

公司研究

行业景气上行 21 年业绩高增长，持续打造碳纤维产业集群

——上海石化（600688.SH/0338.HK）2021 年年报点评

要点

事件：公司发布 2021 年年度报告，21 年公司实现营业收入 893 亿元，同比增长 19.5%，实现归母净利润 20 亿元，同比增长 219%。其中，公司 Q4 单季实现营收 274 亿，同比增长 38.8%，环比增长 10.9%，实现归母净利润 0.35 亿元，同比下降 97.2%，环比下降 95.1%。

点评：

检修致销量大幅下滑，行业景气上行带动 21 年业绩高增长：21 年油价大幅上涨带动公司主营产品价格同比大幅增长。21 年公司柴油、汽油、航空煤油销售均价分别为 5497、7322、3700 元/吨，分别同比+36%、+23%、+34%；对二甲苯、苯、乙二醇、环氧乙烷均价分别为 5643、6141、4651、6778 元/吨，分别同比+41%、+82%、+30%、+11%；聚乙烯、聚丙烯、聚酯切片、腈纶、涤纶均价分别为 8713、8660、5593、15859、6322 元/吨，分别同比+18%、+12%、+29%、+47%、+13%。公司 21 年柴油、汽油、航空煤油产量分别为 339、340、119 万吨，分别同比-14.9%、+3.8%、+5.3%；对二甲苯、苯、乙二醇、环氧乙烷产量分别为 50、31、15、34 万吨，分别同比-25.1%、-17.6%、-36.3%、+7.2%；聚乙烯、聚丙烯、聚酯切片产量分别为 50、46、32 万吨，分别同比-14.6%、-7.5%、-0.6%。21 年 Q2 公司实施了历史上规模最大的一次停工检修，导致 Q2 单季开工率下滑，致公司大部分主营产品销量大幅下滑。油价上涨致原材料价格大幅增长，公司主营业务毛利率同比下滑。2021 年公司石油产品、中间石化产品、树脂及塑料、合成纤维毛利率分别同比下降 1.2pct、12.4 pct、12.8 pct、19.3 pct。

碳纤维项目稳步推进，持续打造碳纤维产业集群：碳纤维复材性能优异，下游需求良好，应用领域广泛，预计“十四五”期间，碳纤维复材将迎来高速发展期，未来发展空间广阔。21 年，公司 1500 吨/年 PAN 基碳纤维项目顺利建成投产，氢燃料电池供氢中心完成试装车，2.4 万吨/年原丝、1.2 万吨/年 48K 大丝束碳纤维项目、第三回路 220KV 电源进线工程建设加速推进，其中 48K 大丝束项目预计 2022 年四季度前完成一期 6000 吨碳纤维产能建设，二期将于 2024 年底完成，建成后公司将形成 1.35 万吨碳纤维产能。公司将尽快突破以大丝束碳纤维为基础的复合材料成型技术，全面推进技术改造和提质升级项目开工建设，努力打造世界一流的绿色能源、精细化工、高端材料产业基地。

盈利预测、估值与评级：考虑到油价上涨，公司作为炼化企业成本增加，因此我们下调公司 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年的净利润分别为 21.47（下调 38%）/22.97（下调 35%）/24.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.20/0.21/0.23 元。公司碳纤维项目稳步推进，未来发展空间广阔，也因此维持对公司 A 股、H 股的“增持”评级。

风险提示：原油价格大幅波动风险，下游需求不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	74,705	89,280	99,951	112,698	122,281
营业收入增长率	-25.55%	19.51%	11.95%	12.75%	8.50%
净利润（百万元）	628	2,001	2,147	2,297	2,467
净利润增长率	-71.63%	218.50%	7.32%	6.99%	7.41%
EPS（元）	0.06	0.18	0.20	0.21	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.15%	6.61%	6.85%	7.66%	8.64%
P/E（A 股）	62	20	18	17	16
P/E（H 股）	22	7	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-03-24；汇率：按 1HKD=0.8135CNY 换算

A 股：增持（维持）

当前价：3.61 元

H 股：增持（维持）

当前价：1.60 港元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

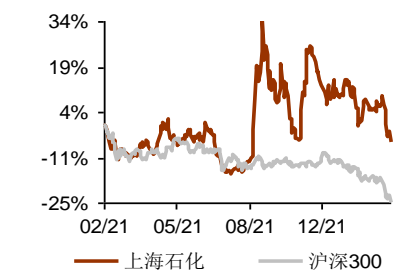
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	108.24
总市值(亿元)	390.74
一年最低/最高(元)	3.18/5.12
近 3 月换手率	26.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.81	0.60	16.30
绝对	-11.95	-13.01	5.51

资料来源：Wind

相关研报

产品价格上涨带动公司实现扭亏为盈，新材料布局稳步推进——上海石化

（600688.SH/0338.HK）21 年 Q3 业绩预告点评（2021-10-20）

大修影响 Q2 业绩，积极布局碳纤维核心新材料产业集群——上海石化（600688.SH,0338.HK）2021 年半年报点评（2021-08-28）

成本控制效果显著，打造碳纤维核心新材料产业集群——上海石化（600688.SH, 0338.HK）2020 年年报点评（2021-04-06）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	74,705	89,280	99,951	112,698	122,281
营业成本	59,089	71,676	80,106	90,148	97,856
折旧和摊销	1,589	1,659	1,944	2,020	2,100
税金及附加	13,063	13,310	14,848	16,741	18,165
销售费用	479	362	600	676	734
管理费用	2,459	1,842	2,614	2,994	2,990
研发费用	111	94	115	139	140
财务费用	-337	-407	24	175	356
投资收益	837	967	967	967	967
营业利润	637	2,726	2,749	2,937	3,150
利润总额	574	2,648	2,688	2,875	3,088
所得税	-66	644	538	575	618
净利润	639	2,004	2,150	2,300	2,470
少数股东损益	11	3	3	3	3
归属母公司净利润	628	2,001	2,147	2,297	2,467
EPS(元)	0.06	0.18	0.20	0.21	0.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,751	4,060	3,590	4,052	4,355
净利润	628	2,001	2,147	2,297	2,467
折旧摊销	1,589	1,659	1,944	2,020	2,100
净营运资金增加	-3,992	451	1,080	1,262	947
其他	3,526	-50	-1,580	-1,526	-1,159
投资活动产生现金流	-3,888	-2,359	-1,084	-1,233	-1,433
净资本支出	-1,781	-3,169	-2,000	-2,200	-2,400
长期投资变化	5,498	4,189	0	0	0
其他资产变化	-7,604	-3,380	916	967	967
融资活动现金流	1,610	-3,503	-1,012	-1,035	-1,581
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2	706	103	2,790	2,677
无息负债变化	-224	543	1,381	1,676	1,275
净现金流	-533	-1,804	1,494	1,784	1,341

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	20.9%	19.7%	19.9%	20.0%	20.0%
EBITDA 率	2.3%	5.3%	3.7%	3.6%	3.7%
EBIT 率	-0.2%	3.1%	1.7%	1.8%	2.0%
税前净利润率	0.8%	3.0%	2.7%	2.6%	2.5%
归母净利润率	0.8%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
ROA	1.4%	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%
ROE (摊薄)	2.1%	6.6%	6.9%	7.7%	8.6%
经营性 ROIC	-0.5%	7.6%	4.7%	5.4%	6.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	34%	35%	37%	43%	48%
流动比率	1.14	1.33	1.35	1.21	1.11
速动比率	0.88	0.95	0.96	0.86	0.79
归母权益/有息债务	18.76	13.37	13.24	5.81	3.65
有形资产/有息债务	28.04	20.19	20.40	9.97	6.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	44,749	47,039	49,591	52,717	55,246
货币资金	7,921	12,499	13,992	15,777	17,118
交易性金融资产	0	0	0	-2	-5
应收账款	1,146	1,169	1,309	1,476	1,602
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	3,889	5,924	6,647	7,508	8,169
其他流动资产	4,316	1,199	1,305	1,433	1,529
流动资产合计	17,305	20,932	23,321	26,267	28,495
其他权益工具	5	5	5	5	5
长期股权投资	5,498	4,189	4,189	4,189	4,189
固定资产	11,733	11,328	11,377	11,446	11,555
在建工程	1,710	3,293	3,220	3,240	3,330
无形资产	413	393	373	354	337
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7,056	5,586	5,693	5,693	5,693
非流动资产合计	27,444	26,106	26,269	26,450	26,750
总负债	15,394	16,643	18,127	22,593	26,545
短期借款	1,548	1,540	1,643	4,434	7,110
应付账款	4,672	5,889	6,582	7,407	8,040
应付票据	139	830	928	1,044	1,133
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,737	2,728	2,835	2,963	3,058
流动负债合计	15,232	15,796	17,289	21,766	25,726
长期借款	0	700	700	700	700
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	127	114	105	94	86
非流动负债合计	162	847	838	827	819
股东权益	29,355	30,395	31,463	30,124	28,701
股本	10,824	10,824	10,824	10,824	10,824
公积金	7,084	7,283	7,283	7,283	7,283
未分配利润	11,158	11,877	12,942	11,600	10,173
归属母公司权益	29,218	30,260	31,325	29,982	28,556
少数股东权益	137	135	138	142	145

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.64%	0.41%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	3.29%	2.06%	2.62%	2.66%	2.45%
财务费用率	-0.45%	-0.46%	0.02%	0.16%	0.29%
研发费用率	0.15%	0.11%	0.12%	0.12%	0.11%
所得税率	-11%	24%	20%	20%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.10	0.34	0.36	0.39
每股经营现金流	0.16	0.38	0.33	0.37	0.40
每股净资产	2.70	2.80	2.89	2.77	2.64
每股销售收入	6.90	8.25	9.23	10.41	11.30

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A 股)	62	20	18	17	16
PE (H 股)	22	7	7	6	6
EV/EBITDA	25.7	8.3	10.1	9.8	9.4
股息率	2.8%	2.8%	9.3%	10.0%	10.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE