

投资评级 优于大市 维持
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 03月26日收盘价(元) | 4.01 |
| 52周股价波动(元) | 3.23-5.86 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 10824/7329 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 43403/43403 |

相关研究

 《3Q19 归母净利润环比维持相对稳定》
 2019.10.24

《原油加工成本上升, 1H19 归母净利润同比下滑 68%》 2019.08.21

 《4Q18 油价大跌, 公司盈利大幅下降》
 2019.03.20

市场表现


| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|------|------|------|
| 绝对涨幅 (%) | 6.7 | 3.4 | 5.8 |
| 相对涨幅 (%) | 15.9 | 11.0 | 14.0 |

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

联系人: 张璇

Tel: (021)23219411

Email: zx12361@htsec.com

行业景气回落, 2019 年归母净利润同比下滑

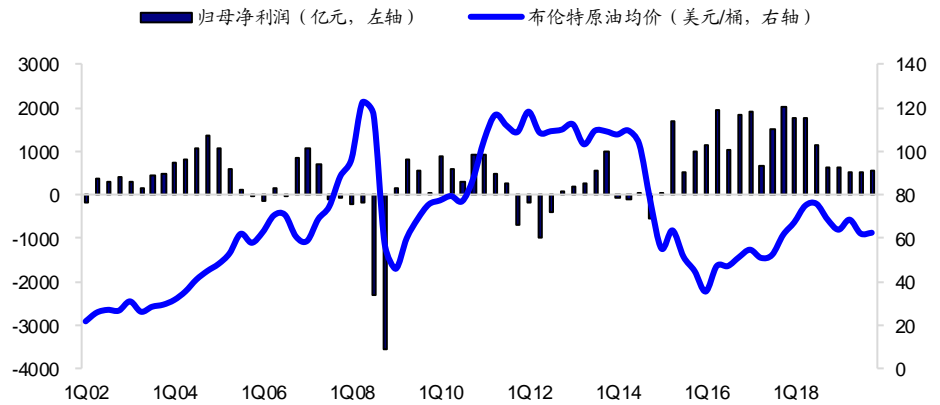
投资要点:

- 2019 年公司归母净利润同比下滑 58%。**2019 年, 公司实现营业收入 1003.46 亿元, 同比-6.88%; 归母净利润 22.14 亿元, 同比-58.05%。其中, 4Q19 公司单季实现归母净利润 5.42 亿元, 同比-12.19%, 环比+1.25%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.2 元 (含税)。
- 2019 年原油加工量和商品量稳定增长。**2019 年, 公司原油加工量共 1519.94 万吨 (含来料加工 106.46 万吨), 同比+5.71%; 商品量 1391.04 万吨, 同比+4.60%。产品结构方面, (1) 成品油: 产量 919.20 万吨, 同比+9.06%。其中, 航空煤油增速较快, 产量 187.86 万吨, 增幅 27.95%; 柴汽比 1.11, 同比降低 0.05; 累计出口低硫重质船用燃料油 3.78 万吨。(2) 化工品: 乙烯链多数产品产量较快增长, 其中乙烯、聚乙烯、环氧乙烷产量分别为 84.13 万吨 (同比+8.16%)、53.73 万吨 (同比+28.57%)、27.55 万吨 (同比+41.79%)。
- 公司盈利下滑主要由于行业景气回落。**我们认为上一轮石化行业景气高峰为 2016-2018 年, 2019 年后随着多个大型炼化一体化项目进入产能投放期, 行业面临景气下行压力。以较能代表行业景气的乙烯价格及价差看, 2019 年乙烯均价 901 美元/吨, 同比-28.1%; “乙烯-石脑油” 平均价差 369 美元/吨, 同比-41.9%。2020 年以来, 受国内外需求下滑影响, 公司原油加工量同比有所回落, 叠加油价大幅下跌, 公司短期效益面临压力。
- 2020 年计划原油加工量稳定增长。**公司计划 2020 年资本支出 15 亿元左右 (2019 年实际 18.2 亿元), 原油加工总量 1530 万吨, 成品油总量 927 万吨、乙烯 82 万吨、PX 66 万吨、塑料树脂 92 万吨、合成纤维原料 65 万吨、合纤聚合物 44 万吨、合成纤维 20 万吨。
- 加快复合材料应用研发, 布局碳纤维。**公司计划投资 35 亿元, 建设年产 2.4 万吨原丝、1.2 万吨 48K 大丝束碳纤维项目 (6 条产线), 项目建设期约 4 年。48K 大丝束碳纤维在轨道交通、汽车轻量化、油气田、建筑、无人机、大飞机等领域具有广泛应用, 我们认为公司布局碳纤维有助于进一步优化产品结构, 提升经济效益。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计上海石化 2020~2022 年归母净利润分别为 20 亿元、22 亿元和 24 亿元, EPS 分别为 0.19、0.20、0.22 元, 2020 年 BPS 为 2.85 元, 参考可比公司估值水平, 给予其 2020 年 22-24 倍 PE, 对应合理价值区间 4.18-4.56 元 (对应 2020 年 PB 1.5-1.6 倍), 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 原油价格下跌、成品油盈利下降、石化产品价差收窄等。

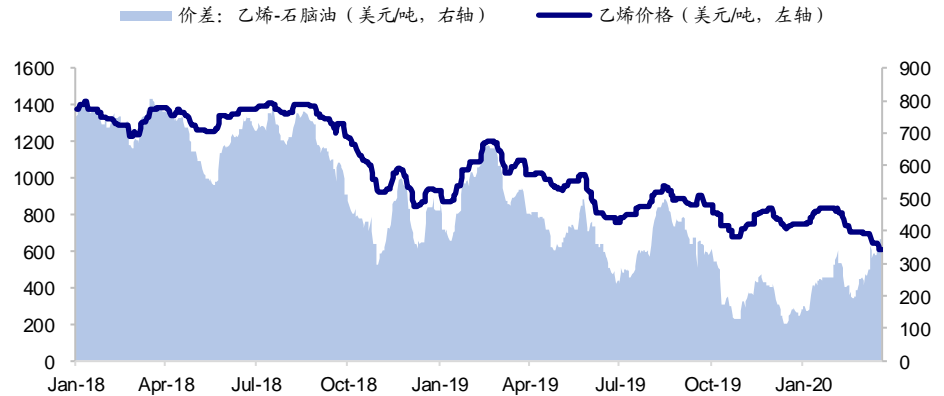
主要财务数据及预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 107765 | 100346 | 94411 | 99088 | 108909 |
| (+/-)YoY(%) | 17.1% | -6.9% | -5.9% | 5.0% | 9.9% |
| 净利润(百万元) | 5277 | 2214 | 2040 | 2165 | 2395 |
| (+/-)YoY(%) | -14.1% | -58.1% | -7.8% | 6.1% | 10.6% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.49 | 0.20 | 0.19 | 0.20 | 0.22 |
| 毛利率(%) | 19.2% | 16.5% | 16.3% | 16.3% | 16.3% |
| 净资产收益率(%) | 17.4% | 7.4% | 6.6% | 6.8% | 7.3% |

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 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

图 2 乙烯价格、价差


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 上海石化 2018-2019 年单季度主要产品产量 (万吨)

| 产品 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 2019 年 | 2018 年 | 同比 |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 柴油 | 101.80 | 92.93 | 85.38 | 92.97 | 97.42 | 87.70 | 103.41 | 95.97 | 384.50 | 373.08 | 3.1% |
| 汽油 | 86.63 | 76.46 | 83.33 | 76.50 | 87.33 | 81.49 | 88.93 | 89.09 | 346.84 | 322.92 | 7.4% |
| 航空煤油 | 39.32 | 34.63 | 34.23 | 38.64 | 46.81 | 45.70 | 45.29 | 50.06 | 187.86 | 146.82 | 28.0% |
| 对二甲苯 | 17.00 | 15.99 | 16.96 | 17.35 | 16.89 | 16.06 | 16.91 | 16.82 | 66.68 | 67.30 | -0.9% |
| 苯 | 9.13 | 7.82 | 8.36 | 9.55 | 9.43 | 8.36 | 9.81 | 9.73 | 37.33 | 34.86 | 7.1% |
| 乙二醇 | 12.63 | 11.93 | 6.92 | 10.04 | 8.84 | 6.86 | 6.04 | 6.93 | 28.67 | 41.52 | -30.9% |
| 环氧乙烷 | 3.74 | 4.39 | 5.33 | 5.97 | 6.25 | 7.39 | 8.19 | 5.72 | 27.55 | 19.43 | 41.8% |
| 乙烯 | 20.84 | 19.41 | 16.46 | 21.07 | 21.29 | 20.90 | 20.65 | 21.29 | 84.13 | 77.78 | 8.2% |
| 聚乙烯 | 12.17 | 10.53 | 8.47 | 10.62 | 13.24 | 13.60 | 13.74 | 13.15 | 53.73 | 41.79 | 28.6% |
| 聚丙烯 | 12.36 | 12.38 | 9.53 | 15.09 | 11.97 | 11.10 | 11.35 | 12.54 | 46.96 | 49.36 | -4.9% |
| 聚酯切片 | 7.81 | 10.36 | 10.09 | 9.14 | 9.87 | 7.48 | 7.73 | 8.10 | 33.18 | 37.40 | -11.3% |
| 腈纶 | 2.83 | 3.41 | 3.66 | 1.42 | 3.84 | 3.62 | 3.18 | 3.05 | 13.69 | 11.32 | 20.9% |
| 涤纶 | 1.21 | 1.21 | 1.21 | 1.14 | 1.12 | 0.82 | 1.00 | 1.00 | 3.94 | 4.77 | -17.4% |

资料来源: 上海石化 2018-2019 年经营数据公告, 海通证券研究所

表 2 上海石化分业务盈利预测

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 石油产品 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 54887 | 53789 | 56478 | 62126 |
| 营业成本 (百万元) | 41156 | 40880 | 42924 | 47216 |
| 毛利率 | 25.02% | 24.00% | 24.00% | 24.00% |
| 石油化工产品贸易 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 21706 | 18450 | 19373 | 21310 |
| 营业成本 (百万元) | 21566 | 18339 | 19256 | 21182 |
| 毛利率 | 0.64% | 0.60% | 0.60% | 0.60% |
| 中间石化产品 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 10511 | 9460 | 9933 | 10926 |
| 营业成本 (百万元) | 9096 | 8230 | 8642 | 9506 |
| 毛利率 | 13.47% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 树脂及塑料 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 10164 | 9656 | 10138 | 11152 |
| 营业成本 (百万元) | 8791 | 8400 | 8820 | 9702 |
| 毛利率 | 13.51% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 合成纤维 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 2200 | 2178 | 2287 | 2516 |
| 营业成本 (百万元) | 2486 | 2461 | 2584 | 2818 |
| 毛利率 | -12.99% | -13.00% | -13.00% | -12.00% |
| 其他 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 878 | 878 | 878 | 878 |
| 营业成本 (百万元) | 686 | 694 | 694 | 694 |
| 毛利率 | 21.93% | 21.00% | 21.00% | 21.00% |
| 合计 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 100346 | 94411 | 99088 | 108909 |
| 营业成本 (百万元) | 83781 | 79005 | 82920 | 91118 |
| 毛利率 | 16.51% | 16.32% | 16.32% | 16.34% |

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

表 3 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | PB (倍) |
|-----------|------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | 2020E |
| 600028.SH | 中国石化 | 5130 | 0.47 | 0.50 | 0.53 | 9.55 | 8.98 | 8.47 | 0.71 |
| 600346.SH | 恒力石化 | 887 | 1.43 | 1.83 | 2.08 | 8.81 | 6.89 | 6.06 | 1.77 |
| 002493.SZ | 荣盛石化 | 669 | 0.35 | 0.84 | 1.08 | 30.40 | 12.67 | 9.85 | 2.43 |
| 000703.SZ | 恒逸石化 | 330 | 1.10 | 1.68 | 1.90 | 10.56 | 6.92 | 6.12 | 1.27 |
| | 平均 | | 0.84 | 1.21 | 1.40 | 14.83 | 8.86 | 7.62 | 1.55 |

注: 收盘价为 2020 年 3 月 26 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。因恒力石化、恒逸石化、荣盛石化 2019 年大炼化项目陆续投产正式进入炼化行业, 因此加入可比公司。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 原油价格下跌、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 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 100346 | 94411 | 99088 | 108909 |
| 每股收益 | 0.20 | 0.19 | 0.20 | 0.22 | 营业成本 | 83781 | 79005 | 82920 | 91118 |
| 每股净资产 | 2.76 | 2.85 | 2.94 | 3.04 | 毛利率% | 16.5% | 16.3% | 16.3% | 16.3% |
| 每股经营现金流 | 0.47 | 0.19 | 0.18 | 0.20 | 营业税金及附加 | 12214 | 11329 | 11891 | 13069 |
| 每股股利 | 0.12 | 0.10 | 0.11 | 0.12 | 营业税金率% | 12.2% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 532 | 500 | 525 | 577 |
| P/E | 19.61 | 21.28 | 20.05 | 18.12 | 营业费用率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| P/B | 1.45 | 1.41 | 1.36 | 1.32 | 管理费用 | 2500 | 2360 | 2477 | 2723 |
| P/S | 0.43 | 0.46 | 0.44 | 0.40 | 管理费用率% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| EV/EBITDA | 11.58 | 19.41 | 18.00 | 16.01 | EBIT | 1225 | 1131 | 1185 | 1324 |
| 股息率% | 3.0% | 2.5% | 2.6% | 3.0% | 财务费用 | -348 | -350 | -350 | -350 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.3% | -0.4% | -0.4% | -0.3% |
| 毛利率 | 16.5% | 16.3% | 16.3% | 16.3% | 资产减值损失 | -71 | -120 | -80 | -60 |
| 净利润率 | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 投资收益 | 954 | 897 | 941 | 1035 |
| 净资产收益率 | 7.4% | 6.6% | 6.8% | 7.3% | 营业利润 | 2698 | 2481 | 2630 | 2905 |
| 资产回报率 | 4.9% | 4.5% | 4.6% | 5.0% | 营业外收支 | -44 | -40 | -40 | -40 |
| 投资回报率 | 3.3% | 3.0% | 3.1% | 3.4% | 利润总额 | 2654 | 2441 | 2590 | 2865 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 2979 | 1851 | 1955 | 2144 |
| 营业收入增长率 | -6.9% | -5.9% | 5.0% | 9.9% | 所得税 | 429 | 391 | 414 | 458 |
| EBIT 增长率 | -77.6% | -7.7% | 4.8% | 11.7% | 有效所得税率% | 16.2% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |
| 净利润增长率 | -58.1% | -7.8% | 6.1% | 10.6% | 少数股东损益 | 11 | 10 | 11 | 12 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 2214 | 2040 | 2165 | 2395 |
| 资产负债率 | 34.2% | 32.2% | 31.4% | 31.5% | | | | | |
| 流动比率 | 1.44 | 1.53 | 1.61 | 1.67 | 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 速动比率 | 1.00 | 1.10 | 1.15 | 1.19 | 货币资金 | 8959 | 9000 | 9200 | 9800 |
| 现金比率 | 0.58 | 0.62 | 0.64 | 0.65 | 应收账款及应收票据 | 1640 | 1543 | 1619 | 1780 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 6754 | 6277 | 6588 | 7239 |
| 应收账款周转天数 | 5.97 | 5.97 | 5.97 | 5.97 | 其它流动资产 | 4956 | 5451 | 5955 | 6464 |
| 存货周转天数 | 29.43 | 29.00 | 29.00 | 29.00 | 流动资产合计 | 22309 | 22271 | 23363 | 25283 |
| 总资产周转率 | 2.20 | 2.07 | 2.13 | 2.25 | 长期股权投资 | 5329 | 5429 | 5529 | 5629 |
| 固定资产周转率 | 8.86 | 8.72 | 9.65 | 11.26 | 固定资产 | 11323 | 10823 | 10273 | 9673 |
| | | | | | 在建工程 | 1816 | 2116 | 2416 | 2716 |
| | | | | | 无形资产 | 338 | 318 | 298 | 278 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 23327 | 23387 | 23247 | 23057 |
| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产总计 | 45636 | 45658 | 46610 | 48340 |
| 净利润 | 2214 | 2040 | 2165 | 2395 | 短期借款 | 1548 | 856 | 331 | 55 |
| 少数股东损益 | 11 | 10 | 11 | 12 | 应付票据及应付账款 | 8398 | 8484 | 8678 | 9036 |
| 非现金支出 | 1824 | 840 | 850 | 880 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -1509 | -1023 | -1075 | -1186 | 其它流动负债 | 5534 | 5211 | 5468 | 6009 |
| 营运资金变动 | 2493 | 222 | -21 | 19 | 流动负债合计 | 15480 | 14552 | 14477 | 15101 |
| 经营活动现金流 | 5034 | 2090 | 1930 | 2120 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -1363 | -534 | -376 | -359 | 其它长期负债 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 投资 | -253 | -600 | -600 | -600 | 非流动负债合计 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 其他 | -3007 | 877 | 921 | 1015 | 负债总计 | 15620 | 14692 | 14618 | 15241 |
| 投资活动现金流 | -4623 | -257 | -55 | 56 | 实收资本 | 10824 | 10824 | 10824 | 10824 |
| 债权募资 | 4755 | -691 | -525 | -276 | 普通股股东权益 | 29885 | 30825 | 31840 | 32935 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 131 | 141 | 152 | 164 |
| 其他 | -6556 | -1100 | -1150 | -1300 | 负债和所有者权益合计 | 45636 | 45658 | 46610 | 48340 |
| 融资活动现金流 | -1801 | -1791 | -1675 | -1576 | | | | | |
| 现金净流量 | -1292 | 41 | 200 | 600 | | | | | |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 26 日

资料来源: 公司年报 (2019), 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

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： 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,浙江龙盛,东华能源,通源石油,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新潮能源,新宙邦,嘉化能源,中国石油, 盐湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达

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。