

审慎推荐-B (首次)

上海石化 600688.SH

目标估值: 7-8 元
当前股价: 6.57 元
2017 年 04 月 28 日

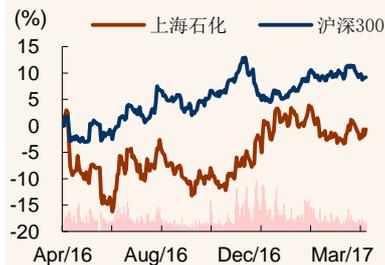
化工品高景气叠加库存收益, 单季盈利历史第二

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	1080000
已上市流通股(万股)	730500
总市值(亿元)	710
流通市值(亿元)	480
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	24.1
资产负债率	26.6%
主要股东	中国石油化工股份有
主要股东持股比例	50.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	10	-4
相对表现	3	7	-13



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

事件:

公司发布 2017 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 225.72 亿元, 同比增长 36.26%, 环比下跌 3.16%; 实现归属于上市公司股东的净利润 19.29 亿元, 同比增长 68.42%, 环比增长 5.64%; 实现归属于上市公司扣非后的净利润 19.39 亿元, 同比增长 68.01%, 实现每股 EPS 0.179 元, 符合预期。

评论:

1、受益于油价上涨和化工品高盈利, 公司业绩同比大幅增长

公司 2017Q1 实现营业收入 225.72 亿元, 同比增长 36.26%, 主要是 2017Q1 产品价格同比上涨所致, 根据我们的统计, 2017Q1 布伦特原油均价 55 美元/桶, 而去年同期布伦特原油均价仅为 35 美元/桶, 原油价格的上涨带动公司主要产品汽柴油、航空煤油及化工品价格的上涨, 根据公司披露的 2017Q1 经营数据, 2017Q1 公司汽油、柴油、航空煤油的产品价格分别上涨 19.64%、19.34%和 48.24%, 主要化工品乙烯、PX、聚乙烯、聚丙烯的价格分别上涨 35.75%、25.77%、16.67%和 26.74%。

公司 2017Q1 实现归属于上市公司股东的净利润 19.29 亿元, 同比增长 68.42%, 我们认为公司业绩大幅增长主要的驱动因素主要有三:

1) 公司所加工的原油主要来自中东地区, 依靠海运进口, 从签订合同-中东港口装运-海上运输-洋山港口卸货入厂平均历时 45 天, 因此公司一般保有 45 天左右的原油库存, 而成品油价格是根据近 10 个工作日原油价格波动情况制定。从 2016 年 10 月中旬到 2017 年 3 月初油价处于上升通道, 随后有所下跌, 但一季度末的价格还是高于 2016 年 10 月中旬的价格, 布伦特原油 2016 年 10 月 16 的价格为 46.34 美元/桶, 2017 年 3 月 30 日的价格为 52.74 美元/桶, 区间布伦特原油价格上涨了 6.4 美元/桶, 我们测算公司一季度库存收益大约在 4 亿元;

2) 2017Q1 油价同比大幅上涨, 汽柴油、化工品等价格随着上涨, 2017Q1 纯苯、航空煤油、乙二醇、环氧乙烷等产品价格分别上涨 76.82%、48.24%、46.47%和 37.75%, 盈利改善明显, 促使公司业绩提升;

3) 2017 一季度乙烯与石脑油价差平均为 739 美元/吨, 同比增加 54 美元/吨, 乙烯景气度非常高, 导致公司对联营企业上海赛科的投资收益提升, 2017Q1 公司的投资收益达到 2.79 亿元, 同比提升 1.54 亿元。

2、公司在手现金充裕，财务费用下降明显

近 2 年公司盈利大幅改善，2 年合计净利润达到 92 亿元，再加上折旧摊销 34 亿元，导致公司近 2 年经营活动净现金流达到 124 亿元，同时公司没有大的投资支出，公司资产负债表极其健康，2017 年一季度末公司资产负债率仅 24.30%，在手现金达到 83 亿元，极低的资产负债率导致公司 2017Q1 财务费用为 -4403 万元，同比下降 5162 万元。

表 1：2017Q1 上海石化的经营数据

产品名称	产量 (万吨)	销量 (万吨)	2017Q1 售价	2016Q1 售价
柴油	103.42	73.48	5,211	4,355
汽油	82.63	83.77	6,733	5,642
航空煤油	42.96	16.13	3,664	2,472
PX	17.02	9.83	8,743	6,440
苯	9.46	8.26	6,136	4,879
乙二醇	10.35	7.41	6,647	3,759
环氧乙烷	3.76	3.74	6,492	4,432
乙烯	20.63	0.55	8,651	6,280
聚乙烯	11.66	10.46	9,368	8,029
聚丙烯	12.64	10.84	8,298	6,547
聚酯切片	10.65	6.95	6,761	5,079
腈纶	3.95	3.80	12,422	10,647
涤纶	1.20	0.90	8,213	5,933

