

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

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号: S1500524040001
联系电话: 13261695353
邮箱: liuyilin@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

技改影响逐渐消化, 公司核心业务景气周期有望延续

2024年4月28日

事件: 2024年4月19日晚, 恒逸石化发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入1361.48亿元, 同比下降10.46%; 实现归母净利润4.35亿元, 同比增长140.34%; 实现基本每股收益0.13元, 同比增长143.33%。

2024年4月28日晚, 公司发布2024年一季度报告, 公司一季度实现营业收入316.56亿元, 同比增长11.54%, 环比下降8.56%; 实现归母净利润4.14亿元, 同比增长1087.19%, 环比增长80.52%; 实现扣非后归母净利润3.14亿元, 同比增长3890.0%, 环比增长327.54%; 实现基本每股收益0.12元, 同比增长1100.00%, 环比增长83.33%。

点评:

- **海外成品油价差小幅回落, 叠加炼化技改, 2023年业绩短期承压。成本端,** 2023年布伦特原油均价82.49美元/桶, 同比-16.72%, 原油价格维持中高位震荡。**成品油方面,** 由于国际油价中枢有所下行, 海外成品油价差同比有所下跌, 根据我们统计, 2023年新加坡地区汽油、柴油、航煤价差分别为12、24、22美元/桶, 环比下降2%、33%、19%。**化工品方面,** 2023年公司主要化工品PX、纯苯总体维持高景气度, 根据我们统计, 2023年PX、纯苯平均价差变化分别为21%、-7%。**聚酯方面,** 由于成本端和需求端改善, 长丝产品整体盈利水平提升, 根据百川盈孚数据, 2023年涤纶长丝毛利润同比提升9.72%。整体来看, 公司在2023年上半年实施技改工作, 技改费用支出较多, 叠加境外美元借款利率上涨, 公司炼化板块业绩有所承压, 聚酯板块受益于需求提升, 整体业绩有所改善。公司旗下子公司恒逸文莱、恒逸有限、恒逸高新分别实现净利润0.14、2.54、4.32亿元。
- **一季度盈利高增长, 炼化产品结构优化或将增强业绩释放潜力。** 进入2024年一季度, 公司业绩同比及环比明显改善。根据我们统计, 2024年一季度, 新加坡汽油、柴油、航空煤油价差分别为13、23、21美元/桶, 环比+5、-3、-4美元/桶, 当前柴油仍为东南亚地区盈利较高的油品之一。我们认为, 自2023年公司文莱炼厂技改完成后, 成品油板块产品结构明显优化, 在其他油品的裂解价差弱于柴油的市场行情下, 提高了柴油的产出比例, 实现海外成品油盈利的优化配置, 我们预计未来公司海外炼厂盈利潜力有望进一步释放。
- **供给缩量背景下, 公司各板块景气度有望持续上行。海外成品油方面,** 从供给侧看, 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, 而由于东南亚部分炼厂仍然存在装置建设较早、技术老旧、管理不善、政府补贴负担较重等不利影响, 炼厂扩能意愿不足, 根据IEA预测, 预计到2028年前, 东南亚地区炼能总体保持稳定。从需求侧看, 根据IMF预测, 2024年东盟GDP增速或仍保持较高水平, 海外成品油高景气度有望延续。**化工品方面,** 在2022-2023年PX产能

密集投产后，PX 供给端增量产能或将明显收缩，根据我们统计，预计 2024-2026 年国内新增产能或仅有 500 万吨，供给侧有望为芳烃产业链景气度上行带来支撑。**聚酯方面**，根据隆众资讯数据，2024 年全国预计新增涤纶长丝产能 110 万吨，环比 2023 年缩减 300 余万吨，此外，考虑到杭州逸璟 75 万吨产能搬迁，在不考虑行业其它落后产能退出的情况下，2024 年行业净新增涤纶长丝产能或不及百万吨，产能增速不到 1%，较 2023 年产能增速大幅放缓。总体来看，我们认为 2024 年公司核心的海外炼化、聚酯板块依旧保持较高景气周期，叠加公司技改完成后，整体产能结构进一步优化，公司业绩释放空间有望打开。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.39、28.26 和 33.84 亿元，归母净利润增速分别为 345.3%、45.7% 和 19.8%，EPS（摊薄）分别为 0.53、0.77 和 0.92 元/股，对应 2024 年 4 月 26 日的收盘价，PE 分别为 13.31、9.13 和 7.63 倍。我们看好公司海外成品油及芳烃板块景气度修复，公司业绩未来仍有较高成长性，我们维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**上游原材料价格上涨的风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	152,050	136,148	153,379	164,918	170,298
增长率 YoY %	17.3%	-10.5%	12.7%	7.5%	3.3%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,080	435	1,939	2,826	3,384
增长率 YoY%	-132.0%	140.3%	345.3%	45.7%	19.8%
毛利率%	2.3%	3.8%	4.0%	4.5%	4.8%
净资产收益率 ROE%	-4.2%	1.7%	7.2%	9.7%	10.6%
EPS(摊薄)(元)	-0.30	0.13	0.53	0.77	0.92
市盈率 P/E(倍)	—	51.69	13.31	9.13	7.63
市净率 P/B(倍)	1.01	0.98	0.96	0.89	0.81

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	42,567	36,926	40,623	41,746	43,062	营业总收入	152,050	136,148	153,379	164,918	170,298
货币资金	17,358	13,828	14,715	14,876	15,436	营业成本	148,516	131,030	147,237	157,489	162,076
应收票据	247	168	249	246	247	营业税金及附加	226	250	281	302	312
应收账款	6,858	5,925	6,918	7,351	7,561	销售费用	247	229	258	278	287
预付账款	1,793	1,820	2,222	2,155	2,305	管理费用	1,085	1,434	1,616	1,737	1,794
存货	14,083	13,060	14,419	15,352	15,942	研发费用	669	716	807	868	896
其他	2,227	2,125	2,101	1,766	1,571	财务费用	2,788	3,244	1,990	1,924	1,861
非流动资产	69,398	71,126	72,562	73,673	74,479	减值损失	-369	-71	0	0	0
长期股权投资	12,832	13,669	14,169	14,669	15,169	投资净收	745	985	1,118	1,184	1,192
固定资产(合)	47,466	45,430	44,174	42,823	41,377	其他	0	271	381	410	423
无形资产	2,939	2,734	3,052	3,425	3,587	营业利润	-1,104	430	2,689	3,915	4,687
其他	6,162	9,292	11,167	12,757	14,347	营业外收	-5	-30	-6	-6	-6
资产总计	111,965	108,052	113,185	115,419	117,541	利润总额	-1,109	400	2,682	3,908	4,680
流动负债	56,952	55,849	60,045	60,380	59,996	所得税	-185	31	209	305	365
短期借款	37,876	41,122	41,122	41,122	41,122	净利润	-924	369	2,473	3,604	4,316
应付票据	815	741	833	882	914	少数股东	155	-67	534	778	932
应付账款	9,768	6,562	9,684	10,359	9,813	归属母公司净利润	-1,080	435	1,939	2,826	3,384
其他	8,493	7,424	8,406	8,017	8,148	EBITDA	4,466	6,157	7,492	8,508	9,152
非流动负债	22,354	20,241	19,073	17,905	16,737	EPS(当年)(元)	-0.30	0.13	0.53	0.77	0.92
长期借款	16,107	14,739	13,372	12,004	10,636						
其他	6,247	5,501	5,701	5,901	6,101						
负债合计	79,307	76,090	79,118	78,285	76,734						
少数股东权益	7,211	6,751	7,285	8,064	8,996						
归属母公司股东权益	25,447	25,211	26,782	29,071	31,812						
负债和股东权益	111,965	108,052	113,185	115,419	117,541						
重要财务指标	单位:百万元										
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
营业总收入	152,050	136,148	153,379	164,918	170,298						
同比(%)	17.3%	-10.5%	12.7%	7.5%	3.3%						
归属母公司净利润	-1,080	435	1,939	2,826	3,384						
同比(%)	-132.0%	140.3%	345.3%	45.7%	19.8%						
毛利率(%)	2.3%	3.8%	4.0%	4.5%	4.8%						
ROE%	-4.2%	1.7%	7.2%	9.7%	10.6%						
EPS(摊薄)(元)	-0.30	0.13	0.53	0.77	0.92						
P/E	—	51.69	13.31	9.13	7.63						
P/B	1.01	0.98	0.96	0.89	0.81						
EV/EBITDA	16.44	12.54	10.19	8.82	8.01						

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动	2,706	4,532	8,130	7,248	7,409
经营现金流	2,706	4,532	8,130	7,248	7,409
净利润	-924	369	2,473	3,604	4,316
折旧摊销	3,285	3,414	3,355	3,454	3,543
财务费用	2,623	3,063	2,059	1,997	1,936
投资损失	-275	-745	-985	-1,118	-1,184
营运资金	-1,915	-1,473	1,357	-628	-1,198
其它	381	145	5	5	5
投资活动	-2,126	-5,303	-3,619	-3,355	-3,073
投资现金流	-2,126	-5,303	-3,619	-3,355	-3,073
资本支出	-2,941	-4,912	-4,306	-4,080	-3,863
长期投资	-167	-694	-431	-459	-402
其他	981	303	1,118	1,184	1,192
筹资活动	1,673	-3,739	-3,624	-3,731	-3,776
筹资现金流	1,673	-3,739	-3,624	-3,731	-3,776
吸收投资	3,030	0	0	0	0
借款	57,429	54,367	-1,368	-1,368	-1,368
支付利息或股息	-3,065	-2,672	-2,427	-2,534	-2,579
现金流净增加额	2,689	-4,416	887	161	560

研究团队简介

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长(主持工作)，从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，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，从事石化行业研究。

刘奕麟，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，从事石化行业研究。

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。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。	

评级说明

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。