

# 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

评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)  
S0350521080004  
liyl03@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)  
S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)  
S0350121080058  
tangyj03@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对沪深300表现

2023/04/21

表现	1M	3M	12M
恒逸石化	13.8%	15.0%	8.4%
沪深300	1.3%	-3.6%	0.9%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	152050	162896	176351	192046
增长率(%)	17	7	8	9
归母净利润 (百万元)	-1080	2011	2960	3493
增长率(%)	-132	286	47	18
摊薄每股收益 (元)	-0.29	0.55	0.81	0.95
ROE(%)	-4	7	10	10
P/E	—	15.50	10.53	8.92
P/B	1.01	1.16	1.05	0.94
P/S	0.17	0.19	0.18	0.16
EV/EBITDA	14.98	9.25	7.87	6.57

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

## 相关报告

《——恒逸石化 (000703) 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

《恒逸石化 (000703) 2022年中报点评: 炼油业务盈利高增, 看好长丝景气修复 (买入) \*炼化及贸易\*董伯骏, 李永磊》——2022-08-23

《恒逸石化 (000703) 年报点评: 公司业绩稳步增长, 看好文莱炼厂盈利提升 (买入) \*化学纤维\*董伯骏, 李永磊》——2022-04-26

**事件：**2023年4月20日，恒逸石化发布2022年年报，2022年公司实现营业收入1520.50亿元，同比上升17.26%；实现归母净利润-10.80亿元，同比下滑131.96%；加权平均净资产收益率为-4.31%，同比减少17.76个百分点。销售毛利率2.32%，同比减少3.39个百分点；销售净利率-0.61%，同比减少3.68个百分点。

其中，2022年Q4实现营收287.34亿元，同比下滑11.01%，环比下滑33.96%；实现归母净利润-23.97亿元，同比下滑836.89%，环比下滑281.95%。销售毛利率-4.02%，同比下降6.70个百分点，环比下降4.31个百分点；销售净利率-10.85%，同比下降11.91个百分点，环比下降9.83个百分点。

**点评：**

## 油品量价齐升助营收高增，价差收窄致业绩承压

2022年，公司实现营业收入1520.50亿元，同比上升17.26%，营收高速增长主要受益于高原油价格背景下，公司炼油产品量价齐升。2022年，公司炼油产品实现销量639.12万吨，同比+8.37%，单价达6498.21元/吨，同比+59.15%。然而受下游终端需求疲软影响，公司产品价格上涨幅度弱于原料成本上涨幅度，产品价差同比上年大幅收窄，造成公司盈利承受较大压力，其中2022年实现归母净利润-10.80亿元，同比下滑131.96%。分业务板块来看，2022年公司炼油产品实现营收415.31亿元，同比+72.46%，毛利率达5.92%，同比上升2.31个百分点；化工产品实现营收85.99亿元，同比+88.86%，毛利率达2.59%，同比下降19.99个百分点；PTA产品实现营收89.67亿元，同比+40.35%，毛利率为-1.36%，同比下降5.97个百分点；涤纶丝产品实现营收411.23亿元，同比-0.52%，毛利率达1.31%，同比下降8.11个百分点。

期间费用方面，2022年公司销售/管理/财务费用率分别0.16%/1.15%/1.83%，同比-0.01/-0.22/+0.18 pct，期间费用控制良好。2022年，公司经营活动产生的现金流量净额达27.06亿元，同比减少64.96%，主要系2022年国际地缘政治和国内需求萎缩等多种因素影响下，公司经营效益较上年同期明显下滑。

## 打造“涤纶+锦纶”双龙头，看好涤纶长丝景气逐步修复

公司是国内聚酯龙头企业，截至报告期末，公司参控股聚合产能达1076.5万吨/年，其中聚酯瓶片（含RPET）产能270万吨/年；聚酯纤维产能包括长丝644.5万吨/年、短纤88万吨/年、聚酯切片74万吨/年，参控股聚合产能位列全球第一。同时，公司积极推进广西年产120万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化项目，争取在国内同行中打造独有的“涤纶+锦纶”双“纶”驱动模式。2022年，受原料价格高涨，以及下游需求弱势影响，涤纶长丝盈利下滑。随着疫情防控全面放开以及保交楼等政策推出，将有效推动服装及家纺需求提升，并带动上游长丝景气逐步修复。据Wind，2023年一季度，POY价差达1279元/吨，环比+13.93%；FDY价差达1778元/吨，环比+7.54%，随着经济逐步修复，我们看好涤纶长丝景气逐步上行。

## 东南亚汽油裂解价差修复，文莱二期有序推进

2022年上半年，在原油价格暴涨、成品油供应收缩以及东南亚经济复苏带来的需求增加等多重因素的影响下，新加坡成品油裂解价差一路上扬，但下半年以来，在需求疲软、价格波动等多重压力下，成品油价差大幅回落，也带动公司下半年盈利下行。进入2023年，东南亚汽油价差环比改善明显，据Wind，2023年一季度新加坡汽油裂解平均价差达16.1美元/桶，环比+474.76%，柴油裂解价差仍维持在22.7美元/桶，随着成品油裂解价差的修复，公司文莱炼化项目盈利有望得到修复。同时，公司积极推进文莱二期项目，目前项目已获得文莱政府的初步审批函，资金出境尚需中国国家相关部门批准，根据项目规划，目前正在有序开展围堤吹填施工等工作。随着文莱二期的逐步落地，公司将进一步提高市占率，增厚公司利润；同时，新增的“烯烃-聚烯烃”产业链，有利于公司进一步完善产业链一体化和规模化优势，增强公司持续盈利能力和抗风险能力。

## 大额回购彰显公司信心，定增优化公司资本结构

报告期内，公司实施了第三期股份回购计划，截至2023年3月31日，公司累计回购（第三期）股份数1.22亿股，占公司总股本的3.34%，支付的总金额约为9亿元，加上第一期和第二期回购5.1亿元和6.24亿元，截至2022年底，恒逸石化累计回购金额已高达约20.34亿元，彰显公司对未来发展的信心。同时，公司拟向控股股东恒逸集团非公开发行不超过2.51亿股，预计募资总额不超过15亿元。通过此次非公开发行，将有效补充公司营运资金，优化公司资本结构，降低公司资产负债率，增强公司资金实力；同时，也彰显了控股股东对公司未来发展前景和价值的信心。

图表：主要产品价格价差情况

产品价差	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
汽油 (美元/桶)	11.1	10.1	10.6	14.0	27.6	32.3	3.3	2.8	16.1
柴油 (美元/桶)	8.7	5.5	4.2	10.0	29.6	40.8	25.5	32.5	22.7
PX (元/吨)	2175	2469	2825	2442	2541	3194	3072	2866	3220
POY (元/吨)	1561	1694	1385	1757	1392	913	1211	1123	1279

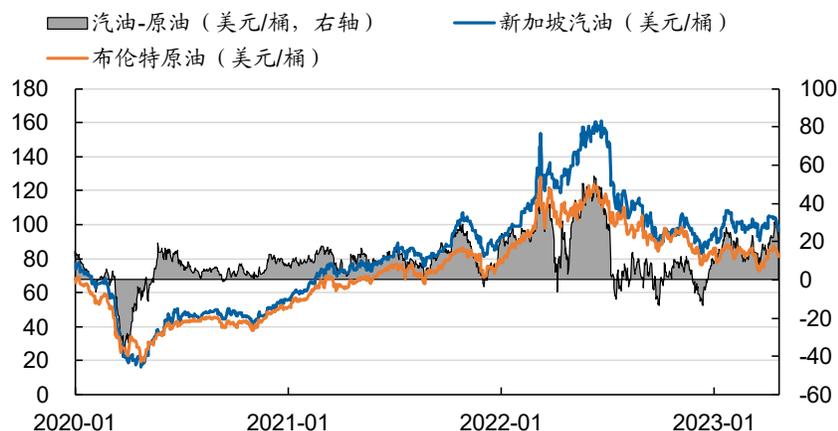
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：恒逸石化分产品经营数据

产品/项目		2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2022	2021	2022H2同比	2022H2环比
炼油产品	营业收入 (亿元)	203.82	211.49	137.08	103.73	415.31	240.82	48.69%	-3.63%
	毛利润 (亿元)	-3.74	28.34	4.34	4.36	24.60	8.70	-186.08%	-113.18%
	销售毛利率	-1.83%	13.40%	3.16%	4.21%	5.92%	3.61%	-4.99%	-15.23%
化工产品	营业收入 (亿元)	41.66	44.33	25.17	20.36	85.99	45.53	65.51%	-6.03%
	毛利润 (亿元)	-2.69	4.92	5.57	4.71	2.23	10.28	-148.28%	-154.69%
	销售毛利率	-6.46%	11.09%	22.12%	23.14%	2.59%	22.58%	-28.58%	-17.55%
PTA	营业收入 (亿元)	49.32	40.35	41.64	22.25	89.67	63.89	18.43%	22.22%
	毛利润 (亿元)	-1.89	0.67	2.22	0.72	-1.22	2.94	-185.26%	-380.59%
	销售毛利率	-3.84%	1.67%	5.33%	3.25%	-1.36%	4.61%	-9.17%	-5.51%
PIA	营业收入 (亿元)	0.00	1.72	3.98	6.73	1.73	10.71	-99.97%	-99.94%
	毛利润 (亿元)	-0.79	0.46	0.51	2.17	-0.33	2.67	-255.78%	-272.71%
	销售毛利率	—	26.67%	12.79%	32.16%	-19.38%	24.96%	—	—
化纤产品	营业收入 (亿元)	244.25	218.92	246.09	205.19	463.17	451.28	-0.75%	11.57%
	毛利润 (亿元)	-2.59	9.45	10.72	30.88	6.87	41.59	-124.14%	-127.37%
	销售毛利率	-1.06%	4.32%	4.35%	15.05%	1.48%	9.22%	-5.41%	-5.38%
营业收入 (亿元)		722.46	798.05	680.57	609.23	1520.50	1289.80	6.15%	-9.47%
毛利润 (亿元)		-10.30	45.64	29.01	44.71	35.35	73.72	-135.49%	-122.56%
销售毛利率		-1.43%	5.72%	4.26%	7.34%	2.32%	5.72%	-5.69%	-7.14%
净利润 (亿元)		-35.61	26.36	13.11	26.47	-9.24	39.58	-371.61%	-235.06%
销售净利率		-4.93%	3.30%	1.93%	4.35%	-0.61%	3.07%	-6.86%	-8.23%

