

原油价格振荡回落, 需求回暖支撑炼厂利润

投资要点

- **事件:** 上海石化公布 2022 年度报告。2022 年原油价格大幅上涨、市场需求不振、同时受疫情影响以及公司装置事故影响, 公司业绩下滑明显。全年公司实现营收 825.2 亿元, 同比下降 7.6%, 归母净利润为 -28.7 亿元, 同比下降 243.6%。
- **原油价格高位运行, 加工成本大幅上升。** 疫情以及公司装置事故影响下, 2022 年公司累计加工原油 1044.5 万吨, 同比下降 24.1%; 而国际原油价格多因素影响下大幅上涨, 2022 年公司原油加工成本为 4682.5 元/吨, 较去年同期上涨 1450.2 元/吨, 增幅为 44.9%, 全年原油加工总成本比上年同期增加 39.6 亿元(+9.2%)。
- **市场需求不振, 石油石化产品价格上涨幅度不及原油价格涨幅, 毛利下降。** 2022 年公司合成纤维产品销售量为 2.2 万吨, 同比大幅下降 78%, 销售净额为 4.1 亿元, 同比下降 70%; 树脂及塑料平均售价上涨 3.6%, 而销量下降 29.1%, 销售净额同比下降 26.5% 为 73.2 亿元; 中间石化产品售价同比上涨 14%, 销量下降 11.4%, 销售净额为 105.4 亿元, 同比略下降 2.3%; 石油产品销售净额下降 1.1% 为 414.4 亿元, 其中售价同比上升 31.9%, 销售量同比下降 30.1%。
- **原油价格振荡回落, 需求回暖有望支撑炼厂利润。** 2023 年以来, 全球经济下行风险加大, 对原油消费需求产生负面影响, 国际原油价格走弱。同时俄罗斯出口原油价格受制裁影响下跌, 我国进口俄罗斯原油比例上升, 原料成本下降, 利润向炼厂转移。2023 年第一批成品油出口配额下发为 1899 万吨, 同比上涨 46.1%, 我国成品油出口态势向好。我国疫情放开, 将从需求端支撑成品油价格, 炼厂利润可期。2022 年 12 月我国疫情防控政策不断调整, 疫情管控放开, 我国经济将逐步修复, 未来居民出行将随之恢复, 柴油作为重要的工业燃料, 汽油、煤油作为交通工具的燃料, 消费需求回暖有望支撑成品油价格。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 861.7、878.5 和 909.3 亿元, 归母净利润分别为 8、15.2 和 19.9 亿元。结合可比公司的估值和目前上海石化的业务布局和投产节奏, 给予公司 2023 年 1.6 倍 PB, 对应目标价 4.06 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原油价格大幅上涨, 宏观经济波动, 石化产品销量不及预期、安全事故风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	82518.32	86165.09	87852.59	90934.10
增长率	-7.57%	4.42%	1.96%	3.51%
归属母公司净利润(百万元)	-2872.07	802.20	1518.12	1993.67
增长率	-243.57%	127.93%	89.24%	31.33%
每股收益 EPS(元)	-0.27	0.07	0.14	0.18
每股净资产 BPS(元)	2.43	2.54	2.66	2.82
净资产收益率 ROE	-10.88%	2.91%	5.25%	6.52%
PE	-13	45	24	18
PB	1.37	1.32	1.26	1.19

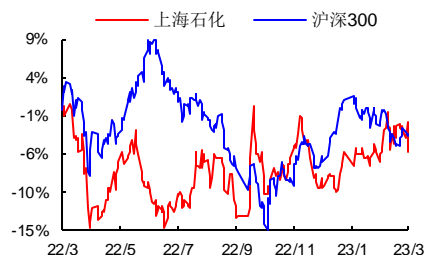
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	107.99
流通 A 股(亿股)	73.29
52 周内股价区间(元)	2.97-3.57
总市值(亿元)	354.22
总资产(亿元)	470.39
每股净资产(元)	2.80

相关研究

目 录

1 炼油化工一体化综合性企业，质量、位置优势突出.....	1
2 原油价格振荡回落，需求回暖有望支撑炼厂利润.....	2
3 市场需求不振，原油高位运行，业绩下滑明显.....	6
4 盈利预测与估值.....	7
4.1 盈利预测.....	7
4.2 相对估值.....	8
5 风险提示.....	8

图 目 录

图 1：公司营业收入：分地区（亿元）	1
图 2：公司产品销量（千吨）	1
图 3：公司股东情况	2
图 4：全球一次能源消费（艾焦）	2
图 5：2021 年全球一次能源消费占比	2
图 6：石油需求增长量与全球 GDP 增长率	3
图 7：石油主要消费国石油消费占比	3
图 8：全球石油探明储量占比情况	3
图 9：中国原油消费以及产量情况（亿吨）	3
图 10：中国原油进口情况	4
图 11：中国进口原油来源情况	4
图 12：原油现货价（美元/桶）	4
图 13：中国炼厂炼能	5
图 14：中国炼厂开工率	5
图 15：中国成品油出口配额（万吨）	5
图 16：中国成品油出口情况（万吨）	5
图 17：我国成品油消费情况（亿吨）	6
图 18：柴油、汽油市场价（元/吨）	6
图 19：公司 2019 年以来营业收入及增速	6
图 20：公司 2019 年以来净利润及增速	6
图 21：分产品销售收入（亿元）	7
图 22：分产品毛利率	7

