

恒逸石化(000703) 2022年报点评

## 产品价差收窄致业绩承压，文莱二期稳步推进打开成长空间

### 事项:

- ❖ 公司发布2022年度报告，22年实现营收1520.50亿元，同比增长17.26%；实现归母净利润-10.80亿元，同比减少131.96%；实现扣非归母净利润-10.92亿元，同比减少140.03%。其中Q4单季度实现营收287.34亿元，同比-11.63%；实现归母净利润-23.97亿元，同比-808.08%；实现扣非归母净利润-24.81亿元，同比-2372.72%。

### 评论:

- ❖ **需求放缓叠加主要产品价差收窄，22年业绩承压下跌。**2022年以来，受地缘冲突加剧及主要产油国产量政策变动影响，能源价格波动趋大，叠加下游需求阶段性放缓，公司盈利能力有所下滑，22年毛利率/净利率分别下滑3.4/3.7pcts至2.32%/-0.61%。**从炼化板块来看**，22Q2布油均价突破110美元/桶，带动东南亚汽油/柴油/航煤裂解价差分别升至23.81/37.46/33.43美元/桶，分别位于2015年来70%/66%/66%的历史分位数，炼厂盈利进入高景气周期。进入下半年，伴随海外央行持续加息带来的需求转弱，叠加夏季出行高峰结束，海外成品油需求逐步放缓，而油价仍位于相对高位，东南亚汽油/柴油/航煤22Q3裂解价差环比分别-80%/-17%/-16%；Q4柴油/航煤需求有所恢复，价差环比分别+14%/+4%至35.27/29.42美元/桶，而汽油需求进一步下滑，东南亚汽油价差环比下跌77%至1.12美元/桶左右，汽油盈利承压。22年文莱炼厂净利润6.53亿元，同比下滑约48%，总体表现为油品强、化工品弱，全年实现油品/化工品销量639.12/201.79万吨，同比分别+8.37%/-4.53%，实现吨毛利385/110元/吨，同比分别+237/-376元/吨。**从PTA及瓶片板块来看**，Q4下游长丝开工负荷降低，叠加瓶片需求旺季已过，产品价差均呈现阶段性走弱，其中22Q4PTA平均价差1175元/吨，环比下滑15%；瓶片价差1084元/吨，环比下滑20%。22年PTA业务实现综合毛利率-1.36%，同比减少5.97pcts。**从聚酯板块来看**，Q4以来下游需求转弱而原料成本仍居高位，长丝行业开启新一轮减产挺价，开工负荷较Q3减少约4.5pcts至67%，涤纶短纤/POY/FDY/DTY现金流分别跌至约1220/-79/-54/161元/吨。全年实现长丝销量603.47万吨，同比减少约8%；实现吨毛利89元/吨，同比减少约507元/吨。
- ❖ **海外炼厂景气有望延续，国内聚酯盈利静待企稳。**往后看，随着海外加息周期的临近结束，此前受到压制的海外成品油需求有望逐步释放，叠加OEPC+新一轮减产计划的执行以及美国自身的战略补库需求，油价中枢或将逐步上移，并对下游产品价格给予较强支撑。2020年-2023年间，东南亚和澳洲地区有超过3000万吨炼能退出市场，且23年新增产能投放均出现不同程度的推迟或延后。进入23年，新加坡汽油价差大幅改善，23Q1价差提升至14.25美元/桶，柴油及航煤价差略有回落，但仍维持在24.18/25.50美元/桶的相对高位，文莱炼厂盈利有望稳步回升。国内业务方面，23年以来长丝景气逐步修复，23Q1POY/FDY/DTY平均库存天数分别环比-29%/-24%/-17%至21/23/29天，POY/FDY/DTY平均现金流70/83/313元/吨，环比分别提升149/136/152元/吨，随着落后产能的持续出清与下游需求的改善，长丝盈利有望企稳。
- ❖ **文莱二期全力推进，补全、补强产业链助力长期发展。**目前公司正全力推进文莱项目二期建设，项目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。公司作为国内首家拥有海外炼厂的民营炼化企业，有望率先受益于海外需求回升，后续文莱二期的投运将新增“烯烃-聚烯烃”产业链，打开新一轮成长空间。国内在建项目中，广西钦州120万吨己内酰胺-聚酰胺项目、江苏宿迁110万吨差别化纤维项目、海南逸盛250万吨PTA/180万吨瓶片项目亦积极推进中，产业链有望实现进一步补强，后续增量可期。
- ❖ **投资建议:**考虑到海外炼厂景气复苏仍需时间，且国内聚酯盈利改善尚需传导，因此我们下调公司23-24年归母净利润预测分别至18.21、28.38亿元，对应EPS分别为0.50、0.77元（此前预测为1.10、1.35元），并新增25年盈利预测

推荐(维持)

目标价: 10元

当前价: 8.65元

华创证券研究所

证券分析师: 杨晖

邮箱: yanghui@hcyjs.com

执业编号: S0360522050001

联系人: 侯星宇

邮箱: houxingyu@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	366,629.65
已上市流通股(万股)	364,712.51
总市值(亿元)	317.13
流通市值(亿元)	315.48
资产负债率(%)	70.83
每股净资产(元)	6.62
12个月内最高/最低价	12.12/6.70

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《恒逸石化(000703)2022年三季度报告点评: 价差收窄叠加库存高企致业绩下滑, 股份回购彰显长期发展信心》

2022-10-28

《恒逸石化(000703)2022年中报点评: 海外炼厂进入强景气周期, 国内聚酯业务利润有望修复》

2022-08-24

《恒逸石化(000703)重大事项点评: 广西拟建120万吨锦纶项目, 文莱炼厂助力长期发展》

2022-02-05

39.65 亿元，当前市值对应 23-25 年 PE 分别为 17x、11x、8x。参考同行业可比公司及公司历史估值中枢，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应 23 年目标价 10 元，维持“推荐”评级。

- ❖ **风险提示：**能源价格大幅波动风险、聚酯下游需求不及预期、海外成品油需求不及预期、产能建设不及预期等。

#### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	152,050	162,987	176,854	183,078
同比增速(%)	17.9%	7.2%	8.5%	3.5%
归母净利润(百万)	-1,080	1,821	2,838	3,965
同比增速(%)	-131.7%	268.7%	55.8%	39.7%
每股盈利(元)	-0.29	0.50	0.77	1.08
市盈率(倍)	-29	17	11	8
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,358	24,801	48,626	72,413
应收票据	247	621	439	454
应收账款	6,858	8,715	8,549	9,008
预付账款	1,793	2,002	2,329	2,510
存货	14,083	17,152	17,863	17,712
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,227	4,079	4,193	3,787
流动资产合计	42,567	57,369	81,998	105,884
其他长期投资	176	189	205	213
长期股权投资	12,832	12,832	12,832	12,832
固定资产	47,462	49,359	51,133	52,791
在建工程	3,608	3,426	3,244	3,062
无形资产	2,939	3,243	3,481	3,688
其他非流动资产	2,382	2,323	2,276	2,238
非流动资产合计	69,398	71,372	73,170	74,824
<b>资产合计</b>	<b>111,965</b>	<b>128,742</b>	<b>155,169</b>	<b>180,708</b>
短期借款	37,876	41,973	46,070	50,167
应付票据	815	783	1,217	922
应付账款	9,768	10,339	12,033	12,338
预收款项	0	0	0	0
合同负债	990	1,061	1,151	1,192
其他应付款	236	236	236	236
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	7,268	1,050	1,342	1,634
流动负债合计	56,952	55,442	62,048	66,489
长期借款	16,107	32,451	48,684	64,899
应付债券	4,062	4,062	4,062	4,062
其他非流动负债	2,186	1,752	1,752	1,752
非流动负债合计	22,354	38,265	54,497	70,713
<b>负债合计</b>	<b>79,307</b>	<b>93,707</b>	<b>116,546</b>	<b>137,202</b>
归属母公司所有者权益	25,447	27,268	30,106	34,072
少数股东权益	7,211	7,767	8,517	9,434
<b>所有者权益合计</b>	<b>32,658</b>	<b>35,035</b>	<b>38,623</b>	<b>43,506</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>111,965</b>	<b>128,742</b>	<b>155,169</b>	<b>180,708</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,706</b>	<b>-6,240</b>	<b>9,978</b>	<b>10,172</b>
现金收益	5,111	7,413	9,018	10,706
存货影响	-1,983	-3,068	-711	151
经营性应收影响	528	-2,140	321	-356
经营性应付影响	109	539	2,127	11
其他影响	-1,059	-8,983	-777	-340
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,126</b>	<b>-5,200</b>	<b>-5,174</b>	<b>-5,227</b>
资本支出	-5,444	-5,505	-5,457	-5,442
股权投资	-746	0	0	0
其他长期资产变化	4,064	305	283	215
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,673</b>	<b>18,883</b>	<b>19,021</b>	<b>18,842</b>
借款增加	1,123	20,441	20,330	20,313
股利及利息支付	-3,065	-1,716	-1,876	-2,046
股东融资	3,030	3,030	3,030	3,030
其他影响	586	-2,872	-2,462	-2,454

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>152,050</b>	<b>162,987</b>	<b>176,854</b>	<b>183,078</b>
营业成本	148,516	156,656	168,612	172,893
税金及附加	226	284	282	301
销售费用	247	265	288	298
管理费用	1,085	1,304	1,415	1,465
研发费用	669	815	884	915
财务费用	2,788	1,707	1,929	2,112
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-369	-300	-300	-300
公允价值变动收益	-211	10	10	10
投资收益	745	745	745	745
其他收益	236	280	280	280
<b>营业利润</b>	<b>-1,104</b>	<b>2,671</b>	<b>4,159</b>	<b>5,808</b>
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	20	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>-1,109</b>	<b>2,665</b>	<b>4,153</b>	<b>5,803</b>
所得税	-185	444	692	967
<b>净利润</b>	<b>-924</b>	<b>2,221</b>	<b>3,461</b>	<b>4,836</b>
少数股东损益	155	400	623	870
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1,080</b>	<b>1,821</b>	<b>2,838</b>	<b>3,965</b>
NOPLAT	1,399	3,643	5,069	6,596
EPS(摊薄)(元)	-0.29	0.50	0.77	1.08

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.9%	7.2%	8.5%	3.5%
EBIT 增长率	-73.9%	160.5%	39.1%	30.1%
归母净利润增长率	-131.7%	268.7%	55.8%	39.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	2.3%	3.9%	4.7%	5.6%
净利率	-0.6%	1.4%	2.0%	2.6%
ROE	-4.2%	6.7%	9.4%	11.6%
ROIC	2.2%	4.4%	4.9%	5.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.8%	72.8%	75.1%	75.9%
债务权益比	184.4%	229.0%	260.4%	277.8%
流动比率	0.7	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.5	0.7	1.0	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.4	1.3	1.1	1.0
应收账款周转天数	16	17	18	17
应付账款周转天数	24	23	24	25
存货周转天数	32	36	37	37
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-0.29	0.50	0.77	1.08
每股经营现金流	0.74	-1.70	2.72	2.77
每股净资产	6.94	7.44	8.21	9.29
<b>估值比率</b>				
P/E	-29	17	11	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	20	12	10	8

## 能源化工团队介绍

### 组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业工作经验，6 年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021 年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

### 分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2 年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2 年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522