

# 油价触底、公司业绩有望反转



——上海石化深度报告（600688）

## 核心观点

❖ 2019 年公司产品销售量持续增长、但销售价格下降，公司业绩同比下降。受国内供给过剩、需求增速减弱影响，公司主要产品成品油、乙烯、聚烯烃、合成纤维原料、合纤聚合物等价格出现明显下降，影响公司业绩。

❖ 长期看，公司产品毛利率与油价呈现负相关，业绩有望反转。从公司过往业绩上看，公司主要产品都是原油加工品，受到油价的大幅下降影响，成本下降最为明显，虽然主要产品的供给仍然过剩，但产品的供需格局好于原油，销售价格的降幅弱于原油，公司加工利润有望持续扩大。

❖ 全年油价最低点在上半年，二、三季度公司业绩有望触底回升

受到疫情影响，我们认为 3、4 月份是全年油价的最低点。受此影响，公司一季度可能承担历史上最大的单季度库存减值压力。随着后期油价逐步回升，公司原油加工价差逐步放大，并受益国内 40 美元的“地板价”保护，业绩有望触底回升。

❖ 分红率维持高位，受益国内成品油定价机制

公司虽然属于强周期行业，但上市 25 年来分红率一直维持高位，从未低于 40%，而且最近 10 年分红率一直维持在 50% 以上。自从 2016 年，国内施行成品油定价保护机制以来，公司 ROE 相对大幅提升，维持在全球行业内高位。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

长期看，公司业绩与油价呈现负相关，主要产品产量持续增长，且国内需求随着复工逐步恢复，公司业绩有望在二、三季度触底回升。预计 2020-2022 年营业收入分别为 850、970、107 亿元，实现 EPS 分别为 0.27、0.30、0.31 元/股，对应 PE 分别为 14、13、13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：国内成品油需求大幅下滑、海外进口原油价格大幅上涨、国内成品油政策明显改变。

## 盈利预测与估值

	2019	2020E	2021E	2022
营业收入(百万)	100346	85000	97000	107000
+/-%	-7%	-15%	14%	10%
归属母公司净利润(百万)	2214	2924	3212	3337
+/-	-58%	32%	10%	4%
EPS(元/股)	0.20	0.27	0.30	0.31
PE	19.07	14.44	13.14	12.65

资料来源：公司公告、川财证券研究所，估值截止于 2020 年 3 月 30 日

## 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部  
报告类别 | 公司深度  
所属行业 | 石油化工  
报告时间 | 2020/3/30  
前收盘价 | 3.90 元  
公司评级 | 增持评级

## 分析师

白竣天  
证书编号：S1100116070002  
010-66495962  
baijuntian@cczq.com

## 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034  
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120  
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000  
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、投资机会 .....	5
1. 公司业绩有油价高度相关 .....	5
2. 原料进口及销售具有地域优势 .....	7
3. 分红率维持 50% 以上，ROE 全球业内领先 .....	8
4. 提高柴气比 .....	10
二、公司概况 .....	11
1. 公司简介 .....	11
2. 业务简介 .....	12
2.1 石油产品 .....	13
2.2 石油化工产品贸易 .....	14
2.3 中间石化产品 .....	15
2.4 树脂及塑料 .....	17
2.5 合成纤维 .....	19
三、财务情况 .....	21
1. 经营情况 .....	21
2. 财务情况 .....	23
四、估值评级 .....	26

## 图表目录

图 1:	股价和布伦特油价的相关性.....	5
图 2:	原油成本及占营收的比例.....	5
图 3:	主要成本和油价正相关.....	6
图 4:	公司毛利率和油价负相关.....	6
图 5:	主要产品国内市占率.....	7
图 6:	销售市场以华东为主.....	7
图 7:	原油进口以中东为主.....	8
图 8:	分红率维持高位.....	8
图 9:	分红率与 ROE 负相关.....	9
图 10:	近五年来 ROE 处于业内领先.....	9
图 11:	柴气比明显变小.....	10
图 12:	高牌号汽油比例增加.....	10
图 13:	汽、柴、煤油的销售价格.....	10
图 14:	公司股权结构图.....	12
图 15:	分产品收入结构.....	12
图 16:	分产品毛利结构.....	13
图 17:	石油产品营收及毛利率.....	14
图 18:	柴汽煤油的产量.....	14
图 19:	柴汽煤油的销量.....	14
图 20:	石油化工产品贸易营收及毛利率.....	15
图 21:	中间石化产品营收及毛利率.....	15
图 22:	对二甲苯和苯的价格.....	16
图 23:	对二甲苯和苯产量.....	16
图 24:	对二甲苯和苯销量.....	16
图 25:	乙二醇、环氧乙烷、乙烯和聚乙烯的产量.....	17
图 26:	乙二醇、环氧乙烷、乙烯和聚乙烯的销量.....	17
图 27:	树脂及塑料营收及毛利率.....	18
图 28:	主要产品的销售价格.....	18
图 29:	聚丙烯销售价格.....	18
图 30:	聚丙烯的产量.....	19
图 31:	聚丙烯的销量.....	19
图 32:	合成纤维营收及毛利率.....	20
图 33:	涤纶和晴纶的销售价格.....	20
图 34:	聚酯、晴纶和涤纶的产量.....	20
图 35:	聚酯、晴纶和涤纶的销量.....	20
图 36:	营业收入与净利润的增速.....	21
图 37:	营业收入与毛利率.....	22
图 38:	2019 年营业收入构成.....	22
图 39:	毛利率变化情况.....	22
图 40:	分业务的毛利率.....	22
图 41:	2019 年分业务毛利构成.....	23

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

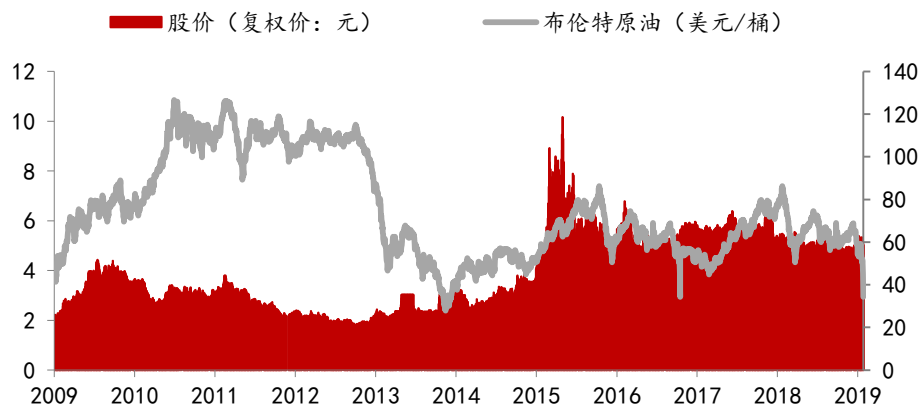
图 42:	三费占营业收入的比重.....	23
图 43:	资产负债率.....	24
图 44:	应收账款周转率和存货周转率.....	24
图 45:	经营活动现金流量净额.....	25
表格 1:	公司发展历程.....	11
表格 2:	上海石化可比公司.....	26

## 一、投资机会

### 1. 公司业绩有油价高度相关

公司股票价格与油价呈现一定相关性。

图 1：股价和布伦特油价的相关性

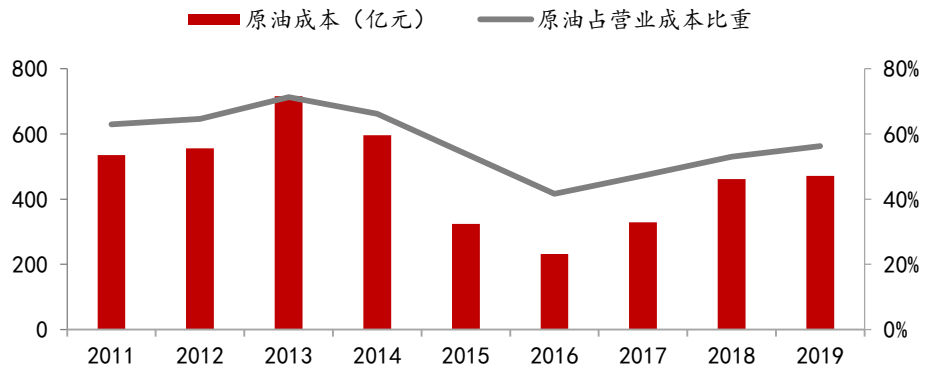


资料来源：Wind，川财证券研究所

从营收占比上看，成品油和石油化工贸易占大部分；但从毛利上看，成品油毛利占了绝大部分，中间石化产品和树脂及塑料占了小部分，贸易业务几乎没有利润。而成品油和中间产品以及树脂塑料的毛利率与原油价格呈现明显的正相关性。

原油价格在公司成本项目中的影响最大。在公司的营业成本项目中，原油成本占比最大，其次是辅料成本、贸易成本，三者合计占比超过 90%。

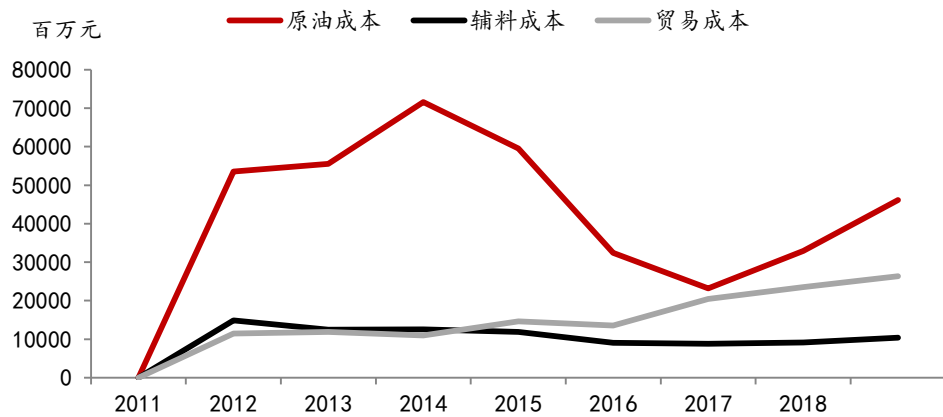
图 2：原油成本及占营收的比例



资料来源: Wind, 川财证券研究所

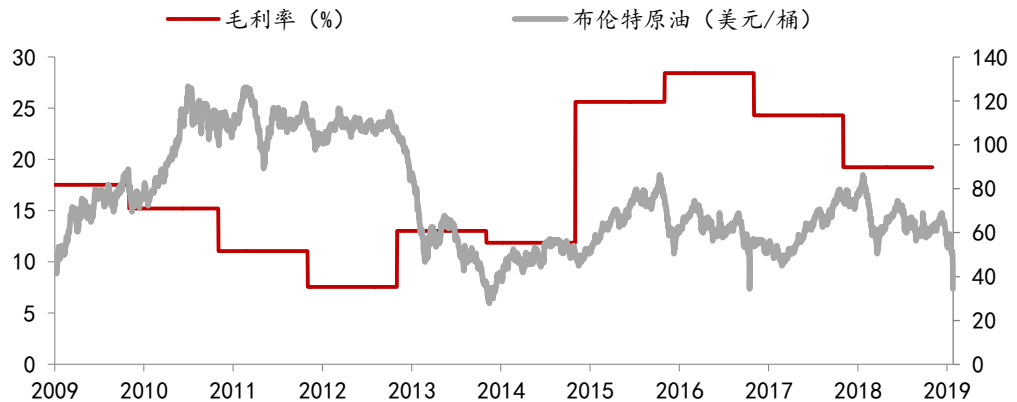
公司的原油成本占营业成本的比例在 40%-70%之间, 2014 和 2017 年的原油成本相比, 波动价格超过 400 亿元, 大幅超过了 2017 年的原油成本 230 亿元。

图 3: 主要成本和油价正相关



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 4: 公司毛利率和油价负相关

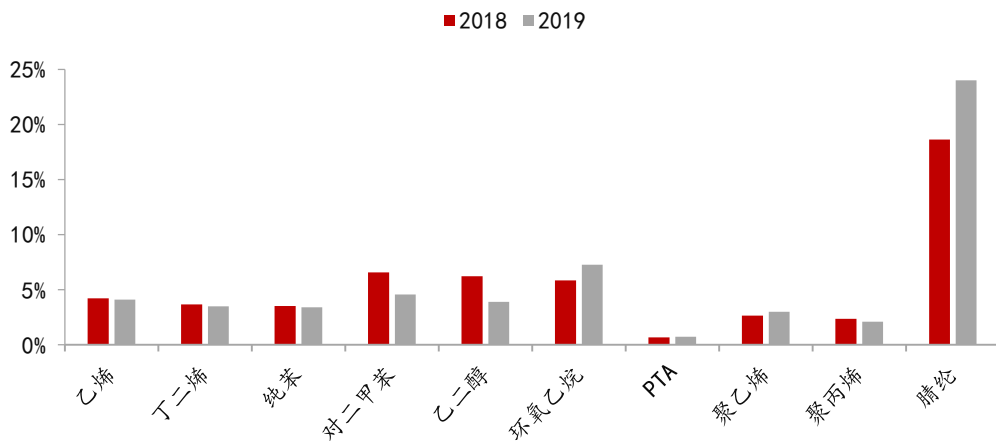


资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 2. 原料进口及销售具有地域优势

公司主要产品国内市占率较高,化工和石化中间产品的市占率普遍在5%左右,因此原材料和产品的运输费用总额较大,受地域的影响也更大。

图 5: 主要产品国内市占率

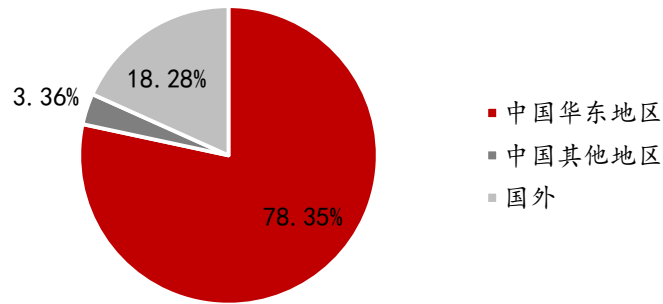


资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司销售市场具有地域优势。公司销售市场集中在华东地区,具有明显的区位优势。华东市场以制造业和服务业为主,对汽油需求量大。因公司在上海,仅靠需求地,节省了成品油和化工品的运费,提高了产品的竞争力。

图 6: 销售市场以华东为主

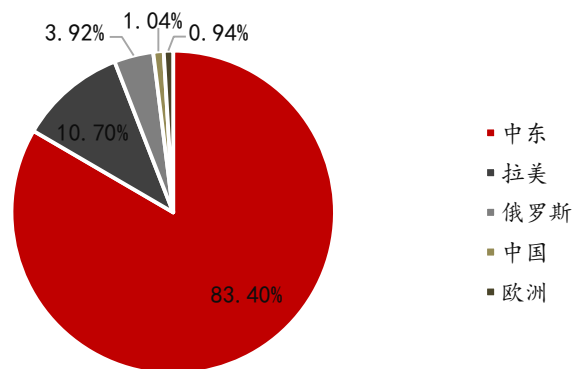
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司原材料采购也具有地域优势。公司所在地为上海，原油采购中有 83% 来自中东，通过海运到上海，节省了内陆和内河运费，降低了原材料采购价格。

图 7: 原油进口以中东为主



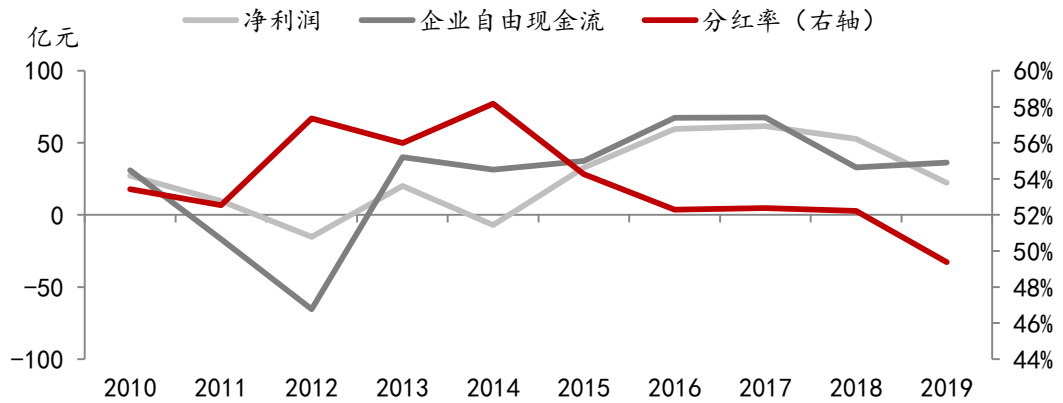
资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 3. 分红率维持 50% 以上，ROE 全球业内领先

公司虽然属于强周期行业，净利润及企业自由现金流波动较大，但上市 25 年来分红率一直维持高位。

图 8: 分红率维持高位

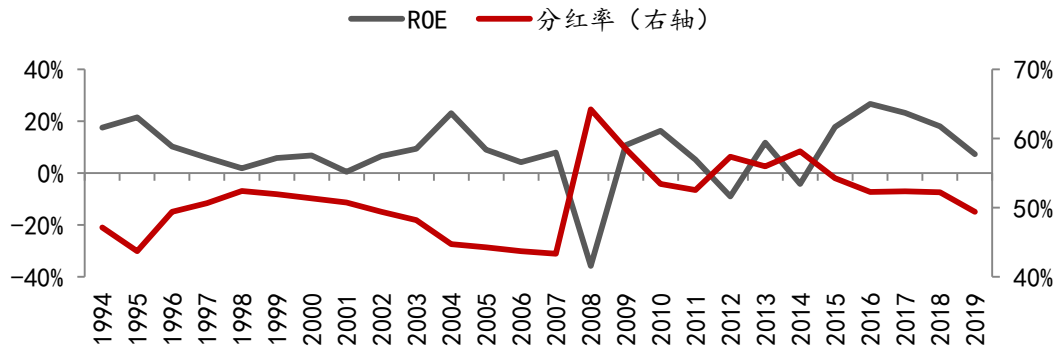




资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司为维持较高的分红, 在低收益周期大幅提高分红率, 最高达到 64%, 即使在高收益周期, 公司分红率仍然维持在较高水平, 25 年来最低也仅为 43%, 最近 10 年来从未低于 50%。

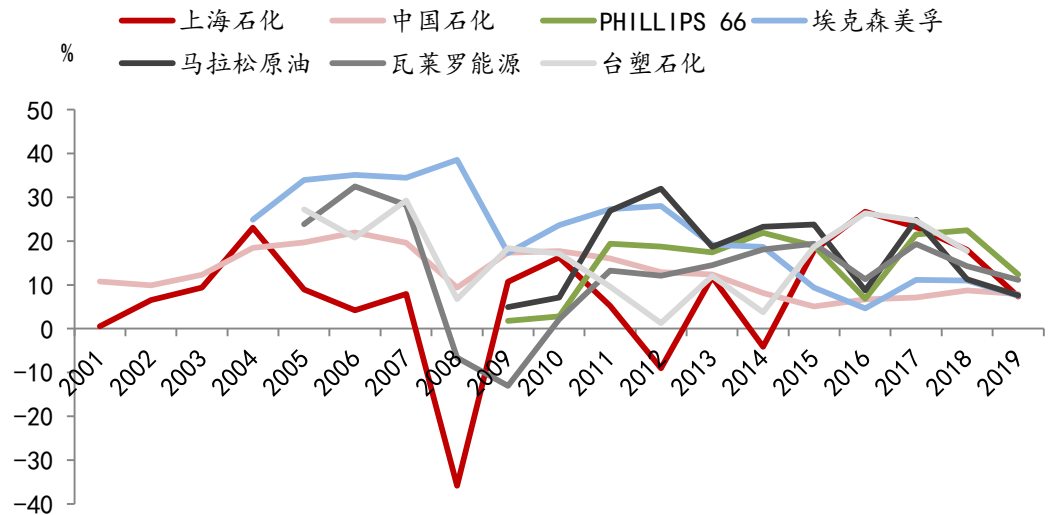
图 9: 分红率与 ROE 负相关



资料来源: Wind, 川财证券研究所

自从 2016 年, 国内施行成品油定价保护机制以来, 公司 ROE 相对大幅提升, 维持在全球行业内高位。最近 20 年来公司净资产保持年化 10% 左右的增长。

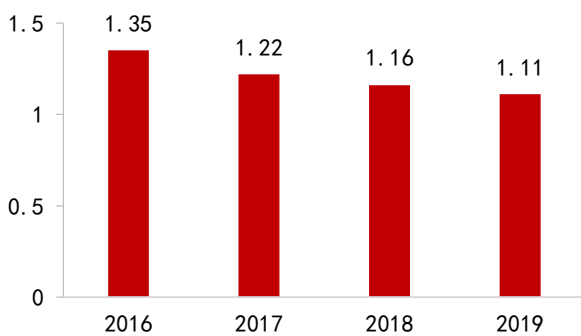
图 10: 近五年来 ROE 处于业内领先



资料来源: Wind, 川财证券研究所

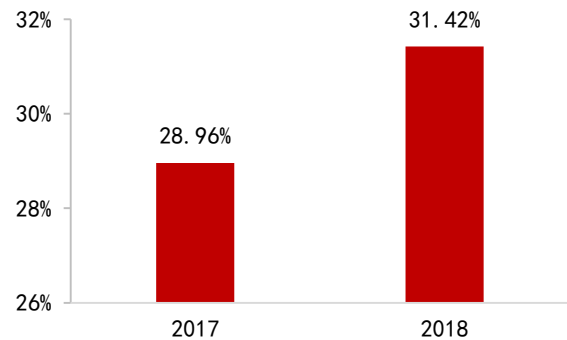
#### 4. 提高柴气比

图 11: 柴气比明显变小



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

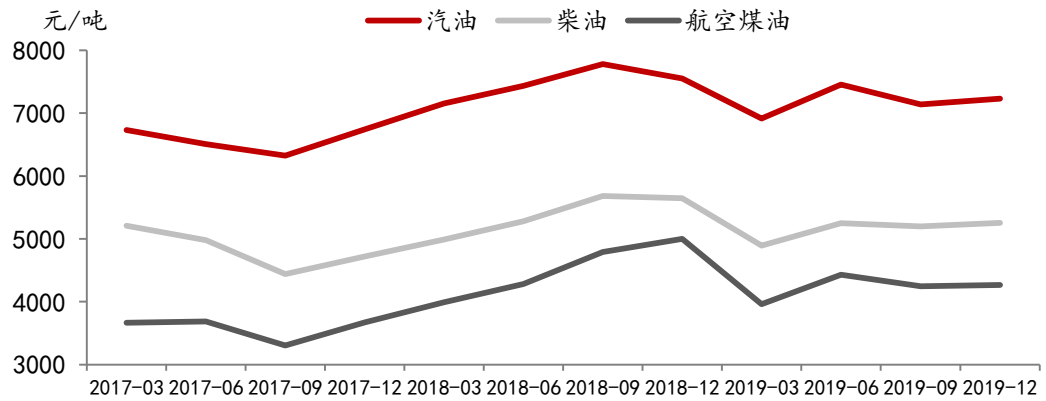
图 12: 高牌号汽油比例增加



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

近 4 年来, 公司的汽油价格保持在 7000 元/吨左右, 汽油和柴油的价差保持 2000 元/吨的水平, 柴油价格保持在 5000 元/吨, 与航空煤油的价差保持在 1000 元/吨的水平。公司提高汽油的采收率有利于提升公司业绩。

图 13: 汽、柴、煤油的销售价格



资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 二、公司概况

### 1. 公司简介

中国石化上海石油化工股份有限公司（简称“上海石化”，以下简称“公司”）是中国石油化工股份有限公司的控股子公司，位于上海市金山区，是中国最大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。

上海石化的前身是创建于1972年的上海石油化工总厂。1993年，经过国有企业股份制规范化改制，上海石化成为中国第一家股票同时在上海、香港和纽约三地上市的股份有限公司。2013年，公司完成股权分置改革工作。自1972年公司成立以来，上海石化的发展经历了六个阶段的大规模集中建设。

表格1：公司发展历程

时间	历程事件
1972年	公司前身上海石油化工总厂成立
1974-1976年	一期工程，从国外引进化工化纤生产装置和技术，发展石化化纤产业
1980-1985年	二期工程，建设了10套生产装置，公司成为当时国内化纤织物原料“龙头老大”
1987-1992年	三期工程，完成从生产化纤为主向油化纤塑综合发展的转变，成为当时全国最大的炼油化工一体化、高度综合的石油化工生产基地
1993年	经过国有企业股份制规范化改制，上海石化成为中国第一家股票同时在上海、香港和纽约三地上市的股份有限公司
2000-2002年	四期工程，进行了以年产70万吨乙烯改造工程为主的一系列内涵挖潜改造
2003-2009年	五期工程，建设资源综合利用项目及多项节能环保项目

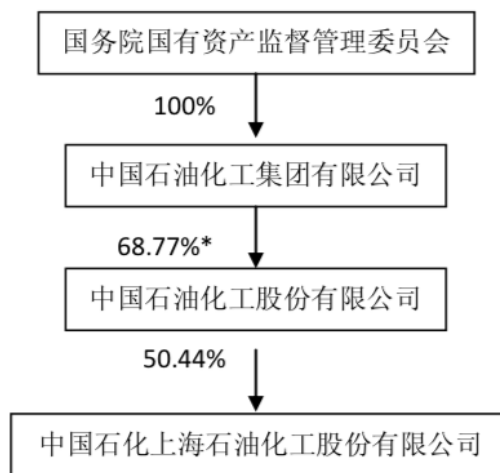
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2010-2012年	六期工程，以炼油改造和技术进步项目为主体，使上海石化炼化一体化产业链的水平进一步提升
2013年	公司完成股权分置改革工作

资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司现有总股本 108 亿股，流通 A 股 73 亿股，流通 H 股 35 亿股，第一大股东为中国石油化工集团有限公司，持股比例达 50.44%。

图 14：公司股权结构图



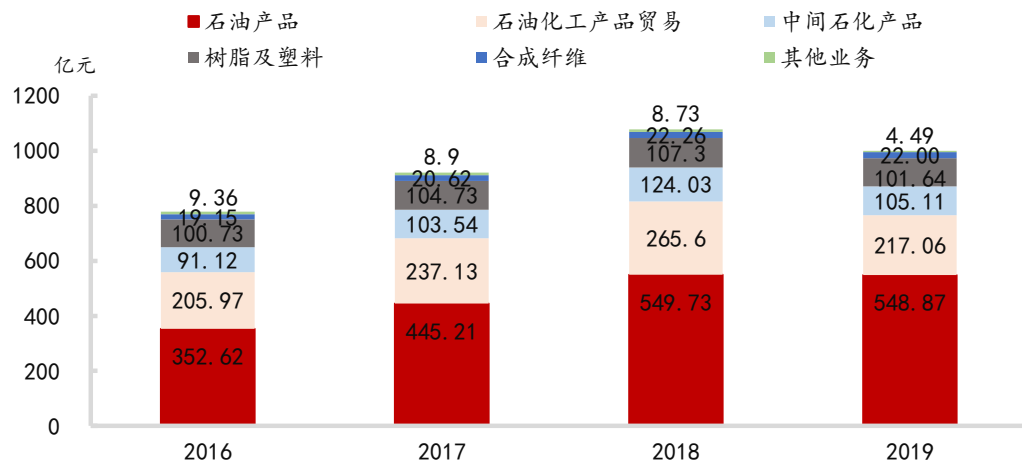
资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 2. 业务简介

公司的主要经营模式为采购原油，加工生产合成纤维、树脂和塑料、中间石化产品和石油产品，并通过产品销售实现利润。

公司具有 1600 万吨/年综合加工原油能力，其他产品的生产能力包括：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。公司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。

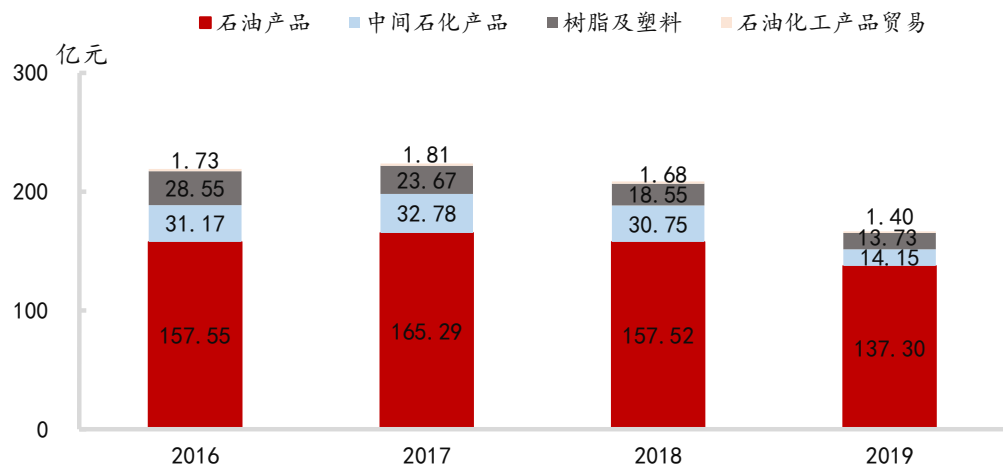
图 15：分产品收入结构



资料来源：公司年报，川财证券研究所

石油产品是公司最主要的业务板块。从营收占比上看，成品油和石油化工贸易占大部分；但从毛利上看，成品油毛利占了绝大部分，中间石化产品和树脂及塑料占了小部分，贸易业务几乎没有利润。

图 16: 分产品毛利结构



资料来源：公司年报，川财证券研究所

## 2.1 石油产品

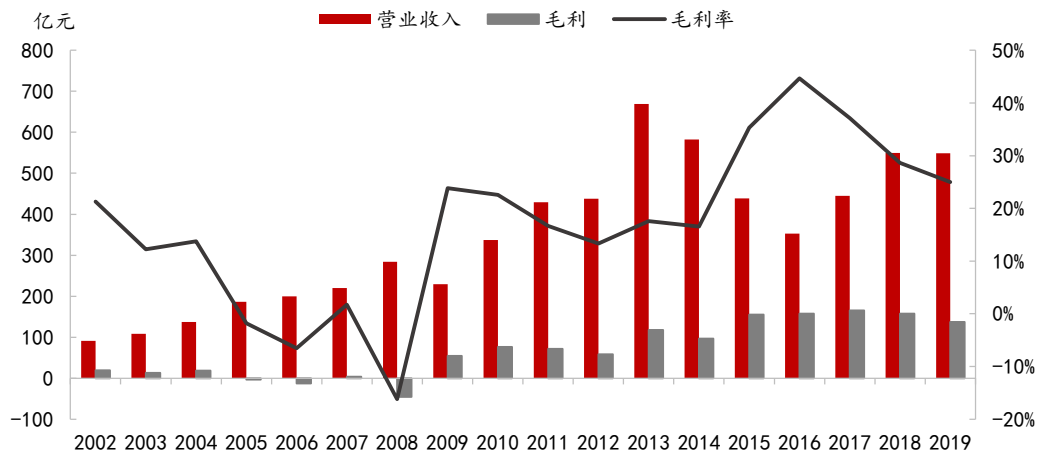
石油产品是公司最主要的业务板块，营收占比也是最大。公司石油产品分部设有石油炼制设备，用以生产合格的炼制汽油、煤油、柴油、重油及液化石油气等，同时为后续化工装置提供原材料。

2019 年度本集团石油产品的销售净额为人民币 431.259 亿元，较上年的人民

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

币 434.030 亿元下降了 0.64%，变动较小。主要产品加权平均销售价格同比下降了 4.28%，销售量上升 3.8%。本年度石油产品销售净额占本集团销售净额的比例为 49%，比上年上升了 3.6 个百分点。

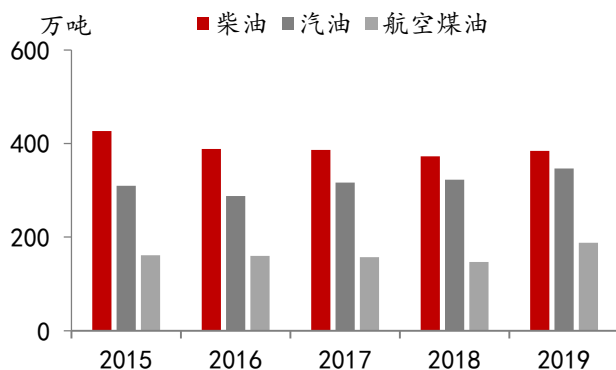
图 17：石油产品营收及毛利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

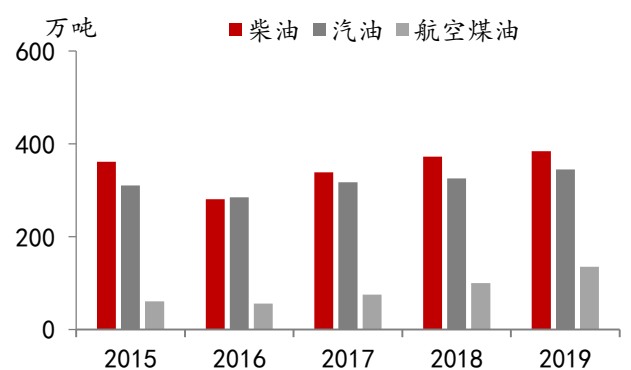
过去几年，因国内汽油需求持续增长、且销售价格更高，公司提高汽柴比，柴油产量逐渐略有下降，汽油产量逐渐提高，提高了公司的利润。

图 18：柴汽煤油的产量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 19：柴汽煤油的销量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

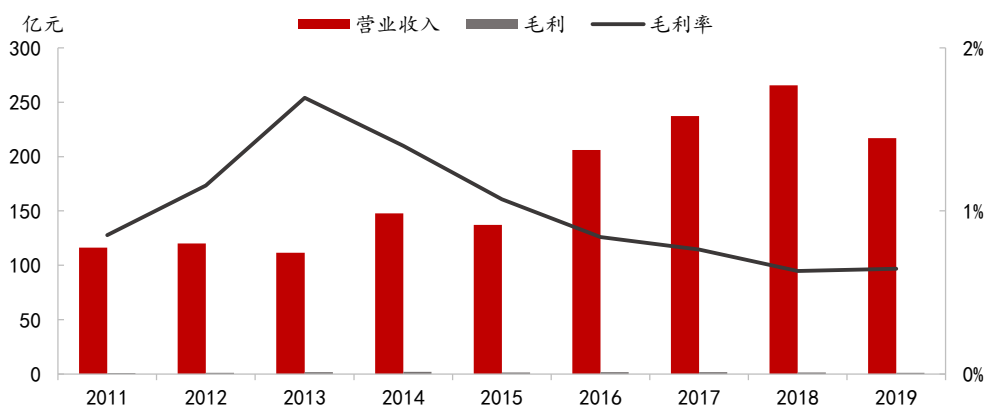
## 2.2 石油化工产品贸易

公司的石油化工产品贸易分部主要从事石油化工产品的进出口贸易。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019年，石油化工产品贸易的销售净额为人民币216.907亿元，比上年的人民币265.440亿元下降了18.28%，主要是子公司中国金山联合贸易有限责任公司的客户采购需求有所下降，本年的销售额下降45.13亿元。

图 20：石油化工产品贸易营收及毛利率



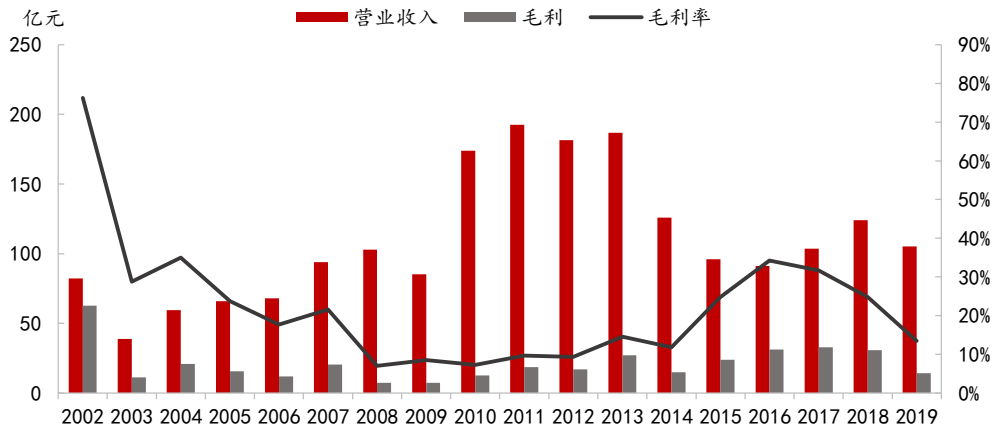
资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 2.3 中间石化产品

公司中间石化产品分部主要生产对二甲苯、苯和环氧乙烷等，公司所生产的中间石化产品作为原材料用以生产公司的其他石化产品、树脂、塑料及合成纤维，同时销售给外部客户。

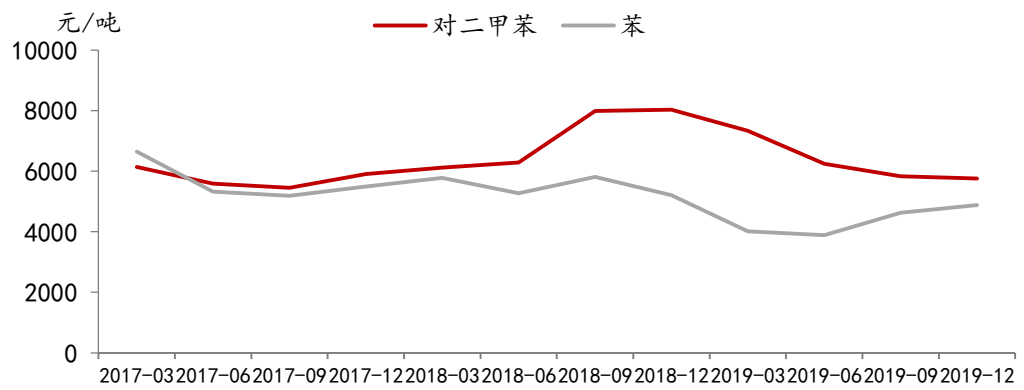
2019年度本集团中间石化产品的销售净额为人民币103.136亿元，较上年的人民币121.606亿元下降了15.19%，主要是本年原材料成本下跌带动中间石化产品单价下跌，中间石化产品加权平均销售价格同比下降17.48%，销售量同比上升2.78%。对二甲苯、环氧乙烷、纯苯、乙二醇和其他产品的销售额分别占中间石化产品总销售额的27.26%、16.97%、13.72%、7.40%和34.67%。

图 21：中间石化产品营收及毛利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22：对二甲苯和苯的价格



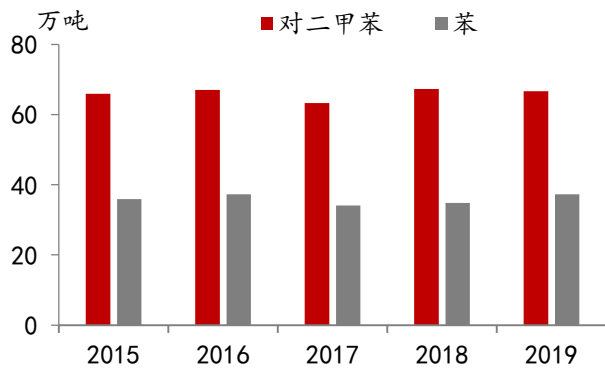
资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司的对二甲苯约有 30% 用作聚酯的原料，剩下 70% 直接销售。公司的苯大部分用来销售。

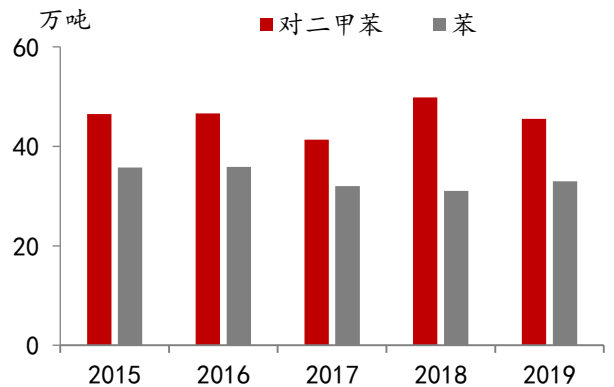
图 23：对二甲苯和苯产量

图 24：对二甲苯和苯销量





资料来源：公司公告，川财证券研究所

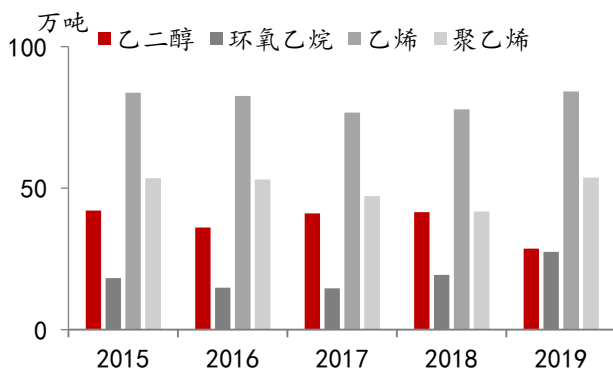


资料来源：公司公告，川财证券研究所

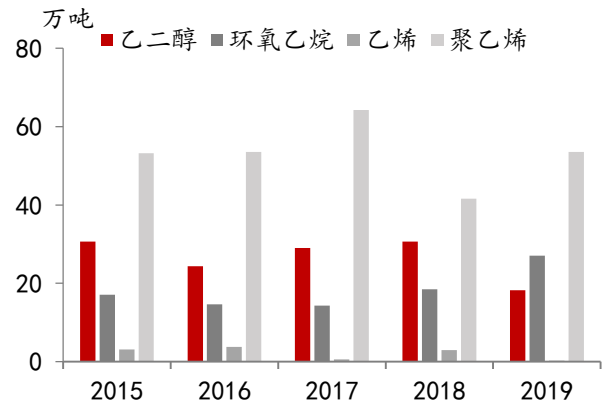
公司的乙烯几乎全部用作下游的原料，乙二醇少部分用作聚酯的原料，环氧乙烷和聚乙烯主要用来销售。

图 25：乙二醇、环氧乙烷、乙烯和聚乙烯的产量

图 26：乙二醇、环氧乙烷、乙烯和聚乙烯的销量



资料来源：公司公告，川财证券研究所



资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.4 树脂及塑料

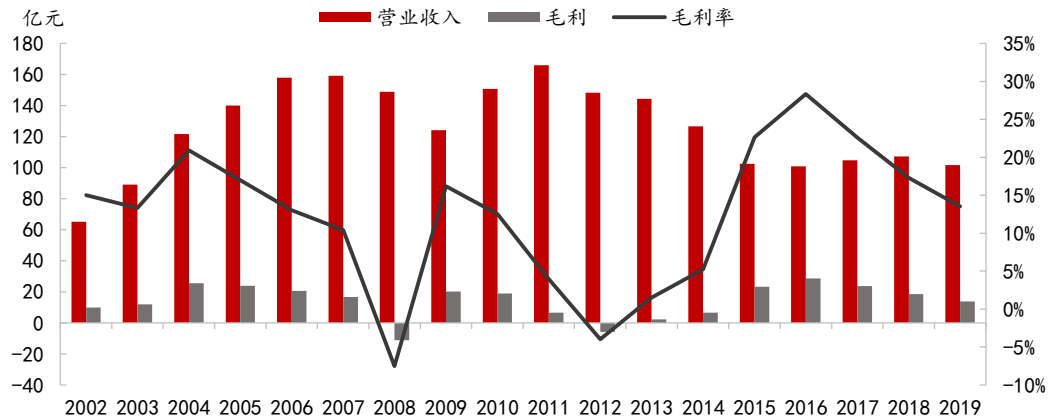
公司树脂和塑料分部主要生产聚脂切片、聚乙烯树脂、聚丙烯树脂及聚乙烯醇粒子等。聚脂切片是应用于涤纶纤维加工及生产涂料和容器方面。聚乙烯树脂则是应用于生产电缆绝缘料、地膜及注模产品。聚丙烯树脂是应用于生产薄膜、板材，以及注模产品方面。

2019年，公司树脂及塑料的销售净额为人民币99.799亿元，较上年的人民币105.421亿元下降了5.33%，主要是本年下游市场不景气，树脂及塑料产品的销售价格普遍下跌导致本期销售额下降。树脂及塑料的产品加权平均销售价格

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

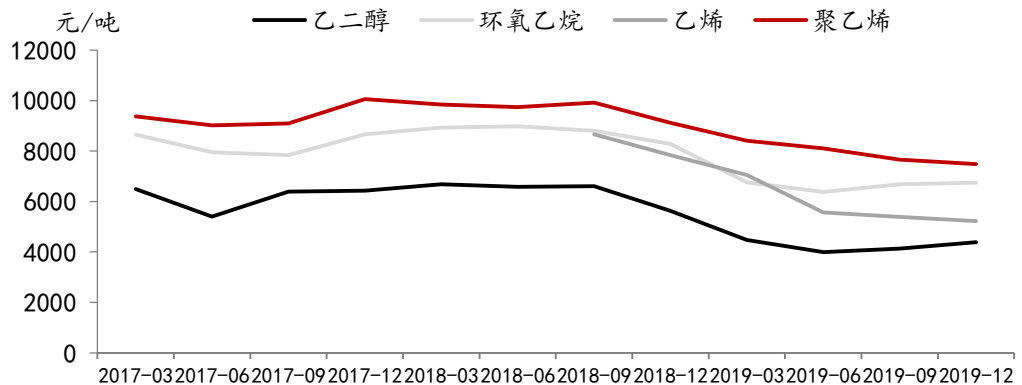
下跌 11.48%，销售量同比上升 6.94%。其中，聚乙烯的加权平均销售价格下跌 17.94%，聚丙烯的加权平均销售价格下跌 4.08%，聚酯切片的加权平均销售价格同比下跌 15.91%。聚乙烯、聚丙烯、聚酯切片和其他产品的销售额分别占树脂及塑料总销售额的 31.92%、36.21%、17.55%和 14.32%。

图 27：树脂及塑料营收及毛利率



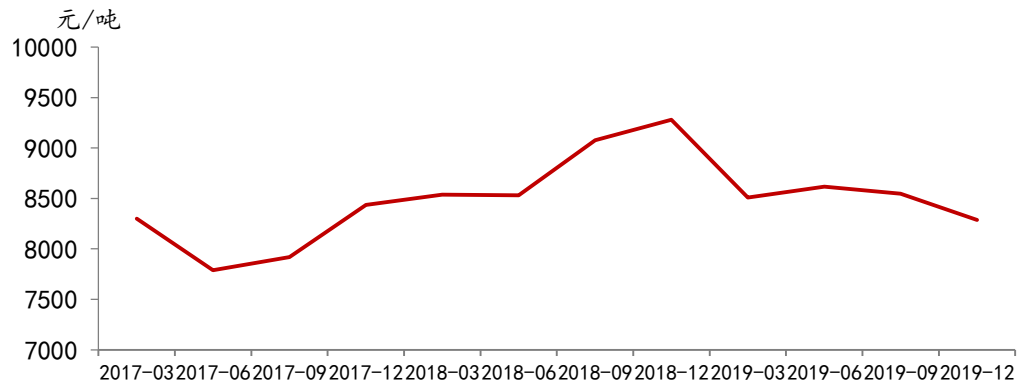
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 28：主要产品的销售价格



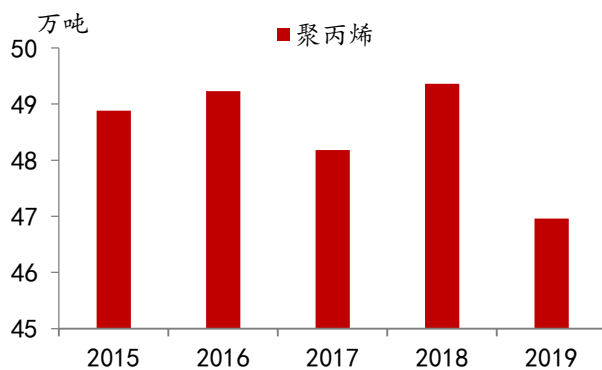
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 29：聚丙烯销售价格



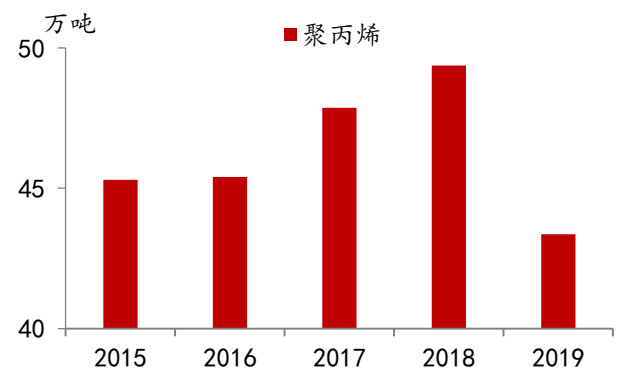
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 30: 聚丙烯的产量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 31: 聚丙烯的销量



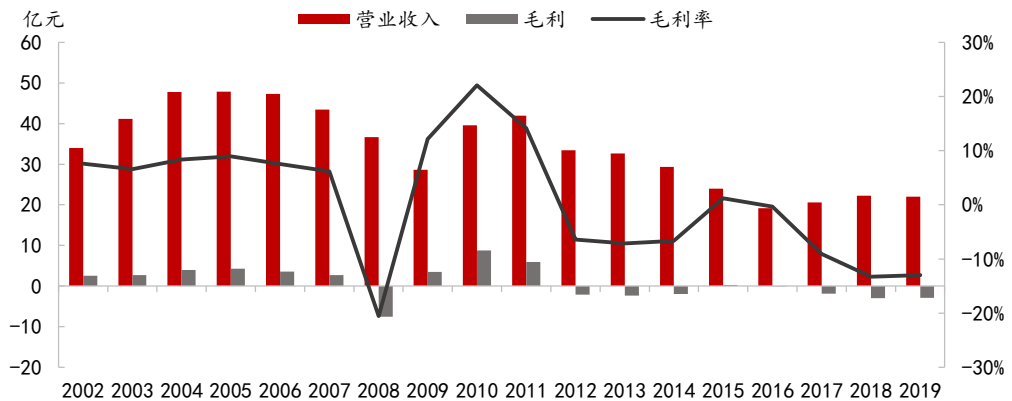
资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.5 合成纤维

公司合成纤维分部主要生产涤纶、腈纶纤维及碳纤维等，主要供纺织及服饰行业使用。

2019年，公司合成纤维产品的销售净额为人民币21.589亿元，较上年的人民币21.824亿元下降1.08%，主要是本年下游市场不景气，合成纤维产品的销售价格普遍下跌导致本期销售额下降。本年合成纤维的销售量同比上升14.02%。加权平均销售价格下降了13.24%。其中，本集团合成纤维主要产品腈纶纤维的加权平均销售价格同比下降了14.44%，涤纶纤维的加权平均销售价格较上年下降了14.13%。腈纶纤维、涤纶纤维和其他产品的销售净额分别占合成纤维总销售额的84.83%、9.03%和6.14%。

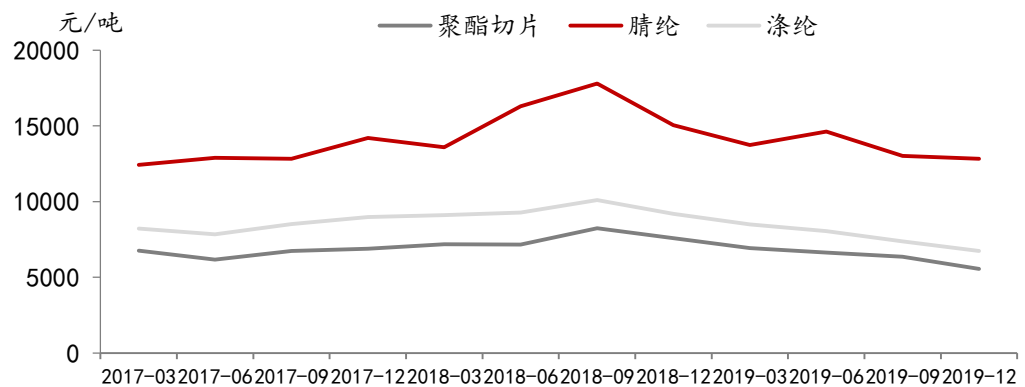
图 32: 合成纤维营收及毛利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

对二甲苯和销售市场的需求相关性大一些，2018年价格出现了明显上涨，但也和原材料苯的价格存在正相关。

图 33: 涤纶和晴纶的销售价格

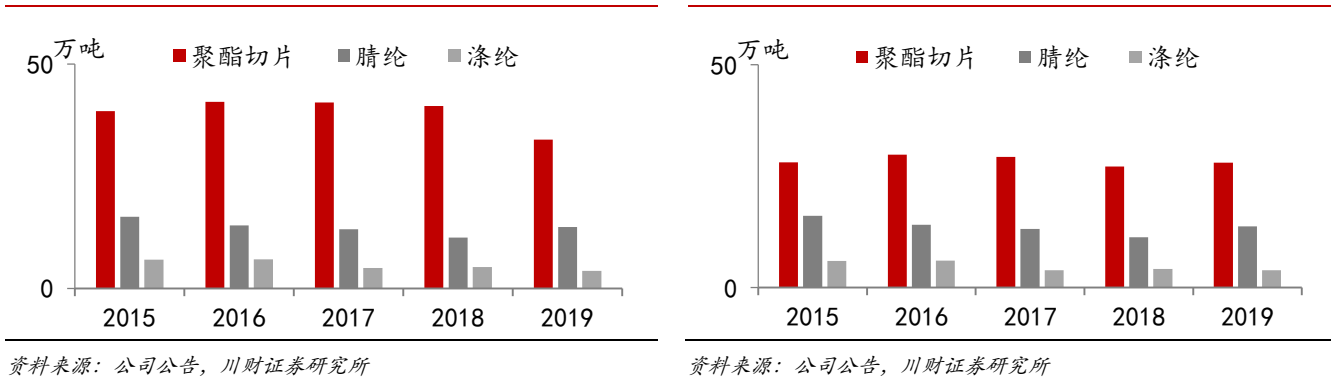


资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司的聚酯少部分用作涤纶的原料。

图 34: 聚酯、晴纶和涤纶的产量

图 35: 聚酯、晴纶和涤纶的销量



### 三、财务情况

#### 1. 经营情况

2019年，公司实现营业收入1003.46亿元，同比下降6.88%；利润总额26.54亿元，同比下降60.67%；归属于母公司股东的净利润22.14亿元，同比下降58.05%。

公司2019年年度业绩较上年同期大幅下降的主要原因有：1、2019年，公司全年产品平均售价降幅较大，受到价差因素影响，公司产品毛利大幅下降。2、2019年，国际原油市场高低硫、轻重质原油价差收窄，公司加工高硫重质原油的成本优势缩小。

图 36：营业收入与净利润的增速

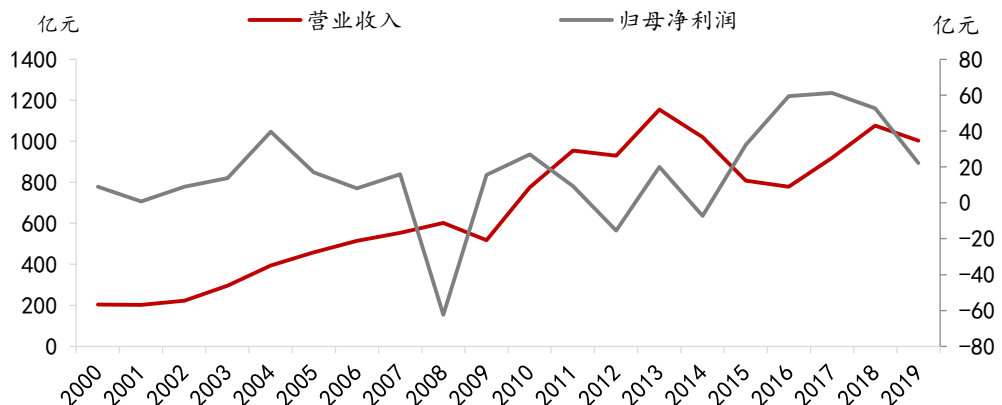
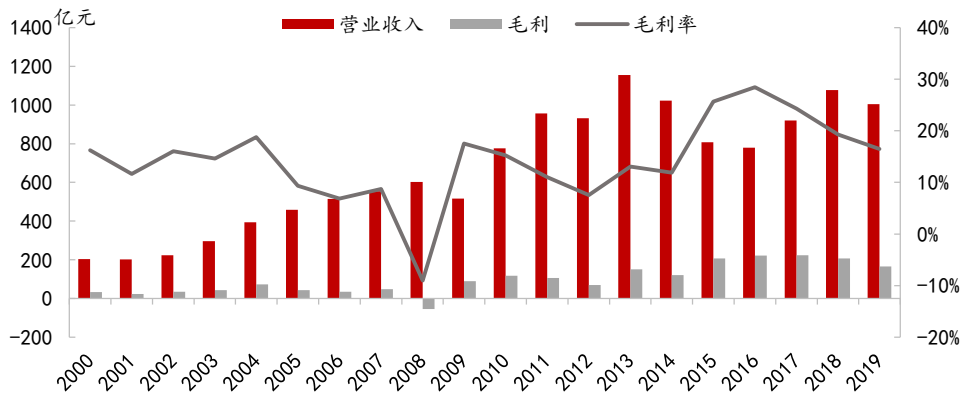


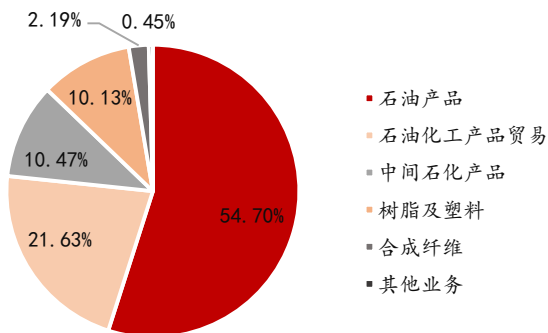
图 37：营业收入与毛利率



资料来源：公司年报，川财证券研究所

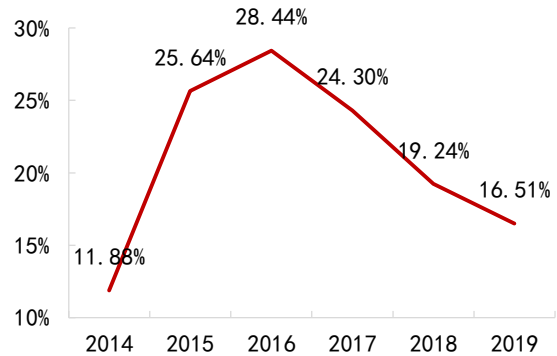
从公司营业收入构成来看，2019年，石油产品在公司营业收入中占比最高，达到了54.7%，其次为石油化工产品贸易，营收占比为21.63%，第三为中间石化产品，营收占比10.47%。

图 38：2019 年营业收入构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 39：毛利率变化情况

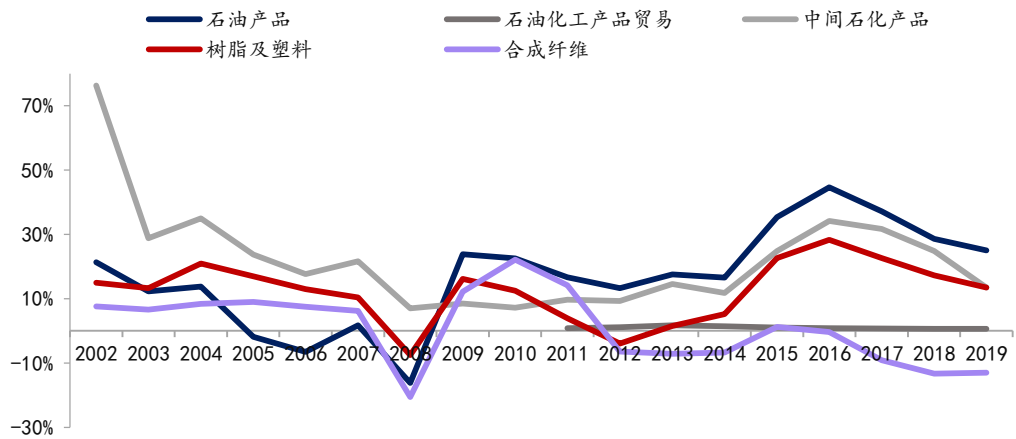


资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司成品油业务的毛利率最高，其次是中间产品和树脂及输料，而合成纤维毛利率常年为负。

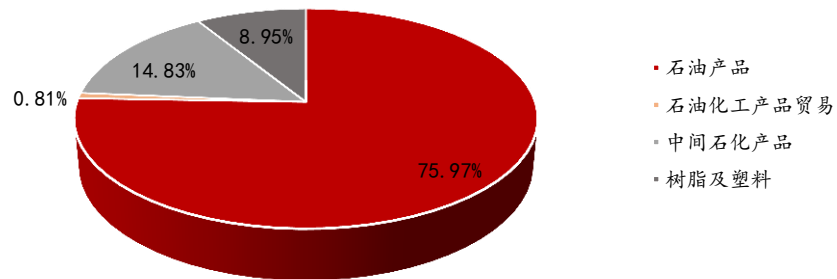
2019年公司成品油业务毛利占比高达76%，虽然毛利率连续3年下降但也高达25.02%。公司的成品油业务是公司盈利的最主要来源。

图 40：分业务的毛利率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 41: 2019 年分业务毛利构成

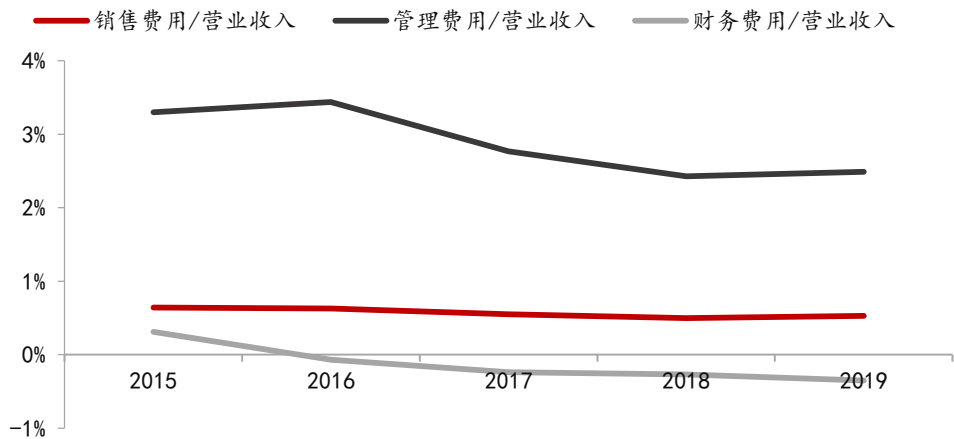


资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 2. 财务情况

公司三费占比近年来稳中有降, 2019 年, 公司销售费用为 5.32 亿元, 管理费用为 25 亿元, 财务费用为 -3.48 亿元。

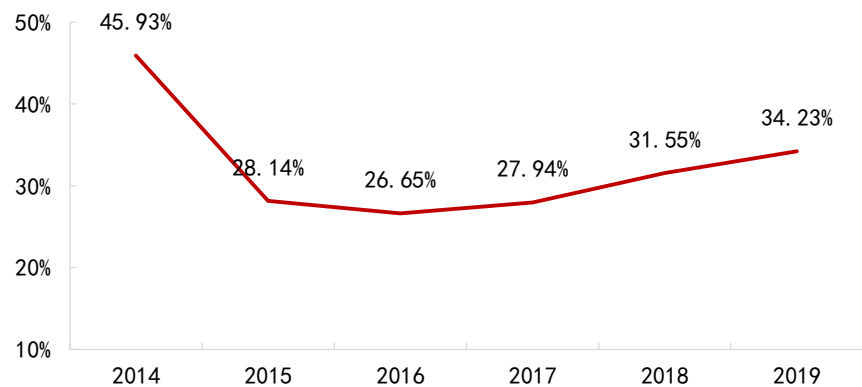
图 42: 三费占营业收入的比重



资料来源: Wind, 川财证券研究所

最近几年, 公司的资产负债率逐步提升, 2019 年末资产负债率为 34.23%。

图 43: 资产负债率

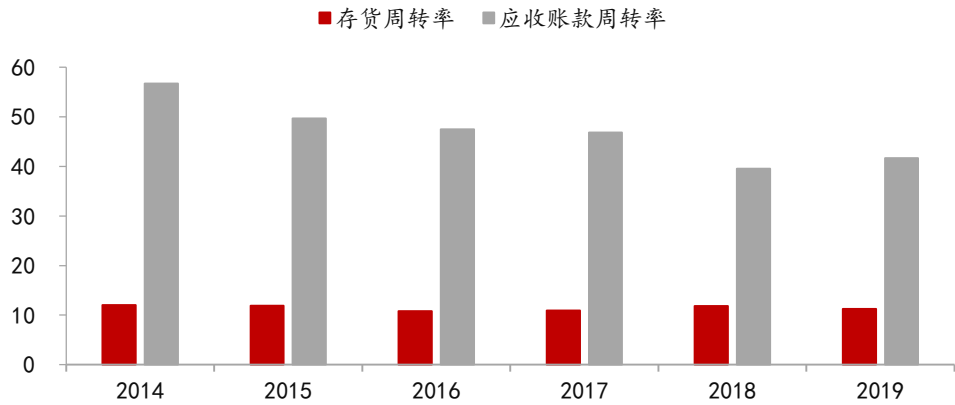


资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司拥有优秀的应收账款和存货管理能力, 近年, 公司应收账款周转率和存货周转率始终维持在较高水平。

图 44: 应收账款周转率和存货周转率

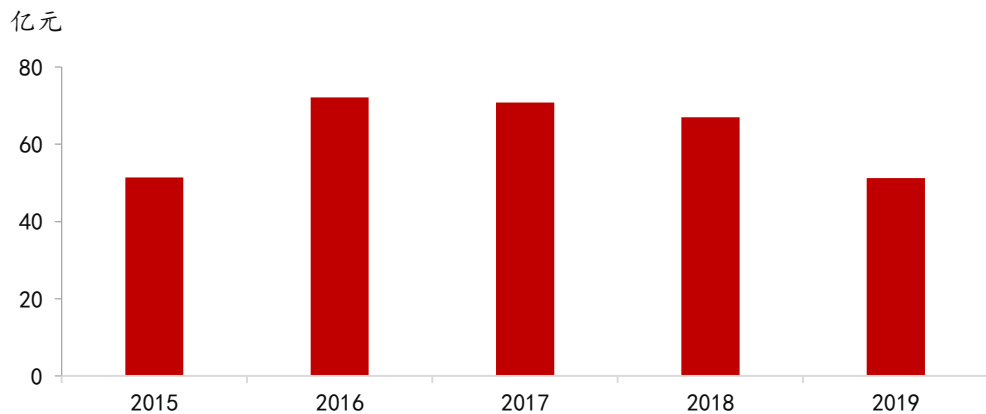




资料来源: Wind, 川财证券研究所

2019 年公司经营活动现金流量净额为 51.21 亿元, 盈余现金保障倍数 2.3, 公司当期净利润中现金收益的保障程度较高。

图 45: 经营活动现金流量净额



资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 四、估值评级

长期看，公司业绩与油价呈现负相关，主要产品产量持续增长，且国内需求随着复工逐步恢复，公司业绩有望在二、三季度触底回升。预计 2020-2022 年营业收入分别为 850、970、107 亿元，实现 EPS 分别为 0.27、0.30、0.31 元/股，对应 PE 分别为 14、13、13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格2：上海石化可比公司

代码	简称	收盘价 20200329 (人民币：元)	总市值 20200329 (人民币：亿元)	ROE-2019 年报 (%)	PE20200329 (TTM) (倍)
600688.SH	上海石化	3.90	422.1	7.35	19.5
600028.SH	中国石化	4.47	5411.9	7.90	11.7
601857.SH	中国石油	4.62	8455.6	3.74	19.0
000059.SZ	华锦股份	5.55	88.8	-	9.8
XOM.N	埃克森美孚	36.95	11013.3	7.48	10.9
PSX.N	Phillips 66	52.32	1619.2	12.41	7.5
MPC.N	马拉松原油	23.15	1058.9	7.66	5.7

资料来源：Wind，川财证券研究所

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	22309	26833	31711	36681
现金	8959	14605	13889	19824
应收账款	1640	1771	2100	2479
其他应收款	28	52	55	57
预付账款	57	51	1278	1236
存货	6754	6065	6856	7553
其他流动资产	4872	4290	7533	5531
<b>非流动资产</b>	23327	19669	18172	16523
长期投资	5329	4680	4781	4834
固定资产	11323	11586	10478	9099
无形资产	338	288	244	198
其他非流动资产	6338	3116	2669	2392
<b>资产总计</b>	45636	46502	49883	53204
<b>流动负债</b>	15480	13402	14568	15451
短期借款	1548	1548	1548	1548
应付账款	7664	6087	6977	7760
其他流动负债	6268	5767	6043	6144
<b>非流动负债</b>	141	142	141	141
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	141	142	141	141
<b>负债合计</b>	15620	13544	14709	15592
少数股东权益	131	140	149	158
股本	10824	10824	10824	10824
资本公积	610	610	610	610
留存收益	18376	21375	23573	25989
归属母公司股东权	29885	32819	35026	37453
<b>负债和股东权</b>	45636	46502	49883	53204

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	5121	3546	-692	5475
净利润	2225	2933	3221	3347
折旧摊销	1739	1721	1802	1843
财务费用	-348	-373	-475	-583
投资损失	-954	-977	-953	-961
营运资金变动	2504	-1324	-4136	1991
其他经营现金流	-45	1566	-151	-162
<b>投资活动现金</b>	-4623	1735	516	797
资本支出	1430	0	0	0
长期投资	0	-642	99	54
其他投资现金流	-3193	1093	615	850
<b>筹资活动现金</b>	-1801	366	-539	-337
短期借款	1050	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2851	366	-539	-337
<b>现金净增加额</b>	-1292	5646	-715	5934

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	100346	85000	97000	107000
营业成本	83781	69800	79900	88300
营业税金及附加	12214	10310	11630	12911
营业费用	532	445	506	561
管理费用	2500	2134	2416	2672
财务费用	-348	-373	-475	-583
资产减值损失	-71	18	-1	-20
公允价值变动收益	2	9	10	10
投资净收益	954	977	953	961
<b>营业利润</b>	2698	3653	3987	4130
营业外收入	21	29	29	27
营业外支出	65	62	63	63
<b>利润总额</b>	2654	3619	3952	4095
所得税	429	686	731	748
<b>净利润</b>	2225	2933	3221	3347
少数股东损益	11	9	9	10
<b>归属母公司净利润</b>	2214	2924	3212	3337
EBITDA	4089	5001	5314	5391
EPS (元)	0.20	0.27	0.30	0.31

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-6.9%	-15.3%	14.1%	10.3%
营业利润	-60.1%	35.4%	9.1%	3.6%
归属于母公司净利	-58.1%	32.1%	9.8%	3.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	16.5%	17.9%	17.6%	17.5%
净利率(%)	2.2%	2.2%	3.4%	3.3%
ROE(%)	7.4%	8.9%	9.2%	8.9%
ROIC(%)	20.4%	24.9%	22.1%	31.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	34.2%	29.1%	29.5%	29.3%
净负债比率(%)	9.98%	11.45%	10.55%	9.96%
流动比率	1.44	2.00	2.18	2.37
速动比率	0.99	1.54	1.70	1.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.23	1.85	2.01	2.08
应收账款周转率	32	45	42	40
应付账款周转率	11.13	10.15	12.23	11.98
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.27	0.30	0.31
每股经营现金流(最)	0.47	0.33	-0.06	0.51
每股净资产(最新摊)	2.76	3.03	3.24	3.46
<b>估值比率</b>				
P/E	19.07	14.44	13.14	12.65
P/B	1.41	1.29	1.21	1.13
EV/EBITDA	5	4	4	4

## 风险提示

### 国内成品油需求大幅下滑

国内成品油需求的大幅下滑将导致公司成品油的销售量的减少以及销售价格的下落，影响公司业绩表现。

### 海外进口原油价格大幅上涨

公司的主要原材料为原油，其进口主要来自中东，若海外进口原油的价格大幅上涨，公司的成本也将大幅上涨。

### 国内成品油政策明显改变

若国内成品油定价机制或保护策略出现明显变化，将影响公司的业绩表现。

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004