表 目 录

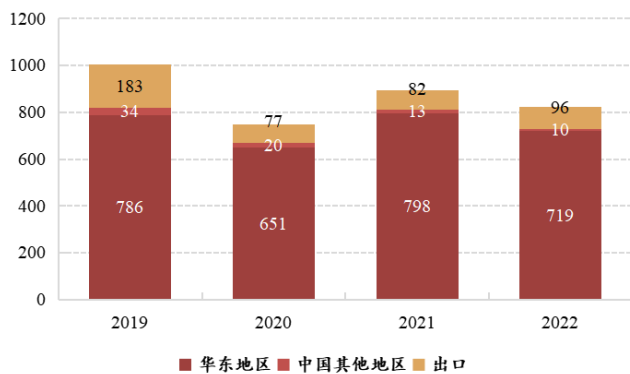
表 1：公司产能以及开工情况（2022 年）	1
表 2：分业务收入及毛利率	7
表 3：可比公司估值	8
附表：财务预测与估值	9

1 炼化化工一体化综合性企业，质量、位置优势突出

中国石化上海石油化工股份有限公司（简称上海石化）是中国主要的炼化化工一体化综合性石油化工企业之一，主要通过石油加工生产多种石油产品、中间石化产品、树脂和塑料及合成纤维。2022 年集团主要产品的产量占全国相应产品产量的比例在 1.0%-2.0% 不等。

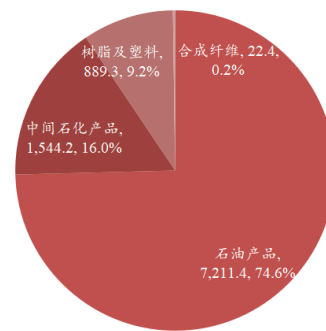
公司销售额主要源自华东地区的客户，石油产品是公司最主要的产品。2022 年，华东地区、中国其他地区以及出口分别占到集团营业收入的 87.2%、1.2%、11.6%。从产品结构来看，石油产品是公司最主要的产品，2022 年度石油产品销售量为 721.1 万吨，占比达到 74.6%，而净额为 414.4 亿元，同比下降 1.1%，占集团销售净额的比例为 57%。

图 1：公司营业收入：分地区（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司产品销量（千吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要的竞争优势在于质量、地理位置和纵向一体化生产。公司地处中国经济最活跃、石化产品需求旺盛的长三角核心地区，且拥有沿海和内河航运等运输便利，在运输成本和交货及时方面有竞争优势。公司最大产能生产装置为原油蒸馏装置，产能可达 1400 万吨，负荷率为 89.5%。公司利用其炼化化工一体化的优势，积极调整优化产品结构，提高企业资源的深度利用和综合利用效率，具有较强的持续发展能力。

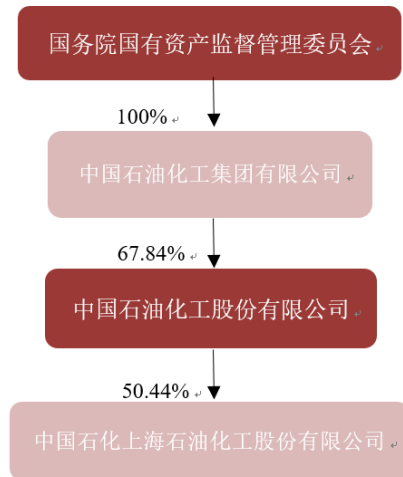
表 1：公司产能以及开工情况（2022 年）

主要生产装置 (套数)	设计产能 (万吨)	负荷率 (%)	主要生产装置 (套数)	设计产能 (万吨)	负荷率 (%)
原油蒸馏装置 (2)	1400	89.52	加氢改质装置	65	100.35
加氢裂化装置 (2)	300	88.88	碳五分离 (2)	18.5	123.25
乙烯装置	70	97.06	聚酯装置 (3)	55	87.31
芳烃装置 (2)	83.5	96.86	涤纶短纤装置 (2)	15.8	-
精对苯二甲酸装置	40	-	涤纶长丝装置	2.1	-
环氧乙烷 / 乙二醇装置 (2)	52.5	77.48	腈纶短纤装置 (3)	14.08	93.03
催化裂化	350	92.19	聚乙烯装置 (3)	40.8	93.33
延迟焦化 (2)	220	88.6	聚丙烯装置 (3)	40	95.13
柴油加氢 (2)	385	83.31	醋酸乙烯装置	8.61	104.41

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东为中国石油化工股份有限公司，实际控制人为国务院国有资产委员会。中国石油化工股份有限公司直接持有上海石化 50.4% 的股份，为上海石化控股股东。国资委通过 100% 持有中国石油化工集团有限公司股份而实际控制上海石化。

图 3：公司股东情况

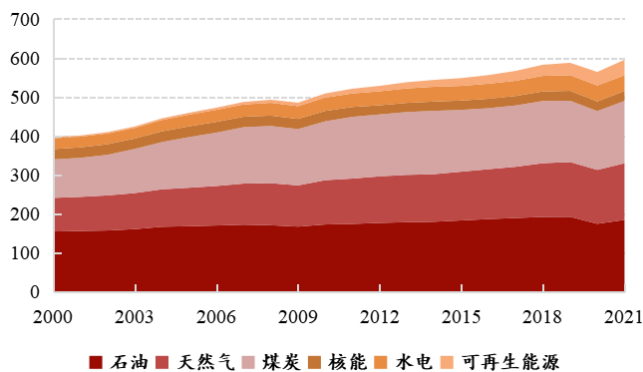


数据来源：Wind，西南证券整理

2 原油价格振荡回落，需求回暖有望支撑炼厂利润

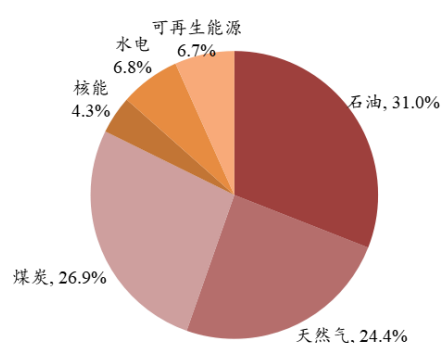
石油仍是现代工业第一能源，在全球能源消费量中占最大份额。石油作为全球主导的能源，主要是加工原油提炼汽油、柴油等产品广泛应用于动力燃料、也能提炼石脑油等基础原料应用于化工产业。随着新能源产业快速发展，全球能源结构正在调整，然而截至 2021 年底，石油仍是现代工业第一能源，在全球一次能源消费中占比为 31%。

图 4：全球一次能源消费（艾焦）



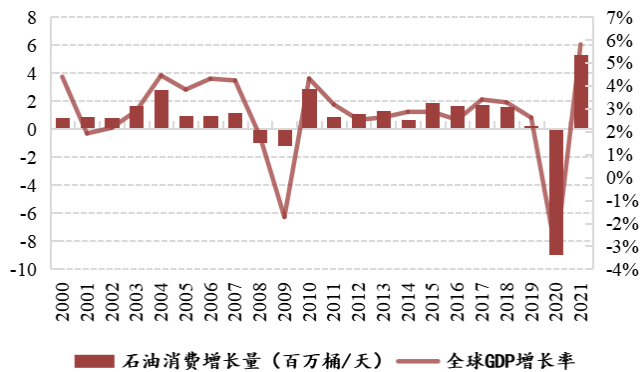
数据来源：BP，西南证券整理

图 5：2021 年全球一次能源消费占比

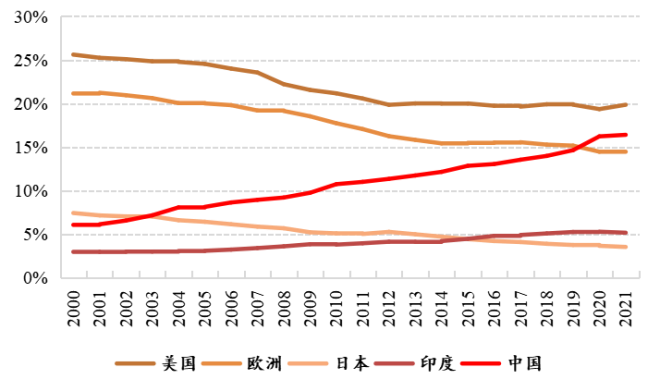


数据来源：BP，西南证券整理

石油消费需求与全球经济增长高度相关。石油作为燃料、工业原料等为全球经济增长献力，全球 GDP 增长率同石油消费增长量保持高度相关。现有石油消费国也主要由发达的西方工业化国家以及全球经济增长中心亚太国家组成。经过多年快速发展，中国成为世界第二大经济体，2021 年石油消费占比同比 2000 年上升 10.3pp 为 16.4%。

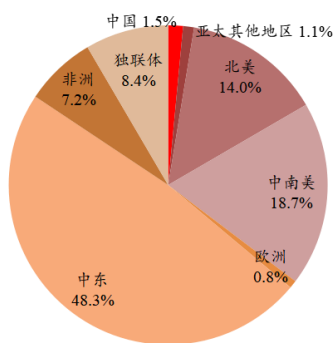
图 6：石油需求增长量与全球 GDP 增长率


数据来源：BP，世界银行，西南证券整理

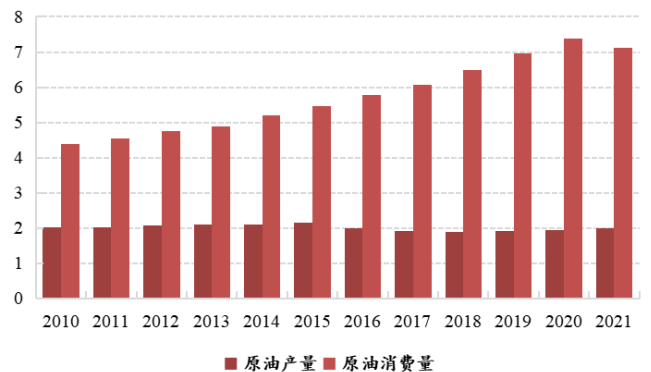
图 7：石油主要消费国石油消费占比


数据来源：BP，西南证券整理

我国石油资源与经济发展需求不匹配，长期需要进口原油。对比较高的石油消费，我国的石油资源较为贫瘠，截至 2020 年底我国的石油探明储量占比仅 1.5%。2021 年我国原油消费量 7.1 亿吨，原油产量仅 2 亿吨，供需缺口较大，需要进口原油来满足经济发展所需的原油。

图 8：全球石油探明储量占比情况


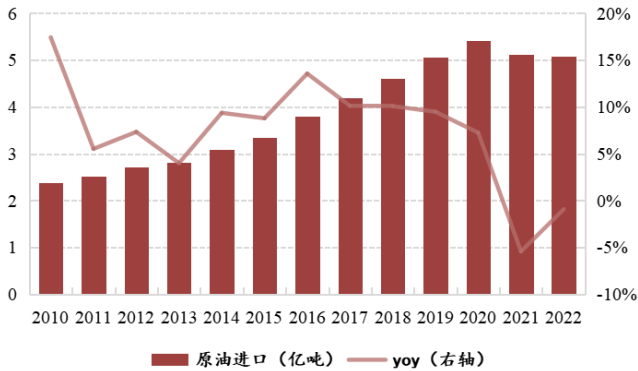
数据来源：BP，西南证券整理

图 9：中国原油消费以及产量情况（亿吨）


数据来源：国家统计局，西南证券整理

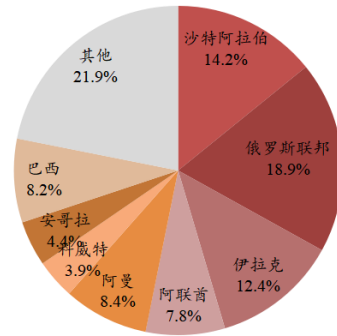
我国原油进口以中东为主，俄罗斯原油占比逐步提升。今年 2 月，我国进口原油 4074 万吨，其中进口俄罗斯原油 768.5 万吨，同比上涨 42%，占比达到 18.9%，进口沙特原油 577.5 万吨，同比下跌 13.1%，占比为 14.2，其余原油来自伊拉克、阿联酋、阿曼等地，未来随着俄罗斯原油出口转向中国，我国进口俄罗斯原油比例有望进一步提升。

图 10：中国原油进口情况



数据来源：Wind，西南证券整理

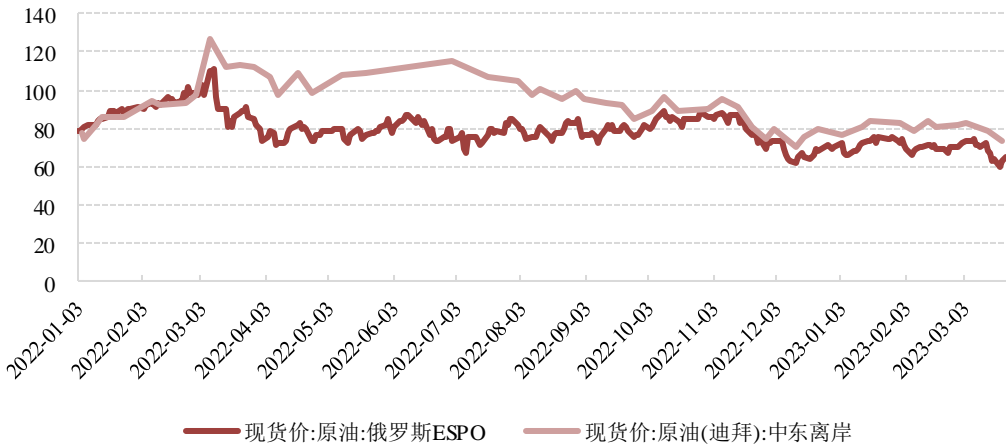
图 11：中国进口原油来源情况



数据来源：Wind，西南证券整理

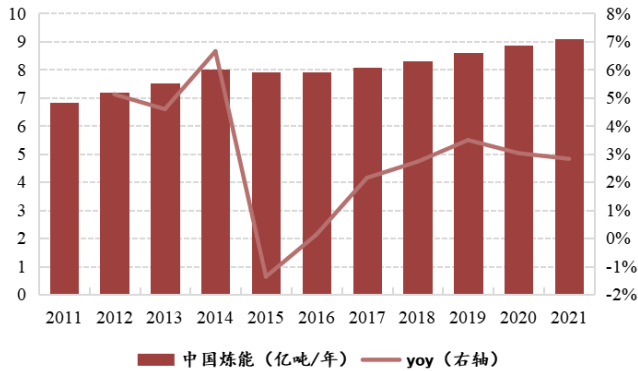
炼厂加工成本主要受国际原油价格影响。由于我国大量进口原油，国际原油的价格在很大程度上影响炼厂的利润。2022 年国际原油价格（迪拜原油）先涨后跌。2022 年上半年，俄乌冲突影响叠加原油库存低位，国际原油价格在 3 月初大幅上涨，3 月 7 日迪拜原油现货价格为 126.9 美元/桶，较 21 年同期增长 87.6%，下半年，美国石油战略储备的释放增加原油供应，油价振荡下行，恢复至俄乌冲突前水平。2023 年以来，全球经济下行风险加大，对原油消费需求产生负面影响，国际原油价格走弱。同时俄罗斯出口原油价格受制裁影响下跌，我国进口俄罗斯原油比例上升，原料成本下降，利润向炼厂转移。

图 12：原油现货价（美元/桶）

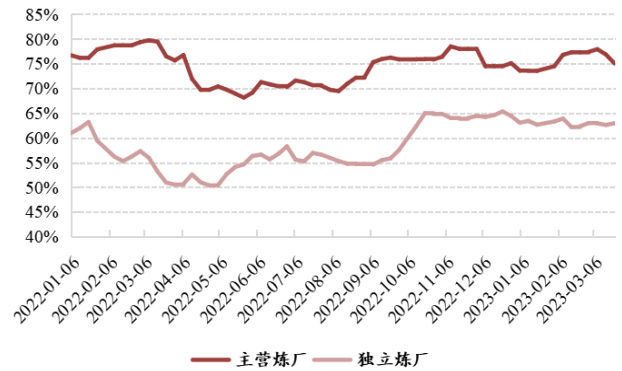


数据来源：Wind，西南证券整理

我国炼厂产能过剩现象短期难以改善，炼厂开工率长年不超过 80%。2021 年我国炼能为 9.1 亿吨/年，同比增加 2.8%，据《2021 年中国炼油工业发展状况与近期展望》统计，2022 年及之后将有超过 1 亿吨炼能投产，未来随着新的炼厂建成，我国炼能将进一步增加。然而我国成品油消费量低于产能，炼厂普遍通过降低开工率来减少过剩产能，我国炼厂开工率长年不超过 80%。

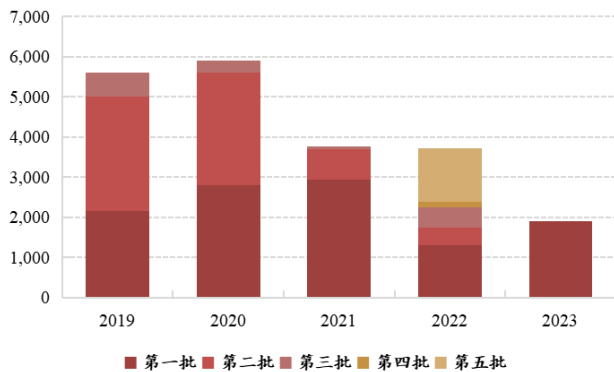
图 13：中国炼厂炼能


数据来源：Wind，西南证券整理

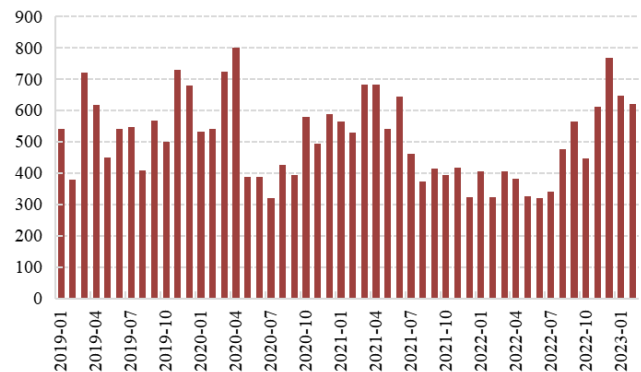
图 14：中国炼厂开工率


数据来源：Wind，西南证券整理

成品油出口缓解过剩压力。我国成品油产能过剩，对外出口能够改善该情况。相关部门每年根据市场情况分批次下发成品油出口配额，调控成品油出口量，然而近年来受疫情影响，全球成品油消费需求下降，出口利润下降，2021 年我国成品油出口配额大幅下降 36.3%，为 3761 万吨，2022 年成品油出口配额为 3725 万吨，同比下降 1%，2023 年第一批成品油出口配额下发为 1899 万吨，同比上涨 46.1%，我国成品油出口态势向好。

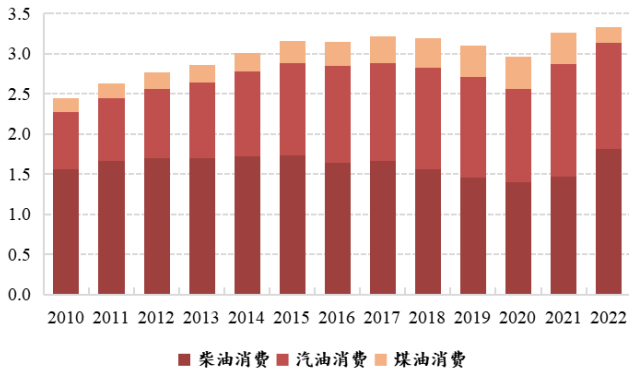
图 15：中国成品油出口配额（万吨）


数据来源：Wind，西南证券整理

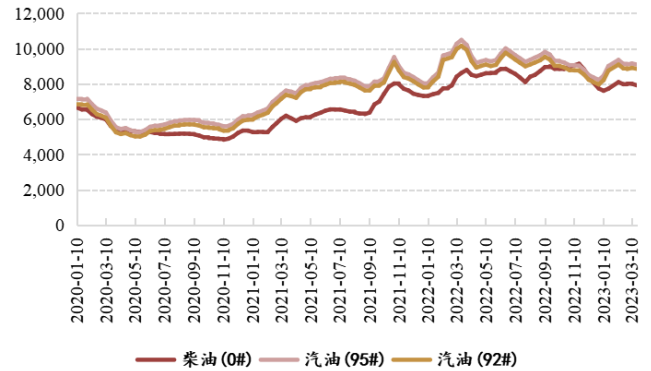
图 16：中国成品油出口情况（万吨）


数据来源：Wind，西南证券整理

我国疫情放开，将从需求端支撑成品油价格，炼厂利润可期。2022 年疫情影响下，我国成品油消费需求增速放缓，全年汽柴煤油消费量为 3.3 亿吨，同比增长 2%，其中，汽油下降 5.4%，柴油增长 23.2%，煤油下降 51.1%。2022 年 12 月我国疫情防控政策不断调整，疫情管控放开，我国经济将逐步修复，未来居民出行将随之恢复，柴油作为重要的工业燃料，汽油、煤油作为交通工具的燃料，消费需求回暖有望支撑成品油价格。

图 17: 我国成品油消费情况 (亿吨)


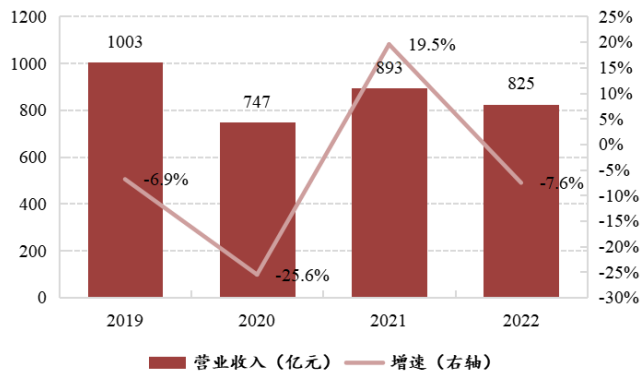
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 柴油、汽油市场价 (元/吨)


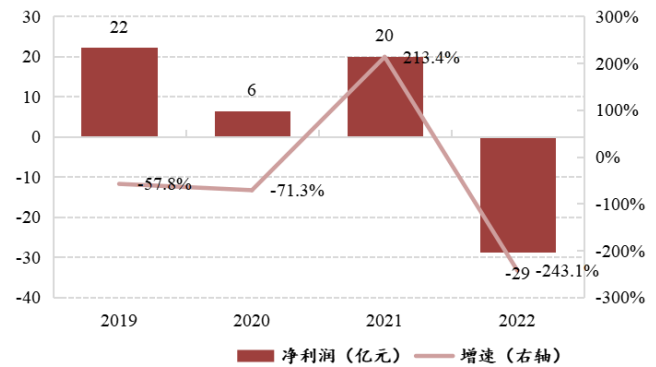
数据来源: Wind, 西南证券整理

3 市场需求不振, 原油高位运行, 业绩下滑明显

自 2019 年以来, 公司营业收入与净利润持续波动, 一定程度上源于能源市场的剧烈波动。2021 年全球经济复苏强劲, 带动石化企业强劲复苏, 石化行业经济业绩超出预期, 公司营业收入与净利润增长率分别为 19.5%、213.4%。2022 年, 市场需求大幅降低, 公司营业收入由正转负, 增长率为 -7.6%; 净利润则大幅下降, 增长率为 -243.1%。具体来看, 2022 年公司合成纤维、树脂及塑料、主要中间石化产品和主要的石油产品的加权平均价格 (不含税) 与上年相比, 分别上升了 36.3%、3.6%、14%和 31.9%。而原油价格大幅上涨, 公司销售成本及费用比上年上升, 利润大幅下降。

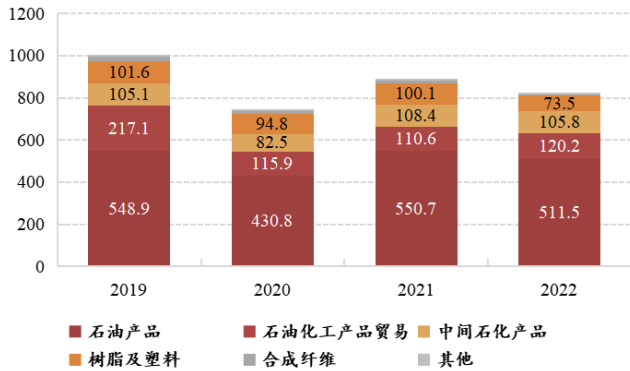
图 19: 公司 2019 年以来营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

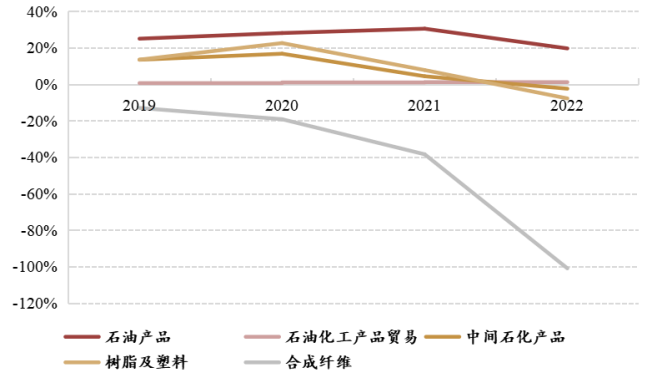
图 20: 公司 2019 年以来净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

从公司各类细分产品来看, 2022 年, 石油产品实现营收 511.5 亿元, 同比减少 7.12%, 毛利率减少 10.8pp 为 19.7%; 中间石化产品实现营收 105.8, 同比减少 2.4%, 毛利率减少 6.8pp 为 -2.4%; 而石油化工产品贸易实现轻微盈利, 毛利率仅为 0.9%; 树脂及塑料营收同比下降 26.6%, 毛利率下降 15.5pp 为 -7.8%; 合成纤维产品营收大幅下降 70%, 毛利率为 -101%, 由于主要原材料价格上涨以及腈纶纤维常年亏损使得该产品减产。

图 21：分产品销售收入（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：分产品毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：中国经济不断修复过程中，石油产品以及中间石化产品的消费需求上涨，预测 2023/24/25 年石油产品的销量同比上涨 15%、5%、5%；2023/24/25 年中间石化产品的销量同比上涨 5%、10%、15%；

假设 2：原油价格较 2022 年高位下降，使得产品的销售价格同步下降，预测 2023/24/25 年石油产品的销售单价同比下跌 8%、4%、3%；2023/24/25 年中间石化产品的销售单价同比下跌 8%、6%、3%；

假设 3：公司提升成本管控水平，实现企业整体效益最大化，预测公司 2023/24/25 年毛利率分别为 15.3%、16.2%、16.7%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
石油产品	收入	51153.9	54120.8	54553.8	55563.0
	增速	-7.1%	5.8%	0.8%	1.9%
	成本	41092.0	42214.2	42006.4	42227.9
	毛利率	19.7%	22.0%	23.0%	24.0%
中间石化产品	收入	10575.9	10216.3	10563.7	11783.8
	增速	-2.4%	-3.4%	3.4%	11.6%
	成本	10831.4	9296.9	9401.7	10487.6
	毛利率	-2.4%	9.0%	11.0%	11.0%
石油化工贸易	收入	12016.6	12617.4	13248.3	13910.7
	增速	8.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	11910.5	12491.2	13115.8	13771.6

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	毛利率	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
树脂及塑料	收入	7345.1	7712.3	7943.7	8102.5
	增速	-26.6%	5.0%	3.0%	2.0%
	成本	7914.5	7326.7	7387.6	7535.4
	毛利率	-7.8%	5.0%	7.0%	7.0%
合成纤维	收入	413.9	434.6	447.6	456.6
	增速	-70.0%	5.0%	3.0%	2.0%
	成本	831.9	651.9	671.4	684.8
	毛利率	-101.0%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
合计	收入	82518.3	86165.1	87852.6	90934.1
	增速	-7.6%	4.4%	2.0%	3.5%
	成本	73518.0	72970.1	73601.8	75746.5
	毛利率	10.9%	15.3%	16.2%	16.7%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 861.7、878.5 和 909.3 亿元，归母净利润分别为 8、15.2 和 19.9 亿元，EPS 分别为 0.07、0.14 和 0.18 元，对应 PE 分别为 45、24 和 18 倍。

4.2 相对估值

我们选取了行业中与上海石化业务相近的三家公司，2023 年可比公司的平均 PB 为 1.8 倍。结合可比公司的估值和目前上海石化的业务布局和投产节奏，给予公司 2023 年 1.6 倍 PB，对应目标价 4.06 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	BPS (元)				PB (倍)			
			2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
000703.SZ	恒逸石化	7.79	7.2	8.1	9.1	-	1.1	1.0	0.9	-
000301.SZ	东方盛虹	13.72	4.7	5.9	7.5	-	2.9	2.3	1.8	-
002493.SZ	荣盛石化	12.91	5.3	6.4	7.8	-	2.4	2.0	1.7	-
平均值							2.1	1.8	1.4	-

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

原油价格大幅上涨，宏观经济波动，石化产品销量不及预期、安全事故风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	82518.32	86165.09	87852.59	90934.10	净利润	-2868.22	801.13	1516.08	1990.99
营业成本	73518.02	72970.08	73601.80	75746.53	折旧与摊销	1799.43	1501.98	1529.69	1557.41
营业税金及附加	9788.59	10221.18	10421.36	10786.90	财务费用	-459.44	274.83	277.13	277.00
销售费用	282.84	295.34	301.12	311.69	资产减值损失	-811.53	-489.39	-594.07	-665.47
管理费用	1795.87	1875.23	1911.96	1979.02	经营营运资本变动	-5414.66	-454.35	-106.31	-130.44
财务费用	-459.44	274.83	277.13	277.00	其他	416.91	321.05	206.23	844.66
资产减值损失	-811.53	-489.39	-594.07	-665.47	经营活动现金流净额	-7337.50	1955.25	2828.76	3874.15
投资收益	-191.80	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1322.75	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-8.99	-4.31	-4.41	-3.96	其他	5713.10	25.69	25.59	26.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	4390.35	-974.31	-974.41	-973.96
营业利润	-3526.68	1043.49	1958.88	2524.47	短期借款	10.00	3586.00	-1248.03	-2011.42
其他非经营损益	-72.89	-85.60	-86.91	-86.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-3599.57	957.89	1871.97	2438.36	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-731.35	156.76	355.89	447.37	支付股利	-1082.38	574.41	-160.44	-303.62
净利润	-2868.22	801.13	1516.08	1990.99	其他	-218.39	-523.18	-277.13	-277.00
少数股东损益	3.86	-1.08	-2.04	-2.68	筹资活动现金流净额	-1290.77	3637.24	-1685.60	-2592.04
归属母公司股东净利润	-2872.07	802.20	1518.12	1993.67	现金流量净额	-4222.60	4618.18	168.75	308.15
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3998.33	8616.51	8785.26	9093.41	成长能力				
应收和预付款项	2579.37	1972.89	2121.96	2264.40	销售收入增长率	-7.57%	4.42%	1.96%	3.51%
存货	7294.06	7375.89	7805.89	7828.59	营业利润增长率	-229.39%	129.59%	87.72%	28.87%
其他流动资产	1894.12	1170.74	1193.66	1235.53	净利润增长率	-243.15%	127.93%	89.24%	31.33%
长期股权投资	3594.39	3594.39	3594.39	3594.39	EBITDA 增长率	-151.22%	228.98%	33.52%	15.75%
投资性房地产	336.86	336.86	336.86	336.86	获利能力				
固定资产和在建工程	15943.99	15539.59	15107.47	14647.64	毛利率	10.91%	15.31%	16.22%	16.70%
无形资产和开发支出	372.64	352.71	332.78	312.85	三费率	1.96%	2.84%	2.83%	2.82%
其他非流动资产	5228.97	5151.33	5073.68	4996.03	净利率	-3.48%	0.93%	1.73%	2.19%
资产总计	41242.74	44110.91	44351.96	44309.70	ROE	-10.88%	2.91%	5.25%	6.52%
短期借款	1550.00	5136.00	3887.97	1876.55	ROA	-6.95%	1.82%	3.42%	4.49%
应付和预收款项	10393.25	10550.16	10683.21	10963.70	ROIC	-14.68%	4.45%	7.21%	9.11%
长期借款	700.00	700.00	700.00	700.00	EBITDA/销售收入	-2.65%	3.27%	4.29%	4.79%
其他负债	2228.10	217.43	217.82	219.12	营运能力				
负债合计	14871.35	16603.60	15489.00	13759.38	总资产周转率	1.87	2.02	1.99	2.05
股本	10823.81	10799.29	10799.29	10799.29	固定资产周转率	7.02	7.18	7.59	8.17
资本公积	610.33	610.33	610.33	610.33	应收账款周转率	44.77	38.94	44.27	42.71
留存收益	14595.64	15996.79	17354.47	19044.51	存货周转率	10.54	9.39	9.47	9.56
归属母公司股东权益	26243.71	27380.71	28738.39	30428.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.32%	—	—	—
少数股东权益	127.68	126.60	124.57	121.89	资本结构				
股东权益合计	26371.39	27507.32	28862.96	30550.33	资产负债率	36.06%	37.64%	34.92%	31.05%
负债和股东权益合计	41242.74	44110.91	44351.96	44309.70	带息债务/总负债	15.13%	35.15%	29.62%	18.73%
					流动比率	1.13	1.22	1.36	1.58
					速动比率	0.61	0.75	0.83	0.98
					股利支付率	-37.69%	-71.60%	10.57%	15.23%
					每股指标				
					每股收益	-0.27	0.07	0.14	0.18
					每股净资产	2.43	2.54	2.66	2.82
					每股经营现金	-0.68	0.18	0.26	0.36
					每股股利	0.10	-0.05	0.01	0.03
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	-2186.69	2820.30	3765.70	4358.88					
PE	-12.56	44.96	23.76	18.09					
PB	1.37	1.32	1.26	1.19					
PS	0.44	0.42	0.41	0.40					
EV/EBITDA	-13.24	9.87	7.01	5.53					
股息率	3.00%	—	0.44%	0.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn