

公司研究

炼化景气度下行 22 年业绩承压，定增、回购彰显公司发展信心

——恒逸石化（000703.SZ）2022 年报点评

买入（维持）

当前价：8.65 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

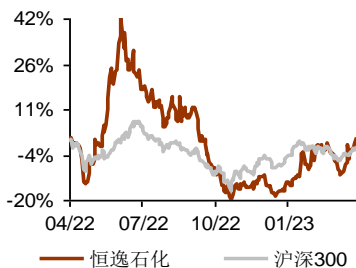
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	36.66
总市值(亿元):	317.14
一年最低/最高(元):	6.32/12.33
近3月换手率:	49.79%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.16	18.69	2.43
绝对	16.58	17.05	5.57

资料来源：Wind

相关研报

油价下跌公司 Q3 业绩承压，大手笔回购彰显公司未来发展信心——恒逸石化（000703.SZ）2022 年三季度报点评（2022-11-03）

文莱炼厂盈利提升，Q2 业绩环比大幅增长——恒逸石化（000703.SZ）2022 年半年度报告点评（2022-08-23）

聚酯量价齐升，文莱二期稳步推进——恒逸石化（000703.SZ）21 年年报及 22 年一季报点评（2022-04-26）

要点

事件：

公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营业收入 1521 亿元，同比+17%，实现归母净利润-10.8 亿元，同比减少 45 亿元。2022Q4 单季，公司实现营业收入 287 亿元，同比-11%，环比-34%；实现归母净利润-24 亿元，同比减少 27 亿元，环比减少 19 亿元。

点评：

油价下跌叠加海外成品油市场景气下行，22 年业绩承压下滑。2022 年石脑油、PX、PTA、涤纶长丝 POY 均价分别在 84 美元/桶、8881 元/吨、6104 元/吨、7995 元/吨，同比分别+18%、+35%、+28%、+8%。2022 年，石脑油裂解、PX、PTA、POY 价差分别为-114 美元/吨、1384 元/吨、460 元/吨、1068 元/吨，分别同比-145 美元/吨、-445 元/吨、-34 元/吨、-326 元/吨。22 年油价环比下跌导致公司库存损失增加，此外 22 年海外成品油市场景气度下行导致文莱炼厂盈利能力下滑，公司 22 年业绩承压。

文莱二期稳步推进，聚酯产能持续扩张。公司文莱炼化项目二期稳步推进，项目包括 1400 万吨炼油、600 万吨成品油、200 万吨 PX、250 万吨 PTA、100 万吨 PET 和 165 万吨乙烯及下游产品。公司年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目、年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化及配套项目等在建项目有序推进；此外，公司合营企业海南逸盛年产 250 万吨精对苯二甲酸（PTA）工程项目、年产 180 万吨功能性材料项目也在积极推进，公司聚酯项目和文莱二期稳步投产后公司业绩有望进一步增厚。

发布 23 年度定增预案，公司经营能力有望改善。公司发布《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，本次股票发行价格为 5.98 元/股，发行股票数量不超过 2.5 亿股，募集资金总额不超过 15 亿元，扣除发行费用后将全部用于补充流动资金。2019-2022 年，公司存货的规模呈现逐年增长趋势，对公司日常的运营资金需求形成了一定压力。本次发行募集资金补充流动资金，可在一定程度上解决公司因业务规模迅速扩张而产生的营运资金需求，缓解快速发展的资金压力，有利于提高公司的综合经营实力，增强市场竞争力。

第三期累计回购股份比例达 3%，彰显公司未来发展信心。2022 年公司实施了第三期股份回购计划，截至 2023 年 3 月 31 日，公司第三期回购股份数 12,249.98 万股，占公司总股本的 3.34%，支付的总金额约为 9 亿元。此外，公司第一期和第二期回购支付金额分别在 5.1 亿元和 6.2 亿元，公司大手笔回购彰显未来发展信心。

盈利预测、估值与评级：公司“一滴油，两根丝”产业布局持续完善，文莱二期稳步推进，成长前景广阔，因此我们维持公司 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年的净利润分别为 26.36/33.10/39.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/0.90/1.08 元/股，故维持“买入”评级。

风险提示：文莱项目盈利和二期进度不及预期；原油价格大幅波动风险；聚酯需求回暖不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	128,980	152,050	171,082	183,630	196,806
营业收入增长率	49.23%	17.89%	12.52%	7.33%	7.18%
净利润 (百万元)	3,408	-1,080	2,636	3,310	3,975
净利润增长率	10.94%	-131.68%	-344.19%	25.55%	20.11%
EPS (元)	0.93	-0.29	0.72	0.90	1.08
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.16%	-4.24%	9.39%	10.54%	11.24%
P/E	9	-	12	10	8
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-20

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	128,980	152,050	171,082	183,630	196,806
营业成本	121,608	148,516	163,765	175,385	187,774
折旧和摊销	2,825	3,138	4,439	4,611	4,800
税金及附加	226	226	255	274	293
销售费用	228	247	278	299	320
管理费用	1,087	1,085	1,221	1,310	1,404
研发费用	687	669	752	808	866
财务费用	2,134	2,788	2,277	2,303	2,187
投资收益	1,069	745	820	902	992
营业利润	4,291	-1,104	3,373	4,202	5,023
利润总额	4,303	-1,109	3,368	4,197	5,018
所得税	345	-185	561	699	836
净利润	3,958	-924	2,807	3,497	4,182
少数股东损益	550	155	171	188	207
归属母公司净利润	3,408	-1,080	2,636	3,310	3,975
EPS(元)	0.93	-0.29	0.72	0.90	1.08

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,755	2,706	8,598	10,075	10,752
净利润	3,408	-1,080	2,636	3,310	3,975
折旧摊销	2,825	3,138	4,439	4,611	4,800
净营运资金增加	6,191	-1,619	2,224	807	854
其他	-4,669	2,266	-701	1,347	1,123
投资活动产生现金流	-7,552	-2,126	-4,177	-3,735	-3,619
净资本支出	-5,984	-2,941	-4,389	-4,400	-4,400
长期投资变化	12,086	12,832	0	0	0
其他资产变化	-13,654	-12,017	212	665	781
融资活动现金流	2,941	1,673	-4,671	-5,085	-5,815
股本变化	-15	0	0	0	0
债务净变化	5,820	1,123	-2,394	-2,782	-3,628
无息负债变化	4,820	5,575	2,058	2,130	2,250
净现金流	3,058	2,689	-250	1,255	1,318

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	5.7%	2.3%	4.3%	4.5%	4.6%
EBITDA 率	6.6%	3.4%	5.6%	5.7%	5.7%
EBIT 率	4.4%	1.3%	3.0%	3.2%	3.3%
税前净利润率	3.3%	-0.7%	2.0%	2.3%	2.5%
归母净利润率	2.6%	-0.7%	1.5%	1.8%	2.0%
ROA	3.8%	-0.8%	2.5%	3.0%	3.5%
ROE (摊薄)	13.2%	-4.2%	9.4%	10.5%	11.2%
经营性 ROIC	6.8%	2.1%	5.4%	6.2%	6.8%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	69%	71%	69%	67%	64%
流动比率	0.74	0.75	0.82	0.92	1.04
速动比率	0.51	0.50	0.53	0.60	0.68
归母权益/有息债务	0.45	0.44	0.50	0.59	0.72
有形资产/有息债务	1.81	1.86	1.98	2.14	2.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	105,549	111,965	114,435	117,280	120,084
货币资金	14,323	17,358	17,108	18,363	19,681
交易性金融资产	389	251	251	251	251
应收账款	6,437	6,858	7,706	8,271	8,864
应收票据	258	247	277	298	319
其他应收款 (合计)	484	134	252	263	274
存货	12,100	14,083	15,529	16,631	17,806
其他流动资产	2,128	1,841	1,604	1,448	1,284
流动资产合计	38,596	42,567	44,706	47,643	50,747
其他权益工具	6	6	6	6	6
长期股权投资	12,086	12,832	12,832	12,832	12,832
固定资产	46,087	47,462	45,604	43,884	42,210
在建工程	3,790	3,608	4,806	5,705	6,378
无形资产	1,935	2,939	3,182	3,413	3,632
商誉	222	222	222	222	222
其他非流动资产	1,675	759	1,140	1,140	1,140
非流动资产合计	66,953	69,398	69,729	69,637	69,336
总负债	72,609	79,307	78,970	78,318	76,940
短期借款	33,779	37,876	33,482	28,699	23,071
应付账款	10,011	9,768	10,772	11,536	12,351
应付票据	441	815	899	963	1,031
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	181	6,624	8,527	9,782	11,099
流动负债合计	52,373	56,952	54,616	51,964	48,585
长期借款	15,996	16,107	18,107	20,107	22,107
应付债券	2,612	4,062	4,062	4,062	4,062
其他非流动负债	208	239	239	239	239
非流动负债合计	20,235	22,354	24,354	26,354	28,354
股东权益	32,940	32,658	35,465	38,962	43,144
股本	3,666	3,666	3,666	3,666	3,666
公积金	9,917	9,952	10,216	10,547	10,944
未分配利润	13,624	11,772	14,144	17,123	20,700
归属母公司权益	25,897	25,447	28,083	31,393	35,368
少数股东权益	7,043	7,211	7,382	7,570	7,776

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.18%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
管理费用率	0.84%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%
财务费用率	1.65%	1.83%	1.33%	1.25%	1.11%
研发费用率	0.53%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%
所得税率	8%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.12	0.74	2.35	2.75	2.93
每股净资产	7.06	6.94	7.66	8.56	9.65
每股销售收入	35.18	41.47	46.66	50.09	53.68

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	9	-	12	10	8
PB	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	17.6	9.4	8.3	7.4
股息率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE