

投资评级 优于大市 维持

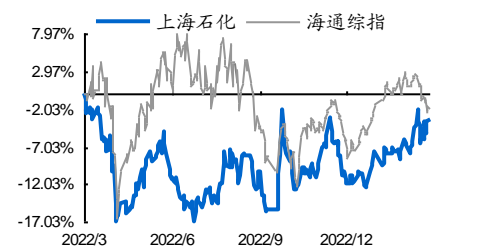
2022 年盈利承压，2023 年稳中求进

股票数据

03月22日收盘价(元)	3.37
52周股价波动(元)	2.90-3.70
总股本/流通A股(百万股)	10799/7329
总市值/流通市值(百万元)	36394/36394

相关研究

《检修影响三季度盈利》2022.10.27
 《2021年成品油盈利改善，“十四五”积极转型升级》2022.03.24

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.8	3.7	8.0
相对涨幅(%)	4.4	8.1	3.8

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。**公司发布 2022 年报，2022 年实现营业收入 825.18 亿元，同比下降 7.57%；实现归母净利润-28.72 亿元，同比下降 243.57%。其中，4Q22 单季实现归母净利润-8.69 亿元，环比减亏。我们认为 2022 年公司盈利下滑主要由于原料价格提升、下游需求疲软，以及装置事故等。
- 2022 年原油加工量下降，多数产品产销量下滑。**受市场需求及装置事故影响，2022 年，公司累计加工原油 1044.53 万吨（其中来料加工 37.83 万吨），同比下降 24.11%。除对二甲苯外，公司多数产品产销量下滑，2022 年对二甲苯产销量分别为 58.59/58.54 万吨，分别同比增长 18.05%/25.82%；成品油产销量分别为 590.80/573.92 万吨，分别同比下滑 25.86%/26.22%；乙烯产量 59.81 万吨，同比下滑 16.09%。
- 原料价格提升、下游需求疲软，2022 年公司主要业务板块盈利均出现下滑。**2022 年，国际油价高位，公司全年原油加工成本 4682.5 元/吨，同比上涨 1450.21 元/吨（+44.87%）。油价高位，而下游需求疲软，产品涨价幅度有限，2022 年公司产生营业亏损 38.43 亿元，同比减少 52.76 亿元；其中，化工板块亏损较大，中间石化产品、树脂及塑料、合成纤维板块营业亏损分别为 14.57、12.53、10.15 亿元，分别同比减少 8.22、13.05、1.61 亿元；油品板块微利，石油产品营业利润 0.01 亿元，同比减少 29.66 亿元。
- 转型发展稳步推进。**公司加快重点项目建设，2.4 万吨/年原丝、1.2 万吨/年 48K 大丝束碳纤维项目国产线成功投产，25 万吨/年热塑性弹性体项目稳步推进。此外，推进光伏等新能源项目建设，氢燃料电池供氢中心项目二阶段中交，首座兆瓦级光伏电站项目施工完成。
- 2023 年稳中求进。**2023 年，公司坚持稳字当头、稳中求进，全年计划加工原油总量 1360 万吨，计划生产成品油 800.1 万吨、乙烯 75.6 万吨、对二甲苯 68.0 万吨、合成树脂新产品及专用料 69.87 万吨。同时，加快关键核心技术攻关和重点项目建设，全年计划资本支出 37 亿元，年内实现 48K 大丝束一期商业化运行，启动二期装置建设，建成百吨级高性能碳纤维试验装置、航空复材中试装置，加快 25 万吨/年热塑性弹性体项目建设。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 8.9 亿元、15.4 亿元和 21.8 亿元，EPS 分别为 0.08、0.14、0.20 元，2023 年 BPS 为 2.47 元，参考可比公司估值水平，给予其 2023 年 1.4-1.5 倍 PB，对应合理价值区间 3.46-3.71 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**原油价格大幅波动、成品油盈利下降、石化产品价格收窄等。

