

供需双杀 或将触底

——石油石化行业 2019 年报及 2020 一季报总结


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

石油石化 2019 景气下行 业绩承压

- **炼化放量需求下滑导致行业竞争激烈。**2019 年石油石化行业整体景气度下行，主要原因为国内大型炼化厂新一轮大规模产能扩张自 2019 年开始集中投产，炼化产能放量增长，但国内经济形势不佳导致需求下滑，供需差距扩大导致行业整体利润不佳。
- **营业收入：**63,918 亿元，同比增加 5.5%，石油开采（+6.75%）、炼油（+2.32%）与油田服务（+16.18%）同比均有提高；
- **净利润：**1,369 亿元，同比下降 3.4%，石油开采与炼油子板块降幅均超过 12%，原油开采与加工受油价下行趋势影响利润进一步被压缩；
- **经营现金流量净额：**5,635.4 亿，同比下降 2.85%。
- **资本支出：**2019 年在建工程金额平稳增长至 5,271 亿元（同比+3.82%），行业整体资本支出/折旧摊销提高至 1.84，增长 24.62%，仅其他石化降低至 8.14 但仍处高位；2019 行业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 21%至 6005 亿元，表明各子版块在加快扩大产能，其他石化板块以持续推进此前规划产能为主。

石油石化 2020Q1 受疫情与低油价双重打击 回暖推延

- **疫情导致世界经济与需求下滑，低油价短期打压业绩。**一季度世界经济发展停滞，下游需求低迷，油价暴跌带来的存货大量减值与价格降低短期导致行业业绩不佳。
- **营业收入：**12,470 亿元，同比下降 16.5%，除油田服务（217.91 亿元，+2.98%）外均有所下跌；
- **归母净利润：**-314 亿元，同比下降 203%，受疫情及油价暴跌双重打击，石化行业上游利润均受到较大冲击，石油开采与炼油降幅均超 240%，油品销售及存储降幅 227%，行业整体受两桶油的亏损影响较大，行业整体归母净利润（剔除中石油中石化）为 46 亿元，只有其他石化与油田服务逆势增长，主要原因与先进大炼化投产放量叠加较低油价带来的成本端优势以及三桶油上游勘探开发资本开支提升、七年行动计划稳步推进有关；
- **经营活动现金净流量：**-1020 亿，2020Q1 疫情导致下游需求不足及库存堆积导致赊销大幅增加，同比环比均大幅下跌。
- **资本支出：**行业在建工程余额合计 4,354 亿（同比+16.07%），主要与石油开采（2,502 亿元，同比+12.76%）与炼油板块（1,770.86 亿元，同比+26.22%）增长快速有关，一季度行业购建长期资产支付现金 1,039 亿元（同比-10.72%），虽受疫情影响短期进度放缓，但产能仍在持续扩张中。

投资策略：2020 二季度需求稳步回暖，OPEC+最终减产效果将在库存度过饱和和期后逐步显现。油价回暖将使高新技术壁垒与炼化一体化企业成本优势将继续凸显，同时国家“七年行动计划”等政策利好将带动上游开采企业与配套油田工程相关企业效益提升。综合来看，综合性龙头长期推荐万华化学，轻烃推荐卫星石化，民营大炼化推荐关注恒力、荣盛、恒逸，炼油建议关注中国石化、华锦股份，航运建议关注中远海能、招商轮船，石油开采建议关注中国石油，油田服务建议关注中油工程、中海油服、海油工程。

风险提示：政策风险；地缘政治加剧风险；原油价格剧烈波动风险，全球新冠疫情持续恶化风险。

评级

增持（维持）

2020 年 05 月 10 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘少卿

研究助理

liushaoqing@shgsec.com

010-56931959

行业基本资料

股票家数	17
行业平均市盈率	15.45
市场平均市盈率	18.52

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《石油化工行业研究周报：技术壁垒与炼化一体化优势凸显》2020-05-11
- 2、《石油化工行业研究周报：2019 年一季度业绩承压 估值处低位》2020-05-06
- 3、《石油化工行业研究周报：PTA 短期供需偏弱》2020-04-27

行业重点公司跟踪

证券 简称	EPS(元)			PE			PB	投资 评级
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
万华化学	3.23	2.46	4.26	14.47	19.0	10.97	3.46	<font
卫星石化	1.2	1.29	2.12	11.66	10.84	6.6	1.61	<font
恒力石化	1.44	1.64	1.98	9.84	8.64	7.16	2.75	<font
恒逸石化	1.13	1.46	1.77	10.85	8.4	6.93	1.5	<font

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 2020Q1 景气下行 业绩承压	5
1.1 2019-2020Q1 行业归母净利润持续下滑	5
2. 2019-2020Q1 盈利能力持续下滑	8
2.1 2019 盈利不及上年 2020Q1 净利润下降较快	8
2.2 2019-2020Q1 毛利率净利率下降 期间费用率提高	10
2.3 2020Q1ROE 下降, PB 处于低位	11
3. 石化行业 2019-2020Q1 营运能力平稳 负债率升高	12
3.1 2019-2020Q1 石化行业存货周转率保持平稳	12
3.2 行业资产负债率较稳定	13
4. 石化行业现金流量情况	15
5. 石油化工行业公司分析	18
5.1 综合性化工龙头: 万华化学创新驱动成长 迈向极致	18
5.2 轻烃板块: 卫星石化 C3 再扬帆 C2 开新局	18
5.3 民营大炼化: 恒力、恒逸、荣盛等具备全产业链及一体化优势	18
5.4 炼油与航运板块: 低油价长期利好炼油占比较大的中国石化、华锦股份及航运相关的中远海能、招商轮船	19
5.5 石油开采: 关注油价触底上行带来的弹性	19
5.6 油服及工程服务: 国家能源政策利好行业发展	19
6. 投资建议	20
7. 风险提示	20

图表目录

图 1: 石油石化涨幅位居最后	6
图 2: 石化行业 29 家公司 2020Q1 归母净利润为正(亿元)	6
图 3: 石油、煤炭及其他燃料加工业 2020 累计营业收入为 10,150.50 亿元(亿元)	6
图 4: 石油开采与石油加工一季度营收同比收跌 (%)	7
图 5: 石油石化指数仍未回暖	7
图 6: 石油石化就业市场景气指数处于低点	7
图 7: 2020Q1 原油价格跌至 20-30 美元/桶	7
图 8: 国外主要经济区 PMI 指数大幅下挫 中国转暖	8
图 9: 国内成品油消费下行	8
图 10: 仅 4 家公司基金持股市值环比增长	8
图 11: 三联虹普基金持股比例环比+2.8%	8
图 12: 7 家公司基金持股比例超 1%	8
图 13: 基金持股市值前十排名	8
图 14: 石油行业 2019 营收增长 5.5%(亿元)	9
图 15: 石油行业 2019 年归母净利润小幅下滑(亿元)	9
图 16: 石化行业 2020Q1 营收均不同程度下降(亿元, %)	9
图 17: 石化行业 2020Q1 归母净利润多数大幅降低(亿元, %)	10
图 18: 其他石化和油田服务 2019 年毛利率提高(%)	10
图 19: 2020Q1 其他石化和油田服务毛利率同比上升(%)	10
图 20: 2019 除油品销售及存储外净利率均收正(%)	11
图 21: 2020Q1 其他石化和油田服务净利率为正(%)	11

图 22: 2019 行业期间费用率略微上涨至 5.34%(%)	11
图 23: 2020Q1 期间费用率仅油田服务降低(%)	11
图 24: 2019 其他石化及油田服务 ROE 提高(%)	12
图 25: 2020Q1 行业 ROE 均下降(%)	12
图 26: 其他石化与油田服务 2019ROA 增长(%)	12
图 27: 2020Q1 其他石化与油田服务 ROA 同比提高(%)	12
图 28: 石化行业 PE 处于高位	12
图 29: 除石油化工外 PB 处于较低水平	12
图 30: 石油石化 2019 存货周转率(次)	13
图 31: 石油石化 2020Q1 存货周转率(次)	13
图 32: 应收账款周转率(次)	13
图 33: 2020Q1 行业应收账款周转率为 6 次(次)	13
图 34: 2019 行业资产负债率 4.3pct (%)	14
图 35: 2020Q1 油田服务资产负债率同比上升 4.6pct (%)	14
图 36: 2019 行业非流动负债率同比上升 6.5pct (%)	14
图 37: 2020Q1 行业非流动负债率同比下降 5.8pct (%)	14
图 38: 行业 2019 在建工程稳步增长 (亿元, %)	14
图 39: 2020Q1 行业在建工程同比增加 16% (亿元, %)	15
图 40: 油服 2019 经营现金净流量上涨 420% (亿元, %)	15
图 41: 2020Q1 仅炼油经营现金净额收正 (亿元, %)	16
图 42: 石化行业 2019 购建长期资产支付现金增加 21% (亿元, %)	16
图 43: 2020Q1 行业购建长期资产支付现金同比减少 10.7% (亿元, %)	16
图 44: 2019 石化资本支出/折旧摊销(倍)	17
图 45: 石油开采、油品销售 2019 现金比率上升(%)	17
图 46: 各板块 2019 现金营收比率保持平稳 (%)	17
图 47: 石化行业 2020Q1 现金比率同比下降 7.3pct(%)	17
图 48: 行业 2020Q1 现金营收比率同比下降 11pct (%)	17
图 49: PX-石脑油价差较稳定 (元/吨)	20
图 50: PX-PTA 价差二季度回暖 (元/吨)	20
图 51: 聚合 MDI-苯胺价差本年波动不大 (元/吨)	21
图 52: 聚合 MDI-苯价差维持通常水平 (元/吨)	21
图 53: 丙烯-丙烷价差转高 (元/吨)	21
图 54: 乙烯-石脑油价差仍处低位 (元/吨)	21
图 55: POY-PTA-MEG 价差波动上升 (元/吨)	21
图 56: FDY-PTA-MEG 价差回升至 1922 元/吨 (元/吨)	21
图 57: POY-石脑油价差升至 3500 水平 (元/吨)	22
图 58: 新加坡汽油-布油价差仍处负值 (美元/桶)	22
表 1: 石油石化企业 2019-2020Q1 经营业绩 (亿元)	22
表 2: 石油石化企业 2019-2020Q1 毛利率、净利率及期间费率	23
表 3: 石油石化企业 2019-2020Q1 ROE/ROA/PE/PB	24
表 4: 石油石化企业 2019-2020Q1 营运及偿债能力比率 (%)	25

1. 2020Q1 景气下行 业绩承压

1.1 2019-2020Q1 行业归母净利润持续下滑

中信石化行业营收与归母净利润持续下滑。中信行业分类下的 46 家石油化工企业，2019 年营收同比下降，归母净利润下降，2020Q1 由于受疫情影响需求及原油价格战的冲击双向影响行业整体景气度，因而进一步下挫，营收同比下降，归母净利润下降，46 家有 17 家公司一季度利润变负。

统计局数据显示截至 3 月份除开采及加工业，其他化工行业营收同比降幅收窄。根据国家统计局公布的工业企业分行业营业收入情况，石油和天然气开采业截至 2020 年 3 月营业收入累计值为 1,916.70 亿元（-2.3%），石油、煤炭及其他燃料加工业累计营业收入为 10,150.50 亿元（-8.9%），其他分行业营收较 2 月份降幅相比，均有所回升，回升幅度在 3~5pct，显示石油板块由于除消费低迷外极限低油价造成的负面影响正在逐步消化中，从原油到下游地产、汽车、纺服、日化等，需求端的回暖是关键因素，考虑到产能释放等因素，其复苏时间较其他分行业将略有推迟。

中信一级石油石化指数年初以来下跌超过-15%，位居 29 个行业指数的最后一位。申万石油化工指数 2020Q1 逐步下降至近十年低点 1800 附近，基础化工指数一季度在区间波动，并在一季度末回升至 4000 点上方，但总体仍处于历史较低位。

疫情、油价叠加产能释放影响导致行业景气处于低点。布伦特原油期货连续结算价由 3 月初 51.9 美元/桶重挫 56%至月底 22.7 美元/桶，截至 4 月 30 日，期货结算价为 25.27 美元/桶，石化行业受原油价格跳水影响较大。PMI 指数在今年 2 月有较大波动，2019 国内成品油消费量同比负增长，石油石化就业市场景气指数处于 17 年 6 月以来的低位。

2020 年一季度基金持仓大幅下滑，未来有望随油价转暖而回升。2020Q1 中信石油石化行业基金持股市值不足 49 亿，环比大幅下滑近 80%。主要因 3 月份油价大幅下挫、新冠疫情的全球范围内爆发对原油及大宗化工品需求下降，而 OPEC+减产谈判破裂带来的供需两侧承压，大宗品对石化行业业绩及预期打压严重。

(1) 基金持股市值环比增加的公司 4 家，分别为三联虹普（+6702 万元）、泰和新材（+3628 万元）、宝利国际（+667 万元）、大庆华科（+80 万元），基金持股比例>1%的主要有三联虹普 7.8%、海利得 3.3%、昊华科技 2.4%、泰和新材 1.9%、博迈科 1.7%、卫星石化 1.4%、蓝焰控股 1.4%。

(2) 基金持股市值环比降低的公司达 41 家，其中基金持股市值降幅较大（超 10 亿）的公司主要有中国石化（-38 亿元）、中国石油（-31.4 亿元）、恒力石化（-16.9 亿元）、桐昆股份（-15.9 亿元）、中海油服（-15.5 亿元）、海油工程（-14.9 亿元）等。

