

投资评级 优于大市 维持

1Q23 盈利环比明显改善

股票数据

04月26日收盘价(元)	7.93
52周股价波动(元)	6.32-12.58
总股本/流通A股(百万股)	3666/3647
总市值/流通市值(百万元)	29074/28922

相关研究

《东南亚成品油高景气，文莱炼厂盈利大幅提升》2022.08.23
 《东南亚成品油裂解价差扩大，文莱炼化盈利提升》2022.04.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.0	-2.7	7.3
相对涨幅(%)	4.7	-0.2	12.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@haitong.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@haitong.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021) 23219635

Email: zhr14674@haitong.com

投资要点:

- 2022年盈利承压，1Q23盈利环比明显改善。**2022年，公司实现营业收入1520.50亿元，同比增长17.26%；实现归母净利润-10.80亿元，同比下降131.96%。单季度看，公司1Q22-4Q22分别实现归母净利润7.32亿元、10.81亿元、-4.96亿元、-23.97亿元。2023年一季度，公司实现营业收入283.81亿元，同比-14.65%，环比-1.23%；实现归母净利润3485万元，同比下降95.24%，环比大幅扭亏，改善明显。
- 文莱炼厂：2022年盈利同比下滑。**2022年上半年，受益于成品油裂解价差扩大，文莱项目盈利同比大幅增长；但进入下半年，受消费淡季以及美联储加息影响，文莱炼化产品价差高位回落，公司生产经营成本抬升。全年看，价差虽有所扩大，但未能覆盖因油价上涨导致的综合成本上升，文莱炼化2022年净利润6.53亿元，贡献归母净利润4.57亿元，同比下滑48%。
- PTA工厂(含瓶片)：聚酯瓶片高景气，支撑2022年PTA板块相对稳定。**根据卓创资讯，2022年我国瓶片出口431万吨，同比增加113万吨(+35.7%)。我们认为出口需求旺盛，导致国内货源偏紧，聚酯瓶片价差扩大。2022年，聚酯瓶片平均价差1259元/吨，同比+50%。公司旗下PTA子公司海南逸盛、大连逸盛合计拥有瓶片产能270万吨，在瓶片高景气支撑下，公司PTA(含瓶片)板块2022年盈利同比相对稳定。
- 聚酯纤维：受疫情影响，2022年盈利下滑。**2022年，受疫情影响，聚酯纤维下游需求下滑，盈利下降，公司主要聚酯纤维子公司净利润同比均出现回落。2022年，公司涤纶丝毛利5.37亿元，同比减少33.87亿元(-86%)。
- 全产业链规模稳步扩张，提供未来业绩增量。**截至2022年报披露日，公司拥有原油加工能力800万吨/年；参控股PTA产能1900万吨/年；PIA产能30万吨/年；己内酰胺(CPL)产能40万吨/年；参控股聚合产能1076.5万吨/年，其中聚酯纤维806.5万吨/年(长丝644.5万吨/年、短纤88万吨/年、切片74万吨/年)，瓶片(含rPET)270万吨/年。公司稳步推进1400万吨/年文莱炼化二期项目、120万吨/年“己内酰胺-聚酰胺”一体化及配套项目、宿迁逸达110万吨/年新型环保差别化纤维、海南逸盛“250万吨年PTA+180万吨/年功能性材料”等项目，提供未来业绩增量。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2023-2025年归母净利润分别为21亿元、30亿元和35亿元，EPS分别为0.58、0.81、0.95元，2023年BPS 7.52元，参考可比公司估值水平，给予其2023年16-18倍PE，对应合理价值区间9.28-10.44元(对应2023年PB 1.2-1.4倍)，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**原油价格高位震荡；产品价格大幅波动；在建项目进展不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	129667	152050	153927	157123	158189
(+/-)YoY(%)	50.0%	17.3%	1.2%	2.1%	0.7%
净利润(百万元)	3378	-1080	2118	2957	3495
(+/-)YoY(%)	10.0%	-132.0%	296.2%	39.6%	18.2%
全面摊薄EPS(元)	0.92	-0.29	0.58	0.81	0.95
毛利率(%)	5.7%	2.3%	4.5%	4.9%	5.3%
净资产收益率(%)	13.1%	-4.2%	7.7%	9.7%	10.3%

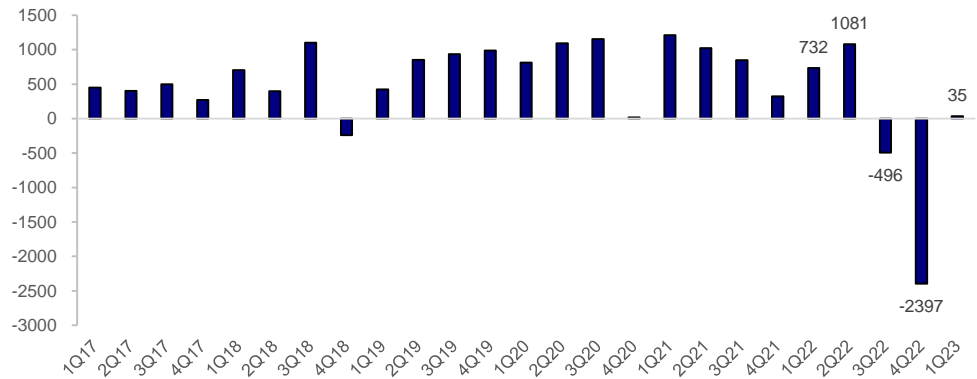
资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

2022 年盈利承压。2022 年，公司实现营业收入 1520.50 亿元，同比增长 17.26%；实现归母净利润-10.80 亿元，同比下降 131.96%。单季度看，公司 1Q22-4Q22 分别实现归母净利润 7.32 亿元、10.81 亿元、-4.96 亿元、-23.97 亿元。我们认为公司盈利承压主要由于下游终端消费需求疲软，能源、运输等生产成本抬升，以及原油价格高位大幅波动等。

1Q23 盈利环比明显改善。2023 年一季度，公司实现营业收入 283.81 亿元，同比-14.65%，环比-1.23%；实现归母净利润 3485 万元，同比下降 95.24%，环比大幅扭亏，改善明显。我们认为公司盈利环比改善，主要由于：（1）随着需求改善，毛利环比扭亏；（2）投资净收益环比扭亏，财务费用、资产减值损失等环比减少。

图1 恒逸石化单季度归母净利润（百万元）

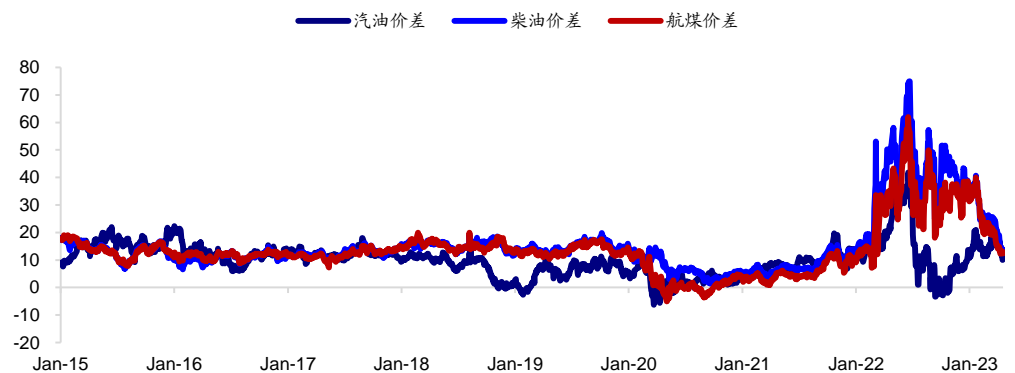


资料来源：Wind，海通证券研究所

炼化：东南亚成品油裂解价差扩大。2022 年以来随着印度尼西亚、马来西亚、新加坡等多个东南亚国家放开疫情管控措施，积极实行复工复产，市场需求复苏；而供给端，由于东南亚部分炼厂装置建设较早、技术老旧、管理不善、政府补贴负担较重等原因，部分装置退出，根据公司 2022 年报援引 Platts 数据，东南亚和澳洲地区炼厂 2020-2023 年退出产能超过 3000 万吨，且未来新增产能不足，东南亚成品油供需偏紧，裂解价差大幅提升。2022 年，东南亚柴油裂解价差平均 40 美元/桶，同比+392%；汽油裂解价差平均 13 美元/桶，同比+49%；航煤裂解价差平均 31 美元/桶，同比+459%。

2022 年，公司文莱炼厂炼油产品产销量分别为 642.25 万吨、639.12 万吨，同比分别增长 9.38%、8.37%；化工产品产销量分别为 202.39 万吨、201.79 万吨，同比分别减少 2.87%、4.53%。2022 年上半年，受益于成品油裂解价差扩大，文莱项目盈利同比大幅增长；但进入下半年，受消费淡季以及美联储加息影响，文莱炼化产品价格高位回落，公司生产经营成本抬升。全年看，价差虽有所扩大，但未能覆盖因油价上涨导致的综合成本上升，文莱炼化 2022 年净利润 6.53 亿元，贡献归母净利润 4.57 亿元，同比下滑 48%。

图2 2015 年以来新加坡成品油裂解价差（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

PTA 工厂（含瓶片）：聚酯瓶片高景气，支撑 2022 年 PTA 板块相对稳定。根据卓创资讯，2022 年，我国瓶片出口 431 万吨，同比增加 113 万吨（+35.7%）。我们认为出口需求旺盛，导致国内货源偏紧，聚酯瓶片价差扩大。2022 年，聚酯瓶片平均价差 1259 元/吨，同比+50%。公司旗下 PTA 子公司海南逸盛、大连逸盛合计拥有瓶片产能 270 万吨，在瓶片高景气支撑下，公司 PTA（含瓶片）板块 2022 年盈利同比相对稳定。

聚酯纤维：受疫情影响，2022 年盈利下滑。2022 年，受疫情影响，聚酯纤维下游需求下滑，盈利下降，公司主要聚酯纤

维子公司净利润同比均出现回落。2022年,公司涤纶丝毛利 5.37 亿元,同比减少 33.87 亿元 (-86%)。

表 1 恒逸石化主要子公司 2020-2022 年净利润 (亿元)

业务板块	子公司	持股比例	2020 年	2021 年	2022 年
炼化	文莱炼化	70%	4.77	12.47	6.53
	浙江逸盛	70%	10.96	3.83	-1.72
PTA (含瓶片)	逸盛大化	25%	6.10	-6.31	-1.19
	海南逸盛	50%	9.83	3.42	10.40
	逸盛新材料	49%	-	0.00	-2.52
	恒逸高新	91%	3.23	3.41	0.18
	海宁新材料	100%	-	2.46	-5.48
聚酯纤维	双兔新材	100%	2.92	2.63	-1.00
	嘉兴逸鹏	100%	1.50	1.17	-1.86
参股	己内酰胺	50%	2.14	3.24	-3.52
参股	浙商银行	3.5%	125.59	129.16	139.89

资料来源: 恒逸石化 2020-2022 年报, 海通证券研究所

全产业链规模稳步扩张, 提供未来业绩增量。截至 2022 年报披露日, 公司拥有原油加工能力 800 万吨/年; 参控股 PTA 产能 1900 万吨/年; PIA 产能 30 万吨/年; 己内酰胺 (CPL) 产能 40 万吨/年; 参控股聚合产能 1076.5 万吨/年, 其中聚酯纤维 806.5 万吨/年 (长丝 644.5 万吨/年、短纤 88 万吨/年、切片 74 万吨/年), 瓶片 (含 rPET) 270 万吨/年。

公司稳步推进 1400 万吨/年文莱炼化二期项目、120 万吨/年“己内酰胺-聚酯酰胺”一体化及配套项目、宿迁逸达 110 万吨/年新型环保差别化纤维等项目, 此外合营公司海南逸盛“250 万吨年 PTA+180 万吨/年功能性材料项目”也在积极推进, 提供未来业绩增量。

表 2 恒逸石化主要产品参控股产能 (万吨/年)

产品	参控股产能
原油加工能力	800
化工品	265
成品油	565
PTA	1900
PIA	30
聚酯纤维	806.5
聚酯瓶片	270
己内酰胺	40

资料来源: 恒逸石化 2022 年报, 海通证券研究所

拟向大股东全额定增, 彰显信心。公司拟向控股股东定增不超过 2.5 亿股, 募资不超过 15 亿元, 用于补充流动资金, 发行价格 5.98 元/股。我们认为此次向大股东全额定增, 彰显大股东对于公司未来发展信心, 并有助于优化公司资本结构, 为未来发展奠定坚实基础。

盈利预测与投资评级: 我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 21 亿元、30 亿元和 35 亿元, EPS 分别为 0.58、0.81、0.95 元, 2023 年 BPS 7.52 元, 参考可比公司估值水平, 给予其 2023 年 16-18 倍 PE, 对应合理价值区间 9.28-10.44 元 (对应 2023 年 PB 1.2-1.4 倍), 维持“优于大市”评级。

盈利预测主要假设:

- (1) 假设随着下游需求改善, 2023-2025 年公司炼化、PTA、聚酯等板块盈利改善;
- (2) 假设在建聚酯等产能逐步投产, 贡献增量。

表 3 恒逸石化分业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
炼油				
营业收入 (百万元)	41531	39634	37319	35137
营业成本 (百万元)	39071	36962	34865	32886
毛利率	5.92%	6.74%	6.58%	6.40%
化工				
营业收入 (百万元)	8599	8748	8858	8967
营业成本 (百万元)	8376	8054	7780	7516
毛利率	2.59%	7.94%	12.17%	16.18%
PTA				
营业收入 (百万元)	8967	7699	7301	6903
营业成本 (百万元)	9089	7509	7109	6709
毛利率	-1.36%	2.47%	2.62%	2.80%
PIA				
营业收入 (百万元)	173	190	209	230
营业成本 (百万元)	206	171	188	207
毛利率	-19.38%	10.00%	10.00%	10.00%
聚酯				
营业收入 (百万元)	46317	48869	52210	53165
营业成本 (百万元)	45630	46051	48783	49229
毛利率	1.48%	5.77%	6.56%	7.40%
供应链服务				
营业收入 (百万元)	46464	48787	51226	53788
营业成本 (百万元)	46143	48299	50714	53250
毛利率	0.69%	1.00%	1.00%	1.00%
合计				
营业收入 (百万元)	152050	153927	157123	158189
营业成本 (百万元)	148516	147046	149439	149798
毛利率	2.32%	4.47%	4.89%	5.30%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E
601233	桐昆股份	313	0.05	1.53	2.21	260.00	8.50	5.88	0.8
600346	恒力石化	1106	0.92	1.73	2.44	17.08	9.08	6.44	1.6
002493	荣盛石化	1327	0.33	0.82	1.24	39.73	15.99	10.57	2.4
	均值		0.43	1.36	1.96	105.60	11.19	7.63	1.6

注: 收盘价为 2023 年 4 月 26 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 原油价格大幅下跌; 产品价格大幅波动; 项目进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	152050	153927	157123	158189
每股收益	-0.29	0.58	0.81	0.95	营业成本	148516	147046	149439	149798
每股净资产	6.94	7.52	8.32	9.28	毛利率%	2.3%	4.5%	4.9%	5.3%
每股经营现金流	0.74	2.72	2.35	2.53	营业税金及附加	226	229	234	236
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	247	250	256	257
P/E	-26.93	13.73	9.83	8.32	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.14	1.05	0.95	0.85	管理费用	1085	1098	1121	1129
P/S	0.19	0.19	0.19	0.18	管理费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
EV/EBITDA	14.98	7.52	6.46	5.61	EBIT	1181	4865	5626	6319
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2788	2808	2844	2903
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
毛利率	2.3%	4.5%	4.9%	5.3%	资产减值损失	-369	-100	-100	-100
净利润率	-0.7%	1.4%	1.9%	2.2%	投资收益	745	994	1293	1328
净资产收益率	-4.2%	7.7%	9.7%	10.3%	营业利润	-1104	2936	3960	4629
资产回报率	-1.0%	1.9%	2.5%	2.9%	营业外收支	-5	-5	-5	-5
投资回报率	1.1%	4.4%	4.9%	5.3%	利润总额	-1109	2931	3955	4624
盈利增长 (%)					EBITDA	4466	8718	9723	10680
营业收入增长率	17.3%	1.2%	2.1%	0.7%	所得税	-185	469	633	740
EBIT 增长率	-77.7%	312.1%	15.6%	12.3%	有效所得税率%	16.7%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	-132.0%	296.2%	39.6%	18.2%	少数股东损益	155	345	365	388
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-1080	2118	2957	3495
资产负债率	70.8%	69.2%	67.5%	65.1%					
流动比率	0.75	0.78	0.82	0.86	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.44	0.52	0.57	0.62	货币资金	17358	21644	24375	27292
现金比率	0.30	0.38	0.43	0.48	应收账款及应收票据	7104	7091	7399	7189
经营效率指标					存货	14083	11141	11075	10363
应收账款周转天数	15.74	16.00	16.00	16.00	其它流动资产	4020	4075	4127	4159
存货周转天数	31.79	31.00	27.00	26.00	流动资产合计	42567	43952	46976	49003
总资产周转率	1.40	1.36	1.35	1.32	长期股权投资	12832	13332	13832	14332
固定资产周转率	3.25	3.22	3.25	3.23	固定资产	47466	48033	48627	49299
					在建工程	3752	2976	2433	2053
					无形资产	2939	3314	3684	4049
					非流动资产合计	69398	70146	71149	72388
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	111965	114097	118125	121391
净利润	-1080	2118	2957	3495	短期借款	37876	37876	37876	37876
少数股东损益	155	345	365	388	应付票据及应付账款	10584	10248	10923	10299
非现金支出	3655	3952	4197	4461	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	1890	1094	796	761	其它流动负债	8493	8499	8530	8536
营运资金变动	-1915	2471	313	172	流动负债合计	56952	56623	57329	56711
经营活动现金流	2706	9980	8627	9278	长期借款	16107	16107	16107	16107
资产	-2941	-4120	-4621	-5121	其它长期负债	6247	6247	6247	6247
投资	-167	-500	-500	-500	非流动负债合计	22354	22354	22354	22354
其他	981	994	1293	1328	负债总计	79307	78977	79683	79065
投资活动现金流	-2126	-3626	-3827	-4293	实收资本	3666	3666	3666	3666
债权募资	2324	0	0	0	归属于母公司所有者权益	25447	27564	30521	34016
股权募资	3030	0	0	0	少数股东权益	7211	7556	7922	8310
其他	-3681	-2068	-2068	-2068	负债和所有者权益合计	111965	114097	118125	121391
融资活动现金流	1673	-2068	-2068	-2068					
现金净流量	2689	4286	2731	2916					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 百傲化学, 华光新材, 七彩化学, 东华能源, 上海石化, 东方盛虹, 鲁西化工, 巨化股份, 卓越新能, 赛轮轮胎, 桐昆股份, 和邦生物, 广汇能源, 永东股份, 华润材料, 维远股份, 中国石化, 元利科技, 新凤鸣, 永和股份, 中油工程, 泰和新材, 嘉化能源, 华锦股份, 聚合顺

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。