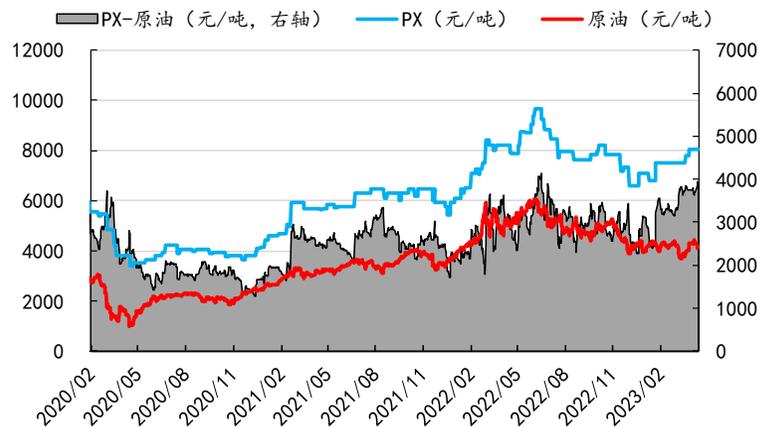
资料来源：wind, 公司公告, 国海证券研究所

图表：新加坡汽油价格价差情况



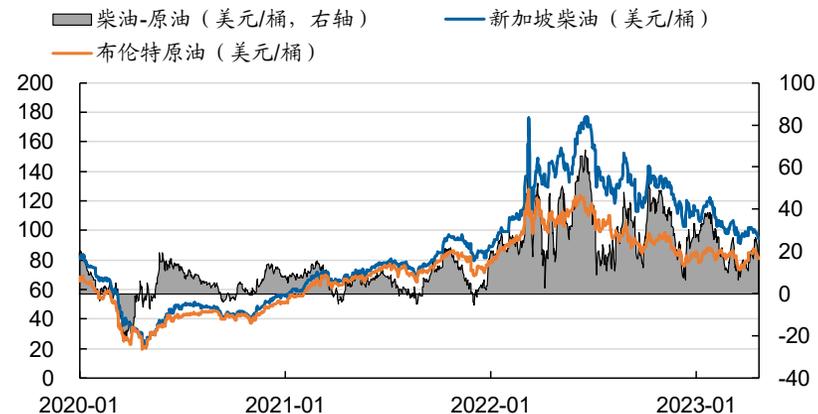
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PX价格价差情况



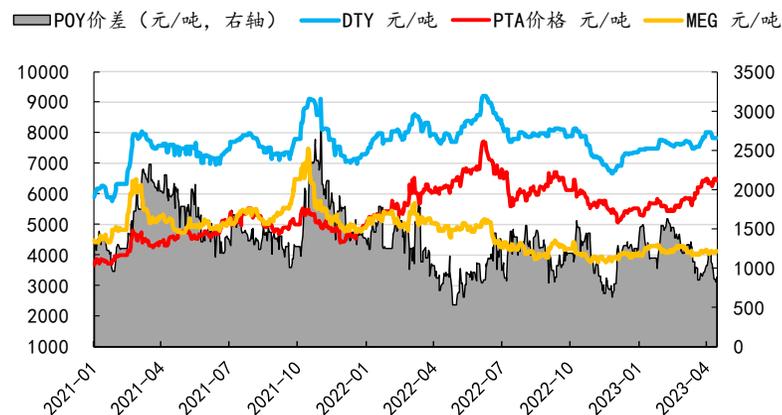
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：新加坡柴油价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：POY价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

- 盈利预测和投资评级：综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为20.11、29.60、34.93亿元，对应PE分别16、11、9倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策落地情况、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、原油价格大幅震荡。

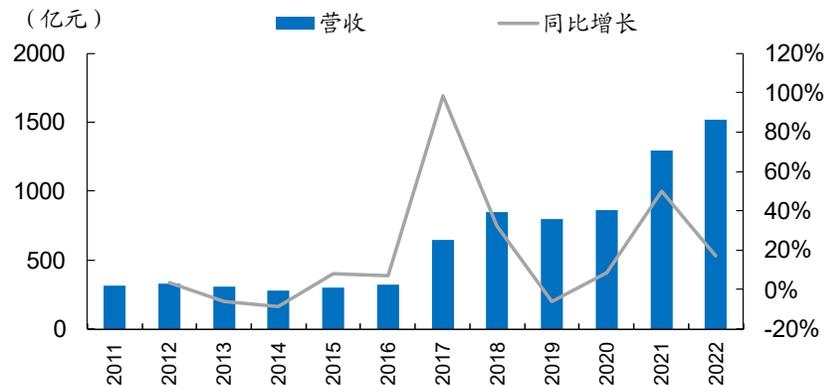
图表：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	152,050.27	162,896.48	176,350.64	192,045.85
增长率(%)	17.26	7.13	8.26	8.90
归母净利润（百万元）	-1,079.55	2,011.11	2,959.78	3,492.61
增长率(%)	-131.96	286.29	47.17	18.00
摊薄每股收益（元）	-0.29	0.55	0.81	0.95
ROE(%)	-4.24	7.49	9.93	10.49
P/E	—	15.50	10.53	8.92
P/B	1.01	1.16	1.05	0.94
P/S	0.17	0.19	0.18	0.16
EV/EBITDA	14.98	9.25	7.87	6.57

资料来源：wind，国海证券研究所

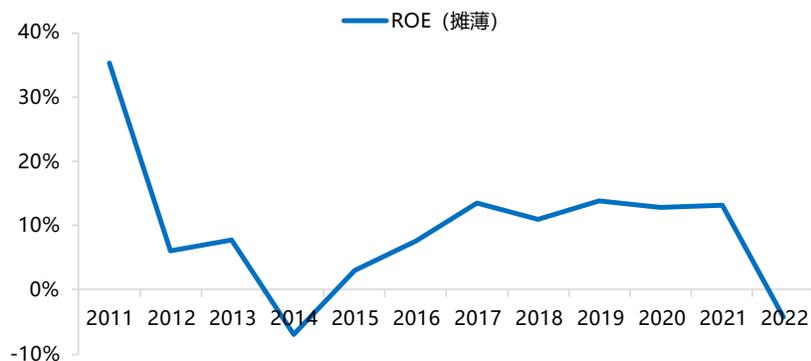
# 2022年营收同比上升17.26%

图表：2022年营收同比上升17.26%



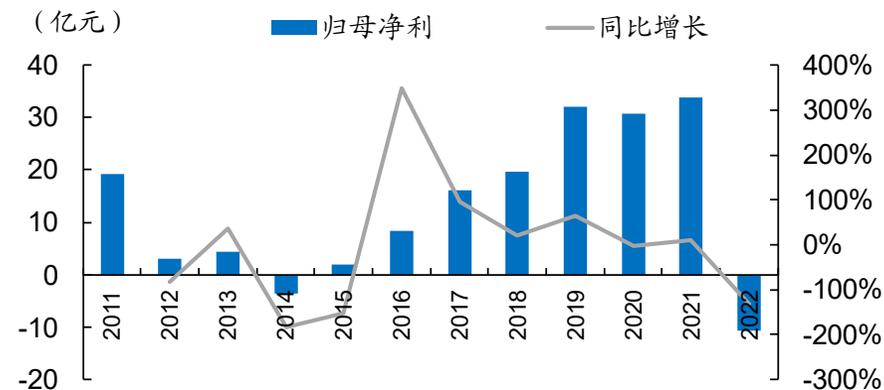
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年净资产收益率下滑



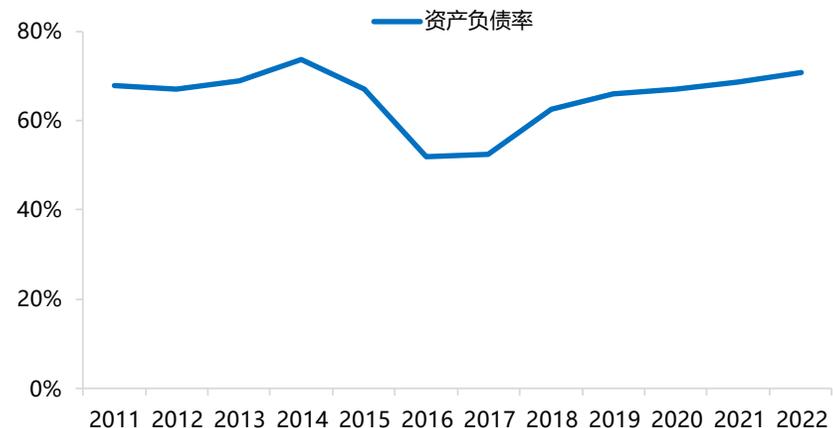
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润同比下滑131.96%



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年资产负债率上升



资料来源：wind，国海证券研究所

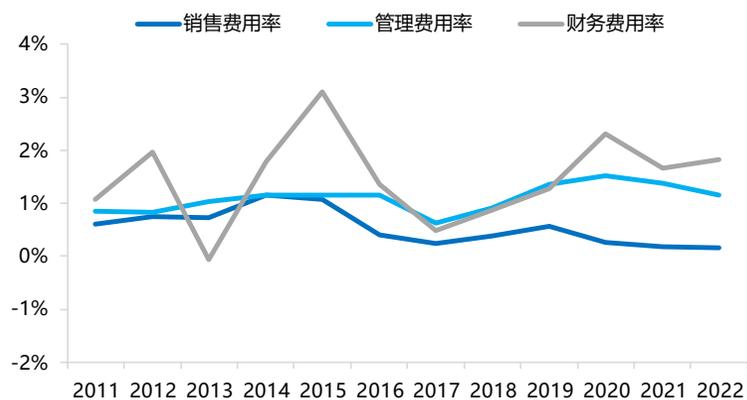
# 2022年期间费用率下滑

图表：2022年资产周转率为139.81%



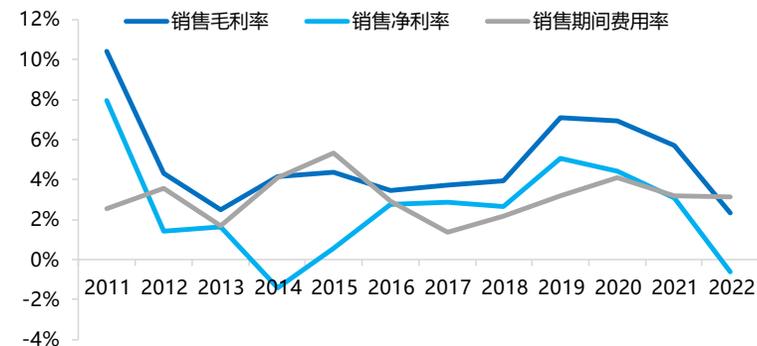
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年销售和管理费用率下滑



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年毛利率为2.32%



资料来源：wind，国海证券研究所

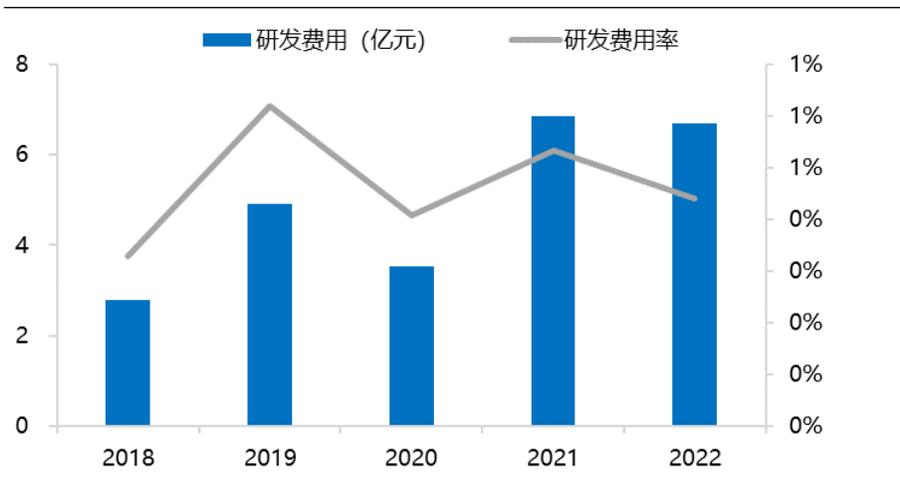
图表：2022年经营活动现金流净额27.06亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

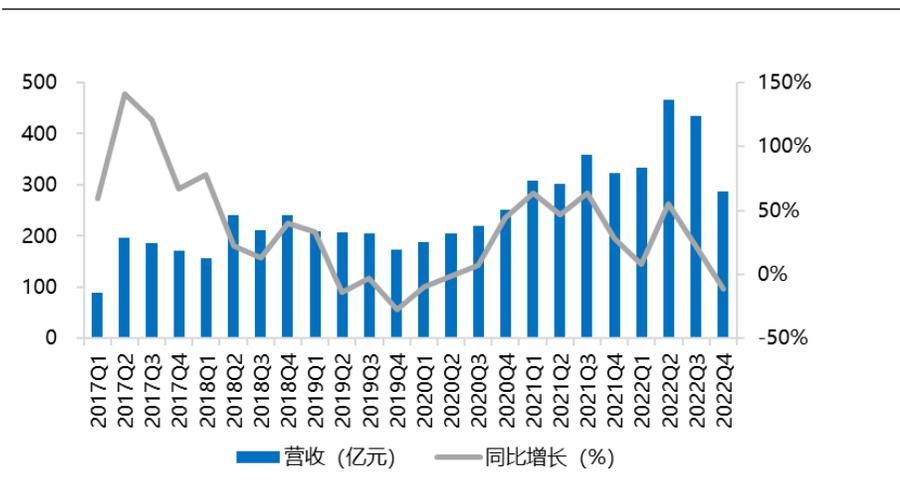
# 2022Q4营收同比下滑33.96%

图表：2022年研发费用达6.69亿元



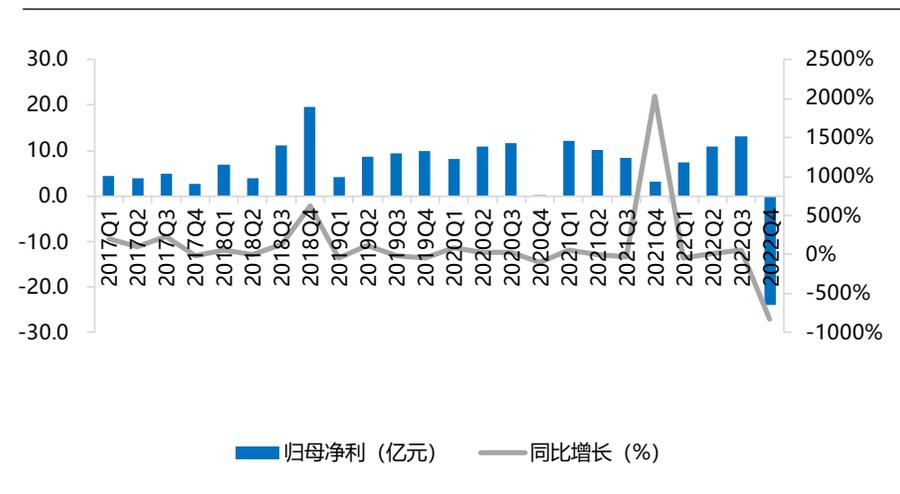
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4营收同比下滑33.96%



资料来源：wind，国海证券研究所

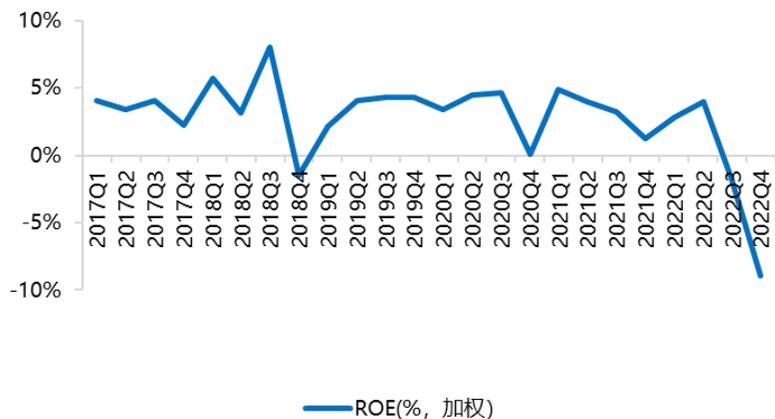
图表：2022Q4归母净利润同比下滑836.89%



资料来源：wind，国海证券研究所

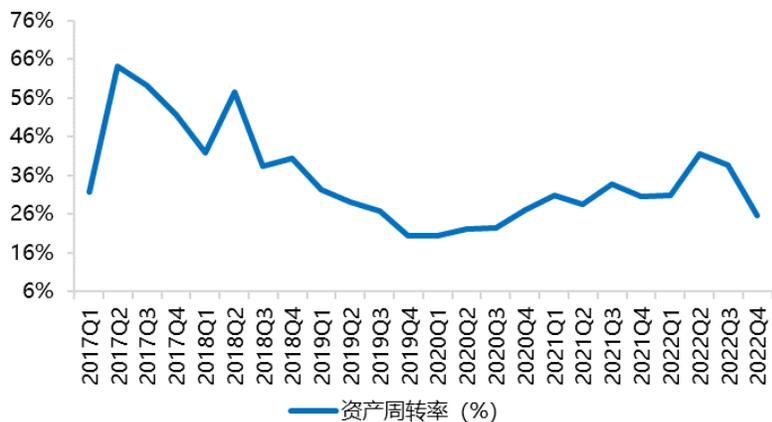
# 2022Q4资产负债率上升

图表：季度净资产收益率



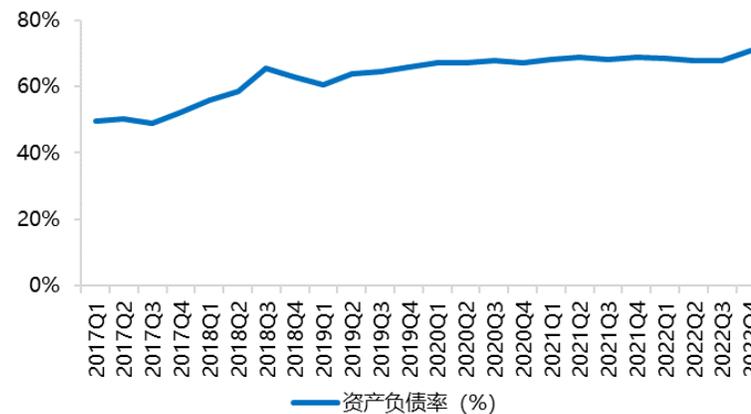
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



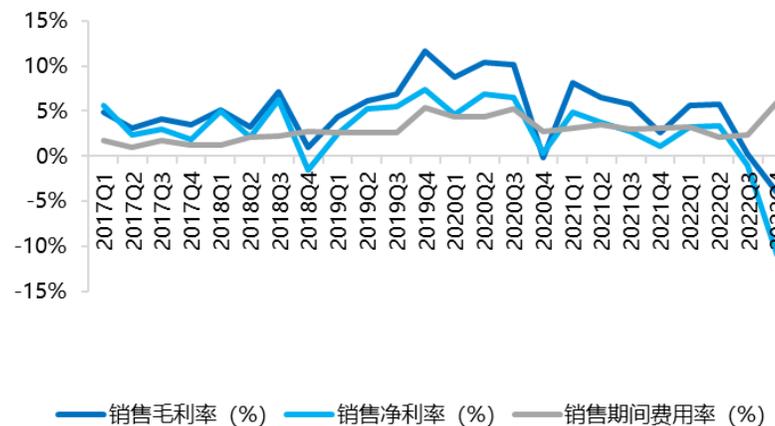
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

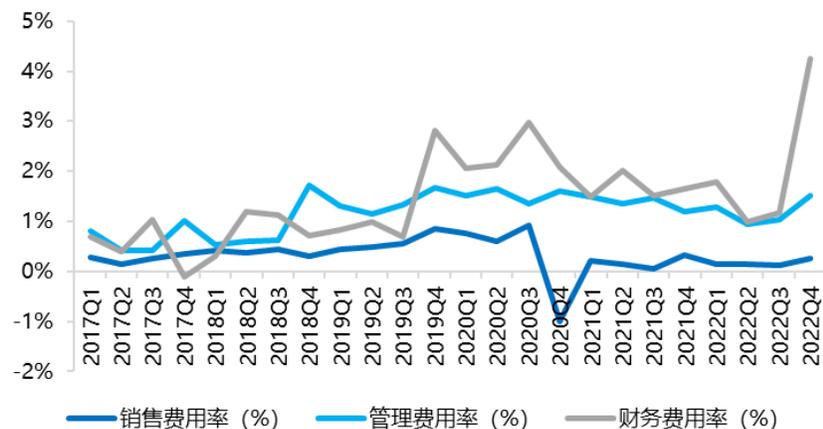
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

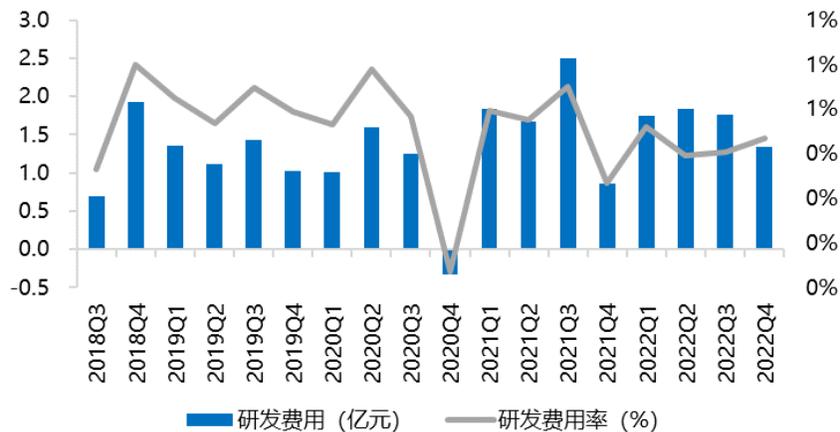
# 2022Q4经营活动现金流净额同环比提升

图表：季度期间费用率



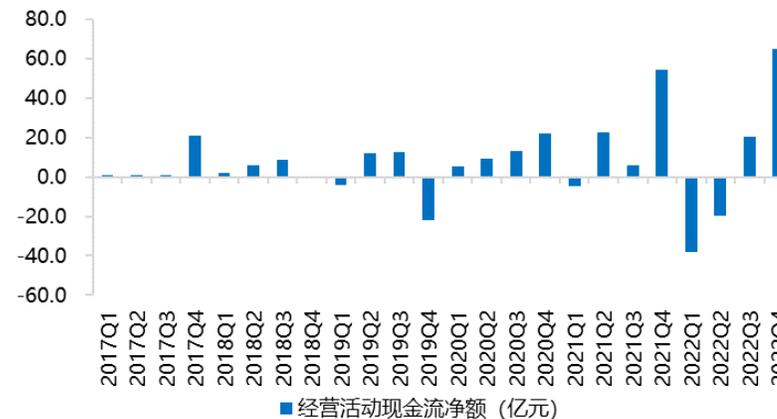
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4研发费用率上升



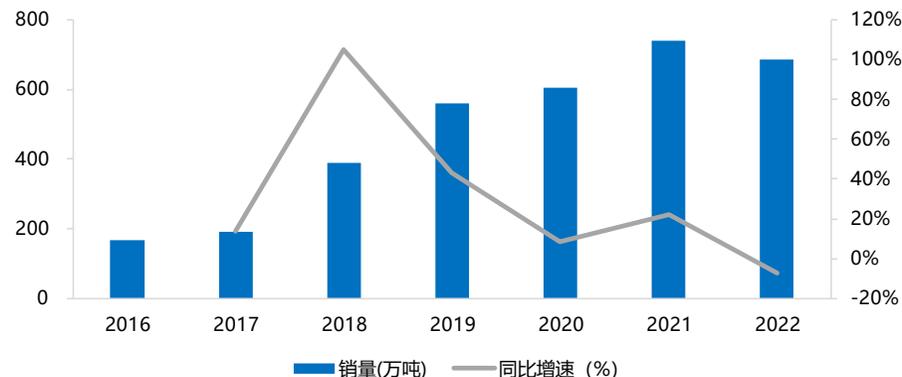
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4经营活动现金流净额64.80亿元



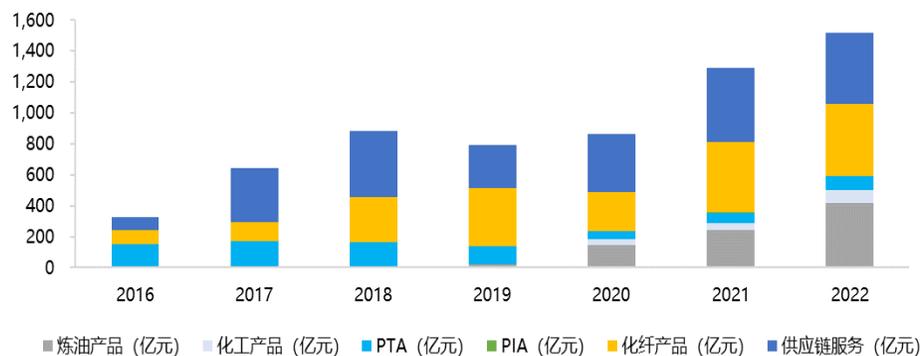
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年聚酯产品销量下降7.52%



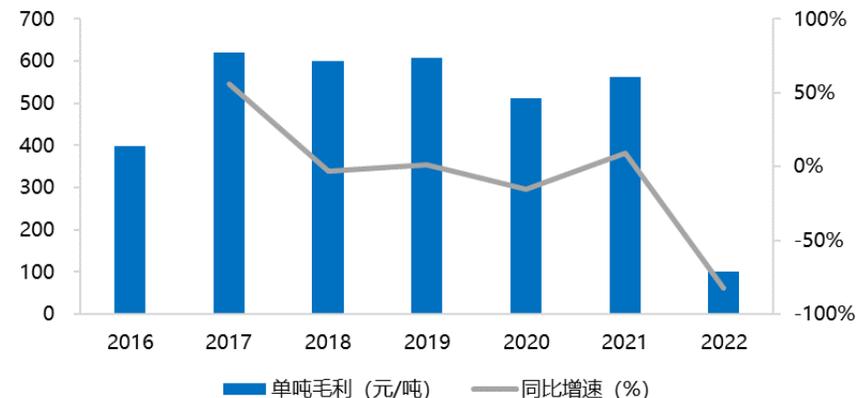
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



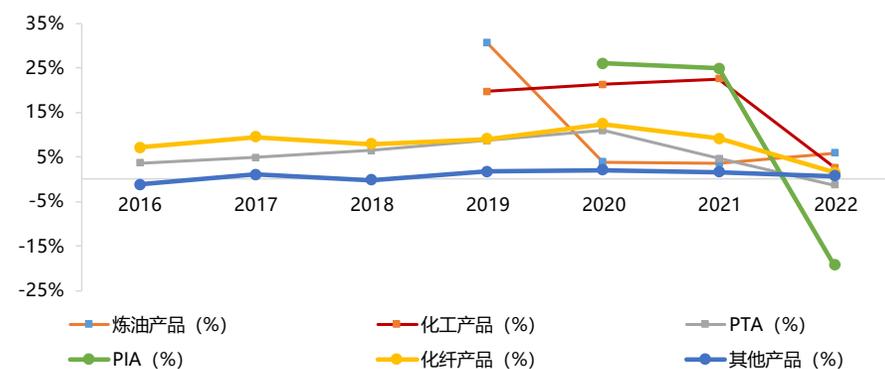
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年聚酯产品单吨毛利下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



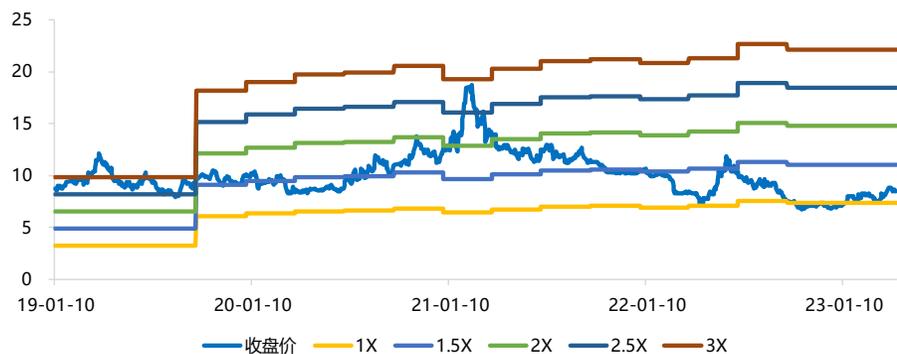
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：收盘价及PE (TTM)



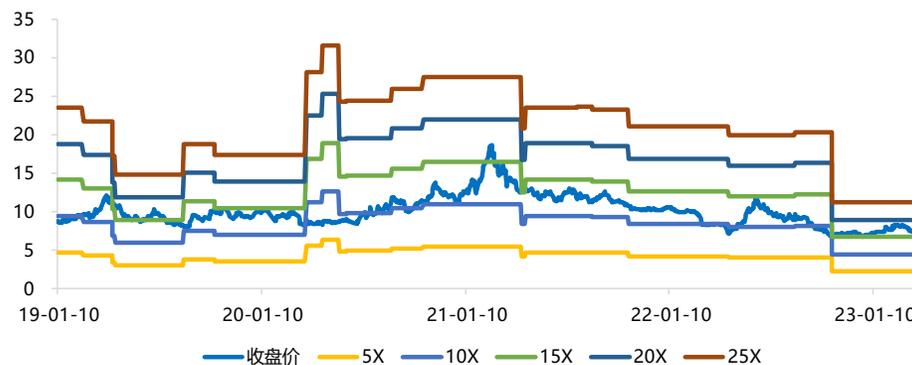
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

# 恒逸石化盈利预测表

证券代码： 000703

股价： 8.50

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230421

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					每股指标与估值				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	17609	25560	25084	36458	营业收入	152050	162896	176351	192046	每股指标				
应收款项	7104	6983	8307	8327	营业成本	148516	155857	167663	182417	EPS	-0.30	0.55	0.81	0.95
存货净额	14083	13624	16182	16247	营业税金及附加	226	326	353	384	BVPS	6.94	7.32	8.13	9.08
其他流动资产	3769	4782	6201	3290	销售费用	247	489	529	576	估值				
<b>流动资产合计</b>	<b>42567</b>	<b>50950</b>	<b>55775</b>	<b>64321</b>	管理费用	1085	1303	1323	1536	P/E	—	15.5	10.5	8.9
固定资产	47466	49981	52070	54388	财务费用	2788	1754	1766	1938	P/B	1.0	1.2	1.0	0.9
在建工程	3752	4039	4312	4572	其他费用/(-收入)	669	814	882	960	P/S	0.2	0.2	0.2	0.2
无形资产及其他	5348	5602	6216	6846	营业利润	-1104	3149	4516	5330	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	12832	13832	14432	15032	营业外净收支	-5	1	1	1	盈利能力				
<b>资产总计</b>	<b>111965</b>	<b>124404</b>	<b>132806</b>	<b>145159</b>	利润总额	-1109	3150	4517	5331	ROE	-4%	7%	10%	10%
短期借款	37876	43572	49269	54432	所得税费用	-185	504	723	853	毛利率	2%	4%	5%	5%
应付款项	10584	13228	12387	15152	净利润	-924	2646	3795	4478	期间费率	3%	2%	2%	2%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	155	635	835	985	销售净利率	-1%	1%	2%	2%
其他流动负债	8493	10563	10313	10261	归属于母公司净利润	-1080	2011	2960	3493	成长能力				
<b>流动负债合计</b>	<b>56952</b>	<b>67363</b>	<b>71970</b>	<b>79845</b>	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	17%	7%	8%	9%
长期借款及应付债券	20169	20169	20169	20169	经营活动现金流	2706	11698	3069	15832	利润增长率	-132%	286%	47%	18%
其他长期负债	2186	2186	2186	2186	净利润	-1080	2011	2960	3493	营运能力				
<b>长期负债合计</b>	<b>22354</b>	<b>22354</b>	<b>22354</b>	<b>22354</b>	少数股东权益	155	635	835	985	总资产周转率	1.36	1.31	1.33	1.32
<b>负债合计</b>	<b>79307</b>	<b>89717</b>	<b>94324</b>	<b>102199</b>	折旧摊销	3285	2977	3899	4121	应收账款周转率	22.17	24.25	22.10	23.93
股本	3666	3666	3666	3666	公允价值变动	211	0	0	0	存货周转率	10.80	11.96	10.90	11.82
股东权益	32658	34687	38482	42959	营运资金变动	-1915	4281	-6391	5539	偿债能力				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>111965</b>	<b>124404</b>	<b>132806</b>	<b>145159</b>	投资活动现金流	-2126	-6726	-6969	-7187	资产负债率	71%	72%	71%	70%
					资本支出	-2941	-6052	-6898	-7355	流动比	0.75	0.76	0.77	0.81
					长期投资	-167	-1000	-600	-600	速动比	0.44	0.50	0.50	0.56
					其他	981	326	529	768					
					筹资活动现金流	1673	2979	3425	2729					
					债务融资	2324	5697	5697	5163					
					权益融资	3030	0	0	0					
					其它	-3681	-2718	-2272	-2435					
					现金净增加额	2689	7950	-476	11373					

## 化工小组介绍

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

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

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，化工行业研究助理。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

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

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

## 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。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597