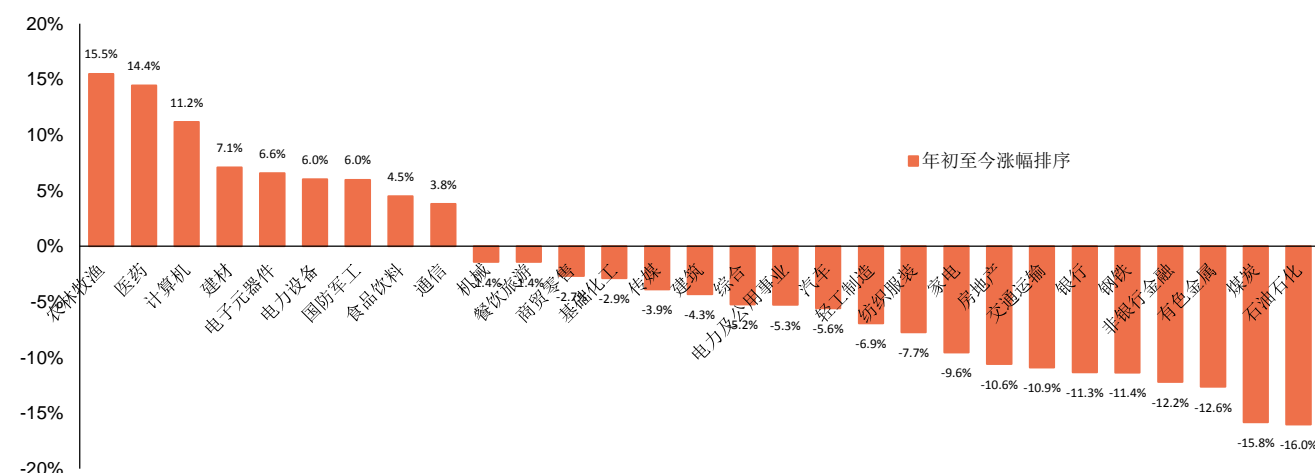
(3) 从持股数量来看，持股基金>10 支的公司主要有中国石化 82、恒力石化 24、中国石油 19、卫星石化 12、桐昆股份 10。

(4) 基金持股市值前十分别为：中国石化 23.8 亿元、中国石油 5.4 亿元、恒力石化 3.8 亿元、三联虹普 2.2 亿元、卫星石化 2 亿元、泰和新材 1.3 亿元、桐昆股份 1.3 亿元、昊华科技 1.3 亿元、海利得 1.1 亿元、中海油服 1 亿元。

石化行业目前整体估值较低，截至 4 月底行业整体 PB 为 0.69。与 A 股整体水平

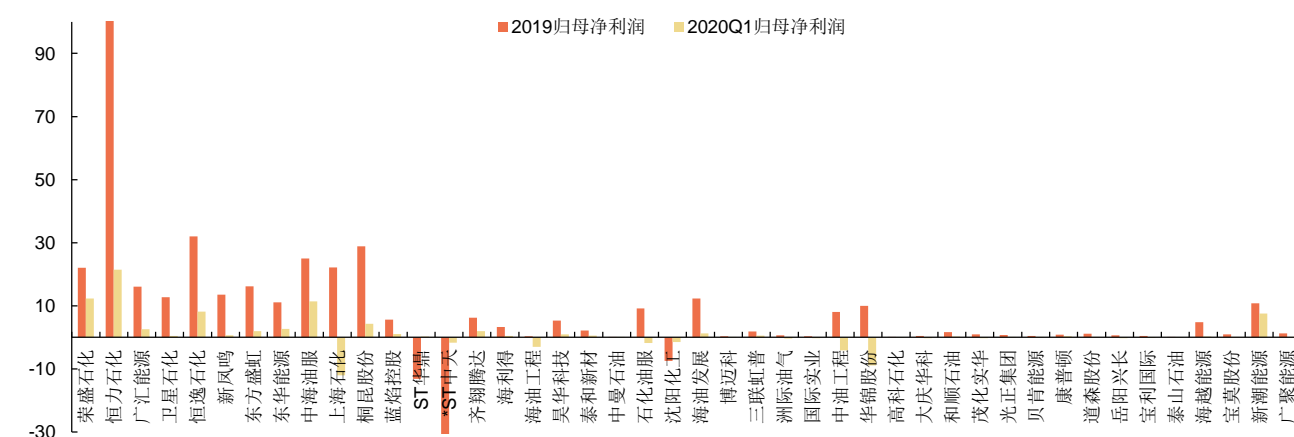
相比较低,随疫情影响减缓、世界经济逐步复苏加之低油价长期来看带来的成本优势,回暖带来较大弹性,建议持续关注行业龙头公司。

图1: 石油石化涨幅位居最后



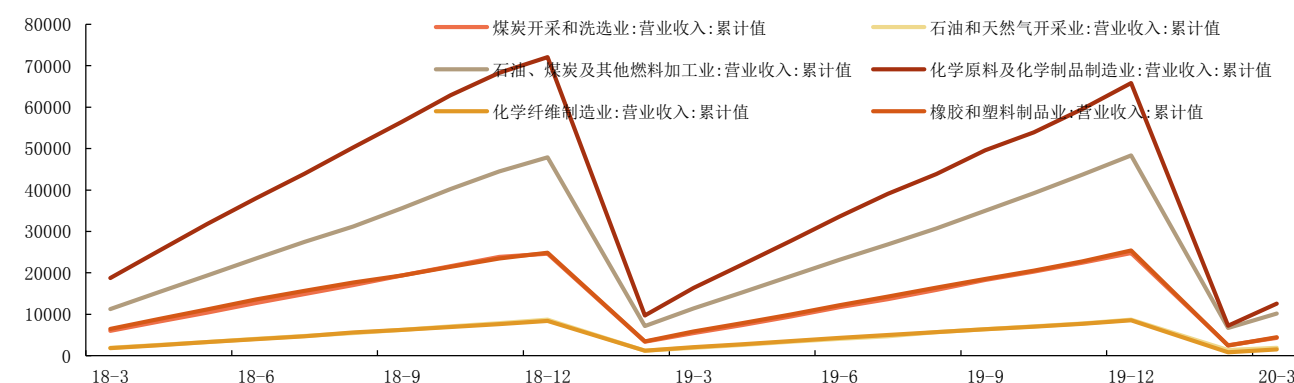
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图2: 石化行业 29 家公司 2020Q1 归母净利润为正(亿元)



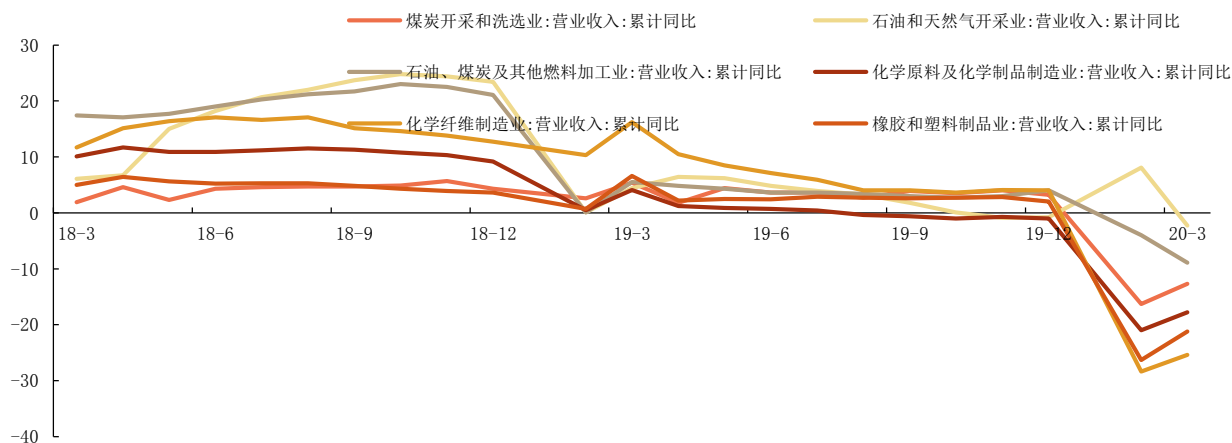
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图3: 石油、煤炭及其他燃料加工业 2020 累计营业收入为 10,150.50 亿元(亿元)



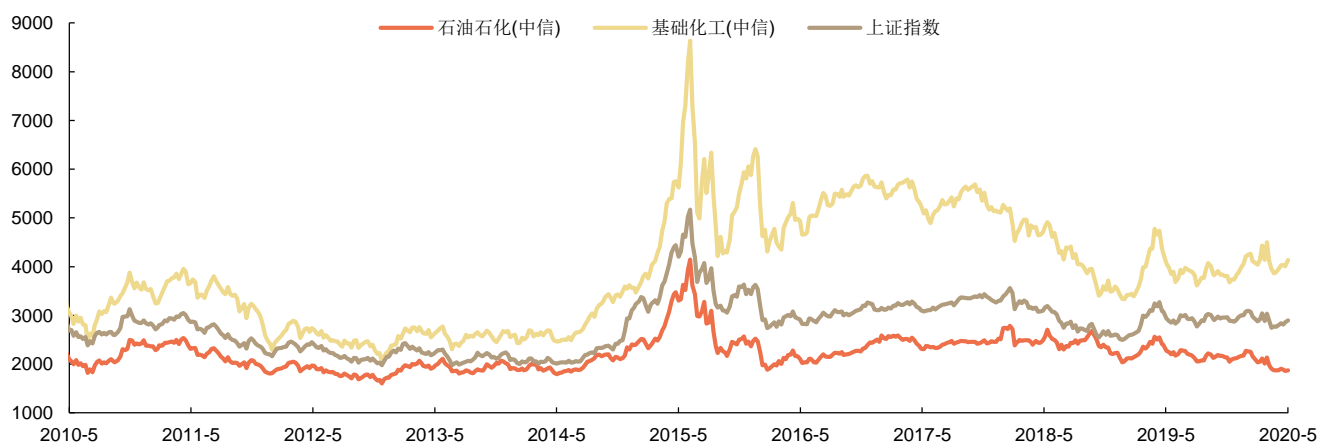
资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

