

# 炼化盈利有望复苏，碳纤维引领新材料发展

## 上海石化(600688)

### 事件概述

2022年11月22日，国资委发布新闻，中国石化上海石化碳纤维成功应用于氢动力电车，该材料运用能够减少车头罩重量，降低运行过程中的能耗，有助于提升续航里程、舒适性和隔音降噪效果。

### 分析判断：

#### ► 具有整体规模实力的一体化炼化企业

截止2021年底，公司具有1600万吨/年综合加工原油能力和乙烯70万吨/年、有机化工原料428万吨/年、塑料树脂100万吨/年、合纤原料109万吨/年、合纤聚合物59万吨/年、合成纤维26万吨/年的生产能力，并拥有独立的公用工程、环境保护系统，及海运、内河航运、铁路运输、公路运输配套设施。2021年，受原油价格上涨及国内经济随新冠疫情逐渐复苏，下游端需求回暖，公司实现营业收入892.80亿元，同比增长19.51%，实现归母净利润20.01亿元，同比大幅增长218.50%；2022年前三季度受上海疫情、停工检修的影响，公司业绩有所下滑，2022年前三季度实现营业收入577.79亿元，同比-51.96%，实现归母净利润-20.30亿元，同比-201.92%。我们预计随着国际油价逐步下行，以及下游需求复苏，公司炼化业务盈利水平将显著回升。

#### ► 积极向新材料业务转型，前瞻性布局碳纤维业务

公司布局碳纤维历史较长，为国内第一家、全球第四家掌握大丝束生产技术的企业，关键设备产线自主可控。早在2008年已实现碳纤维原丝生产，并于2021年实现1500吨PAN基碳纤维产线二期投产，公司产品已用于高速地铁等领域。2022年10月10日，公司2.4万吨原丝、1.2万吨碳丝项目首个万吨级48K大丝束碳纤维工程第一套国产线投料开车，并生产出合格产品，产品性能媲美国外同级别产品。此外，公司与巴陵石化合资的25万吨/年热塑性弹性体项目于2022年6月16日开工建设。我们预计，随着公司新材料项目相继投产，将为公司带来较大的成长动能。

### 投资建议

2022年以来，受上海疫情、原油价格高企和装置停产影响，公司利润有所承压。我们预计，2022-2024年公司收入分别为896.19/966.94/1050.76亿元，归母净利润分别为-21.01/8.84/14.20亿元，EPS分别为-0.19/0.08/0.13元。对应2022年12月8日收盘价3.30元，PE分别为-17/40/25倍。我们预计，公司原材料原油价格将在供需格局逐渐改善下回落，公司利润将随之修复；此外，公司积极向新材料产业集

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	3.3
股票代码：	600688
52周最高价/最低价：	4.48/2.9
总市值(亿)	357.19
自由流通市值(亿)	241.85
自由流通股数(百万)	7,328.81



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

约化、高端化转型，新建包括碳纤维、热塑性弹体等新材料项目，未来将有充分发展动能，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

原油价格波动风险，新材料项目投产进度不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	74,705	89,280	89,619	96,694	105,076
YoY (%)	-25.6%	19.5%	0.4%	7.9%	8.7%
归母净利润(百万元)	628	2,001	-2,101	884	1,420
YoY (%)	-71.6%	218.5%	-205.0%	142.1%	60.7%
毛利率 (%)	20.9%	19.7%	11.2%	14.5%	16.1%
每股收益 (元)	0.19	0.19	-0.19	0.08	0.13
ROE	2.1%	6.6%	-7.8%	3.2%	4.8%
市盈率	17.84	17.84	-17.00	40.41	25.15

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 炼油一体化企业，拥有较强的规模实力.....	4
2. 预计油价震荡下行，公司有望修复利润.....	6
3. 布局碳纤维业务，推动新材料产业集约化发展.....	9
4. 盈利预测与投资建议.....	10
4.1. 盈利预测.....	10
4.2. 可比公司估值.....	12
4.3. 投资建议.....	12
4.4. 风险提示.....	12

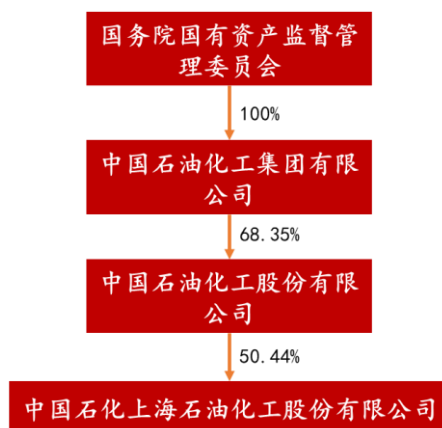
## 图表目录

图 1 上海石化以及相关企业股权结构图.....	4
图 2 公司营业收入情况（亿元；%）.....	5
图 3 公司归母净利润（亿元；%）.....	5
图 4 公司主营产品收入情况（百万元）.....	5
图 5 公司主营产品毛利润分布情况（百万元）.....	5
图 6 销售毛利率和净利率（%）.....	6
图 7 公司 ROE 和 ROIC（%）.....	6
图 8 WTI 和布伦特原油价格（美元/桶）.....	6
图 9 全球航空客运量（十亿人次）.....	6
图 10 俄罗斯出口原油情况（百万吨）.....	7
图 11 OPEC 库存（百万桶）.....	7
图 12 美国石油战略储备（百万桶）.....	7
图 13 公司业绩与油价负相关.....	8
图 14 公司石油产品产量（万吨）.....	9
图 15 消费端柴汽比和行业、公司炼化柴汽比.....	9
图 16 上海石化碳纤维项目进展.....	10
表 1 公司主要产品.....	4
表 2 传统板块收入拆分.....	11
表 3 碳纤维板块收入拆分.....	11
表 4 可比公司估值.....	12

## 1. 炼油一体化企业，拥有较强的规模实力

中国石化上海石油化工股份有限公司（600668）是中国主要的炼油化工一体化企业之一，也是国内重要的成品油、中间石化产品、合成树脂和合成纤维生产基地，具有较强的整体规模实力。公司于1993年7月26日在香港联交所上市，并于1993年11月8日在上海证券交易所正式上市。目前公司总股本为108亿股，其中境内人民币普通股73.29亿股（A股），占总股本的67.71%；海外上市外资股34.95亿股（H股），占总股本的32.29%。公司为中国石油化工股份有限公司（以下简称“中国石化”）控股子公司，中国石化共持有公司50.44%的股权（A股）。

图1 上海石化以及相关企业股权结构图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司主要产品分为四大类，包括石油产品、中间石化产品、树脂及塑料产品以及合成纤维。截止2021年底，公司具有1600万吨/年综合加工原油能力和乙烯70万吨/年、有机化工原料428万吨/年、塑料树脂100万吨/年、合纤原料109万吨/年、合纤聚合物59万吨/年、合成纤维26万吨/年的生产能力，并拥有独立的公用工程、环境保护系统，及海运、内河航运、铁路运输、公路运输配套设施。

表1 公司主要产品

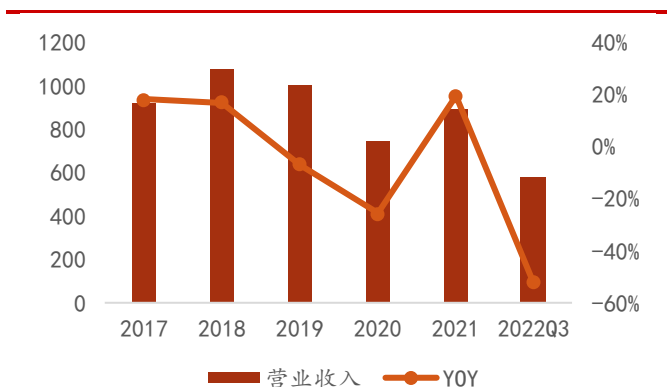
细分行业	产品
石油产品	柴油
	汽油
	航空煤油
	对二甲苯
中间石化产品	苯
	乙二醇
	环氧乙烷
	乙烯
树脂及塑料	聚乙烯
	聚丙烯
	聚酯切片
合成纤维	腈纶
	涤纶

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2021年，受原油价格上涨及国内经济随新冠疫情缓解逐渐复苏的影响，下游需求回暖，公司业绩实现回升，实现营业收入892.80亿元，同比增长19.51%，实现归母净利润20.01亿元，同比大幅增长218.50%；2022年前三季度受上海疫情、停工检修的影响，公司业绩有所下滑，2022年前三季度实现营业收入577.79亿元，同比-51.96%，实现归母净利润-20.30亿元，同比-201.92%。

公司主营业务包括合成纤维、树脂及塑料、中间石化产品、石油产品和石油化工产品贸易，其中石油产品占比最大，历年营业收入和毛利润占比均为首位。2022年上半年，受装置停工及产品价格上升影响，公司各板块产品收入波动较大，合成纤维/树脂及塑料/中间石化产品/石油产品/石油化工产品贸易分别实现收入2.31/43.14/64.33/275.18/69.56亿元，同比-68.46%/-7.71%/+66.81%/+50.38%/+22.76%。

图2 公司营业收入情况（亿元；%）



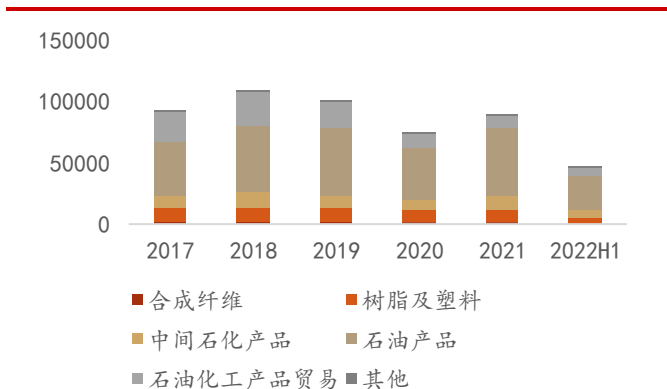
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 公司归母净利润（亿元；%）



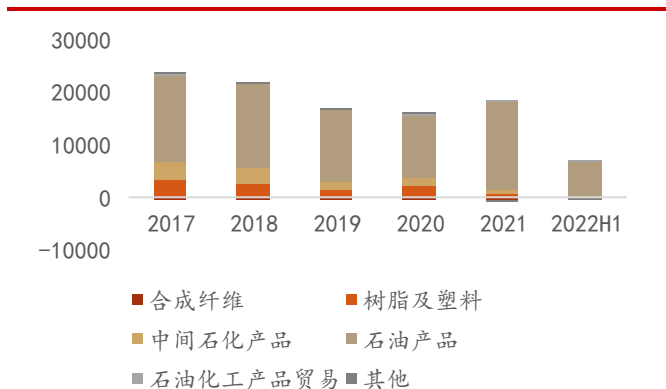
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司主营产品收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

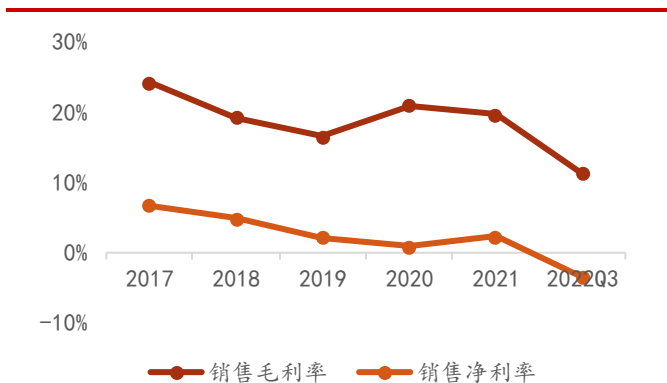
图5 公司主营产品毛利润分布情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

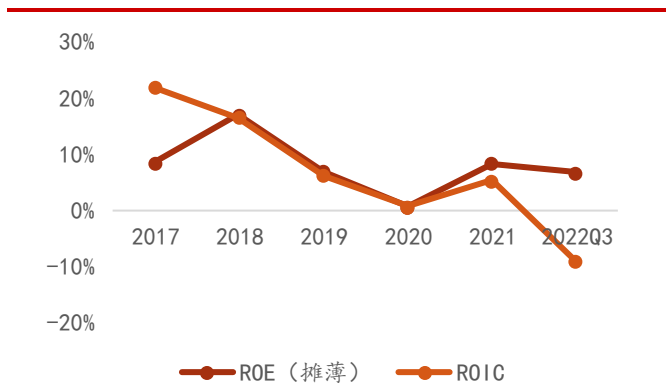
近年来由于国际原油价格震荡，下游需求随新冠疫情等多重因素扰动，公司的盈利水平也随之波动。2022年前三季度受国内石油化工市场需求增速低于供应增速，疫情多点爆发，加上公司装置停工检修等影响，公司销售毛利率11.27%，同比-11.12pct。

图6 销售毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 公司 ROE 和 ROIC (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 预计油价震荡下行，公司有望修复利润

2022 年上半年，国际油价在供需、地缘和金融共振支撑下持续上行。俄乌冲突爆发加剧供求紧张预期，推动油价创下历史次高。此后，油价又在 IEA（国际能源署）释储和欧盟制裁俄罗斯原油的交织影响下呈现宽幅震荡态势。

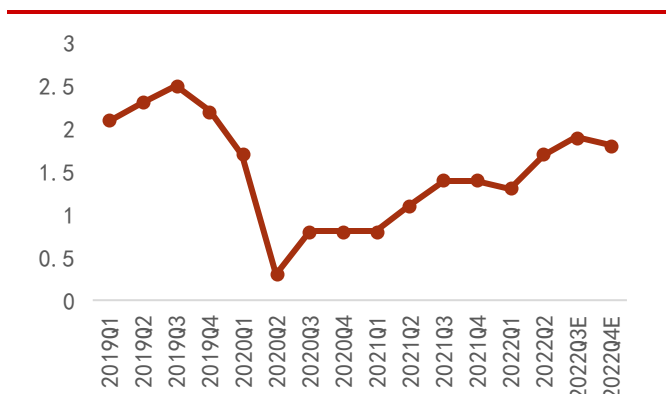
需求侧边际恢复后受全球经济衰退影响受到抑制：上半年随着欧美国家逐渐放宽疫情防控措施，石油产品海外需求逐渐恢复。一方面，居民本土出行回升带动汽柴油需求增长。国外疫情防控措施基本退出，如，意大利口罩禁令到期，德国无需核酸检测也可入境，印尼开放入境签证政策等；另一方面，国际间出行也在回暖。美国、日本及部分欧洲国家先后宣布入境免隔离的政策，据美国航空运输协会，今年以来美国航空客运量已飙升至接近 2019 年水平，据 ACI 数据，2022 年的前两个季度全球乘客量为 13 亿和 17 亿，为 2019 年水平的 62.0%和 75.2%，拉动航煤需求强劲增长，进而推升原油需求。2022 年下半年以来，发达经济体通胀水平居高不下，英国、欧元区 10 月份 CPI 均创历史新高，抑制全球经济及原油需求增长。

图8 WTI 和布伦特原油价格 (美元/桶)



资料来源：ifind，华西证券研究所

图9 全球航空客运量 (十亿人次)

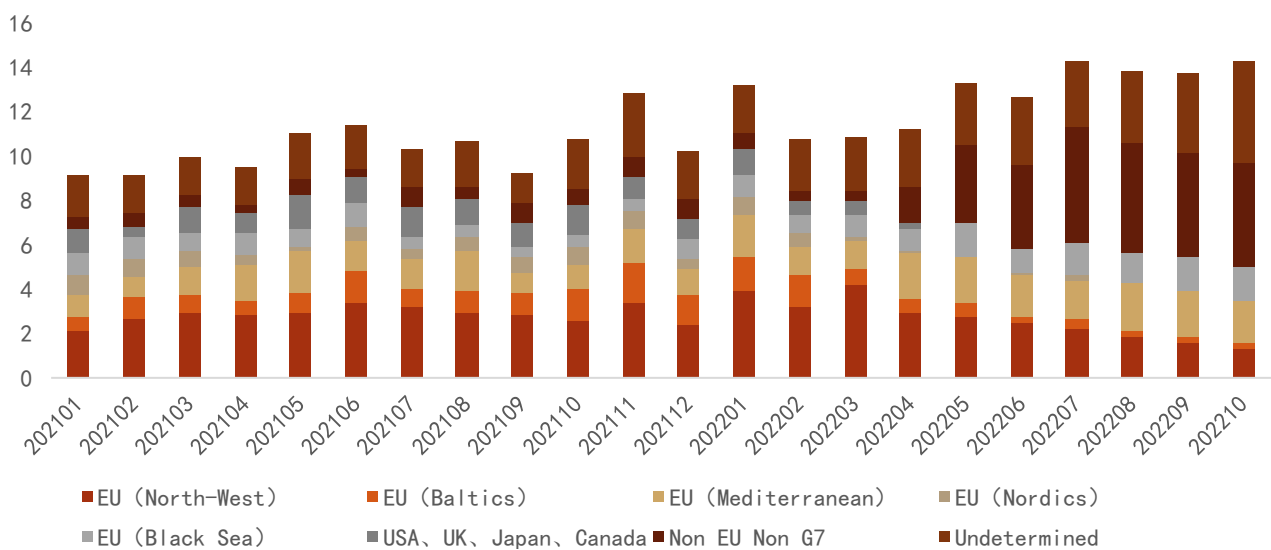


资料来源：ACI，华西证券研究所

全球供给侧紧张形势下亚洲有望受益俄罗斯出口转向：一方面受俄乌冲突影响，西方国家出台多项制裁措施，俄罗斯对欧美国家原油供给逐渐紧张。2022 年 12 月 5

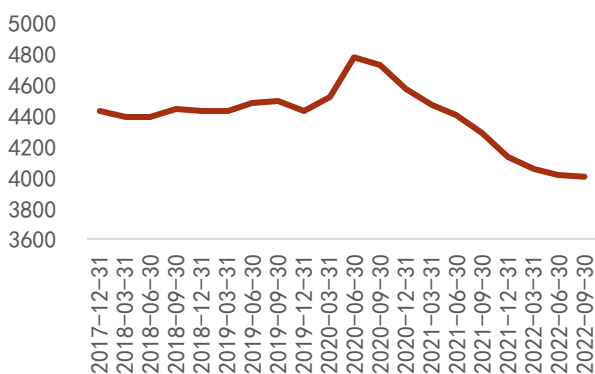
日，七国集团、澳大利亚和欧盟各成员对俄海运出口原油设置每桶 60 美元的价格上限协议正式生效，而俄罗斯表示宁愿削减产量，也不愿向任何接受价格上限的国家出售石油。作为全球重要能源国之一，据中商数据，2021 年俄罗斯石油总产量为 5.34 亿吨，为世界第二大产油国；据 breugel 数据，2022 年以来，俄罗斯对欧盟和 G7 等国家原油出口量持续下降，2022 年 10 月仅出口 497 万吨，同比下降 36.18%，对其他国家和地区出口量上升至 467 万吨，同比增长 567.14%。另一方面，OPEC+ 决定坚持其现有减产政策，即从 2022 年 11 月至 2023 年底，将石油产量每天减少 200 万桶，减产量约占世界需求的 2%。我们预计，随着原油需求衰退和供给侧阶段性紧张，未来国际油价或将震荡下行，而俄罗斯在西方压力下可能会实施“战略东转”，构建新的更加倚重亚洲的石油市场，届时我国进口石油价格有望实现相对低位，改善国内炼化企业成本高企导致业绩承压的局面，随着公司装置检修结束开工，有利于修复公司石油炼化板块利润。

图 10 俄罗斯出口原油情况（百万吨）



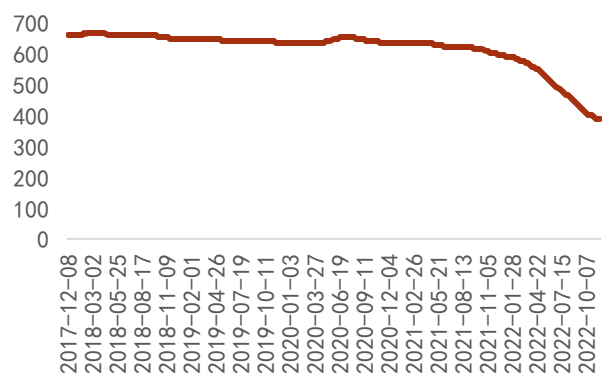
资料来源：breugel，华西证券研究所

图 11 OPEC 库存（百万桶）



资料来源：ifind，华西证券研究所

图 12 美国石油战略储备（百万桶）



资料来源：ifind，华西证券研究所

图 13 公司业绩与油价负相关

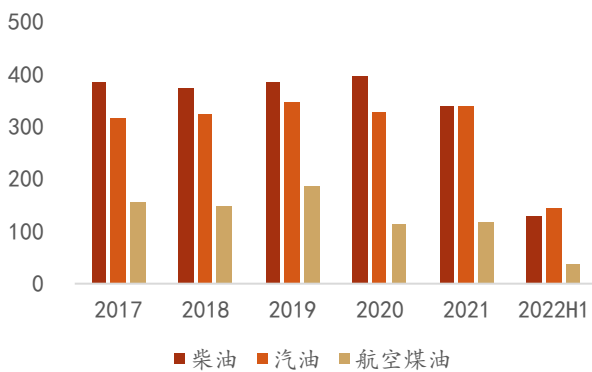


资料来源: Wind, 华西证券研究所

公司的石油产品主要包括柴油、汽油、航空煤油。近年来，随着国民经济产业结构调整，我国成品油消费结构发生了较大变化，柴汽比由 2017 年 1.18 下降至 2021 年的 1.07，柴油过剩情况加剧、汽油转为紧平衡，公司顺应绿色低碳发展趋势，石油产品持续降低柴汽比。2021 年，公司柴油、汽油、航空煤油产量分别为 338.80、339.64、118.45 万吨，柴汽比仅为 1.00，相比 2020 年下降 22pct，低于全国平均柴汽比 1.06；2022 年上半年公司继续扩大汽油生产比例，柴油、汽油、航空煤油分别实现生产 131.12、144.83、39.38 万吨，柴汽比继续下降至 0.91，有效实现石油产品的结构优化，与消费端持续匹配。我们预计，随着“双碳”目标的持续推进和相关行动方案的逐步落地，工矿生产环节和公路物流运输的柴油需求将逐渐弱化并向下游传导，柴油总体需求继续下降，公司降低炼油柴汽比有助于在柴油需求下行趋势下保持自身业绩稳定。

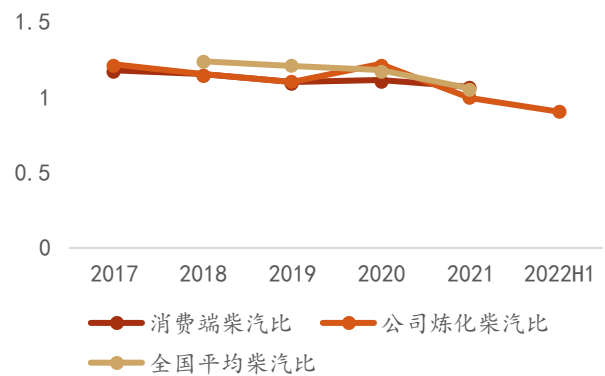


图 14 公司石油产品产量 (万吨)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 消费端柴汽比和行业、公司炼化柴汽比



资料来源：公司公告，《2022 年中国成品油市场分析预测》，华西证券研究所

### 3. 布局碳纤维业务，推动新材料产业集约化发展

近年来，公司不断向新材料产业集约化、高端化发展，培育公司新材料产业发展新优势。

碳纤维方面，公司布局碳纤维历史较长，为国内第一家、全球第四家掌握大丝束生产技术的企业。早在 2008 年，公司碳纤维原丝开发工作就取得了积极进展，中试装置改造项目于当年 11 月试运行并产出原丝；预氧腈纶大丝束碳纤维原丝工业化生产技术开发得到用户的认可。2012 年，公司 1,500 吨/年碳纤维装置一阶段项目打通全流程，投入试生产，二阶段装置于 2021 年 5 月投产。

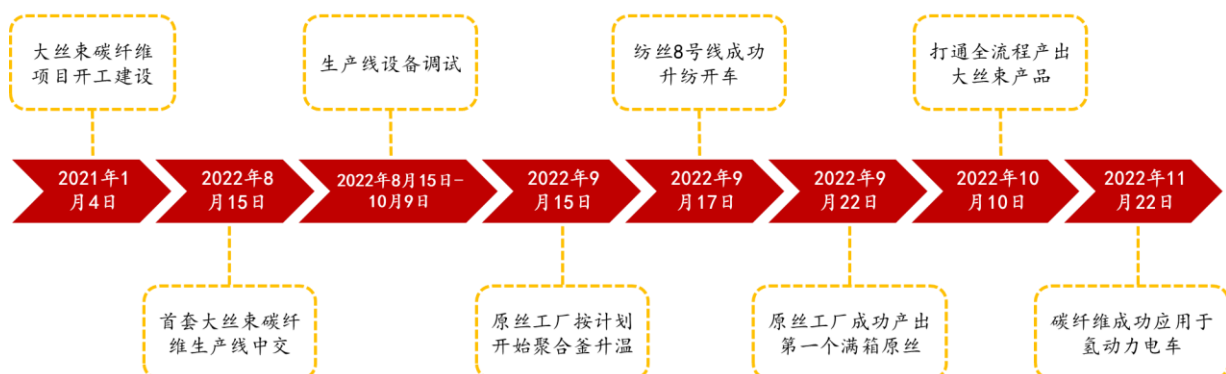
2020 年 3 月 22 日，公司发布公告，拟投资 35 亿元建设 2.4 万吨/年原丝、1.2 万吨/年 48K 大丝束碳纤维项目，建设 2 个系列原丝生产线，单系列设计能力 1.2 万吨/年，建设 6 条碳纤维生产线，每条生产线产能 2000 吨/年，建设期约为 4 年。2021 年，集团组建成立碳纤维公司，上海石化 1,500 吨/年 PAN 基碳纤维二阶段项目氧化碳化生产线 5 月份建成，并完成北京 2022 年冬奥会碳纤维火炬“飞扬”量产工作，碳纤维复合材料获航空航天质量管理体系认证，并首次成功应用于高速地铁。

2022 年 10 月 10 日，据公司官网，公司碳纤维产业基地建设的我国首个万吨级 48K 大丝束碳纤维工程第一套国产线投料开车，并生产出合格产品，产品性能媲美国外同级别产品，质量达到国际先进水平。据中国产业经济信息网，公司根据大丝束碳纤维的生产要求自行设计氧化炉、碳化炉，成功掌握了控制温度场的关键技术，同时公司进行节能型设计，可实现能源综合利用。

2022 年 11 月 22 日，据国资委官网，采用上海石化碳纤维的上海临港全新一代中运量 2 号线（T2 线）氢动力数字轨道胶轮电车全线试运营，该电车司机室外罩采用了上海石化生产的碳纤维，可减少车头罩重量，降低运行过程中的能耗，有助于提升续航里程、舒适性和隔音降噪效果。

此外，据央广网，上海石化和巴陵石化合资项目——25 万吨/年热塑性弹性体项目于 2022 年 6 月 16 日开工建设，计划总投资 32.7 亿元，预计 2023 年下半年建成投产。项目的建成将为周边地区提供更好的高端热塑性弹性体产品，推动公司“炼油向化工转、化工向材料转、材料向高端转、园区向生态转”发展思路落地。

图 16 上海石化碳纤维项目进展



资料来源：国资委官网，华西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

关键假设：

2022 年公司由于部分装置检修和停工，部分产品产销量有所下滑，预计 2023 年、2024 年传统业务产销量逐步恢复至往年正常经营水平，年均恢复约 10%，各产品售价在正常范围内波动；新增碳纤维板块业务。

- 1、石油产品：2022-2024 年公司柴油/汽油/航空煤油分别实现销售 289/335/78 万吨、318/368/86 万吨、353/409/96 万吨。
- 2、中间石化产品：2022-2024 年公司对二甲苯/苯/乙二醇/环氧乙烷/乙烯分别实现销售 76/38/7/28 万吨、84/41/8/31 万吨、93/46/9/35 万吨。
- 3、树脂及塑料：2022-2024 年公司聚乙烯/聚丙烯/聚酯切片分别实现 50/49/13 万吨、55/53/15 万吨、61/59/16 万吨。
- 4、合成纤维：2022-2024 年公司腈纶实现销售 3、3、3 万吨。
- 5、公司成本与原油价格挂钩，今年原油价格相对高位，预计未来我国进口原油价格有望回落，公司成本随之下降，2022-2024 年炼化成本分别+14%、-16%、-14%。
- 6、碳纤维板块：根据公司投产和产能爬坡进度，2022-2025 年碳纤维预计实现销售 0.3、0.7、1.1、1.4 万吨；价格分别为 125、115、110、110 元/kg；毛利率分别为 45%、40%、40%、40%；净利率为 25%、25%、25%、25%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 2 传统板块收入拆分

产品	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
石油产品	收入 (百万元)	55074	56154	60534	65849
	成本 (百万元)	38277	44575	46101	49258
	毛利润 (百万元)	16797	11579	14434	16591
	毛利率 (%)	31%	21%	24%	25%
中间石化产品	收入 (百万元)	10835	10931	11783	12818
	成本 (百万元)	10360	11937	12345	13191
	毛利润 (百万元)	475	-1006	-562	-373
	毛利率 (%)	4%	-9%	-5%	-3%
树脂及塑料	收入 (百万元)	10006	9472	10211	11107
	成本 (百万元)	9227	9976	10318	11024
	毛利润 (百万元)	779	-505	-107	83
	毛利率 (%)	8%	-5%	-1%	1%
合成纤维	收入 (百万元)	1381	424	457	497
	成本 (百万元)	1912	670	693	741
	毛利润 (百万元)	-531	-246	-236	-244
	毛利率 (%)	-38%	-58%	-52%	-49%
石油化工产品贸易	收入 (百万元)	11060	11323	11889	12483
	成本 (百万元)	10929	11209	11770	12139
	毛利润 (百万元)	131	113	119	125
	毛利率 (%)	1%	1%	1%	1%
其他	收入 (百万元)	924	900	1000	1100
	成本 (百万元)	971	990	980	1078
	毛利润 (百万元)	-47	-90	20	22
	毛利率 (%)	-5%	-10%	2%	2%
合计	收入 (百万元)	89280	89204	95874	103855
	成本 (百万元)	71676	79358	82207	87431
	毛利润 (百万元)	17605	9846	13667	16424
	毛利率 (%)	20%	11%	14%	16%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 碳纤维板块收入拆分

碳纤维板块	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	416	819	1221	1485
营业成本 (百万元)	229	492	733	891
毛利润 (百万元)	187	328	488	594
毛利率 (%)	45%	40%	40%	40%
净利润 (百万元)	104	205	305	371

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4.2. 可比公司估值

可比公司采取分部估值对比，传统板块选取炼化行业内主营业务相同，竞争格局相似的三家炼化企业，分别为恒力石化、恒逸石化和荣盛石化，三家公司的 2022-2024 年 Wind 一致预期 PE 均值为 13、8、7 倍，我们给予公司传统业务板块 13 倍 PE，正常经营年份净利润约为 22 亿元，对应合理市值为 286 亿元；碳纤维板块选取行业内民用小丝束龙头中复神鹰、民用大丝束龙头吉林化纤作为可比公司，两家公司 2022-2024 年 Wind 一致预期均值 PE 为 202、49、35 倍，公司碳纤维稳定运行，我们给予公司碳纤维板块 29 倍 PE，净利润 3.71 亿元，对应合理市值为 108 亿元。

表 4 可比公司估值

证券简称	总市值	EPS				PE			
	2022/12/8	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
恒力石化	1,336.57	1.27	0.83	1.36	1.76	16.39	15.56	9.52	7.33
恒逸石化	269.84	0.94	0.71	0.99	1.17	16.43	10.37	7.38	6.27
荣盛石化	1,221.28	2.21	1.32	2.03	2.64	13.71	13.05	8.49	6.52
均值						15.51	12.99	8.46	6.71
中复神鹰	400.50	0.35	0.65	0.98	1.37	79.68	71.24	47.14	33.69
吉林化纤	121.22	-0.06	0.02	0.10	0.14	-55.34	332.45	50.81	35.48
均值						12.17	201.85	48.97	34.58
上海石化	357.19	0.19	-0.20	0.08	0.12	17.84	-17.00	40.41	25.15

资料来源：公司公告，华西证券研究所（可比公司 PE 为 Wind 一致预期）

## 4.3. 投资建议

2022 年以来，受上海疫情、原油价格高企和装置停产影响，公司利润有所承压。我们预计，2022-2024 年公司收入分别为 896.19/966.94/1050.76 亿元，归母净利润分别为-21.01/8.84/14.20 亿元，EPS 分别为-0.19/0.08/0.13 元。对应 2022 年 12 月 8 日收盘价 3.30 元，PE 分别为-17/40/25 倍。我们预计，公司原材料原油价格将在供需格局逐渐改善下回落，公司利润将随之修复；此外，公司积极向新材料产业集聚化、高端化转型，新建包括碳纤维、热塑性弹性体等新材料项目，未来将有充分发展动能，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 4.4. 风险提示

**原油价格波动风险：**原油作为大宗产品，受国际经济政治局势影响，价格波动剧烈，若原油价格大幅上涨将会对公司利润产生不利影响。

**新材料项目投产不及预期：**公司项目建设可能受到疫情和其他外部影响，若项目不能按时投产，将会影响公司业绩。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	89,280	89,619	96,694	105,076	净利润	2,004	-2,112	887	1,426
YoY (%)	19.5%	0.4%	7.9%	8.7%	折旧和摊销	1,968	1,410	1,416	1,445
营业成本	71,676	79,587	82,699	88,163	营运资金变动	620	1,250	-813	1,475
营业税金及附加	13,310	10,754	11,603	13,660	经营活动现金流	4,060	-177	589	3,366
销售费用	362	367	396	431	资本开支	-3,169	-2,226	-2,327	-2,290
管理费用	1,842	2,061	2,127	2,312	投资	1,384	-467	-459	-459
财务费用	-407	32	33	33	投资活动现金流	-2,359	-3,144	-1,823	-1,701
研发费用	94	114	112	128	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-767	1,161	-100	-100	债务募资	712	100	80	90
投资收益	967	-448	967	1,051	筹资活动现金流	-3,503	-1,015	47	57
营业利润	2,726	-2,485	1,043	1,678	现金净流量	-1,804	-4,337	-1,188	1,721
营业外收支	-77	0	0	0					
利润总额	2,648	-2,485	1,043	1,678	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	644	-373	156	252	<b>成长能力</b>				
净利润	2,004	-2,112	887	1,426	营业收入增长率	19.5%	0.4%	7.9%	8.7%
归属于母公司净利润	2,001	-2,101	884	1,420	净利润增长率	218.5%	-205.0%	142.1%	60.7%
YoY (%)	218.5%	-205.0%	142.1%	60.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.19	-0.19	0.08	0.13	毛利率	19.7%	11.2%	14.5%	16.1%
					净利率	2.2%	-2.3%	0.9%	1.4%
					总资产收益率 ROA	4.3%	-4.5%	2.0%	2.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净资产收益率 ROE	6.6%	-7.8%	3.2%	4.8%
货币资金	12,499	8,162	6,974	8,695	<b>偿债能力</b>				
预付款项	61	56	64	65	流动比率	1.33	0.97	0.94	0.96
存货	5,924	6,692	5,523	7,975	速动比率	<b>0.95</b>	<b>0.60</b>	<b>0.59</b>	<b>0.58</b>
其他流动资产	2,450	3,047	2,626	3,602	现金比率	0.79	0.44	0.43	0.41
流动资产合计	20,932	17,956	15,188	20,338	资产负债率	35.4%	41.6%	37.7%	42.7%
长期股权投资	4,189	4,389	4,589	4,789	<b>经营效率</b>				
固定资产	11,328	12,589	12,532	12,463	总资产周转率	1.95	1.92	2.11	2.17
无形资产	393	404	405	410	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	26,106	28,591	29,932	31,202	每股收益	0.19	-0.19	0.08	0.13
资产合计	47,039	46,547	45,120	51,540	每股净资产	2.80	2.50	2.58	2.71
短期借款	1,540	1,640	1,720	1,810	每股经营现金流	0.38	-0.02	0.05	0.31
应付账款及票据	6,719	8,578	6,021	10,233	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	7,537	8,281	8,444	9,135	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	15,796	18,499	16,185	21,179	PE	17.84	-17.00	40.41	25.15
长期借款	700	700	700	700	PB	1.49	1.32	1.28	1.22
其他长期负债	147	147	147	147					
非流动负债合计	847	847	847	847					
负债合计	16,643	19,346	17,032	22,026					
股本	10,824	10,824	10,824	10,824					
少数股东权益	135	125	128	134					
股东权益合计	30,395	27,201	28,088	29,514					
负债和股东权益合计	47,039	46,547	45,120	51,540					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。