

投资评级 优于大市 维持

## 检修影响三季度盈利

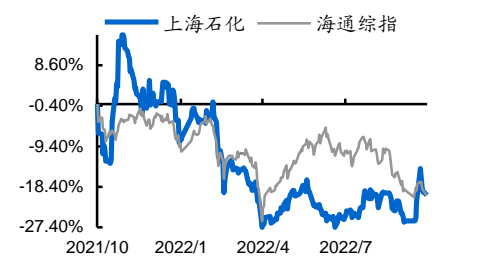
### 股票数据

10月26日收盘价(元)	3.22
52周股价波动(元)	2.90-5.03
总股本/流通A股(百万股)	10824/7329
总市值/流通市值(百万元)	34853/34853

### 相关研究

《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(%)	5.6	0.3	6.6
相对涨幅(%)	10.3	11.3	20.5

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

联系人:张海榕  
Tel:(021)23219635  
Email:zhr14674@htsec.com

### 投资要点:

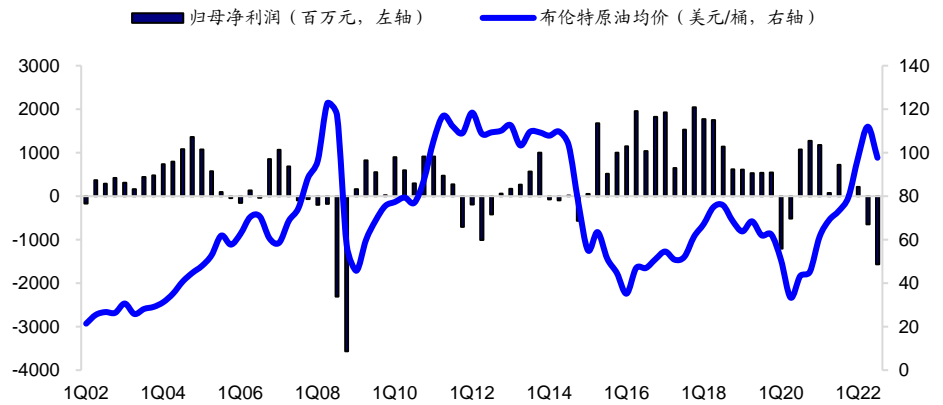
- 三季度亏损扩大。**公司发布2022年三季报,前三季度实现营业收入577.79亿元,同比下降6.60%;实现归母净利润-20.03亿元,同比下降201.92%。其中,三季度单季实现营业收入118.78亿元,同比减少51.96%,环比减少40.29%;实现归母净利润-15.67亿元,同比下降317.35%,环比下降141.22%。我们认为三季度盈利下滑,主要受检修影响。
- 受检修影响,产品产销量下降。**6月18日公司1号乙二醇装置发生爆炸事故,公司对主要生产装置采取保护性停车措施,对受事故影响的装置开展恢复性检修。三季度公司主要产品产销量下滑,其中,成品油产量72.64万吨,同比-67%,环比-33%;销量72.01万吨,同比-66%,环比-34%;乙烯产量6.1万吨,同比-69%,环比-60%。
- 复工复产工作完成。**公司分三个阶段有序推进复工复产工作:第一阶段,恢复炼油主体装置开车,并安排五条加工线路配合开车;第二阶段,提升化工原料和塑料产品生产能力,安排乙烯老区线开工;第三阶段,全面恢复全厂生产能力,安排乙烯新区线开工。截止2022年9月30日,公司化工部2号乙二醇装置顺利开车并产出合格产品,复工复产工作全部完成。
- “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-18.5亿元、8.4亿元和13.8亿元,EPS分别为-0.17、0.08、0.13元,2022年BPS为2.53元,参考可比公司估值水平,给予其2022年1.3-1.4倍PB,对应合理价值区间3.29-3.54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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	74705	89280	89071	93524	98200
(+/-)YoY(%)	-25.6%	19.5%	-0.2%	5.0%	5.0%
净利润(百万元)	628	2001	-1850	837	1380
(+/-)YoY(%)	-71.6%	218.5%	-192.5%	145.2%	64.8%
全面摊薄EPS(元)	0.06	0.18	-0.17	0.08	0.13
毛利率(%)	20.9%	19.7%	9.7%	14.2%	16.4%
净资产收益率(%)	2.1%	6.6%	-6.7%	3.1%	5.0%

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 2022 年前三季度主要产品产销量 (万吨)

主要产品	产量					销量				
	1Q22	2Q22	3Q22	3Q22 同比	3Q22 环比	1Q22	2Q22	3Q22	3Q22 同比	3Q22 环比
<b>石油产品</b>										
柴油	90.66	40.46	24.34	-72%	-40%	88.64	43.71	23.24	-73%	-47%
汽油	90.09	54.74	35.31	-64%	-35%	89.70	53.53	36.79	-62%	-31%
航空煤油	25.56	13.82	12.99	-59%	-6%	17.79	12.29	11.98	-57%	-3%
<b>中间石化产品</b>										
对二甲苯	17.33	14.51	9.01	-47%	-38%	17.22	14.04	9.85	-38%	-30%
苯	9.43	7.54	3.79	-62%	-50%	8.56	7.80	3.81	-61%	-51%
乙二醇	2.92	3.17	0.04	-99%	-99%	1.58	2.13	0.26	-68%	-88%
环氧乙烷	10.56	5.34	0.00	-100%	-100%	10.40	5.21	0.00	-100%	-100%
乙烯	20.00	15.35	6.10	-69%	-60%	-	-	-	-	-
<b>树脂及塑料</b>										
聚乙烯	12.63	9.74	5.18	-62%	-47%	11.35	10.04	5.50	-60%	-45%
聚丙烯	11.78	10.45	5.64	-53%	-46%	10.72	10.00	5.38	-51%	-46%
聚酯切片	3.77	3.09	0.34	-96%	-89%	3.79	3.12	0.24	-97%	-92%
<b>合成纤维</b>										
腈纶	0.60	0.41	0.30	-87%	-27%	0.63	0.43	0.35	-84%	-19%

资料来源: 上海石化 2022Q1-2022Q3 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	2022E
600028.SH	中国石化	4820	0.59	0.61	0.61	7.17	6.93	6.93	0.64
600346.SH	恒力石化	1111	2.21	2.11	2.69	7.14	7.48	5.87	1.64
002493.SZ	荣盛石化	1131	1.27	1.10	1.61	8.80	10.15	6.94	1.83
000703.SZ	恒逸石化	257	0.93	1.09	1.26	7.55	6.44	5.57	0.87
	平均		1.25	1.23	1.54	7.66	7.75	6.33	1.24

注: 收盘价为 2022 年 10 月 26 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 上海石化分业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>石油产品</b>				
营业收入 (百万元)	55074	56176	58984	61934
营业成本 (百万元)	38277	47468	46008	46450
毛利率	30.50%	15.50%	22.00%	25.00%
<b>石油化工产品贸易</b>				
营业收入 (百万元)	11060	11281	11845	12438
营业成本 (百万元)	10929	11191	11751	12338
毛利率	1.18%	0.80%	0.80%	0.80%
<b>中间石化产品</b>				
营业收入 (百万元)	10835	11052	11604	12185
营业成本 (百万元)	10360	10941	11256	11575
毛利率	4.39%	1.00%	3.00%	5.00%
<b>树脂及塑料</b>				
营业收入 (百万元)	10006	9206	9666	10149
营业成本 (百万元)	9227	9298	9569	10048
毛利率	7.78%	-1.00%	1.00%	1.00%
<b>合成纤维</b>				
营业收入 (百万元)	1381	414	435	457
营业成本 (百万元)	1912	621	653	685
毛利率	-38.43%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
<b>其他</b>				
营业收入 (百万元)	924	942	989	1039
营业成本 (百万元)	971	923	969	1018
毛利率	-5.15%	2.00%	2.00%	2.00%
<b>合计</b>				
营业收入 (百万元)	89280	89071	93524	98200
营业成本 (百万元)	71676	80443	80206	82114
毛利率	19.72%	9.69%	14.24%	16.38%

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、石化产品价差收窄等。

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>89280</b>	<b>89071</b>	<b>93524</b>	<b>98200</b>
每股收益	0.18	-0.17	0.08	0.13	营业成本	71676	80443	80206	82114
每股净资产	2.80	2.53	2.52	2.56	毛利率%	19.7%	9.7%	14.2%	16.4%
每股经营现金流	0.38	-0.02	0.18	0.21	营业税金及附加	13310	8907	10288	12570
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10	营业税金率%	14.9%	10.0%	11.0%	12.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	362	356	374	393
P/E	17.42	-18.84	41.64	25.26	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	1.15	1.27	1.28	1.26	管理费用	1842	1960	1964	1964
P/S	0.39	0.39	0.37	0.35	管理费用率%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%
EV/EBITDA	8.80	-16.77	18.11	14.31	EBIT	1996	-2693	590	1052
股息率%	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	财务费用	-407	-400	-400	-400
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
毛利率	19.7%	9.7%	14.2%	16.4%	资产减值损失	-767	-300	-200	-150
净利润率	2.2%	-2.1%	0.9%	1.4%	投资收益	967	89	281	491
净资产收益率	6.6%	-6.7%	3.1%	5.0%	<b>营业利润</b>	<b>2726</b>	<b>-2390</b>	<b>1191</b>	<b>1919</b>
资产回报率	4.3%	-4.0%	1.7%	2.7%	营业外收支	-77	-70	-70	-70
投资回报率	4.6%	-6.6%	1.4%	2.3%	<b>利润总额</b>	<b>2648</b>	<b>-2460</b>	<b>1121</b>	<b>1849</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3964	-1673	1610	2072
营业收入增长率	19.5%	-0.2%	5.0%	5.0%	所得税	644	-615	280	462
EBIT 增长率	502.6%	-234.9%	121.9%	78.3%	有效所得税率%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	218.5%	-192.5%	145.2%	64.8%	少数股东损益	3	6	3	7
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2001</b>	<b>-1850</b>	<b>837</b>	<b>1380</b>
资产负债率	35.4%	40.3%	43.2%	45.1%					
流动比率	1.33	1.07	1.01	0.97	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.95	0.70	0.67	0.66	货币资金	12499	10000	11000	12000
现金比率	0.79	0.56	0.55	0.55	应收账款及应收票据	1169	1167	1225	1286
<b>经营效率指标</b>					存货	5924	6612	6592	6749
应收帐款周转天数	4.78	4.78	4.78	4.78	其它流动资产	1341	1348	1353	1360
存货周转天数	30.16	30.00	30.00	30.00	流动资产合计	20932	19126	20170	21396
总资产周转率	1.90	1.93	1.93	1.94	长期股权投资	4189	4289	4389	4489
固定资产周转率	7.88	8.00	8.48	8.95	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
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>47039</b>	<b>46213</b>	<b>48337</b>	<b>50692</b>
净利润	2001	-1850	837	1380	短期借款	1540	2482	4571	6075
少数股东损益	3	6	3	7	应付票据及应付账款	6719	7543	7521	7700
非现金支出	2736	1320	1220	1170	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1300	-98	-293	-508	其它流动负债	7537	7769	7966	8232
营运资金变动	620	364	130	219	流动负债合计	15796	17795	20058	22007
<b>经营活动现金流</b>	<b>4060</b>	<b>-259</b>	<b>1897</b>	<b>2268</b>	长期借款	700	700	700	700
资产	-3169	-1991	-1987	-1983	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	-11	181	391	<b>负债总计</b>	<b>16643</b>	<b>18642</b>	<b>20906</b>	<b>22854</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2359</b>	<b>-2102</b>	<b>-1907</b>	<b>-1692</b>	实收资本	10824	10824	10824	10824
债权募资	14163	942	2089	1504	归属于母公司所有者权益	30260	27430	27287	27687
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	135	141	144	151
其他	-17666	-1080	-1080	-1080	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>47039</b>	<b>46213</b>	<b>48337</b>	<b>50692</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3503</b>	<b>-138</b>	<b>1009</b>	<b>424</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1804</b>	<b>-2499</b>	<b>1000</b>	<b>1000</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 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：恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 梅花生物, 百傲化学, 润阳科技, 七彩化学, 东华能源, 德美化工, 三友化工, 上海石化, 东方盛虹, 鲁西化工, 苏博特, 洁美科技, 卓越新能, 赛轮轮胎, 黑猫股份, 桐昆股份, 兴化股份, 飞凯材料, 和邦生物, 广汇能源, 安道麦 A, 中粮科技, 永东股份, 华润材料, 联科科技, 维远股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。
	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。