

业绩稳步增长，静待浙石化二期投产



核心观点

- 业绩稳步增长：**公司发布 2020 年年报和 2021Q1 业绩预告。2020 年实现营收 1072 亿元，同比+30.0%，实现归母净利润 73.1 亿元，同比+231.2%。其中 2020Q4 实现营收 297 亿元，同比+30.0%，实现归母净利润 16.6 亿元，同比 359.1%。2021Q1 业绩预告称实现归母净利润 26.2 亿元，同比+113.8%，创单季度业绩新高。
- 浙石化一期逐步兑现，静待二期投产：**2020 年，浙石化实现净利润 112 亿元，其中上半年实现净利润 45 亿元，下半年实现净利润 67 亿元。公司上下半年原油采购成本分别为 1922 元/吨和 2191 元/吨，可见当原油价格回暖时，浙石化项目的盈利弹性很大。浙石化二期第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）已投入运行，剩余工程正在稳步推进。
- 涤纶长丝景气度回暖：**2020 年，公司 DTY 丝、FDY 丝毛利率分别为 2.1% 和 2.3%，均为 5 年内最低水平。进入 2021 年，随着下游纺服需求回暖和海外布匹补库存，涤纶长丝景气度大幅回升。截至目前，DTY 丝和 FDY 丝价差分别为 3310 元/吨和 1822 元/吨，均恢复至 2019 年的水平。我们认为，随着海外疫情逐步控制，纺服需求回暖，涤纶长丝的景气度有望持续。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.60、2.63、2.70 元（原预测 1.61、1.98、-元），由于浙石化二期在 2022 年才能完全贡献利润，故投可比公司 22 年 11 倍 PE 估值，对应目标价为 28.91 元/股（原目标价 28.98 元/股），维持买入评级。

风险提示

- 原油价格大幅波动；炼化景气度下滑；浙石化二期进度不及预期

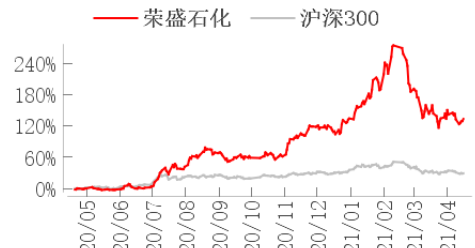
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	82,500	107,265	176,497	242,630	244,051
同比增长(%)	-9.8%	30.0%	64.5%	37.5%	0.6%
营业利润(百万元)	3,139	16,681	23,082	38,728	41,967
同比增长(%)	38.0%	431.5%	38.4%	67.8%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,207	7,309	10,829	17,741	18,243
同比增长(%)	37.3%	231.2%	48.2%	63.8%	2.8%
每股收益(元)	0.33	1.08	1.60	2.63	2.70
毛利率(%)	6.8%	19.7%	18.3%	20.3%	21.2%
净利率(%)	2.7%	6.8%	6.1%	7.3%	7.5%
净资产收益率(%)	10.1%	24.6%	25.8%	32.0%	25.4%
市盈率	84.1	25.4	17.1	10.5	10.2
市净率	8.2	5.0	3.9	2.9	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月16日)	27.51 元
目标价格	28.91 元
52周最高价/最低价	46.88/11.29 元
总股本/流通A股(万股)	675,035/627,548
A股市值(百万元)	185,702
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年04月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.44	-10.04	-17.14	133.4
相对表现	-0.5	-8.56	-17.51	114.57
沪深300	0.94	-1.48	0.37	18.83



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉
021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人 袁帅
yuanshuai@orientsec.com.cn

