pct；销售净利率为0.26%，同比+11.11pct，环比-0.27pct。

投资要点：

■ 原油价格波动趋缓，2023年归母净利润逐季改善

2023年，在地缘政治、美国加息预期、主要原油生产国减产、银行业危机等多重因素博弈下，布伦特原油期货价格总体在70-95美元/桶区间运行，整体呈现宽幅震荡走势。2023年公司实现营业收入1361.48亿元，同比降低10.46%；实现归母净利润4.35亿元，同比+15.15亿元，2022年为-10.80亿元。2023年公司实现毛利润51.18亿元，同比+15.83亿元，期间费用56.24亿元，同比+8.35亿元，其他收益3.37亿元，同比+1.01亿元，投资净收益9.85亿元，同比+2.40亿元，公允价值变动净收益-0.45亿元，同比+1.66亿元，资产减值损失-0.71亿元，损失同比减少2.97亿元，所得税0.31亿元，同比+2.16亿元。分板块来看，2023年公司聚酯纤维/炼油产品/供应链服务/化工品/PTA/PIA分别实现营收522.43/318.41/274.21/121.46/115.73/9.25，同比分别变动+13%/-23%/-41%/+41%/+29%/+436%，聚酯纤维/炼油产品/供应链服务/化工品/PTA/PIA实现毛利润22.04/10.85/4.51/14.17/-0.98/0.59，同比变动221%/-56%/41%/536%/-19%/-277%。

期间费用方面，2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.17%/1.05%/0.53%/2.38%，同比分别-0.01个pct/+0.26个pct/+0.03个

永磊, 董伯骏》——2023-05-03

《恒逸石化(000703.SZ)2022 年报点评: 价差收窄致业绩承压, 主要产品景气逐步修复(买入)*炼化及贸易*董伯骏, 李永磊》——2023-04-23

《恒逸石化(000703) 三季报点评: 主要产品价差收窄拖累业绩, 看好 Q4 环比改善(买入)*炼化及贸易*李永磊, 董伯骏》——2022-11-03

pct/0.34 个 pct。

2023Q4 公司实现营业收入 346.19 亿元, 同比+20.48%, 环比-6.97%; 实现归母净利润为 2.29 亿元, 2022 年为-23.97 亿元, 实现扭亏为盈, 环比+76.15%, 环比+0.99 亿元。2023Q4, 公司实现毛利润 11.75 亿元, 环比-6.57 亿元, 期间费用 16.06 亿元, 环比+0.99 亿元, 其他收益 2.14 亿元, 环比+1.90 亿元。投资净收益 6.41 亿元, 环比+5.60 亿元, 资产减值损失 0.16 亿元, 环比减少 0.75 亿元。

■ 东南亚成品油需求缺口较大, 文莱炼厂盈利有望稳健提升

根据 IEA 报告, 亚洲仍然是主导石油需求的重要区域。从需求端来看, 东南亚具有较丰富的油气资源, 但由于基础设施投资不足, 反而成为全球最大的成品油净进口市场, 此外澳洲也需要进口成品油。根据 Platts 数据, 2020-2023 年期间, 受公共卫生事件和能源结构转型的影响, 东南亚和澳洲地区有超过 3000 万吨的炼能退出市场。根据 IEA 预测, 2028 年前, 东南亚地区炼能将总体保持不变。

公司目前拥有汽油、柴油、航空煤油在内的成品油产能共计 565 万吨/年。目前, 公司文莱项目二期正在开展围堤吹填施工等工作, 各项工作均有序推进, 2024 年以来, 新加坡成品油裂解价差仍然保持高位稳定运行, 文莱炼厂盈利能力有望实现持续稳健提升。

■ “涤纶+锦纶”双“纶”驱动, 一体化产业集群深度协同

公司深耕石化化纤行业, 已发展成为国内“炼化-化工-化纤”一体化民营跨国龙头企业。公司现有炼化设计产能 800 万吨, PTA 参控股产能 2150 万吨, 参控股聚酯产能 1111.5 万吨, 己内酰胺参股产能 40 万吨。近年来, 公司不断提升差别化纤维品种比重, 集中推广差异化长丝产品, 同时加快推广绿色环保新产品“逸泰康”。同时, 公司专注战略性研发方向, 攻破“阻燃阳离子聚酯纤维的研究开发项目”等重点研发项目, 显示强大研发实力; 实现“聚酯钛系缩聚催化剂制备技术”、“锦纶专用 TiO₂ 消光剂绿色制造及全消光锦纶产业化应用成套技术”、“氧化锌抗菌聚酯纤维的研究与开发”等项目工业化, 提升差异化产品竞争力, 为公司长期稳健发展注入新动力。2024 年, 公司将安全稳定运营 PTA 及聚酯两大板块, 增强钦州“年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化及配套项目”建设的执行力度与效果, 持续打造锦纶产业。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司产品价格及价差情况, 我们对公司业绩预测进行适当调整, 预计公司 2024-2026 年营收分别为 1412.95、1420.79、1470.63 亿元, 归母净利润分别为 9.50、12.00、15.60 亿元, 当前股价对应 PE 分别 27、21、16 倍, 考虑公司未来成长性, 维持“买入”评级。

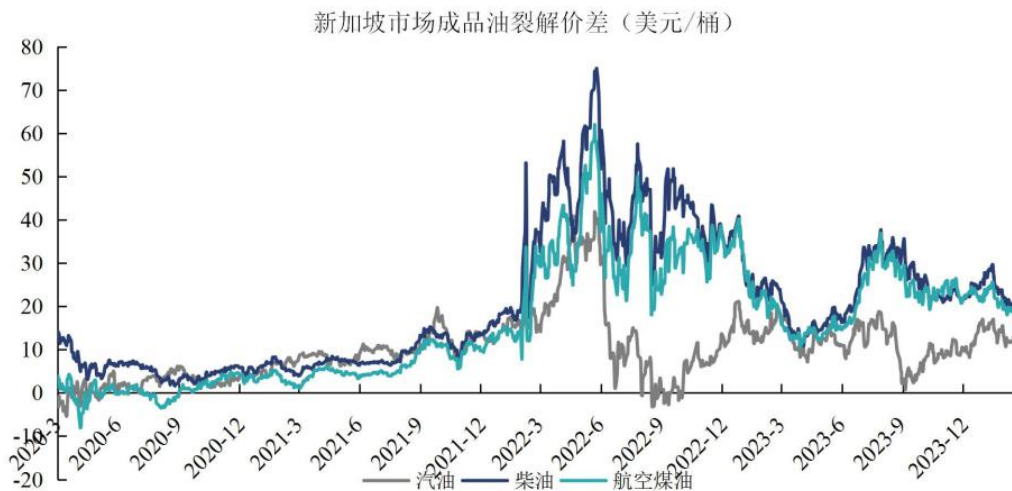
- **风险提示** 新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	136148	141295	142079	147063
增长率(%)	-10	4	1	4
归母净利润（百万元）	435	950	1200	1560
增长率(%)	140	118	26	30
摊薄每股收益（元）	0.12	0.26	0.33	0.43
ROE(%)	2	4	4	5
P/E	51.69	26.78	21.20	16.31
P/B	0.98	0.99	0.94	0.89
P/S	0.18	0.18	0.18	0.17
EV/EBITDA	12.54	11.44	11.05	10.15

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

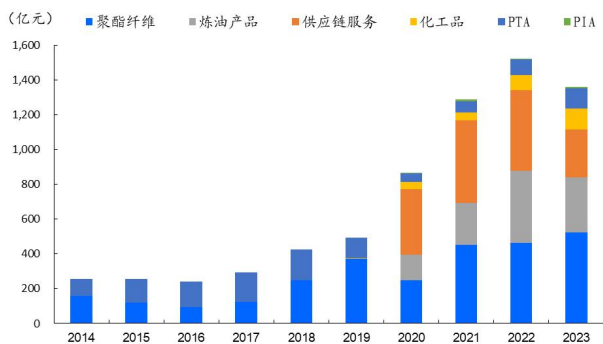
1、主要产品经营数据

图 1：新加坡市场成品油裂解价差



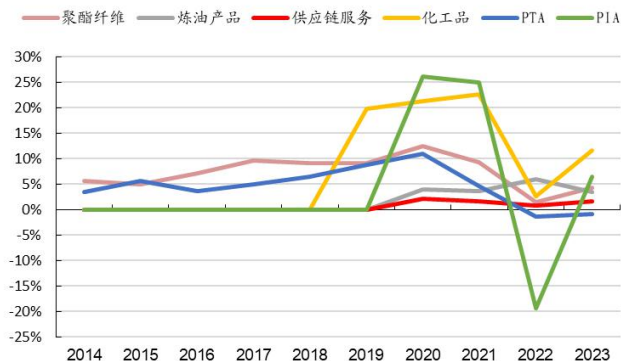
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 2：公司主要产品收入情况



资料来源：wind，国海证券研究所

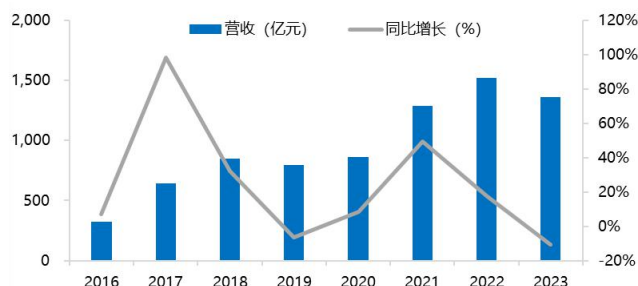
图 3：公司主要产品毛利率



资料来源：wind，国海证券研究所

2、公司财务数据

图 4：2023 年营收同比下滑 10.46%



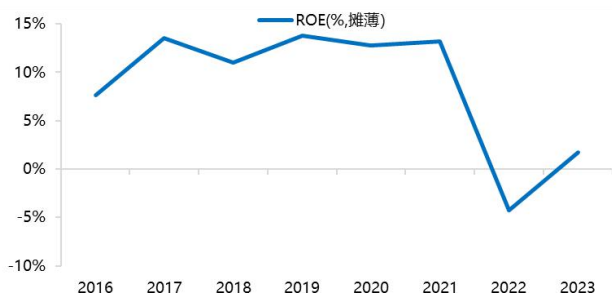
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年归母净利润实现扭亏为盈



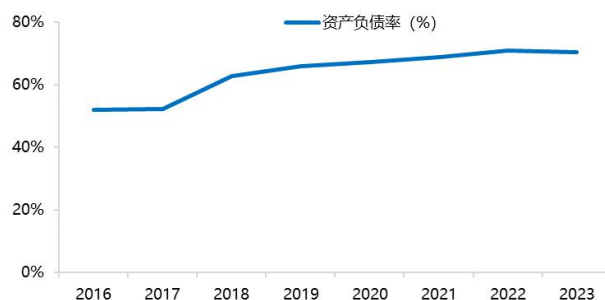
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年净资产收益率回升



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年资产负债率略增



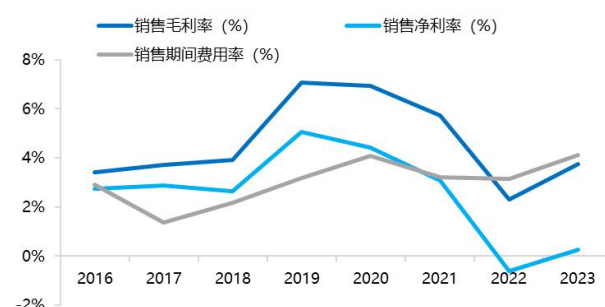
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年资产周转率为 123.76%



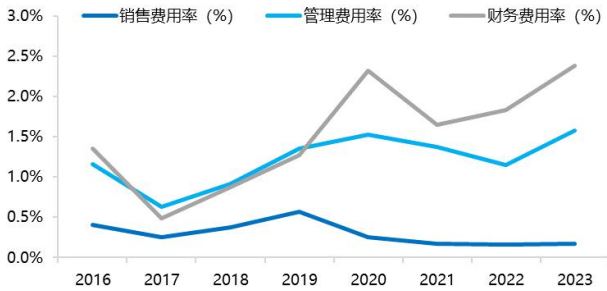
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年毛利率为 3.76%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10: 2023 年期间费用率上升



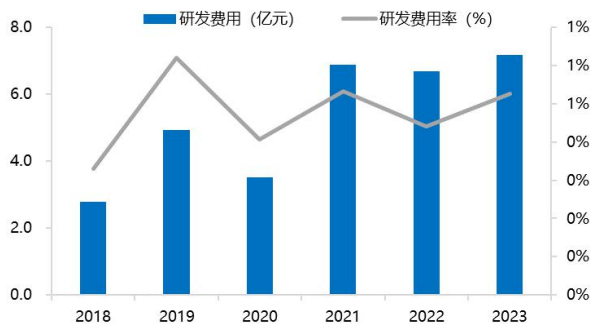
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 年经营活动现金流净额 45 亿元



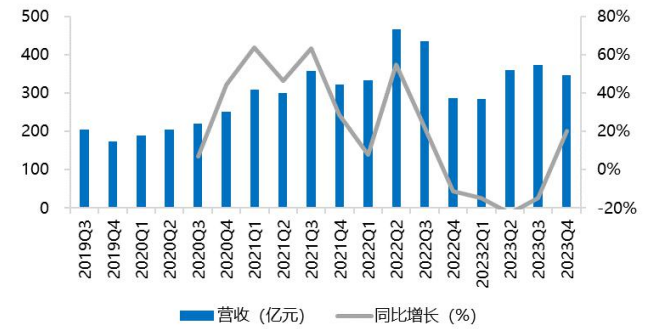
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年研发费用达 7 亿元



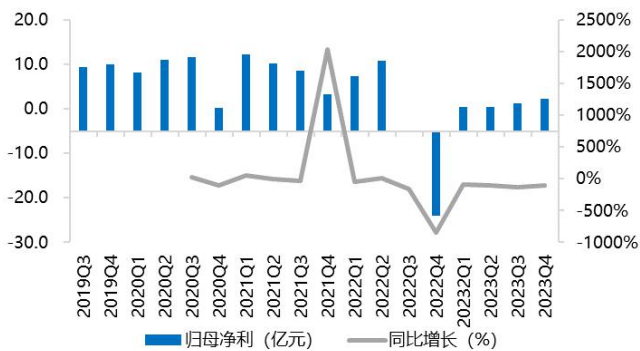
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年 Q4 营收环比下降 7.0%



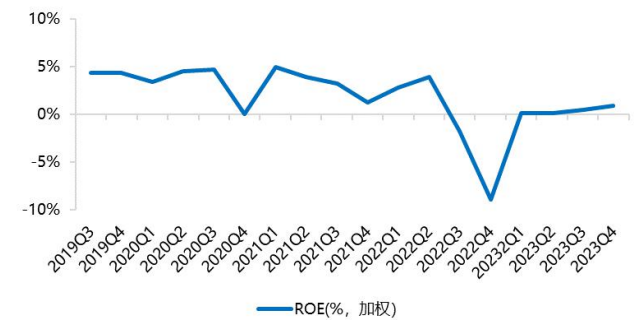
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 年 Q4 归母净利润环比上升 76%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度净资产收益率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产负债率



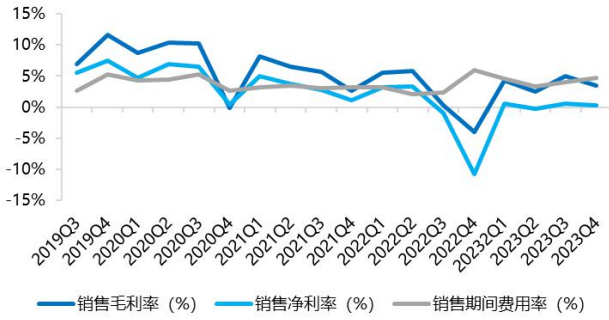
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产周转率



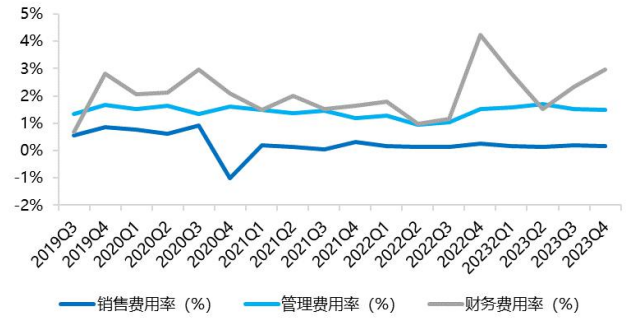
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度毛利率及净利率



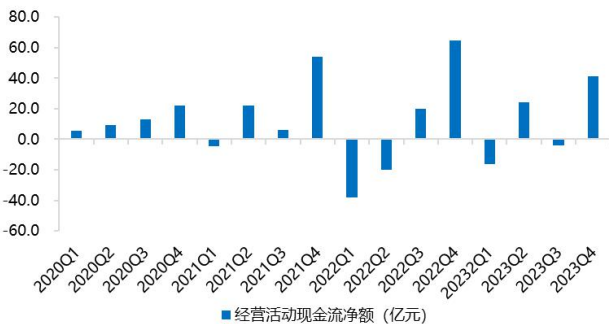
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度期间费用率



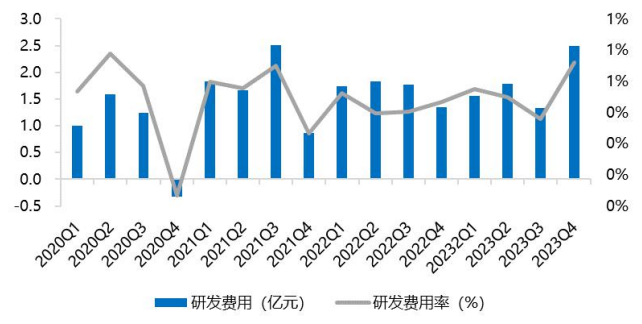
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额 41 亿元



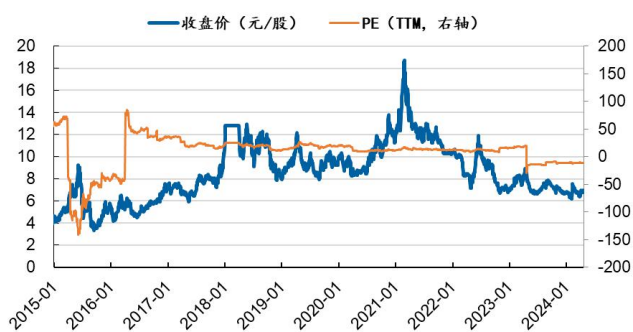
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度研发费用情况



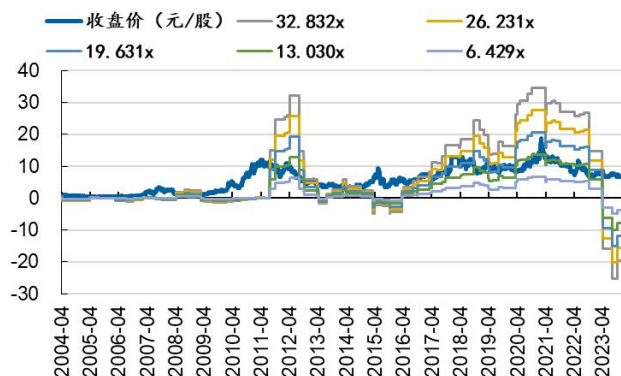
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 收盘价及 PE (TTM)



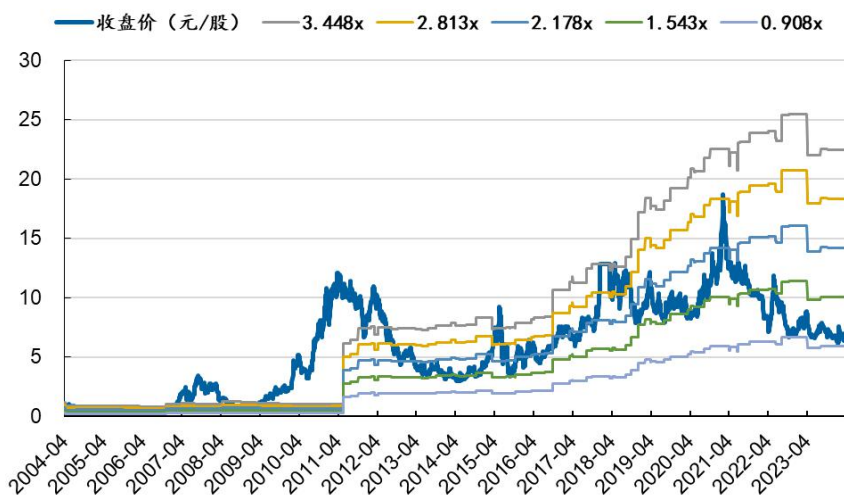
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)

图 23: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)

图 24: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)

3、盈利预测与评级

综合考虑公司产品价格及价差情况,我们对公司业绩预测进行适当调整,预计公司 2024-2026 年营收分别为 1412.95、1420.79、1470.63 亿元,归母净利润分别为 9.50、12.00、15.60 亿元,当前股价对应 PE 分别 27、21、16 倍,考虑公司未来成长性,维持“买入”评级。

4、风险提示

新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行。

附表：恒逸石化盈利预测表

证券代码:	000703				股价:	6.94		投资评级:	买入		日期:	2024/04/22	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	2%	4%	4%	5%	EPS	0.13	0.26	0.33	0.43				
毛利率	4%	4%	4%	5%	BVPS	6.88	7.03	7.35	7.78				
期间费率	4%	4%	4%	4%	估值								
销售净利率	0%	1%	1%	1%	P/E	51.69	26.78	21.20	16.31				
成长能力					P/B	0.98	0.99	0.94	0.89				
收入增长率	-10%	4%	1%	4%	P/S	0.18	0.18	0.18	0.17				
利润增长率	140%	118%	26%	30%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.26	1.31	1.33	1.37	营业收入	136148	141295	142079	147063				
应收账款周转率	22.98	24.16	23.72	23.47	营业成本	131030	135326	135936	140411				
存货周转率	10.42	12.85	13.03	13.44	营业税金及附加	250	283	284	294				
偿债能力					销售费用	229	240	256	265				
资产负债率	70%	70%	68%	67%	管理费用	1434	1696	1705	1912				
流动比	0.66	0.66	0.67	0.69	财务费用	3244	3266	3144	3058				
速动比	0.37	0.41	0.42	0.44	其他费用/(-收入)	716	777	781	809				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	430	1063	1334	1726				
现金及现金等价物	14194	16809	17024	18019	营业外净收支	-30	-30	-30	-30				
应收款项	6093	6027	6168	6438	利润总额	400	1033	1304	1696				
存货净额	13060	10998	10903	10939	所得税费用	31	83	104	136				
其他流动资产	3579	3501	3533	3503	净利润	369	950	1200	1560				
流动资产合计	36926	37335	37629	38899	少数股东损益	-67	0	0	0				
固定资产	45430	44200	42837	41342	归属于母公司净利润	435	950	1200	1560				
在建工程	4610	4328	4023	3698	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	7416	7536	7640	7747	经营活动现金流	4532	9356	6225	6804				
长期股权投资	13669	14269	14869	15469	净利润	435	950	1200	1560				
资产总计	108052	107668	106998	107155	少数股东损益	-67	0	0	0				
短期借款	41122	41122	41122	41122	折旧摊销	3414	3131	3060	3129				
应付款项	7303	7808	7447	7488	公允价值变动	45	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1473	2772	-449	-178				
其他流动负债	7424	7485	7476	7532	投资活动现金流	-5303	-1368	-1119	-1001				
流动负债合计	55849	56415	56045	56142	资本支出	-4912	-1785	-1542	-1460				
长期借款及应付债券	19018	17518	16018	14518	长期投资	-694	-600	-600	-600				
其他长期负债	1222	1222	1222	1222	其他	303	1017	1023	1059				
长期负债合计	20241	18741	17241	15741	筹资活动现金流	-3739	-5373	-4891	-4808				
负债合计	76090	75156	73285	71883	债务融资	2358	-1500	-1500	-1500				
股本	3666	3666	3666	3666	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	31962	32512	33712	35272	其它	-6097	-3873	-3391	-3308				
负债和股东权益总计	108052	107668	106998	107155	现金净增加额	-4416	2615	215	995				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。