图4：石油开采与石油加工一季度营收同比收跌（%）



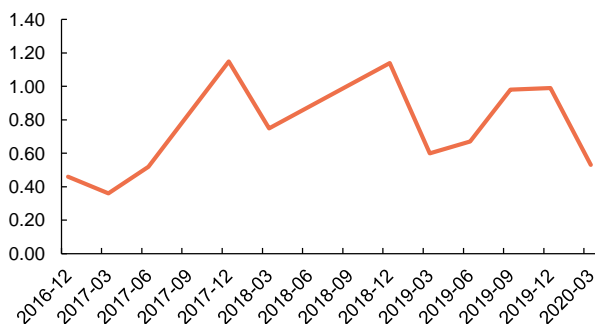
资料来源：国家统计局，申港证券研究所

图5：石油石化指数仍未回暖



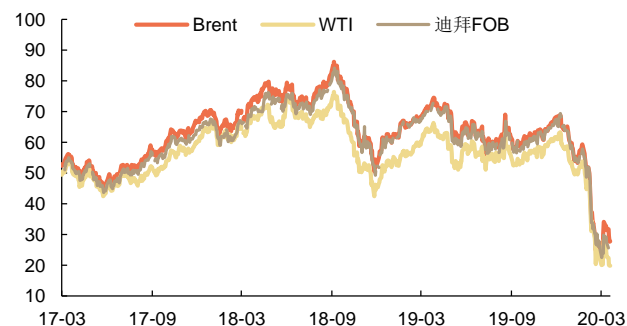
资料来源：WIND，申港证券研究所

图6：石油石化就业市场景气指数处于低点

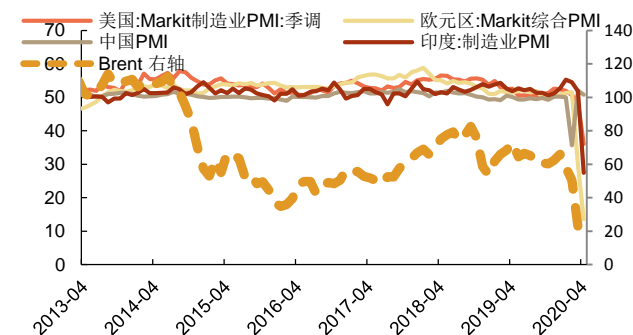


资料来源：WIND，申港证券研究所

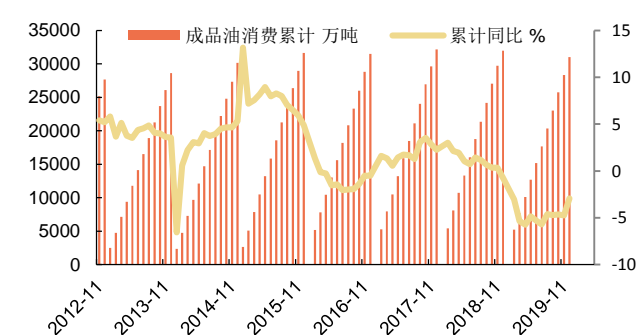
图7：2020Q1原油价格跌至20-30美元/桶



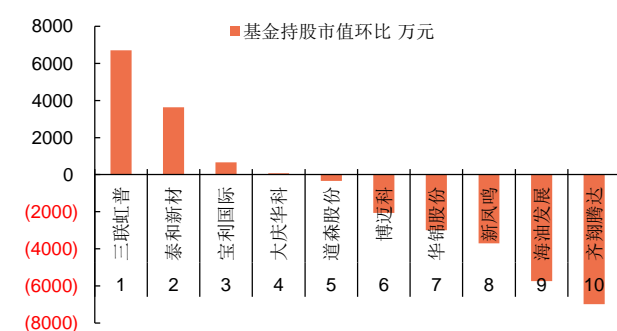
资料来源：WIND，申港证券研究所

图8：国外主要经济区 PMI 指数大幅下挫 中国转暖


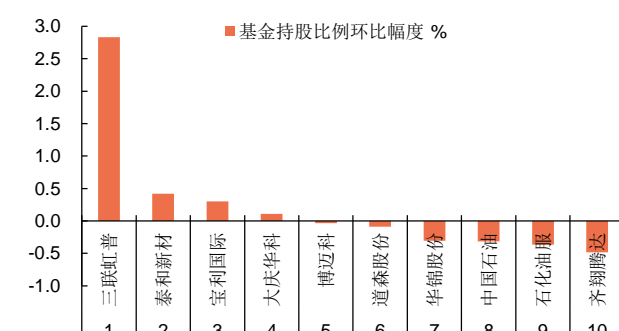
资料来源：WIND，申港证券研究所

图9：国内成品油消费下行


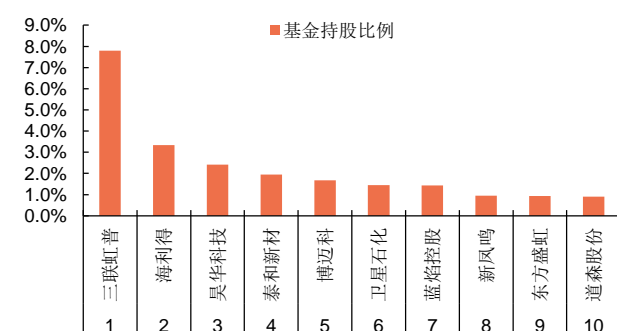
资料来源：WIND，申港证券研究所

图10：仅 4 家公司基金持股市值环比增长


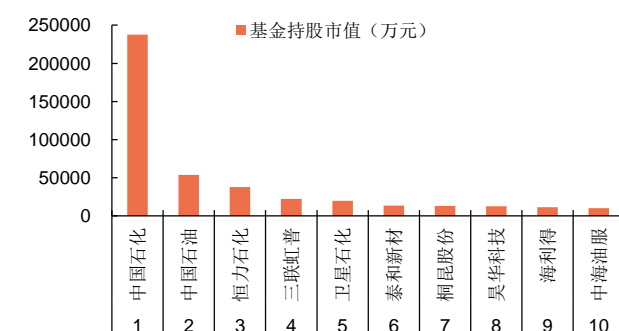
资料来源：WIND，申港证券研究所

图11：三联虹普基金持股比例环比+2.8%


资料来源：WIND，申港证券研究所

图12：7 家公司基金持股比例超 1%


资料来源：WIND，申港证券研究所

图13：基金持股市值前十排名


资料来源：WIND，申港证券研究所

2. 2019-2020Q1 盈利能力持续下滑

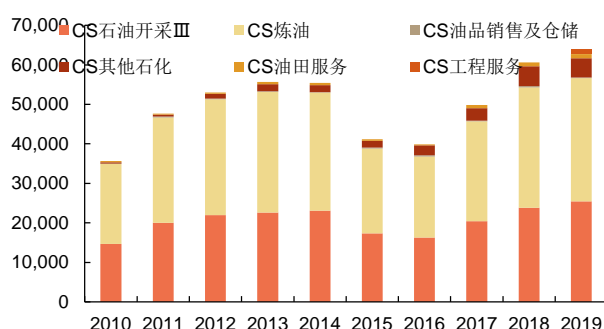
2.1 2019 盈利不及上年 2020Q1 净利润下降较快

2019 年中信石油石化行业营业收入 63,918 亿元，同比增长 5.5%，石油开采（25,415.92 亿元，+6.75%）、炼油（31,221.84 亿元，+2.32%）与油田服务（1,061.95 亿元，+16.18%）同比均有提高，2020Q1 营业收入为 12,470 亿元，同比下降 16.5%，除油田服务（217.91 亿元，+2.98%）外均有所下跌。

2019 年石化行业实现归母净利润 1,369 亿元，同比下降 3.4%，石油开采与炼油子板块降幅均超过 12%，原油开采与加工受油价下行趋势影响利润进一步被压缩。

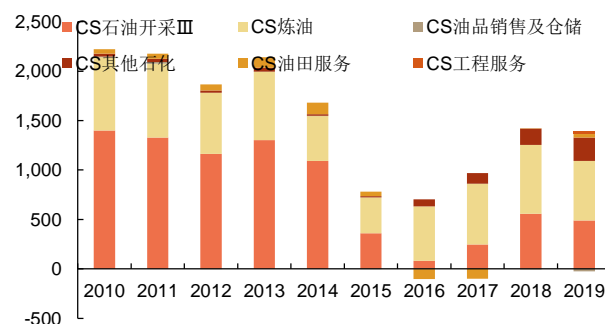
2020Q1 石化行业归母净利润为 -314 亿元，同比下降 203%，受疫情及油价暴跌双重打击，石化行业上游利润均受到较大冲击，石油开采与炼油降幅均超 240%，油品销售及存储降幅 227%，行业整体受两桶油的亏损影响较大，行业整体归母净利润（剔除中石油中石化）为 46 亿元。只有其他石化与油田服务逆势增长，其他石化增长主要原因与先进大炼化投产放量叠加较低油价带来的成本端优势，油田服务则与三桶油上游勘探开发资本开支提升、七年行动计划稳步推进带来的业绩扭亏为盈有关。

图14：石油行业 2019 营收增长 5.5%(亿元)



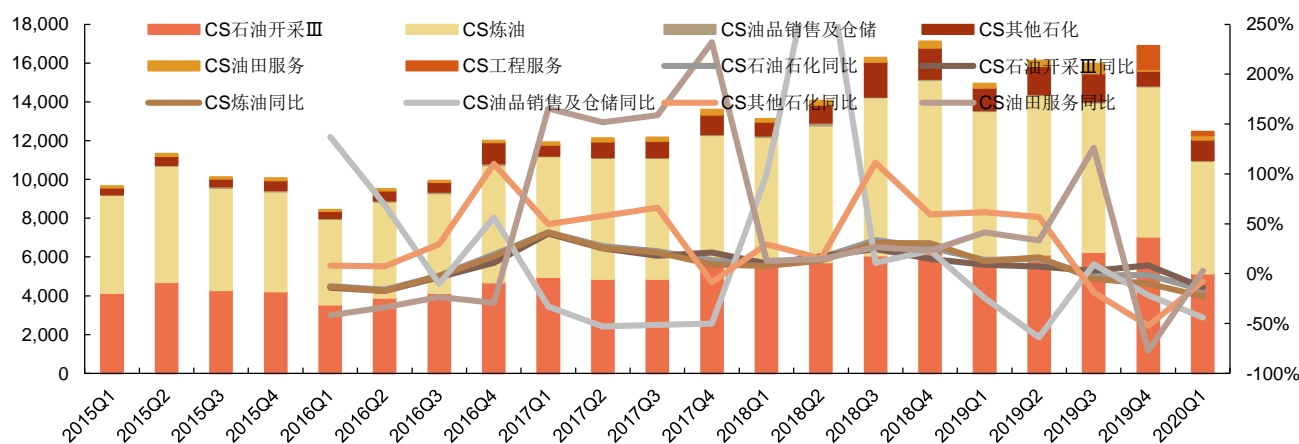
资料来源：WIND，申港证券研究所

图15：石油行业 2019 年归母净利润小幅下滑(亿元)



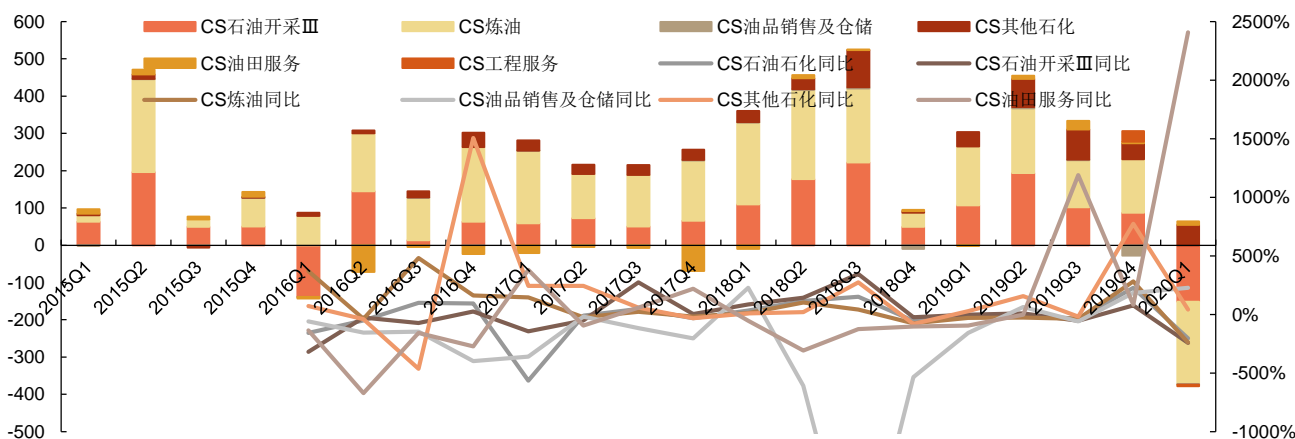
资料来源：WIND，申港证券研究所

图16：石化行业 2020Q1 营收均不同程度下降（亿元，%）



资料来源：WIND，申港证券研究所

图17：石化行业 2020Q1 归母净利润多数大幅降低（亿元，%）



资料来源：WIND，申港证券研究所

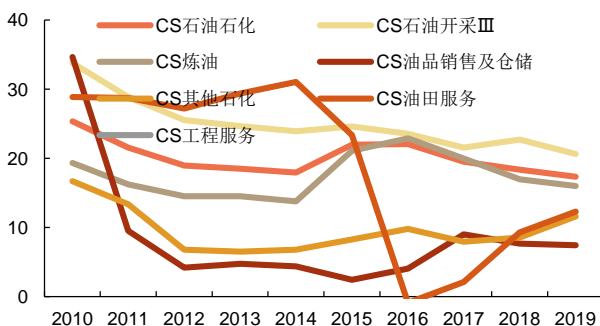
2.2 2019-2020Q1 毛利率净利率下降 期间费用率提高

石油石化行业 2019 年整体法毛利率为 17.34%，较上年略微下降 1pct，其中其他石化毛利率 11.59%，同比+3pct，油田服务毛利率 12.32%，同比增长 3pct，其余子行业毛利率均有轻微下降。**2020Q1 其他石化（14.63%，同比+6pct，环比+3pct）及油田服务（15.51%，同比+8pct，环比+3pct）同比环比均有增长，而受成本端失去价格支撑以及消费疲软等影响，油品销售及仓储一季度毛利率低至 1.31%（同比-6pct），炼油也仅有 9.93%（同比-7pct）。**

2019 年石化行业净利率为 2.71%，同比-0.3pct。其他石化全年净利率 5.29%，同比+2pct，油田服务净利率 3.4%，同比+3pct；2020Q1 行业净利率降至-2.32%，除其他石化（6%，同比+2.6pct，环比+0.7pct）和油田服务（4.45%，同比+4.6pct，环比+1pct）外各子行业净利率同比环比均降低。

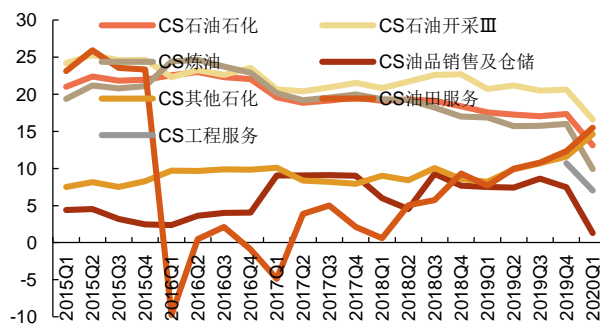
期间费用率提高。2019 行业整体期间费用率为 5.34%，同比微增 0.04pct，除石油开采（6.6%，同比-0.09pct）外均有所上涨。2020Q1 受营收普遍下降的影响，行业期间费用率普遍升高，仅油田服务板块期间费率降低，油田服务一季度期间费用率为 5.37%，同比-1pct。

图18：其他石化和油田服务 2019 年毛利率提高(%)



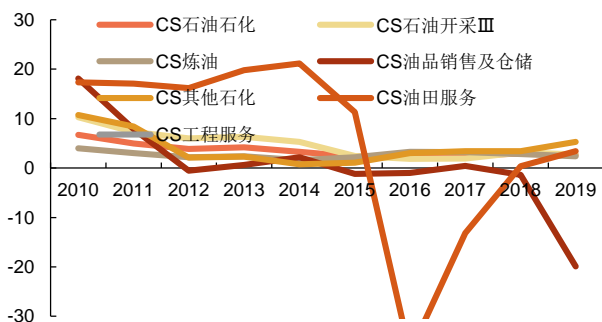
资料来源：WIND，申港证券研究所

图19：2020Q1 其他石化和油田服务毛利率同比上升(%)



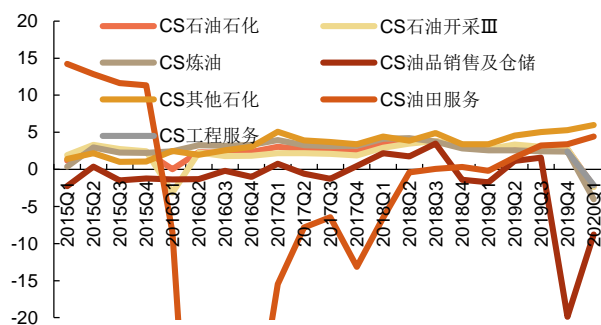
资料来源：WIND，申港证券研究所

图20: 2019 除油品销售及存储外净利率均收正(%)



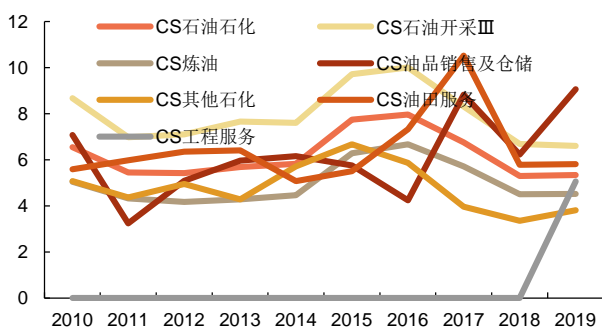
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图21: 2020Q1 其他石化和油田服务净利率为正(%)



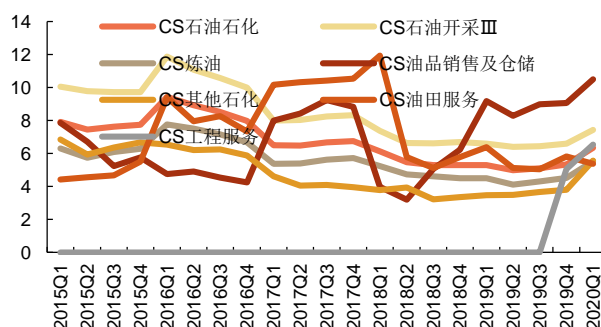
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图22: 2019 行业期间费用率略微上涨至 5.34%(%)



资料来源: WIND, 申港证券研究所

图23: 2020Q1 期间费用率仅油田服务降低(%)



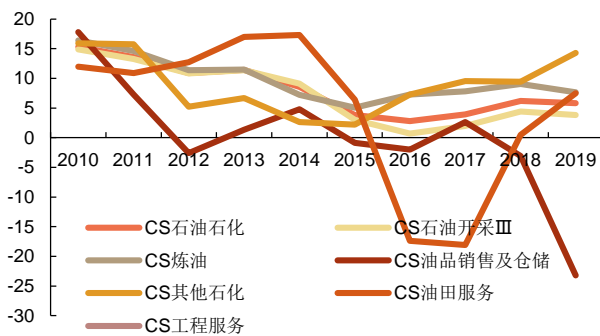
资料来源: WIND, 申港证券研究所

2.3 2020Q1ROE 下降, PB 处于低位

2019 年行业摊薄净资产收益率 ROE (整体法)为 5.8%, 同比下降 0.4pct, 主要受油品销售利润大幅下降(-23.23%, 同比-20pct)的波及; 2020Q1 受行业整体利润大幅减少影响, 行业整体 ROE 均下降。2019 行业整体法 ROA 为 5.33%, 同比下降 0.37pct, 2020Q1 行业 ROA 为-0.32%, 同比下降 1.6pct。

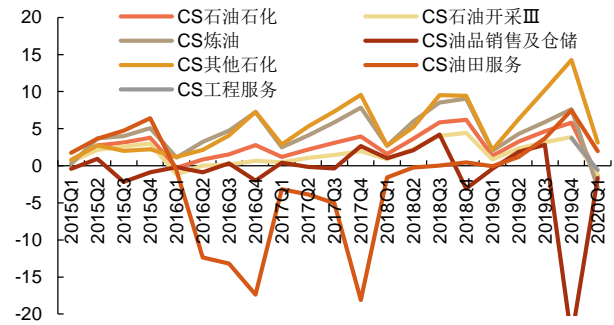
以 4 月 30 收盘价计算, 统计的 46 家石油石化公司整体法(剔除负值)的 PE 为 43.91, 相对于以年初为基准的 PE 值 17.11 而言处于较高位置, 与全部 A 股的 PE 值 40.39 相比也略高, 但主要原因是受大环境影响一季度利润水平, 估值并不处于高位。对周期属性明显的石化行业, PB 是更为长期的估值指标, 以 4 月 30 日为基准的石油石化行业(剔除负值)整体 PB 为 0.69, 相对于年初的 0.87 处于较低水平, 与全部 A 股的 1.06 相比也处于低位。

图24：2019 其他石化及油田服务 ROE 提高(%)



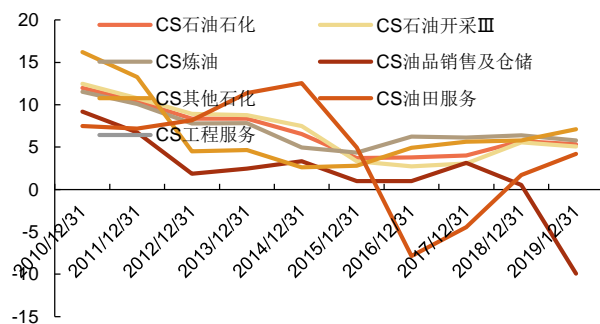
资料来源：WIND，申港证券研究所

图25：2020Q1 行业 ROE 均下降(%)



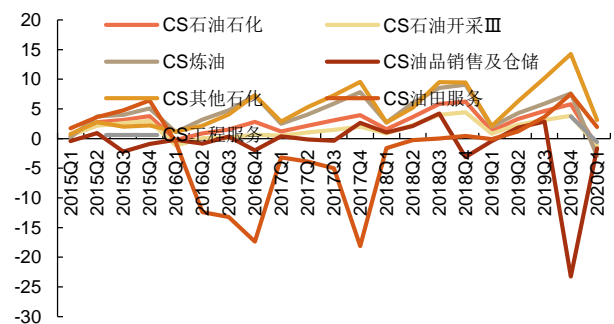
资料来源：WIND，申港证券研究所

图26：其他石化与油田服务 2019ROA 增长(%)



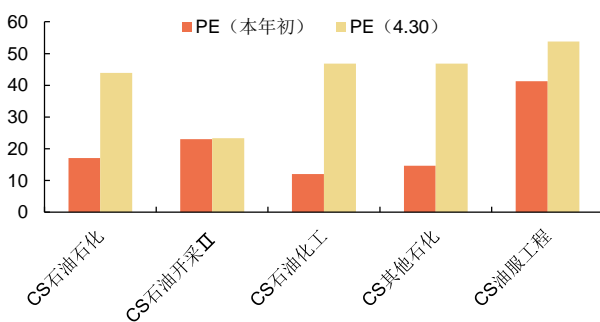
资料来源：WIND，申港证券研究所

图27：2020Q1 其他石化与油田服务 ROA 同比提高(%)



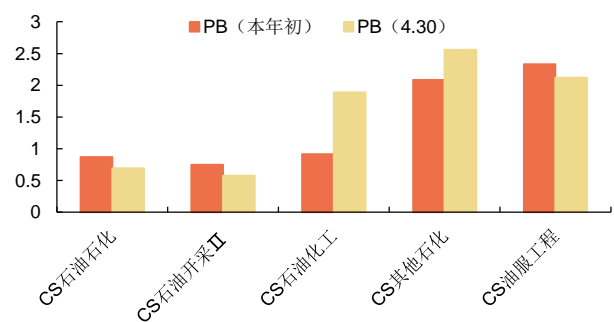
资料来源：WIND，申港证券研究所

图28：石化行业 PE 处于高位



资料来源：WIND，申港证券研究所

图29：除石油化工外 PB 处于较低水平



资料来源：WIND，申港证券研究所

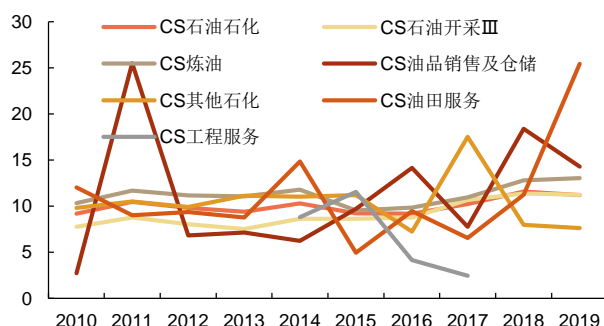
3. 石化行业 2019-2020Q1 营运能力平稳 负债率升高

3.1 2019-2020Q1 石化行业存货周转率保持平稳

2019 石化行业整体存货周转率为 11 次，较上年微降 3%，仅炼油与油田服务有所上升，主要受低油价与上游开采增加影响周转较好，其他板块受下游消费普遍低迷导致销售受阻。2020Q1 行业存货周转率为 2.22 次（同比-15.9%），除油田服务外（同比+54.39%）均有下降，受需求端影响行业整体开工率较低，存货水平较低。

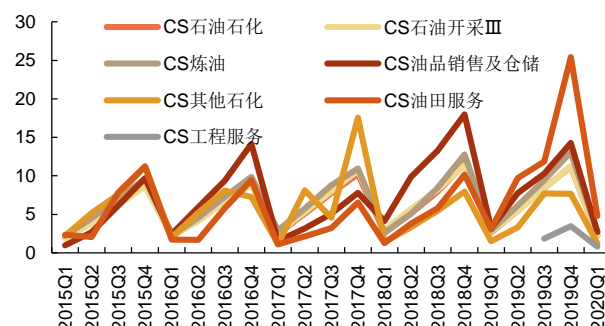
2019 石化行业应收账款周转率为 33 次，与上年基本持平，一季度行业应收账款周转率为 6.27 次（同比+87.46%），而与以前年度相差较小，主要原因为去年同期应收账款周转率明显低于通常水平。

图30：石油石化 2019 存货周转率(次)



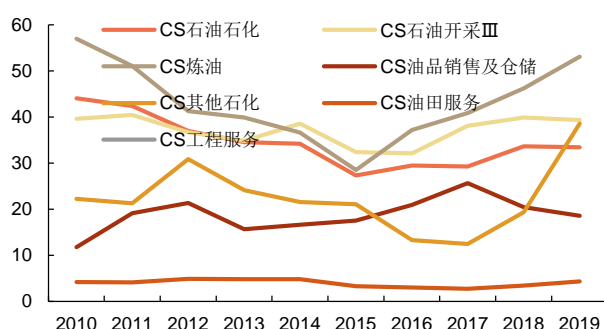
资料来源：WIND，申港证券研究所

图31：石油石化 2020Q1 存货周转率(次)



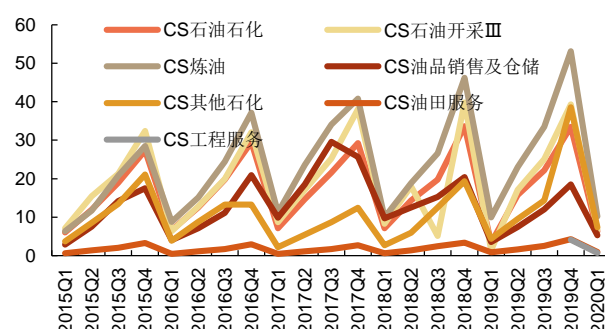
资料来源：WIND，申港证券研究所

图32：应收账款周转率(次)



资料来源：WIND，申港证券研究所

图33：2020Q1 行业应收账款周转率为 6 次(次)



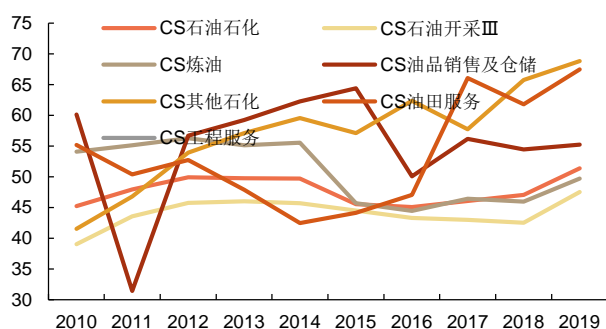
资料来源：WIND，申港证券研究所

3.2 行业资产负债率较稳定

2019 年石化行业资产负债率(整体法)为 51.37%，较上年增长 4.3pct，除油品销售及存储（同比+0.8pct）外其他板块均上升 3pct 以上，主要原因与长期负债比例上升相关；2020Q1 行业资产负债率提升至 52.87%，各板块均不同程度上升，其中油田服务同比上涨最高为 4.6pct，行业总体杠杆结构处于正常水平。

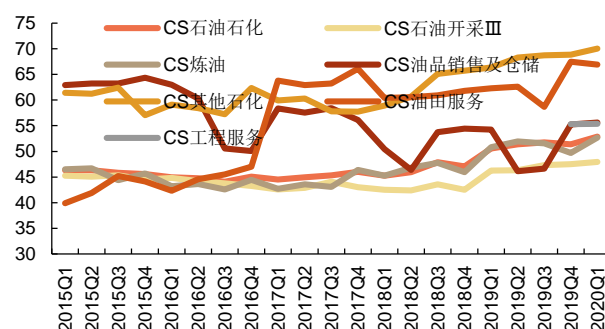
行业整体法非流动负债率 2019 年为 39.74%（同比+6.5pct），除油田服务（同比-2.4pct）外均同比提高，其中以炼油涨幅最高，同比增长 10.5pct，结合其在建工程金额不断增长，表明板块产能扩张较快；2020Q1 行业非流动负债率降至 37.84%（同比-5.8pct），仅其他石化板块同比增加（+3pct）；但同时结合在建工程增长程度较大，2019 年报披露在建工程金额平稳增长至 5,271 亿元（同比+3.82%），2020Q1 行业在建工程余额合计 4,354 亿（同比+16.07%），主要与石油开采（2,502 亿元，同比+12.76%）与炼油板块（1,770.86 亿元，同比+26.22%）增长快速有关，表明行业虽受疫情短期影响，但产能仍在快速扩张进程之中。

图34：2019 行业资产负债率 4.3pct (%)



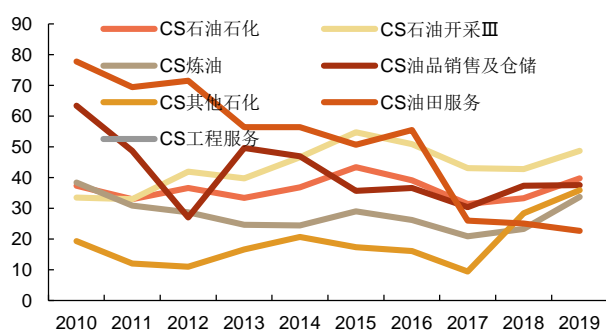
资料来源：WIND，申港证券研究所

图35：2020Q1 油田服务资产负债率同比上升 4.6pct (%)



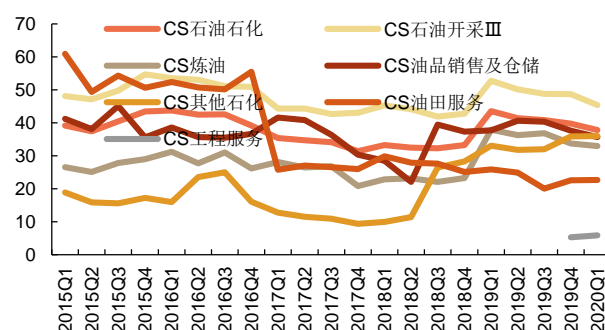
资料来源：WIND，申港证券研究所

图36：2019 行业非流动负债率同比上升 6.5pct (%)



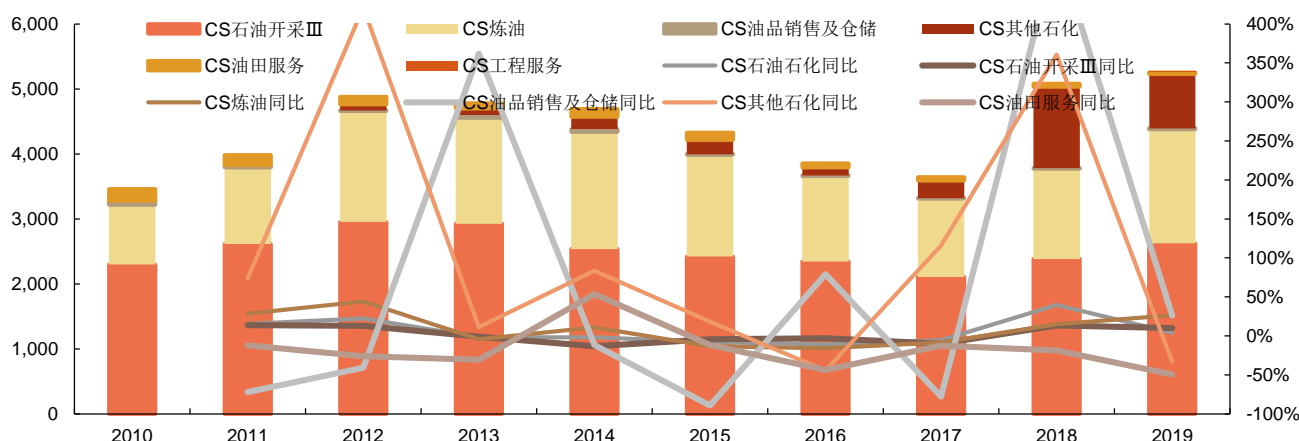
资料来源：WIND，申港证券研究所

图37：2020Q1 行业非流动负债率同比下降 5.8pct (%)

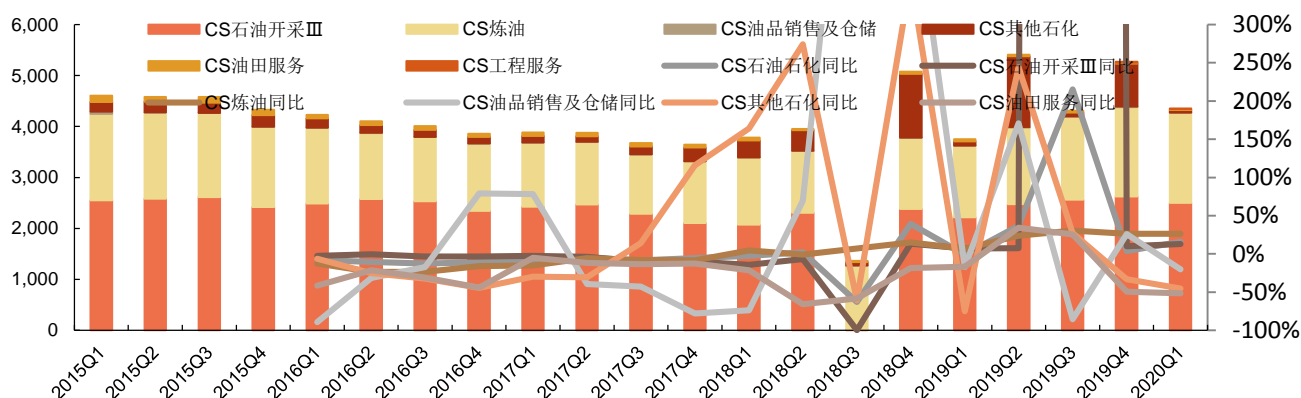


资料来源：WIND，申港证券研究所

图38：行业 2019 在建工程稳步增长（亿元，%）



资料来源：WIND，申港证券研究所

图39：2020Q1 行业在建工程同比增加 16%（亿元，%）


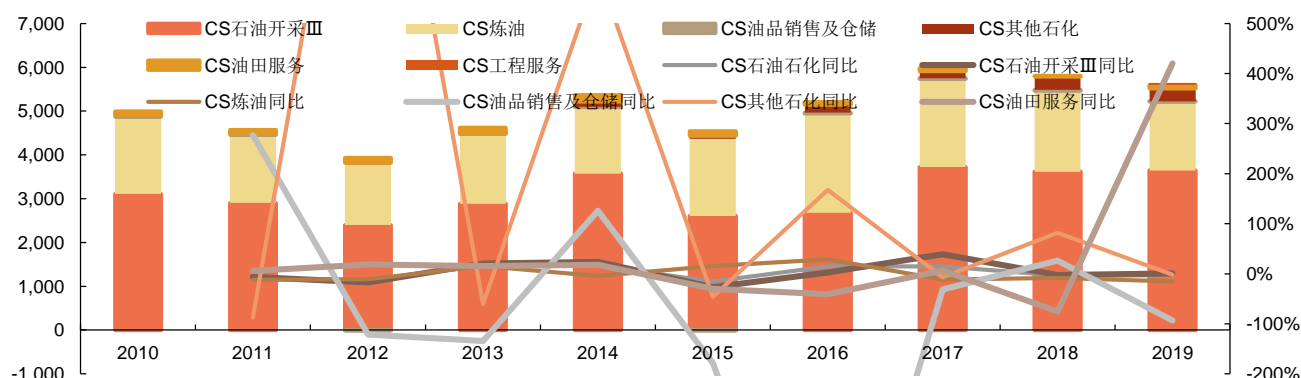
资料来源：WIND，申港证券研究所

4. 石化行业现金流量情况

2019 全年行业经营现金流达 5,635.4 亿，同比下降 2.85%，2020Q1 疫情导致下游需求不足及库存堆积导致赊销大幅增加，经营活动现金净流量为-1020 亿，同比环比均大幅下跌。

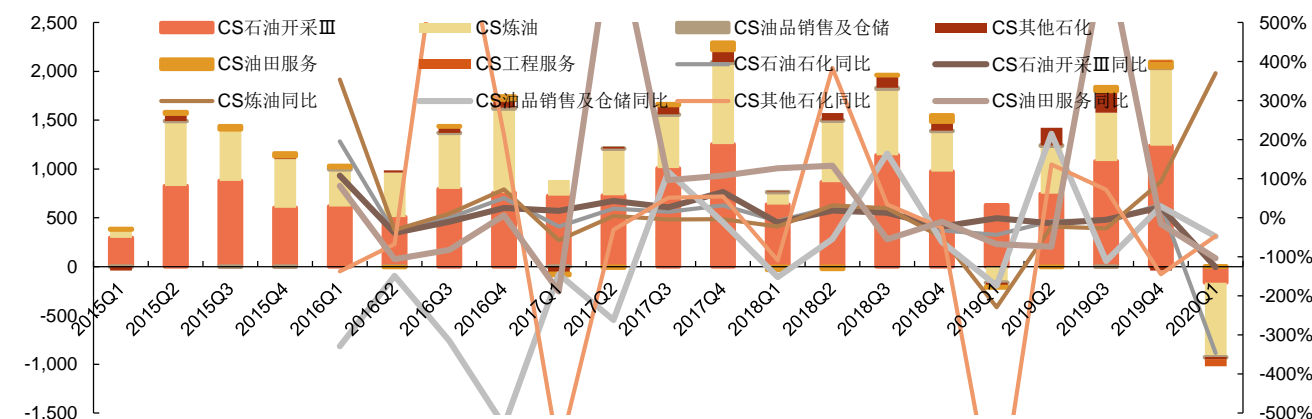
2019 行业整体资本支出/折旧摊销提高至 1.84，增长 24.62%，除其他石化板块其他板块均有所增长，其他石化 2019 降至 8.14 仍处于高位；2019 行业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 21%至 6005 亿元，一季度行业构建长期资产支付现金 1,039 亿元（同比-10.72%），表明各子板块在加快扩大产能，虽受疫情影响短期进度放缓，但总体稳步推进，其他石化板块以持续推进此前规划产能为主。

2019 行业现金比率为 21.83%，同比下降 3.8pct，石油开采（16.75%，同比+0.3pct）及油品销售及存储（49.72%，同比+8.9pct）同比上升，变现能力增强；2020Q1 行业现金比率为 20.55%（同比-7.3pct），油品销售及仓储（47.58%，同比+9.3pct）和油田服务（10.61%，同比+1.2pct）有所上升；2019 营收现金比率为 8.99%，同比下降 0.6pct，营收现金比率较低，行业整体应收账款回收期较长，而 2020Q1 受消费疲软现金收回困难等原因，营收现金比率降至-8.18%。

图40：油服 2019 经营现金净流量上涨 420%（亿元，%）


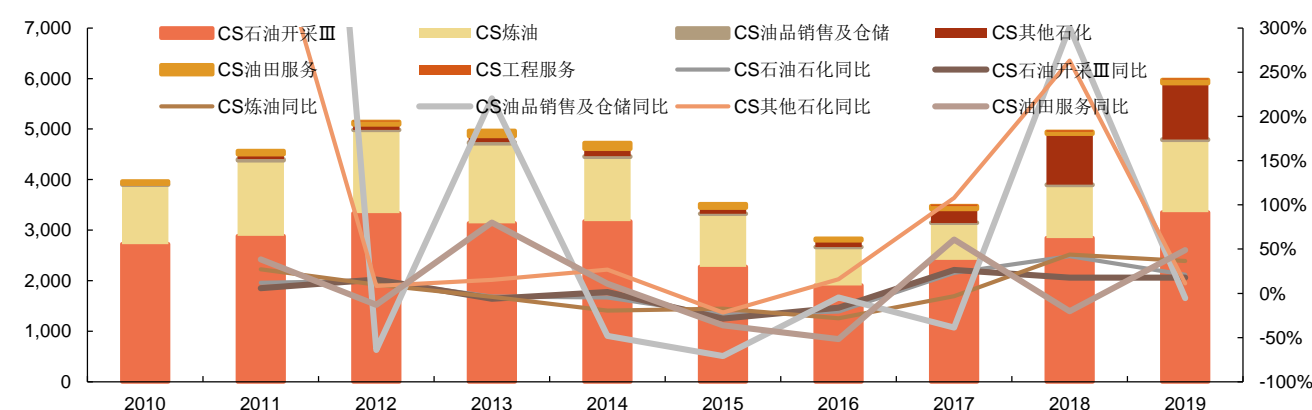
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图41: 2020Q1 仅炼油经营现金净额收正 (亿元, %)



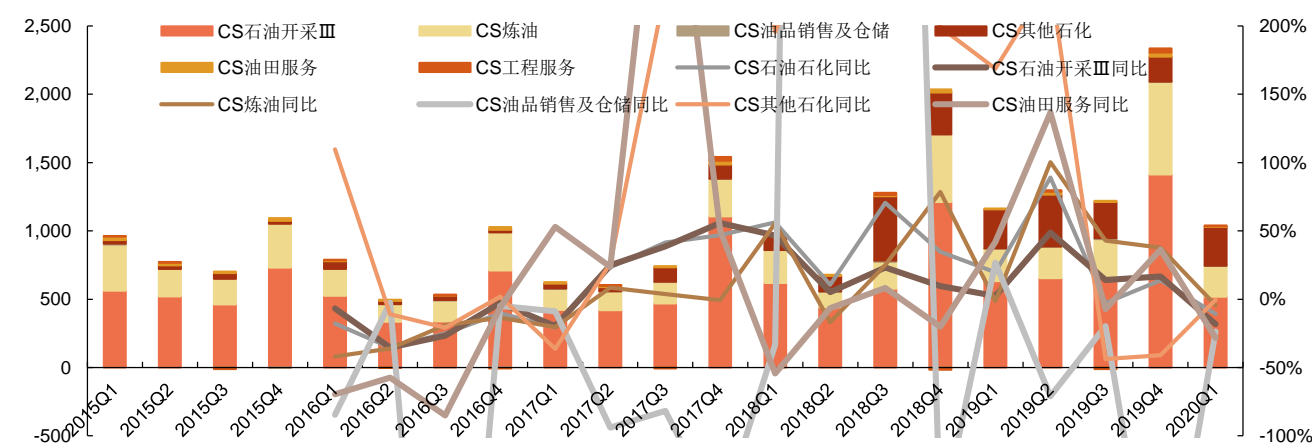
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图42: 石化行业 2019 购建长期资产支付现金增加 21% (亿元, %)



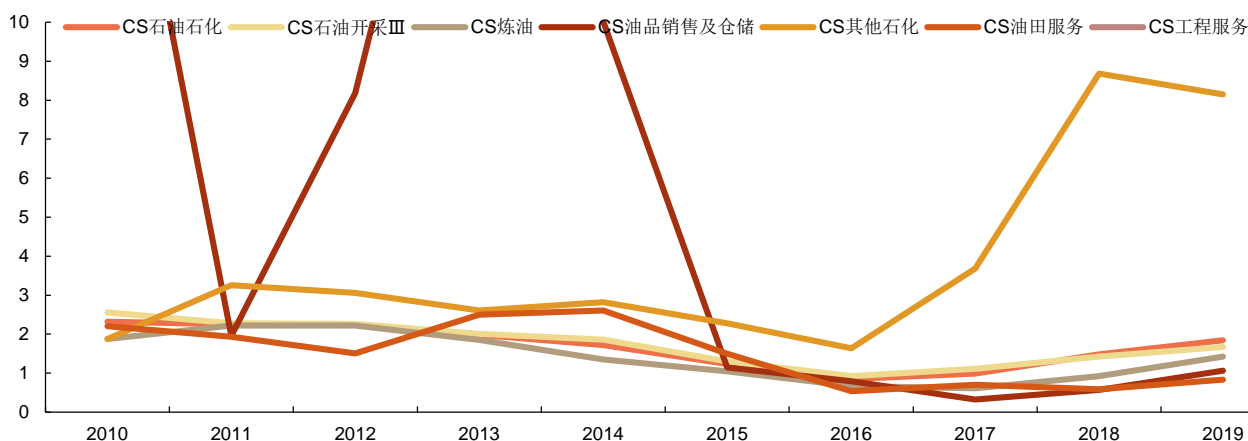
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图43: 2020Q1 行业购建长期资产支付现金同比减少 10.7% (亿元, %)



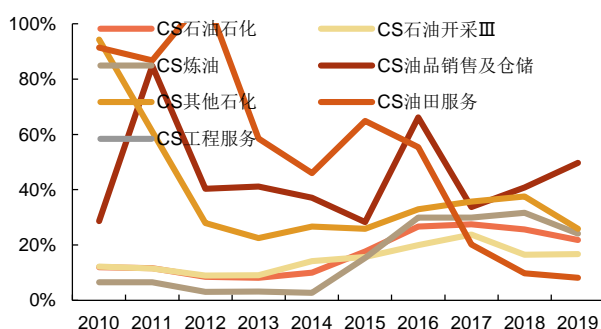
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图44：2019 石化资本支出/折旧摊销(倍)



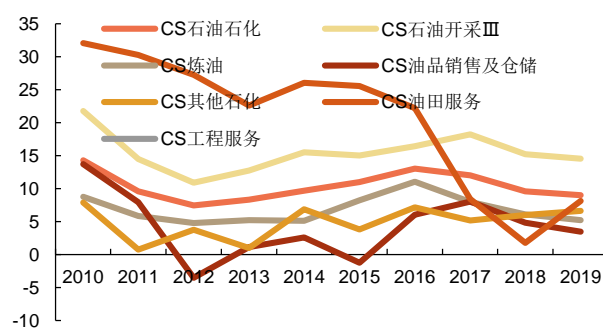
资料来源：WIND，申港证券研究所

图45：石油开采、油品销售 2019 现金比率上升(%)



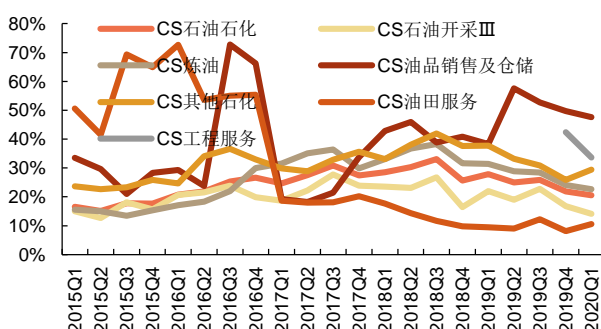
资料来源：WIND，申港证券研究所

图46：各板块 2019 现金营收比率保持平稳 (%)



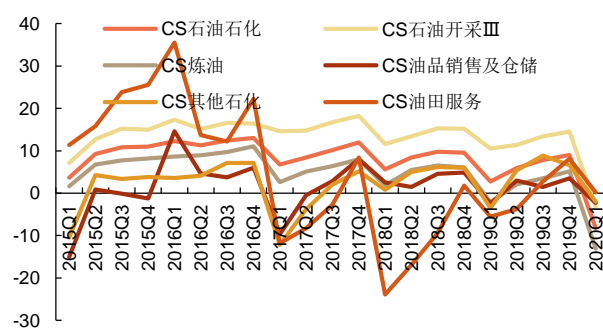
资料来源：WIND，申港证券研究所

图47：石化行业 2020Q1 现金比率同比下降 7.3pct(%)



资料来源：WIND，申港证券研究所

图48：行业 2020Q1 现金营收比率同比下降 11pct (%)



资料来源：WIND，申港证券研究所

5. 石油化工行业公司分析

5.1 综合性化工龙头：万华化学创新驱动成长 迈向极致

万华化学:2019 年度营业收入 153.4 亿元(-3.8%), 归母净利润 13.8 亿元(-50.7%), 全年产生经营活动现金流净额 259.33 亿元(+34.66%); 2020Q1 营收实现 153.43 亿元(-3.8%), 归母净利润实现 13.77 亿元(-50.74%)。2019 全年研发费用支出 4.2 亿元(-0.9%), 研发费用占比为 2.73%, 公司盈利下滑依然保持研发投入, 以创新驱动坚持打造技术护城河, MDI 技术先进加之低成本优势不断显现, 预计今年乙烯项目按期投产将继续强化其三大板块的一体化优势。公司凭借其根植的创新基因打造长期护城河, 一体化与园区化塑造成本及开工优势, 长期来看, 凭借几大优势的不断深入, 其作为化工领域核心资产、周期弱化的特点会愈加明显。

5.2 轻烃板块：卫星石化 C3 再扬帆 C2 开新局

卫星石化:2019 年度营业收入 107.8 亿元(+7%), 年度归母净利润 12.73(+35%), 全年产生经营活动现金流净额 13.52 亿元(+80%); 2020Q1 营收 16.53 亿元(-21.53%), 季度归母净利润为 0.4 亿元(-81.68%)。2019 公司 PDH 装置投产进一步完善了 C3 产业链布局, 为公司创收颇丰, 本年一季度受油价暴跌引发的 C3 整体产销承压、景气下行, 利润压缩至极限, 二季度随着疫情好转, 其酸酯及聚丙烯等产品线产销率恢复正常, 加之 C2 项目高弹性特征明显, 随油价回暖业绩有望快速转好。

5.3 民营大炼化：恒力、恒逸、荣盛等具备全产业链及一体化优势

恒力石化: 2019 全年实现营收 1007.82 亿元(+68%), 归母净利润 100.25 亿元(+202%), 经营活动现金流净额 169.37 亿元(+310%); 2020Q1 业绩保持增长, 营业收入达 297.71 亿元(97.77%), 归母净利润大涨 323.84%至 21.44 亿元。年产 2000 万吨炼化一体化项目去年全部投产后带来的产业链整合优势显著, 原油等原料价格下跌带来的成本端利好结合全产业链结构调整灵活优势。我们在近期原油 30 美元、下游以市场价的低位, 同时考虑 C5~C22 等组分的灵活排产, 经测算炼化+乙烯项目利润在 120 亿、IRR17.6%, 2013~今净利润中枢在 180 亿、IRR 中枢 22%。我们认为公司凭借其先进产能及园区化、一体化优势, 在行业景气下行周期内具备较强的盈利能力, 看好公司发展能力。

恒逸石化: 2019 年营业收入 796 亿(-9.6%), 实现归母净利润 32.01 亿(+71%); 2020Q1 营收 189 亿(-14.3%), 归母净利润 8.12 亿(+82.9%)。PTA 板块 2019 年景气度较好, PTA-PX 价差年中最高超过 2000, 加之聚酯产能与文莱炼化项目完全投产为公司带来新的利润增长点, 公司盈利能力较好, 短期受行业景气下行及东南亚疫情影响, 但中长期随下游需求回暖以及行业景气回升其长丝端规模整合优势及东南亚炼厂稳定运营, 将带动盈利水平渐好。

荣盛石化: 2019 年营业收入为 825 亿元(-10%); 实现归母净利润 22.09 亿元(+37%); 2020Q1 实现营业收入 210.53 亿元(+27.89%), 归母净利润 12.26 亿(+102.5%)。同样受 PTA 景气较佳利好利润较好, 加之浙石化一期工程投产, 二期 21 年有望投产, 炼化放量带来的规模效应显著, 按照常规模式, 其一期项目在 30 美元下净利润可达到 120 亿, 下游产品方案丰富的特点有助于平滑盈利波动。

5.4 炼油与航运板块：低油价长期利好炼油占比较大的中国石化、华锦股份及航运相关的中远海能、招商轮船

中国石化：2019 年，公司全年营收实现 29,661.93 亿元（+2.59%），归母净利润 575.91 亿元（-8.71%），经营活动现金流净额 1,534.20 亿元（-12.76%）；2020Q1，公司营业收入 5555 亿（-22.6%），归母净利润-198 亿。炼油板块消费低迷以及存货大幅减值导致一季度业绩不佳，但二季度开始下游需求随经济逐步复苏不断回暖，虽然近期沙特减少油价贴水，公司开工率及销量均呈现回升态势，量增价稳，本季扭亏概率较大。

华锦股份：2019 全年营收实现 396.08 亿元（+7.97%），归母净利润 9.93 亿元（-5.91%），实现经营活动现金流净额 27.23（+14.76%）；2020Q1 营收 58.62 亿元（-31.93%），归母净利润-8.88 亿元（-357.29%）。低油价短期冲击炼厂利润，但随高价原油库存消化之后受柴油等价差上行优势，炼厂效益将逐步扩大，华锦阿美合资 1500 万吨/年炼化项目也在稳步推进，未来投产后将进一步加强炼化一体优势。

中远海能、招商轮船：国内航运龙头公司，燃油费通常在营业成本占比 30%~50%，如剔除船舶折旧（成本占比 20%~30%）在低油价情境下能够凭借其显著成本优势、叠加低油价带来的炼油商对原油储运需求增加，单位运费亦同步提升，从而实现量、价、毛利率的全方位上行，我国原油进口依存度超 7 成，二者将在低油价环境中显著收益。

5.5 石油开采：关注油价触底上行带来的弹性

中国石油：2019 年营业收入 25,168 亿元（+6%），归母净利润 457 亿（-13.14%），经营活动现金流净额 3,596.1 亿元（+2.28%）；2020Q1 季度营业收入 5,090.98 亿元（-13.86%），归母净利润-162.34 亿元（-258.37%）。公司 2019 年上游勘探开发利润与毛利较高，下游炼化业绩承压，2020 一季勘探开发维持利润增长（148.83 亿，+3.89%），二季度预期随需求回暖将改善炼化板块一季存货减值及销量不佳的业绩状况。

5.6 油服及工程服务：国家能源政策利好行业发展

中油工程：2019 年度营业收入 650.54 亿元（+9.57%），实现归母净利润 8.03 亿元（-15.84%），实现经营活动现金流净额-23.93 亿元（-127.78%）；2020Q1 营收实现 96.88 亿元（+3.64%），归母净利润-4.1574 亿元（-736.19%）。2019 签订合同规模不断扩大（948.88 亿元，+1.53%），一季度新签合同 177.88 亿元（+57.6%），各板块业务范围逐步扩大，油气管网、炼化、储运等工程承包均为行业顶尖水平，随着低油价及国家管网公司成立，带来的储运、管网建设需求，预计将随行业景气度企稳回升。

中海油服：2019 全年实现营业收入 311.4 亿元（+41.9%），实现归母净利润 25.0 亿元（+3434.2%），实现经营活动现金流净额 69.68 亿元（+67.01%）；2020 年一季度期内实现营业收入 81.68 亿元（+38.27%）；归母净利润同比大增 3581.30%至 11.39 亿元。公司不断加强自主研发投入带来的毛利率提高加之国家各项政策利好，同时上游三桶油勘探开发不断提高，使其在一季度行业景气低谷业绩维持优异，国内原油对外依存度高企，公司业务灵活布局与长期技术创新导向的战略使公司有能

力规避低油价带来的不利因素，实现稳步发展。

海油工程：2019 全年营业收入达 147.1 亿元（+33.1%），归母净利润收 0.28 亿元（-65%），实现经营活动现金流净额-0.75 亿元（-119.87%）；2020Q1 营业收入实现 23.02 亿元（+28.33%），归母净利润则同比下降 16.74%至-3.05 亿元。目前行业上游海油勘探开发规模持续扩大，公司一季度新签合同 98.68 亿元（+93%），但整体行业景气下行竞争激烈导致服务价格处于低位，上游中海油开采企业积极响应国家“七年行动计划”，二季度及以后公司有望凭借其承包及制造方面优势获取国内订单，利好公司长期业绩。

6. 投资建议

2020 二季度需求稳步回暖，OPEC+最终减产效果将在库存度过饱和期后逐步显现。油价回暖将使高新技术壁垒与炼化一体化企业成本优势将继续凸显，同时国家“七年行动计划”等政策利好将带动上游开采企业与配套油服工程相关企业效益提升。综合来看，综合性龙头长期推荐万华化学，轻烃推荐卫星石化，民营大炼化推荐关注恒力、荣盛、恒逸，炼油建议关注中国石化、华锦股份，石油开采建议关注中国石油，航运建议关注中远海能、招商轮船，油田服务建议关注中油工程、中海油服、海油工程。

7. 风险提示

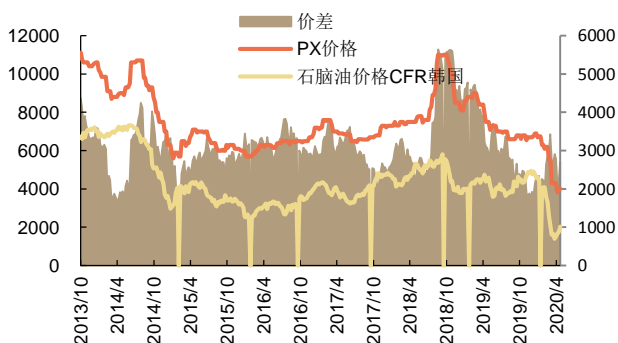
地缘政治加剧风险；

原油价格剧烈波动风险；

政策风险；

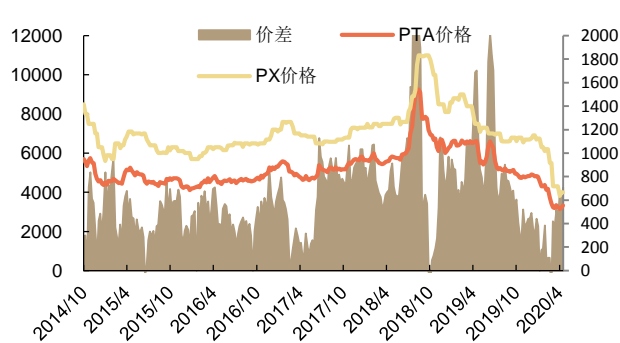
全球新冠疫情持续恶化风险。

图49：PX-石脑油价差较稳定（元/吨）



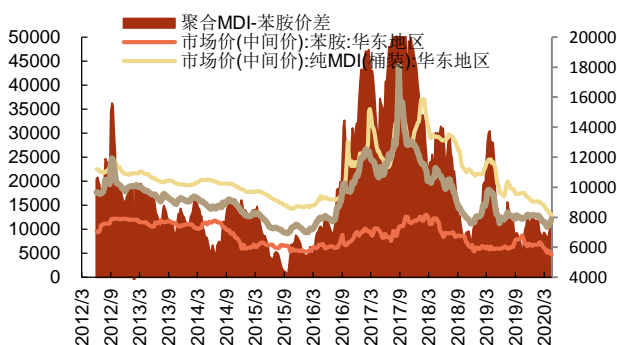
资料来源：WIND，申港证券研究所

图50：PX-PTA 价差二季度回暖（元/吨）



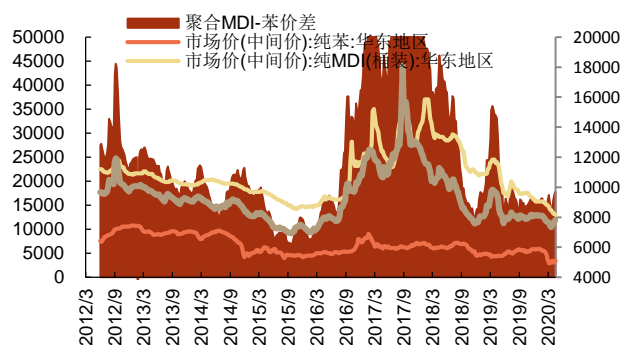
资料来源：WIND，申港证券研究所

图51: 聚合 MDI-苯胺价差本年波动不大 (元/吨)



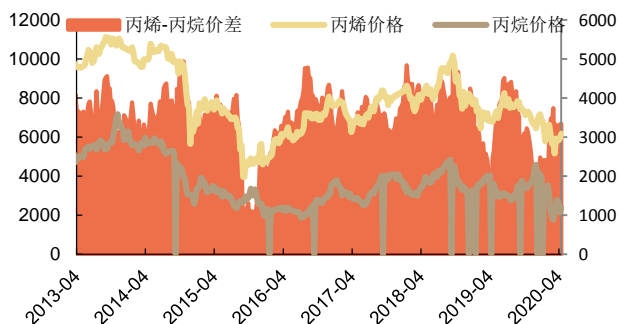
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图52: 聚合 MDI-苯价差维持通常水平 (元/吨)



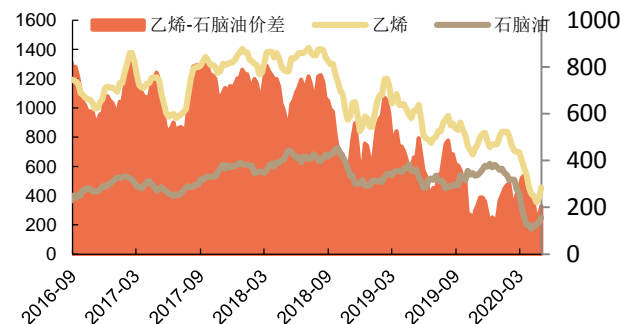
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图53: 丙烯-丙烷价差转高 (元/吨)



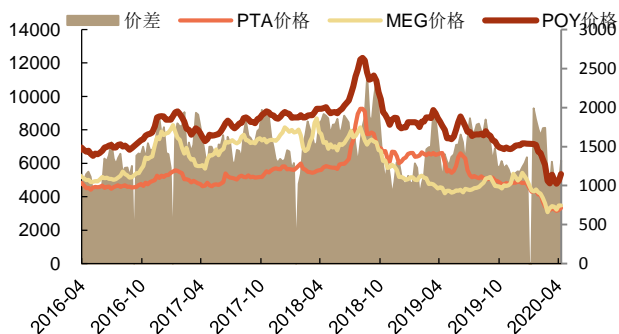
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图54: 乙烯-石脑油价差仍处低位 (元/吨)



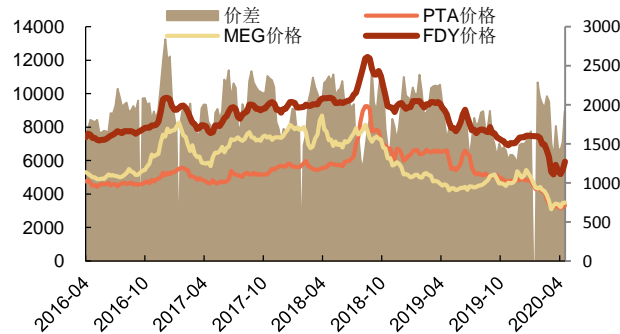
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图55: POY-PTA-MEG 价差波动上升 (元/吨)



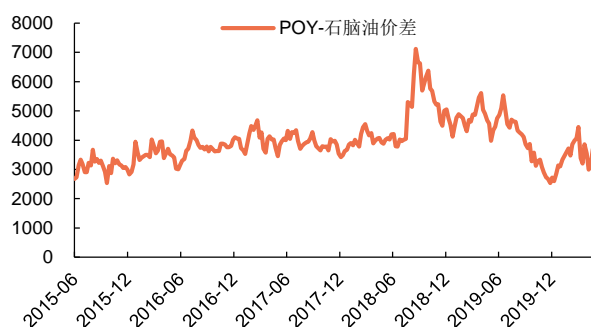
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图56: FDY-PTA-MEG 价差回升至 1922 元/吨 (元/吨)



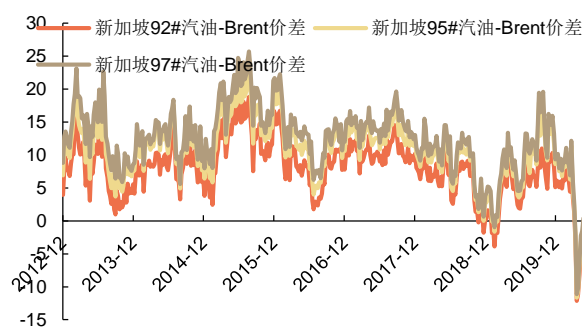
资料来源: WIND, 申港证券研究所

图57: POY-石脑油价差升至 3500 水平 (元/吨)



资料来源: WIND, 申港证券研究所

图58: 新加坡汽油-Brent价差仍处负值 (美元/桶)



资料来源: WIND, 申港证券研究所

表1: 石油石化企业 2019-2020Q1 经营业绩 (亿元)

	2019 营业收入	2020Q1 营业收入	2019 同比	2020Q1 同比	2019 归母净利润	2020Q1 归母净利润	2019 同比	2020Q1 同比	2019 经营现金流净额	2019 同比
华锦股份	396.08	58.62	7.97%	-31.93%	9.93	-8.88	-5.91%	-357.29%	27.23	14.76%
广聚能源	16.23	2.86	-1.88%	-25.25%	1.25	0.02	15.91%	-82.21%	1.04	33.66%
国际实业	4.31	0.16	-21.87%	-73.49%	0.30	-0.28	-49.24%	-216.55%	-0.94	932.34%
东方盛虹	248.88	42.32	34.96%	-2.69%	16.14	1.97	90.59%	-37.72%	52.15	275.75%
泰山石油	29.25	4.65	-4.97%	-38.29%	0.06	-0.08	215.69%	-2689.30%	0.88	-4.49%
茂化实华	42.98	7.54	-0.50%	-24.77%	0.91	-0.32	143.68%	-196.62%	-0.44	-132.93%
沈阳化工	110.20	12.85	2.12%	-41.55%	-7.46	-1.49	-732.47%	-563.86%	10.08	1462.47%
恒逸石化	796.21	188.73	-6.27%	-10.03%	32.01	8.12	63.16%	91.67%	-1.12	-106.69%
岳阳兴长	17.45	2.83	-13.21%	-14.77%	0.60	-0.27	15.80%	-495.63%	0.46	-50.95%
蓝焰控股	18.87	3.72	-19.13%	-8.55%	5.57	1.00	-17.86%	-20.79%	8.63	24.71%
大庆华科	21.56	4.52	27.55%	-14.75%	0.45	-0.25	-1653%	-417.64%	1.19	697.75%
海利得	40.14	8.15	12.44%	-14.05%	3.27	0.46	-6.87%	-47.15%	7.25	37.91%
东华能源	461.88	93.37	-5.63%	-32.70%	11.04	2.68	2.37%	-23.68%	11.78	-50.97%
泰和新材	25.42	4.89	17.01%	-25.46%	2.16	0.53	38.32%	28.43%	2.90	194.92%
齐翔腾达	300.58	46.97	7.64%	-33.96%	6.20	1.98	-26.39%	4.38%	7.65	-15.40%
宝莫股份	4.17	1.29	-7.33%	-2.29%	0.91	0.05	-134.55%	47.59%	0.51	-4.14%
荣盛石化	825.00	210.53	-9.76%	27.89%	22.07	12.26	37.28%	102.64%	-20.52	-142.44%
光正集团	12.85	0.92	9.32%	-68.34%	0.73	0.14	-197.12%	-368.27%	0.79	-75.38%
卫星石化	107.79	16.53	7.47%	-21.53%	12.73	0.40	35.31%	-81.68%	13.52	79.85%
高科石化	7.18	1.21	4.27%	-14.08%	0.16	-0.05	-10.80%	-207.12%	0.79	-2879%
贝肯能源	14.08	1.68	55.68%	35.78%	0.44	0.01	-4.28%	-259.56%	-0.83	-148.44%
宝利国际	24.30	1.77	18.53%	-30.00%	0.40	-0.16	-4.76%	-584.66%	1.60	-18.22%
三联虹普	8.41	1.95	35.76%	-18.35%	1.84	0.51	62.42%	0.46%	1.64	-41.59%
中国石化	29,661.93	5,555.02	2.59%	-22.59%	575.91	-197.82	-8.71%	-234.00%	1,534.20	-12.76%
广汇能源	140.42	31.14	8.81%	-4.43%	16.02	2.59	-8.12%	-41.93%	40.73	-1.63%
中油工程	650.54	96.88	10.97%	3.64%	8.04	-4.16	-15.84%	-736.19%	-23.93	-127.78%
恒力石化	1,007.82	297.71	67.78%	97.77%	100.25	21.43	201.73%	323.84%	169.37	309.95%
昊华科技	47.01	10.23	12.41%	-1.83%	5.25	0.96	0.05%	2.93%	8.47	58.06%
海越能源	119.60	18.77	-44.15%	-45.01%	4.78	0.19	55.60%	30.80%	1.68	-78.80%

	2019 营业收入	2020Q1 营业收入	2019 同比	2020Q1 同比	2019 归母净利润	2020Q1 归母净利润	2019 同比	2020Q1 同比	2019 经营现金流量净额	2019 同比
海油工程	147.10	23.02	33.10%	28.33%	0.28	-3.05	-64.99%	16.74%	-0.75	-119.87%
上海石化	1,003.46	179.26	-6.88%	-28.68%	22.14	-12.02	-58.05%	-296.90%	51.21	-23.51%
洲际油气	27.84	4.71	-16.31%	-19.31%	0.59	-0.38	-15.33%	-653.89%		-100.00%
新潮能源	60.70	15.80	26.97%	24.80%	10.78	7.49	79.37%	-560.01%	41.64	4.14%
*ST 中天	10.84	1.69	-68.34%	-43.02%	-31.32	-1.69	290.86%	75.81%	3.28	35.79%
石化油服	698.70	128.68	19.62%	-4.39%	9.14	-1.82	543.58%	-196.88%	13.77	-146.84%
海油发展	334.63	59.75	15.49%	3.32%	12.33	1.27	15.68%	219.65%	29.31	82.56%
ST 华鼎	85.65	18.76	29.71%	9.06%	-13.21	0.27	-606.31%	-71.40%	4.11	26.92%
桐昆股份	505.82	76.94	21.59%	-34.12%	28.84	4.29	36.04%	-17.81%	51.16	110.88%
中海油服	311.35	81.68	41.87%	38.27%	25.02	11.39	3434.12%	3581.30%	69.68	67.01%
中国石油	25,168.10	5,090.98	6.94%	-13.86%	456.77	-162.34	-13.14%	-258.37%	3,596.10	2.29%
新凤鸣	341.48	50.65	4.56%	-33.87%	13.55	0.59	-4.80%	-77.89%	18.25	86.31%
和顺石油	19.40	2.94	-17.06%	-43.43%	1.62	0.19	3.66%	-48.47%	1.46	-32.42%
中曼石油	24.72	4.95	77.87%	20.27%	0.16	0.07	-46.31%	-74.87%		-100.00%
博迈科	13.54	2.46	241.40%	46.73%	0.35	0.10	384.49%	178.05%	-0.45	-87.82%
康普顿	9.70	2.22	14.54%	-20.22%	0.85	0.33	11.62%	-33.87%	0.26	-70.48%
道森股份	13.10	0.91	12.01%	-63.43%	1.12	0.01	26.06%	-93.53%	1.94	124.25%
石油石化	63937.26	12473.23	5.50%	-16.54%	1370.96	-313.75	-203.76%	-3.40%	5737.75	-2.85%
万华化学	680.51	153.43	12.26%	-3.82%	101.30	13.77	-4.53%	-50.74%	259.33	34.66%

资料来源：WIND，申港证券研究所

表2：石油石化企业 2019-2020Q1 毛利率、净利率及期间费率 %

	销售毛利率		销售净利率		期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1
华锦股份	14.56	-0.67	2.65	-15.34	6.00	8.88	0.76	1.19	4.12	6.01	1.13	1.68
广聚能源	10.56	7.84	7.95	0.83	5.12	8.68	3.83	7.42	2.86	2.81	-1.57	-1.54
国际实业	8.22	17.49	6.06	-176.3	21.04	201.65	2.33	2.58	16.16	82.41	2.52	116.65
东方盛虹	12.13	8.47	6.48	4.63	4.87	6.01	0.99	1.30	1.77	1.99	2.10	2.72
泰山石油	9.69	10.14	0.21	-1.75	8.36	10.79	6.72	9.00	1.47	1.68	0.17	0.11
茂化实华	6.26	3.70	2.63	-5.44	4.01	5.64	0.85	1.12	3.11	4.16	0.06	0.36
沈阳化工	3.46	3.78	-6.76	-11.61	5.60	15.22	1.52	2.94	2.92	10.10	1.17	2.18
恒逸石化	7.07	8.69	5.05	4.68	3.19	4.33	0.57	0.75	1.35	1.51	1.27	2.07
岳阳兴长	11.07	7.67	3.36	-9.17	5.65	7.34	1.18	1.23	5.16	6.35	-0.69	-0.24
蓝焰控股	41.83	39.03	28.46	24.81	19.46	12.68	1.40	0.21	11.14	5.71	6.92	6.76
大庆华科	8.06	2.62	2.07	-5.44	5.73	6.60	0.97	0.95	4.96	5.81	-0.20	-0.16
海利得	19.37	21.19	8.23	5.79	9.61	10.72	2.77	2.85	6.30	7.36	0.53	0.51
东华能源	5.31	5.99	2.40	2.86	2.55	2.35	0.42	0.47	0.65	0.45	1.47	1.43
泰和新材	18.15	24.68	8.44	11.23	9.21	9.71	3.43	2.63	5.84	5.88	-0.05	1.20
齐翔腾达	5.91	9.84	2.10	4.41	3.32	4.62	0.63	0.58	2.23	3.06	0.46	0.98
宝莫股份	12.42	17.44	21.89	4.03	16.18	12.88	3.96	2.81	12.95	9.10	-0.73	0.98
荣盛石化	6.83	17.78	3.58	9.76	3.75	4.63	0.94	0.94	1.66	0.87	1.14	2.83

敬请参阅最后一页免责声明

23 / 29

证券研究报告

	销售毛利率		销售净利率		期间费用率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
光正集团	37.68	15.74	12.23	5.67	26.23	49.77	11.39	16.75	12.25	28.67	2.60	4.35
卫星石化	26.11	13.64	11.76	2.33	11.16	13.17	2.49	2.25	7.32	7.92	1.35	3.00
高科石化	10.94	5.01	2.25	-4.22	8.82	10.00	2.78	2.94	5.31	6.42	0.73	0.65
贝肯能源	15.71	19.23	3.09	1.05	8.79	16.68	0.67	0.98	8.56	13.07	-0.44	2.63
宝利国际	12.70	15.52	1.42	-9.65	12.35	28.62	2.54	3.93	7.08	14.82	2.73	9.87
三联虹普	38.48	42.07	22.23	27.20	17.84	17.39	2.83	3.08	14.55	14.61	0.46	-0.30
中国石化	16.09	10.12	2.43	-3.79	4.89	5.74	2.14	2.64	2.41	2.74	0.34	0.36
广汇能源	31.72	25.39	10.36	7.01	13.92	14.23	2.33	2.35	4.15	3.31	7.45	8.57
中油工程	7.94	5.44	1.24	-4.30	5.25	7.56	0.19	0.18	5.54	5.99	-0.48	1.39
恒力石化	20.75	22.27	10.03	7.27	6.51	8.32	0.94	0.58	2.03	2.05	3.54	5.68
昊华科技	28.60	28.38	11.42	9.61	21.11	19.32	4.17	3.98	16.82	15.51	0.12	-0.16
海越能源	4.21	2.22	3.65	1.01	3.55	1.34	0.46	0.48	2.34	1.16	0.75	-0.30
海油工程	12.16	-4.47	0.19	-13.20	7.73	10.24	0.24	0.37	7.57	10.48	-0.09	-0.61
上海石化	16.51	8.17	2.22	-6.70	2.77	3.92	0.53	0.61	2.58	3.78	-0.35	-0.47
洲际油气	71.42	56.23	2.91	-8.13	39.20	43.44	9.71	13.37	8.47	9.90	21.03	20.17
新潮能源	47.49	45.13	17.75	47.41	11.03	16.08			7.99	6.53	3.04	9.55
*ST 中天	-3.62	-53.62	-423.4	-145.2	61.95	75.64	5.13	7.08	15.08	13.55	41.74	55.01
石化油服	8.84	4.97	1.31	-1.42	7.40	6.39	0.09	0.10	5.95	4.58	1.35	1.70
海油发展	12.17	8.73	3.89	2.39	8.03	6.74	0.85	0.91	6.59	5.70	0.59	0.13
ST 华鼎	29.51	36.21	-15.22	1.68	24.57	32.34	19.83	28.41	3.98	3.19	0.76	0.74
桐昆股份	11.81	7.91	5.73	5.59	4.66	6.15	0.32	0.47	3.51	4.08	0.82	1.59
中海油服	18.77	31.42	8.12	13.98	8.38	7.00	0.11	0.08	5.26	4.14	3.02	2.78
中国石油	20.44	16.41	2.66	-2.62	7.13	8.10	2.94	3.17	3.08	3.49	1.11	1.43
新凤鸣	8.52	5.28	3.97	1.16	4.10	5.90	0.45	0.46	2.84	4.05	0.81	1.39
和顺石油	19.19	21.06	8.34	6.38	7.72	12.51	6.11	10.43	1.10	1.37	0.52	0.71
中曼石油	20.67	22.11	0.65	1.35	15.94	16.23	2.20	1.07	10.97	8.21	2.77	6.95
博迈科	12.65	19.77	2.56	4.24	11.17	15.56	0.69	0.33	9.29	12.03	1.20	3.20
康普顿	32.34	34.19	8.67	14.72	19.57	16.27	12.46	10.39	7.46	6.17	-0.34	-0.29
道森股份	25.57	33.86	8.31	1.23	14.00	26.52	5.15	8.85	8.62	18.66	0.22	-0.99
石油石化	17.34	13.12	2.71	-2.32	5.34	6.35	2.29	2.63	2.26	2.60	0.79	1.11
万华化学	28.00	20.09	15.57	9.74	10.29	11.05	4.09	4.62	4.61	4.77	1.59	1.67

资料来源: WIND, 申港证券研究所

表3: 石油石化企业 2019-2020Q1 ROE/ROA/PE/PB

	2019ROE	2020Q1ROE	2019ROA	2020Q1ROA	年初 PE	4月30日 PE	年初 PB	4月30日 PEB
华锦股份	7.30	-6.97	5.49	-2.90	9.81	-2.19	0.72	0.61
广聚能源	4.60	0.07	4.38	0.06	48.20	774.71	2.22	2.10
国际实业	1.38	-1.28	1.71	-1.08	89.92	-20.32	1.24	1.04
东方盛虹	11.51	1.30	8.22	0.75	12.93	25.56	1.49	1.33
泰山石油	0.65	-0.90	1.57	-0.54	397.60	-71.28	2.60	2.58
茂化实华	9.64	-3.48	10.35	-2.88	25.66	-17.37	2.47	2.41
沈阳化工	-20.07	-4.19	-6.36	-1.26	-3.69	-4.35	0.74	0.73
恒逸石化	13.77	3.36	7.80	1.67	12.36	10.76	1.70	1.45
岳阳兴长	7.42	-3.39	7.92	-2.70	38.27	-20.47	2.84	2.78

敬请参阅最后一页免责声明

24 / 29

证券研究报告

	2019ROE	2020Q1ROE	2019ROA	2020Q1ROA	年初 PE	4 月 30 日 PE	年初 PB	4 月 30 日 PEB
蓝焰控股	12.81	2.24	9.29	1.59	17.81	18.85	2.28	1.69
大庆华科	7.74	-4.42	5.73	-3.52	47.65	-15.18	3.69	2.68
海利得	11.69	1.61	7.67	1.08	14.02	22.54	1.64	1.45
东华能源	11.84	2.79	7.23	1.74	11.60	14.68	1.37	1.64
泰和新材	9.22	2.20	6.11	1.50	29.51	34.70	2.72	3.05
齐翔腾达	8.21	2.55	6.53	2.02	20.46	13.21	1.68	1.35
宝莫股份	11.28	0.64	8.83	0.63	42.79	181.31	4.83	4.61
荣盛石化	9.78	5.15	2.51	1.65	35.32	15.31	3.46	3.15
光正集团	8.18	1.52	11.03	0.53	73.95	70.54	6.05	4.28
卫星石化	13.77	0.43	9.81	0.51	13.69	91.60	1.89	1.58
高科石化	2.52	-0.80	2.88	-0.58	116.03	-98.32	2.92	3.15
贝肯能源	4.48	0.15	2.89	0.33	51.52	324.15	2.31	1.96
宝利国际	3.13	-1.28	3.79	0.01	61.82	-32.58	1.94	1.67
三联虹普	9.93	2.66	7.80	2.08	31.10	26.12	3.09	2.78
中国石化	7.79	-2.78	5.88	-1.49	10.74	-6.82	0.84	0.76
广汇能源	10.04	1.60	5.65	1.11	14.04	16.50	1.41	1.06
中油工程	3.38	-1.78	1.44	-0.15	23.55	-8.29	0.80	0.59
恒力石化	27.59	5.57	10.93	2.46	34.07	11.60	3.12	2.58
昊华科技	8.82	1.59	7.18	1.22	32.97	40.78	2.91	2.59
海越能源	15.76	0.63	8.03	0.43	8.19	46.31	1.29	1.17
海油工程	0.12	-1.36	0.62	-1.15	1,168.40	-17.96	1.44	0.98
上海石化	7.41	-4.20	5.12	-3.91	18.92	-9.05	1.40	1.52
洲际油气	1.10	-0.70	5.77	0.33	106.35	-32.51	1.17	0.91
新潮能源	6.68	4.30	5.65	3.82	13.25	4.09	0.89	0.70
*ST 中天	-459.29	-39.08	-29.99	-1.36	-1.10	-2.17	5.03	3.39
石化油服	13.52	-2.71	2.04	0.11	46.93	-48.94	6.34	5.30
海油发展	6.67	0.68	6.66	0.83	24.15	46.45	1.61	1.27
ST 华鼎	-29.73	0.60	-13.50	0.78	-2.95	25.60	0.88	0.62
桐昆股份	15.18	2.16	11.07	1.36	9.60	12.67	1.51	1.16
中海油服	6.81	3.00	5.94	2.03	36.61	12.98	2.49	1.56
中国石油	3.71	-1.34	5.03	-0.12	23.36	-12.51	0.87	0.67
新凤鸣	11.62	0.50	9.36	0.51	12.76	61.65	1.54	1.28
和顺石油	23.71	1.22	23.55	1.89		50.57		2.46
中曼石油	0.68	0.28	3.79	1.29	346.57	189.23	2.36	2.16
博迈科	1.48	0.44	0.90	0.55	131.21	89.02	1.95	1.58
康普顿	9.16	3.46	9.23	3.78	32.55	14.75	2.98	2.04
道森股份	11.10	0.11	8.71	0.22	24.40	507.02	2.71	2.29
石油石化	5.80	-1.35	5.33	-0.32	17.11	43.92	0.87	0.69
万华化学	23.91	3.15	15.31	1.89	17.41	25.65	4.16	3.23

资料来源：WIND，申港证券研究所

表4：石油石化企业 2019-2020Q1 营运及偿债能力比率（%）

存货周转率		应收账款周转率		现金周转率		资产负债率		非流动负债率	
2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1

敬请参阅最后一页免责声明

25 / 29

证券研究报告

	存货周转率		应收账款周转率		现金周转率		资产负债率		非流动负债率	
华锦股份	8.51	1.19	193.91	29.01	502.75	618.11	51.82	55.76	40.54	39.62
广聚能源	82.52	7.22	376.68	113.43	114.58	114.78	7.14	6.86	28.63	29.75
国际实业	0.54	0.02	18.61	1.13	232.59	431.93	22.46	20.98	22.84	21.74
东方盛虹	7.36	1.19	112.19	18.33	803.79	713.23	56.34	58.22	32.68	37.58
泰山石油	14.86	2.18	9997.69	255.33	4815.12	1128.70	31.01	38.80	15.55	9.69
茂化实华	24.45	2.53	65.25	12.82	2067.39	1694.43	31.24	43.88	16.24	9.80
沈阳化工	16.55	1.52	311.65	23.49	863.43	795.76	58.03	60.43	9.89	12.89
恒逸石化	12.42	1.71	21.91	4.03	1448.04	1181.87	65.90	67.24	31.93	33.35
岳阳兴长	34.91	4.88	131.72	19.75	1468.53	832.24	12.84	13.92	5.27	23.48
蓝焰控股	6.11	1.07	1.01	0.23	170.89	173.89	49.78	47.83	39.86	47.05
大庆华科	30.93	6.14		285.72	1090.13	1184.74	21.98	20.06	28.95	37.56
海利得	5.04	1.04	7.86	1.60	746.29	550.37	49.38	51.20	9.81	11.01
东华能源	21.06	4.56	33.84	4.19	698.33	744.43	66.74	64.65	13.63	14.72
泰和新材	4.29	0.80	31.97	3.57	430.82	338.09	36.76	39.14	55.96	49.50
齐翔腾达	35.82	5.25	18.03	2.93	3167.90	2323.15	42.00	44.94	12.38	12.19
宝莫股份	3.99	1.23	9.14	2.32	103.65	101.99	16.21	23.51	6.37	31.18
荣盛石化	4.65	0.66	41.63	13.51	791.83	687.53	77.23	76.73	42.44	43.40
光正集团	10.50	1.19	6.84	0.66	405.87	474.25	40.40	41.90	23.40	22.18
卫星石化	10.93	1.10	28.04	5.92	471.87	406.30	48.36	52.92	9.16	16.81
高科石化	4.24	0.74	4.93	0.95	1286.82	2386.22	20.34	16.81	0.09	
贝肯能源	5.40	0.69	2.66	0.23	459.42	525.39	59.53	58.62	8.01	11.88
宝利国际	9.38	0.72	5.78	0.41	491.72	498.13	56.53	59.15	14.29	9.67
三联虹普	3.32	0.62	10.74	9.06	89.88	221.44	34.93	35.89	21.94	26.25
中国石化	13.20	2.66	53.04	10.18		3176.39	50.04	53.10	34.37	33.40
广汇能源	11.45	2.78	26.05	3.15	803.29	556.22	65.81	66.51	40.58	38.30
中油工程	2.38	0.50	4.67	0.75	204.03	254.05	74.43	75.21	3.09	3.55
恒力石化	4.21	1.12	173.89	31.99	1070.58	869.26	78.93	80.27	40.23	38.31
昊华科技	5.49	1.18	4.95	0.90	296.45	321.67	30.47	30.74	42.95	43.61
海越能源	48.04	51.75	31.73	13.38	1606.93	1205.84	29.69	30.14	17.03	15.89
海油工程	3.22	0.82	3.26	0.50	800.38	893.05	28.83	27.39	7.55	8.42
上海石化	11.26	2.81	41.63	10.01	1239.48	1501.15	34.23	30.68	0.90	1.08
洲际油气	13.04	2.98	11.04	2.17	2844.27	1556.87	60.27	59.22	47.37	48.52
新潮能源	32.15	5.20	9.45	2.68	1002.44	808.76	43.33	42.08	79.88	84.29
*ST 中天	186.07	59.58	2.41	0.67	1038.22	3522.60	91.83	94.43	43.28	42.00
石化油服	49.05	9.42	5.06	1.17	3654.00	3469.29	89.10	89.35	5.34	5.09
海油发展	54.40	8.38	3.47	0.66	2572.22	2401.63	36.05	32.47	6.87	8.38
ST 华鼎	5.25	1.05	9.84	1.97	966.01	1611.48	41.23	37.16	31.89	35.19
桐昆股份	13.00	1.59	184.16	24.61	1415.96	1236.97	52.31	56.87	18.90	22.04
中海油服	18.04	3.52	3.40	0.77	953.23	800.14	51.50	49.97	49.41	51.04
中国石油	11.23	2.31	41.03	7.06	2926.40	2519.01	47.15	47.61	48.67	45.17
新凤鸣	21.61	2.00	95.79	12.67	1618.87	1843.31	49.08	56.09	37.09	28.94
和顺石油	19.29	2.39	307.01	46.17	1054.25	321.75	32.48	14.39		
中曼石油	4.86	0.87	2.63	0.53	1405.70	1031.79	56.02	55.61	4.98	4.33
博迈科	3.05	0.47	5.61	0.98	380.34	530.26	26.02	32.94	11.24	7.94

	存货周转率		应收账款周转率		现金周转率		资产负债率		非流动负债率	
康普顿	4.67	0.95	23.29	3.55	534.67	312.12	12.77	13.63	15.34	14.87
道森股份	2.91	0.19	4.65	0.39	453.18	257.81	42.42	42.01	1.48	1.42
石油石化	11.20	2.22	33.45	6.27			51.37	52.87	39.74	37.84
万华化学	5.98	1.28	19.51	3.21	1580.71	1366.14	54.65	57.89	15.37	11.98

资料来源: WIND, 申港证券研究所

研究助理简介

刘少卿，石化首席。西安交大制药工程本科，天津大学化学工程硕士。中石油下属中国寰球工程公司 6 年化工咨询、设计与项目管理经验，负责或参与了数十个石化、煤化工、天然气项目，对大化工产品链、工艺、成本、投资效益、行业发展、项目特点有深刻理解，包括炼化总流程、C1 下游、C2 下游、C3 下游、C4 下游、芳烃下游等，是凯盛和 51 专家库成员，研究专业、客观。2019 年 8 月加入申港证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系**申港证券行业评级体系：增持、中性、减持**

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上