相关报告

盈利持续改善，浙石化二期投产在即 2020-10-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

鉴于炼化景气度回升，核心假设中的原油价格和销售收入随之上调。PTA 价差下滑，故下调 PTA 毛利率。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
核心假设				
原油价格	1789	1789	3168	3066
变动幅度			77.14%	71.43%
营业税金	1324	1946	1321	1968
变动幅度			-0.28%	1.13%
分项目盈利预测				
浙石化				
销售收入	107,580	143,652	118,701	182,828
变动幅度			10.34%	27.27%
毛利率	27.68%	25.48%	22.19%	23.29%
变动幅度			-19.84%	-8.60%
芳烃				
销售收入	9,874	9,511	12,874	13,009
变动幅度			30.38%	36.78%
毛利率	11.68%	11.14%	29.05%	28.51%
变动幅度			148.71%	155.92%
PTA				
销售收入	9,874	9,511	12,613	12,530
变动幅度			27.74%	31.74%
毛利率	6.05%	6.05%	1.21%	3.81%
变动幅度			-80.02%	-37.06%
聚酯				
销售收入	14,637	16,088	17,239	19,042
变动幅度			17.78%	18.36%
毛利率	8.12%	8.35%	10.74%	11.54%
变动幅度			32.25%	38.18%
其他业务				
销售收入	22,419	22,643	15,070	15,221
变动幅度			-32.78%	-32.78%
毛利率	0.67%	0.67%	1.95%	1.95%
变动幅度			192.10%	192.10%
销售收入合计	167,361	204,880	176,497	242,630
变动幅度			5.46%	18.43%
综合毛利率	19.93%	19.65%	18.34%	20.30%

变动幅度 -7.96% 3.31%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入	167,361	204,880	176,497	242,630
变动幅度			5.46%	18.43%
营业利润	25,578	31,502	23,082	38,728
变动幅度			-9.76%	22.94%
归属母公司净利润	10,871	13,335	10,829	17,741
变动幅度			-0.38%	33.04%
每股收益（元）	1.61	1.98	1.60	2.63
变动幅度			-0.38%	33.04%
毛利率（%）	19.93%	19.65%	18.34%	20.30%
变动幅度			-7.96%	3.31%
净利率（%）	6.50%	6.51%	6.14%	7.31%
变动幅度			-5.54%	12.34%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值表（估值日期 2021/04/16）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中国石化	0.27	0.45	0.51	16.4	9.8	8.8
卫星石化	1.35	2.65	3.60	27.4	14.0	10.3
中国石油	0.10	0.27	0.31	41.5	16.2	13.8
恒力石化	1.91	2.27	2.58	15.3	12.9	11.3
东方盛虹	0.07	0.38	1.51	230.1	40.0	10.0
调整后平均				28	14	11

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	12,878	10,638	17,650	50,127	83,749	营业收入	82,500	107,265	176,497	242,630	244,051
应收票据、账款及款项融资	2,265	1,489	2,221	3,053	3,071	营业成本	76,869	86,122	144,124	193,371	192,414
预付账款	3,443	3,555	5,849	8,041	8,088	营业税金及附加	513	2,466	1,321	1,968	1,972
存货	26,585	23,546	39,404	52,868	52,606	营业费用	778	116	1,674	2,277	2,295
其他	10,425	12,823	13,585	14,663	14,687	管理费用及研发费用	1,370	2,437	2,247	2,934	2,966
流动资产合计	55,596	52,050	78,709	128,752	162,200	财务费用	943	1,549	6,688	6,491	6,077
长期股权投资	6,732	8,004	8,602	9,266	10,066	资产、信用减值损失	37	33	0	0	0
固定资产	71,267	86,003	140,404	187,337	182,885	公允价值变动收益	62	113	113	113	113
在建工程	42,248	87,124	55,728	5,644	5,721	投资净收益	901	1,847	2,347	2,847	3,347
无形资产	4,024	5,807	5,681	5,555	5,429	其他	186	179	179	179	179
其他	2,719	2,527	1,077	1,077	1,077	营业利润	3,139	16,681	23,082	38,728	41,967
非流动资产合计	126,991	189,465	211,492	208,878	205,177	营业外收入	7	6	6	6	6
资产总计	182,587	241,515	290,201	337,631	367,377	营业外支出	1	4	4	4	4
短期借款	30,042	45,691	49,862	45,691	45,691	利润总额	3,144	16,683	23,084	38,730	41,969
应付票据及应付账款	40,346	40,372	67,562	90,648	90,199	所得税	187	3,311	5,017	9,132	10,000
其他	10,784	17,351	17,351	17,351	17,351	净利润	2,957	13,372	18,067	29,598	31,969
流动负债合计	81,172	103,415	134,776	153,690	153,242	少数股东损益	750	6,063	7,238	11,858	13,727
长期借款	58,403	62,426	62,426	62,426	62,426	归属于母公司净利润	2,207	7,309	10,829	17,741	18,243
应付债券	1,000	3,044	3,044	3,044	3,044	每股收益(元)	0.33	1.08	1.60	2.63	2.70
其他	444	2,770	2,770	2,770	2,770						
非流动负债合计	59,848	68,240	68,240	68,240	68,240						
负债合计	141,019	171,655	203,016	221,931	221,482						
少数股东权益	19,013	32,894	40,132	51,989	65,716						
实收资本(或股本)	6,291	6,750	6,750	6,750	6,750						
资本公积	6,688	14,189	14,189	14,189	14,189						
留存收益	9,541	16,095	26,114	42,771	59,240						
其他	35	(68)	0	0	0						
股东权益合计	41,568	69,860	87,184	115,700	145,895						
负债和股东权益总计	182,587	241,515	290,201	337,631	367,377						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2,957	13,372	18,067	29,598	31,969
折旧摊销	1,917	(9,325)	1,455	3,990	5,214
财务费用	943	1,549	6,688	6,491	6,077
投资损失	(901)	(1,847)	(2,347)	(2,847)	(3,347)
营运资金变动	(7,065)	3,929	7,177	5,520	(275)
其它	97	9,829	1,403	(113)	(113)
经营活动现金流	(2,052)	17,507	32,443	42,638	39,525
资本支出	(37,175)	(52,076)	(24,332)	(712)	(712)
长期投资	(1,295)	(1,196)	(598)	(664)	(800)
其他	3,304	(3,012)	2,827	2,960	3,460
投资活动现金流	(35,167)	(56,284)	(22,104)	1,584	1,948
债权融资	32,365	10,325	0	0	0
股权融资	0	7,960	0	0	0
其他	3,218	17,292	(3,327)	(11,745)	(7,851)
筹资活动现金流	35,583	35,577	(3,327)	(11,745)	(7,851)
汇率变动影响	(54)	218	-0	-0	-0
现金净增加额	(1,690)	(2,982)	7,012	32,478	33,621

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-9.8%	30.0%	64.5%	37.5%	0.6%
营业利润	38.0%	431.5%	38.4%	67.8%	8.4%
归属于母公司净利润	37.3%	231.2%	48.2%	63.8%	2.8%
获利能力					
毛利率	6.8%	19.7%	18.3%	20.3%	21.2%
净利率	2.7%	6.8%	6.1%	7.3%	7.5%
ROE	10.1%	24.6%	25.8%	32.0%	25.4%
ROIC	3.3%	8.8%	11.5%	15.3%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	77.2%	71.1%	70.0%	65.7%	60.3%
净负债率	201.2%	160.1%	125.0%	62.5%	26.5%
流动比率	0.68	0.50	0.58	0.84	1.06
速动比率	0.36	0.28	0.29	0.49	0.72
营运能力					
应收账款周转率	41.6	63.1	98.9	92.0	79.7
存货周转率	4.6	3.4	4.6	4.2	3.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8	0.7
每股指标(元)					
每股收益	0.33	1.08	1.60	2.63	2.70
每股经营现金流	-0.33	2.59	4.81	6.32	5.86
每股净资产	3.34	5.48	6.97	9.44	11.88
估值比率					
市盈率	84.1	25.4	17.1	10.5	10.2
市净率	8.2	5.0	3.9	2.9	2.3
EV/EBITDA	49.6	33.4	9.5	6.0	5.6
EV/EBIT	72.9	16.3	10.0	6.6	6.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn