

投资评级 优于大市 维持

2021年成品油盈利改善，“十四五”积极转型升级

股票数据

03月23日收盘价(元)	3.64
52周股价波动(元)	3.18-5.12
总股本/流通A股(百万股)	10824/7329
总市值/流通市值(百万元)	39399/39399

相关研究

《检修影响二季度盈利》2021.08.26
 《1Q21 归母净利润同比大幅增长》
 2021.04.28

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.5	-9.2	-16.9
相对涨幅(%)	-1.1	1.3	-3.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

投资要点:

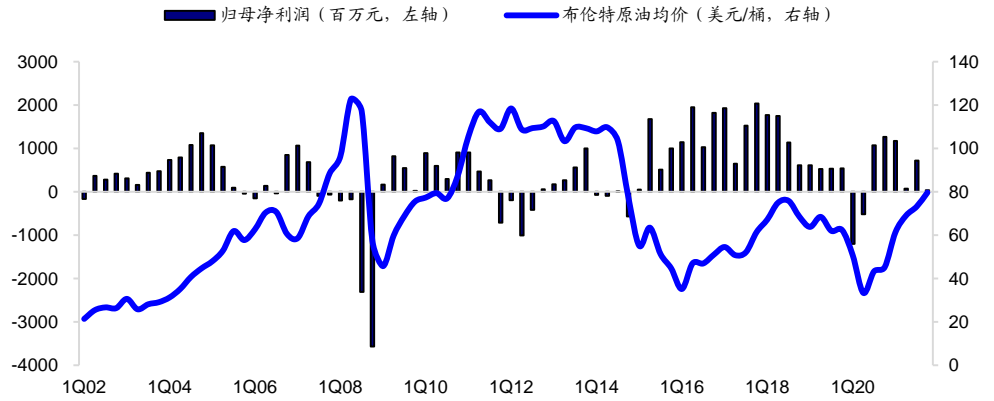
- **2021年归母净利润同比大幅改善。**2021年,公司实现营业收入892.80亿元,同比+19.51%;归母净利润20.01亿元,同比+218.50%;基本每股收益0.185元,加权平均净资产收益率6.73%,同比增加4.60个百分点。公司拟派发2021年度股利0.1元/股(含税)。
- **石油产品盈利复苏带动2021年盈利改善。**从产品结构看,2021年公司盈利改善主要来自于石油产品板块(汽柴煤),石油产品2021年实现营业利润29.67亿元,同比增加51.66亿元,我们认为油价回升、下游需求改善,推动石油产品板块盈利大幅改善。而中间石化产品(对二甲苯、苯、乙二醇、环氧乙烷等)、树脂及塑料(聚乙烯、聚丙烯、聚酯切片等)、合成纤维(腈纶、涤纶等)因为行业景气下行,以及计提资产减值等因素影响,板块营业利润同比分别减少12.17亿元、12.10亿元、4.90亿元。
- **资产减值影响4Q21盈利。**单季度看,公司4Q21实现归母净利润0.35亿元。公司四季度计提资产减值损失6.58亿元,主要由于部分生产装置经营效益不及预期,或已经停产,生产工艺落后。
- **调整产品结构,提高高附加值产品占比。**受2021年装置大修影响,公司全年加工原油1376.44万吨,同比-6.18%;生产成品油796.88万吨,同比-4.90%。其中,汽油产量提升,柴汽比1.00,同比降低0.22;高牌号汽油比例43.17%,同比增加8.19个百分点。此外,公司提高化工轻油收率0.75个百分点,增产催化丙烯6838吨、高压聚乙烯7493吨、环氧乙烷2.26万吨。
- **2022年计划。**2021年公司资本开支35.33亿元,同比+67.68%,其中2.4万吨/年原丝、1.2万吨/年48K大丝束碳纤维项目全年投资10亿元。2022年,公司计划资本支出35亿元,维持稳定;计划加工原油1365万吨,维持稳定;计划生产成品油757万吨(同比-5%)、乙烯82.52万吨(+16%)。
- **“十四五”期间积极转型升级,布局碳纤维、氢能等。**2021年,公司发布“十四五”发展规划纲要,明确“炼油向化工转、化工向材料转、材料向高端转、园区向生态转”的发展思路。公司1500吨/年PAN基碳纤维二阶段项目氧化炭化生产线5月份建成,氢燃料电池供氢中心(一阶段)12月底完成试装车,2.4万吨/年原丝、1.2万吨/年48K大丝束碳纤维项目,以及与巴陵石化合作建设的25万吨/年热塑性弹性体新材料项目等稳步推进。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2022~2024年归母净利润分别为21亿元、23亿元和24亿元,EPS分别为0.19、0.21、0.23元,2022年BPS为2.90元,参考可比公司估值水平,给予其2022年20-22倍PE,对应合理价值区间3.80-4.18元(对应2022年PB1.3-1.4倍),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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	74705	89280	99793	107950	115437
(+/-)YoY(%)	-25.6%	19.5%	11.8%	8.2%	6.9%
净利润(百万元)	628	2001	2076	2257	2446
(+/-)YoY(%)	-71.6%	218.5%	3.8%	8.7%	8.4%
全面摊薄EPS(元)	0.06	0.18	0.19	0.21	0.23
毛利率(%)	20.9%	19.7%	17.8%	17.5%	17.0%
净资产收益率(%)	2.1%	6.6%	6.6%	6.9%	7.2%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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 2021 年主要产品产销量 (万吨)

产品	产量						销量					
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021 年合计	2021 年同比	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021 年合计	2021 年同比
石油产品												
柴油	91.02	63.82	88.40	95.56	338.80	-15%	88.64	67.41	86.59	95.46	338.10	-15%
汽油	91.31	54.81	98.01	95.51	339.64	4%	89.99	58.57	95.93	95.74	340.23	4%
航空煤油	34.46	26.42	31.78	25.79	118.45	5%	27.12	21.56	28.04	22.85	99.57	0%
中间石化产品												
对二甲苯	12.82	1.92	17.05	17.84	49.63	-25%	9.77	2.51	15.97	18.28	46.53	2%
苯	8.56	2.31	10.00	9.80	30.67	-18%	8.00	2.34	9.66	9.99	29.99	-10%
乙二醇	4.96	3.48	3.74	2.89	15.07	-36%	2.07	0.73	0.80	0.54	4.14	-67%
环氧乙烷	8.54	3.92	9.91	11.19	33.56	7%	8.35	3.74	9.71	10.98	32.78	7%
乙烯	20.55	9.75	19.88	21.10	71.28	-14%	-	-	-	-	-	-
树脂及塑料												
聚乙烯	14.04	9.47	13.80	12.31	49.62	-15%	12.52	10.89	13.60	12.62	49.63	-14%
聚丙烯	11.79	9.16	12.01	12.63	45.59	-8%	10.40	8.92	11.08	11.86	42.26	-6%
聚酯切片	7.83	7.79	8.48	7.62	31.72	1%	6.47	8.43	7.61	7.73	30.24	3%
合成纤维												
腈纶	2.01	1.86	2.37	0.86	7.10	-39%	2.06	1.92	2.22	1.12	7.32	-37%
涤纶	0.79	0.77	0.68	0.38	2.62	-22%	0.80	0.79	0.62	0.52	2.73	-20%

资料来源: 上海石化 2021Q1-2021Q4 经营数据公告, 海通证券研究所

表 2 上海石化分部营业利润 (百万元)

产品	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年同比增减
合成纤维	-540.3	-364.2	-854.1	-489.9
树脂及塑料	401.4	1262.1	52.2	-1209.9
中间石化产品	414.0	581.6	-635.1	-1216.7
石油产品	705.5	-2198.7	2967.0	5165.7
石油化工产品贸易	53.2	42.0	43.7	1.7
其他	286.7	211.0	-141.5	-352.5
合计	1320.5	-466.2	1432.2	1898.4

资料来源: 上海石化 2021 年报, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2022E
600028.SH	中国石化	4717	0.27	0.59	0.61	15.30	7.00	6.77	0.61
600346.SH	恒力石化	1499	1.91	2.37	2.67	11.15	8.99	7.98	2.08
002493.SZ	荣盛石化	1487	1.08	1.27	1.85	13.60	11.57	7.94	2.22
000703.SZ	恒逸石化	309	0.83	1.17	1.48	10.16	7.21	5.70	0.96
	平均		1.02	1.35	1.65	12.55	8.69	7.10	1.47

注：收盘价为 2022 年 3 月 23 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。
 资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 上海石化分业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
石油产品				
营业收入 (百万元)	55074	63335	69669	75242
营业成本 (百万元)	38277	46235	51555	56432
毛利率	30.50%	27.00%	26.00%	25.00%
石油化工产品贸易				
营业收入 (百万元)	11060	11613	12194	12803
营业成本 (百万元)	10929	11497	12072	12675
毛利率	1.18%	1.00%	1.00%	1.00%
中间石化产品				
营业收入 (百万元)	10835	11919	12515	13140
营业成本 (百万元)	10360	11442	12014	12615
毛利率	4.39%	4.00%	4.00%	4.00%
树脂及塑料				
营业收入 (百万元)	10006	10506	11032	11583
营业成本 (百万元)	9227	9876	10370	10888
毛利率	7.78%	6.00%	6.00%	6.00%
合成纤维				
营业收入 (百万元)	1381	1450	1523	1599
营业成本 (百万元)	1912	2001	2101	2206
毛利率	-38.43%	-38.00%	-38.00%	-38.00%
其他				
营业收入 (百万元)	924	970	1018	1069
营业成本 (百万元)	971	950	998	1048
毛利率	-5.15%	2.00%	2.00%	2.00%
合计				
营业收入 (百万元)	89280	99793	107950	115437
营业成本 (百万元)	71676	82001	89109	95864
毛利率	19.72%	17.83%	17.45%	16.96%

注：加总与合计数略有差别主要由于四舍五入
 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、石化产品价格收窄等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	89280	99793	107950	115437
每股收益	0.18	0.19	0.21	0.23	营业成本	71676	82001	89109	95864
每股净资产	2.80	2.90	3.01	3.15	毛利率%	19.7%	17.8%	17.5%	17.0%
每股经营现金流	0.38	0.30	0.28	0.28	营业税金及附加	13310	13572	14357	14776
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10	营业税金率%	14.9%	13.6%	13.3%	12.8%
价值评估 (倍)					营业费用	362	399	432	462
P/E	19.69	18.98	17.46	16.11	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	1.30	1.26	1.21	1.16	管理费用	1842	1996	2159	2309
P/S	0.44	0.39	0.36	0.34	管理费用率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	8.80	10.34	9.87	9.15	EBIT	1996	1715	1773	1900
股息率%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	财务费用	-407	-400	-400	-400
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
毛利率	19.7%	17.8%	17.5%	17.0%	资产减值损失	-767	-300	-200	-150
净利润率	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	投资收益	967	898	972	1039
净资产收益率	6.6%	6.6%	6.9%	7.2%	营业利润	2726	2842	3084	3337
资产回报率	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	营业外收支	-77	-70	-70	-70
投资回报率	4.6%	3.9%	3.8%	3.9%	利润总额	2648	2772	3014	3267
盈利增长 (%)					EBITDA	3964	2735	2793	2920
营业收入增长率	19.5%	11.8%	8.2%	6.9%	所得税	644	693	753	817
EBIT 增长率	502.6%	-14.1%	3.4%	7.1%	有效所得税率%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	218.5%	3.8%	8.7%	8.4%	少数股东损益	3	3	4	4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2001	2076	2257	2446
资产负债率	35.4%	36.4%	37.3%	37.8%					
流动比率	1.33	1.31	1.29	1.29	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.95	0.91	0.90	0.89	货币资金	12499	13000	14000	15000
现金比率	0.79	0.76	0.75	0.75	应收账款及应收票据	1169	1307	1414	1512
经营效率指标					存货	5924	6740	7324	7879
应收帐款周转天数	4.78	4.78	4.78	4.78	其它流动资产	1341	1362	1378	1393
存货周转天数	30.16	30.00	30.00	30.00	流动资产合计	20932	22409	24116	25784
总资产周转率	1.90	2.02	2.06	2.10	长期股权投资	4189	4289	4389	4489
固定资产周转率	7.88	8.97	9.79	10.52	固定资产	11328	11128	11028	10978
					在建工程	3293	4293	5293	6293
					无形资产	393	373	353	333
					非流动资产合计	26106	27086	28166	29296
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	47039	49496	52283	55081
净利润	2001	2076	2257	2446	短期借款	1540	1163	1435	1602
少数股东损益	3	3	4	4	应付票据及应付账款	6719	7689	8356	8989
非现金支出	2736	1320	1220	1170	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1300	-917	-997	-1071	其它流动负债	7537	8301	8869	9397
营运资金变动	620	759	528	493	流动负债合计	15796	17154	18661	19988
经营活动现金流	4060	3242	3011	3042	长期借款	700	700	700	700
资产	-3169	-1982	-1974	-1968	其它长期负债	147	147	147	147
投资	1384	-100	-100	-100	非流动负债合计	847	847	847	847
其他	-575	798	872	939	负债总计	16643	18001	19508	20836
投资活动现金流	-2359	-1283	-1203	-1129	实收资本	10824	10824	10824	10824
债权募资	14163	-377	272	167	归属于母公司所有者权益	30260	31356	32632	34099
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	135	139	142	146
其他	-17666	-1080	-1080	-1080	负债和所有者权益合计	47039	49496	52283	55081
融资活动现金流	-3503	-1457	-808	-913					
现金净流量	-1804	501	1000	1000					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 23 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 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: 华峰化学,恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,润阳科技,会通股份,龙蟠科技,七彩化学,纳微科技,万润股份,昊华科技,三联虹普,永太科技,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,山东海化,鲁西化工,长鸿高科,苏博特

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。