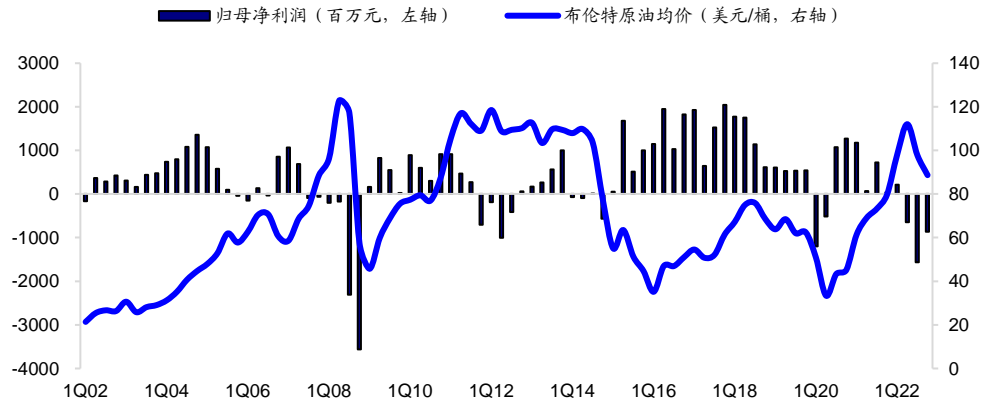
主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	89280	82518	86644	88377	90145
(+/-)YoY(%)	19.5%	-7.6%	5.0%	2.0%	2.0%
净利润(百万元)	2001	-2872	888	1542	2181
(+/-)YoY(%)	218.5%	-243.6%	130.9%	73.6%	41.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	-0.27	0.08	0.14	0.20
毛利率(%)	19.7%	10.9%	15.9%	16.6%	17.4%
净资产收益率(%)	6.6%	-10.9%	3.3%	5.6%	7.4%

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

图 1 上海石化单季度归母净利润与油价



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 上海石化 2022 年主要产品产销量 (万吨)

主要产品	产量						销量					
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022 年	2022 年 同比	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022 年	2022 年 同比
石油产品												
柴油	90.66	40.46	24.34	96.56	252.02	-25.61%	88.64	43.71	23.24	96.25	251.84	-25.51%
汽油	90.09	54.74	35.31	76.94	257.08	-24.31%	89.70	53.53	36.79	75.82	255.84	-24.80%
航空煤油	25.56	13.82	12.99	29.33	81.70	-31.03%	17.79	12.29	11.98	24.18	66.24	-33.48%
中间石化产品												
对二甲苯	17.33	14.51	9.01	17.74	58.59	18.05%	17.22	14.04	9.85	17.43	58.54	25.82%
苯	9.43	7.54	3.79	9.56	30.32	-1.14%	8.56	7.80	3.81	9.53	29.70	-0.97%
乙二醇	2.92	3.17	0.04	3.44	9.57	-36.50%	1.58	2.13	0.26	2.27	6.24	50.72%
环氧乙烷	10.56	5.34	0.00	3.77	19.67	-41.39%	10.40	5.21	0.00	3.62	19.23	-41.34%
乙烯	20.00	15.35	6.10	18.36	59.81	-16.09%	-	-	-	-	-	-
树脂及塑料												
聚乙烯	12.63	9.74	5.18	11.57	39.12	-21.16%	11.35	10.04	5.50	11.39	38.28	-22.87%
聚丙烯	11.78	10.45	5.64	11.83	39.70	-12.92%	10.72	10.00	5.38	10.97	37.07	-12.28%
聚酯切片	3.77	3.09	0.34	3.55	10.75	-68.70%	3.79	3.12	0.24	3.74	10.89	-63.99%
合成纤维												
腈纶	0.60	0.41	0.30	0.65	1.96	-72.39%	0.63	0.43	0.35	0.65	2.06	-71.86%

资料来源: 上海石化 2022Q1-2022Q4 经营数据公告, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E
600028.SH	中国石化	6400	0.59	0.58	0.59	9.56	9.72	9.56	0.82
600346.SH	恒力石化	1131	2.21	0.93	1.76	7.27	17.28	9.13	1.62
002493.SZ	荣盛石化	1178	1.27	0.58	1.05	9.16	20.05	11.08	1.82
000703.SZ	恒逸石化	276	0.93	0.32	0.86	8.09	23.50	8.74	0.92
	平均		1.25	0.60	1.07	8.52	17.64	9.63	1.29

注: 收盘价为 2023 年 3 月 22 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

盈利预测主要假设:

(1) 由于 2022 年受到装置检修影响, 公司原油加工量原油 1044.53 万吨, 同比下降 24.11%。2023 年后假设原油加工量逐步恢复, 带动公司收入稳步增长。

(2) 假设随着下游需求逐步恢复, 2023 年后产品毛利率较 2022 年有所改善。

表 3 上海石化分业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
石油产品				
营业收入 (百万元)	51154	53712	54786	55882
营业成本 (百万元)	41092	40284	40541	40794
毛利率	19.67%	25.00%	26.00%	27.00%
石油化工产品贸易				
营业收入 (百万元)	12017	12617	12870	13127
营业成本 (百万元)	11910	12504	12754	13009
毛利率	0.88%	0.90%	0.90%	0.90%
中间石化产品				
营业收入 (百万元)	10576	11105	11327	11553
营业成本 (百万元)	10831	10772	10874	10976
毛利率	-2.42%	3.00%	4.00%	5.00%
树脂及塑料				
营业收入 (百万元)	7345	7712	7867	8024
营业成本 (百万元)	7914	7635	7788	7944
毛利率	-7.75%	1.00%	1.00%	1.00%
合成纤维				
营业收入 (百万元)	414	435	443	452
营业成本 (百万元)	832	652	665	678
毛利率	-100.99%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
其他				
营业收入 (百万元)	1013	1064	1085	1107
营业成本 (百万元)	938	1042	1063	1085
毛利率	7.42%	2.00%	2.00%	2.00%
合计				
营业收入 (百万元)	82518	86644	88377	90145
营业成本 (百万元)	73518	72889	73685	74485
毛利率	10.91%	15.88%	16.62%	17.37%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 原油价格大幅波动、成品油盈利下降、石化产品价差收窄等。

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	82518	86644	88377	90145
每股收益	-0.27	0.08	0.14	0.20	营业成本	73518	72889	73685	74485
每股净资产	2.43	2.47	2.57	2.73	毛利率%	10.9%	15.9%	16.6%	17.4%
每股经营现金流	-0.69	0.10	0.17	0.22	营业税金及附加	9789	10397	10605	10817
每股股利	0.00	0.05	0.05	0.05	营业税金率%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
价值评估 (倍)					营业费用	283	295	300	306
P/E	-12.67	40.96	23.60	16.69	营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	1.39	1.36	1.31	1.23	管理费用	1796	1889	1927	1965
P/S	0.44	0.42	0.41	0.40	管理费用率%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
EV/EBITDA	-25.62	17.89	13.68	10.82	EBIT	-2998	1036	1718	2427
股息率%	0.0%	1.5%	1.5%	1.5%	财务费用	-459	-400	-400	-400
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
毛利率	10.9%	15.9%	16.6%	17.4%	资产减值损失	-812	-300	-200	-150
净利润率	-3.5%	1.0%	1.7%	2.4%	投资收益	-192	87	177	270
净资产收益率	-10.9%	3.3%	5.6%	7.4%	营业利润	-3527	1256	2129	2982
资产回报率	-7.0%	2.0%	3.4%	4.6%	营业外收支	-73	-70	-70	-70
投资回报率	-8.3%	2.4%	3.7%	4.8%	利润总额	-3600	1186	2059	2912
盈利增长 (%)					EBITDA	-1246	2056	2738	3447
营业收入增长率	-7.6%	5.0%	2.0%	2.0%	所得税	-731	297	515	728
EBIT 增长率	-250.1%	134.6%	65.8%	41.2%	有效所得税率%	20.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-243.6%	130.9%	73.6%	41.4%	少数股东损益	4	1	2	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-2872	888	1542	2181
资产负债率	36.1%	38.6%	38.8%	37.2%					
流动比率	1.13	1.05	1.06	1.12	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.60	0.60	0.63	0.70	货币资金	3998	5000	6000	7000
现金比率	0.29	0.31	0.36	0.42	应收账款及应收票据	2512	2638	2691	2745
经营效率指标					存货	7294	7189	7066	6938
应收帐款周转天数	11.11	11.11	11.11	11.11	其它流动资产	1961	1970	1975	1980
存货周转天数	36.21	36.00	35.00	34.00	流动资产合计	15766	16797	17731	18662
总资产周转率	2.00	1.98	1.94	1.91	长期股权投资	3594	3594	3594	3594
固定资产周转率	6.77	6.67	6.60	6.65	固定资产	12196	12996	13396	13546
					在建工程	3748	4248	4748	5248
					无形资产	373	353	333	313
					非流动资产合计	25477	26857	27837	28567
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	41243	43654	45568	47229
净利润	-2872	888	1542	2181	短期借款	1550	4668	6356	7172
少数股东损益	4	1	2	3	应付票据及应付账款	9186	8028	7107	6164
非现金支出	2567	1320	1220	1170	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-865	-15	-105	-199	其它流动负债	3263	3287	3331	3376
营运资金变动	-6381	-1162	-812	-830	流动负债合计	13998	15984	16794	16711
经营活动现金流	-7497	1032	1847	2325	长期借款	700	700	700	700
资产	-2823	-2571	-2071	-1771	其它长期负债	173	173	173	173
投资	-147	0	0	0	非流动负债合计	873	873	873	873
其他	7360	-13	77	170	负债总计	14871	16857	17667	17584
投资活动现金流	4390	-2585	-1995	-1601	实收资本	10824	10799	10799	10799
债权募资	19485	3118	1688	816	归属于母公司所有者权益	26244	26668	27769	29510
股权募资	0	-25	0	0	少数股东权益	128	129	131	135
其他	-20776	-540	-540	-540	负债和所有者权益合计	41243	43654	45568	47229
融资活动现金流	-1291	2554	1148	276					
现金净流量	-4223	1002	1000	1000					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 22 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,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,兴化股份,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,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

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;	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。
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。	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。