资料来源：招商证券

3、50-60 美元的中油价利好炼化企业

我们判断未来一年，Brent 油价将主要在 50-60 美元价格区间上下波动。页岩油目前完全成本已基本落入 45-50 美元区间，部分“甜点”产区甚至下降到 40 美元左右；50 美元为美国页岩油的“生命线”，因此去年下半年减产协议以来油价站上 50 美元的时间段里，页岩油大量的套期保值出现。而全球原油平均成本在 37 美元/桶左右，油价也很难低于 40 美元。我们从 2016 年下半年开始判断进入“中油价”时代；OPEC 减产很难长时间执行，不然会为页岩油作嫁衣裳。因此，油价较难系统性冲破目前的中油价区间，减产只是封杀下跌的下限区间，维持 2017 年 Brent 油价 54 美元的均价不变；但我们对 2018 年之后的油价相对乐观。

根据我国成品油定价策略，40~80 美元/桶的中油价时代炼化企业整体盈利较好，同时如果油价缓慢上升但未达到高油价阶段对炼化企业来说是最好的时期。

4、烯烃高景气下的隐忧

芳烃和烯烃价格与油价密切相关，受国际油价走势影响显著，烯烃景气度处于高位。乙烯工艺主要分为油头、煤头、气头，国内以油头和煤头为主。50 美元/桶的油价是大部分煤化工项目的盈亏平衡点，低油价下煤制烯烃盈利能力大幅下降，很多煤制烯烃项目被推迟，虽然未来海外有较多乙烷制乙烯的产能投放，但进度也一直偏慢，因此乙烯的景气度继续维持，2017Q1 乙烯、丙烯与石脑油的价格分别达到 739 美元/吨和 407 美元/吨，同比分别提升了 54 美元/吨和 155 美元/吨。公司本部分别有 110 万吨乙烯产能和 60 万吨丙烯产能。同时公司参股 20% 的上海赛科拥有 109 万吨乙烯裂解装置。

2017Q1 丁二烯价格大幅走高，一度突破 26000 元/吨，虽然后来极速下跌，但 2017Q1 其均价和价差同比都大幅提升，2017Q1 丁二烯均价达到 19300 元/吨，同比增长了 217%，丁二烯与石脑油的平均价差达到 1727 美元/吨，同比提升了 1213 美元/吨，公司具备 16 万吨/年的丁二烯产能。2017Q1 纯苯的表现也非常优异，纯苯与石脑油的平均价差达到 368 美元/吨，同比提升了 138 美元/吨。

2016 年以来由于新增产能比较少，烯烃持续景气，17Q1 石化业务盈利创 2011 年以来最佳；以公司母公司中石化披露口径为例，2015-2016 年吨乙烯 EBIT 分别为 1770 和 1865 元/吨，今年一季度吨乙烯 EBIT 更是接近 2900 元/吨。但我们认为石脑油裂解石化景气的好日子可能即将过去，随着下半年美国大量气头乙烯的投放，盈利将明显回落。

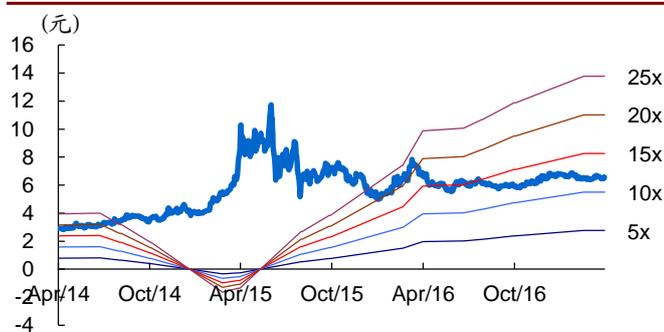
投资建议

考虑到 2017Q1 公司有较多的库存收益，假设未来其没有库存收益，我们预计公司 2017-2019 年净利润将分别为 53、55.1 和 60.9 亿元，EPS 分别为 0.49、0.51 和 0.56 元，对应目前的股价 6.57 元，PE 分别为 13.4、12.9 和 11.7 倍，给予“审慎推荐”评级。

风险提示：

国际油价大幅下跌，化工品盈利下滑。

图 1: 上海石化历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 上海石化历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8144	14876	16532	23271	29881
现金	1077	5441	7954	12778	18086
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1007	1268	1398	1700	1911
应收款项	1625	1657	1825	2219	2496
其它应收款	29	57	62	76	85
存货	4178	6159	4966	6102	6856
其他	227	295	326	397	446
非流动资产	19878	19248	17719	16364	15161
长期股权投资	3471	3839	3839	3839	3839
固定资产	14425	13502	12074	10803	9672
无形资产	424	406	366	329	296
其他	1559	1501	1441	1393	1354
资产总计	28022	34124	34252	39635	45042
流动负债	7726	8942	9159	10605	11567
短期借款	2070	546	0	0	0
应付账款	3018	5082	5779	7100	7978
预收账款	580	477	542	666	748
其他	2059	2837	2837	2839	2840
长期负债	160	150	150	150	150
长期借款	0	0	0	0	0
其他	160	150	150	150	150
负债合计	7886	9092	9309	10755	11717
股本	10800	10800	10800	10800	10800
资本公积金	517	553	553	553	553
留存收益	8522	13397	13297	17221	21654
少数股东权益	297	281	293	305	318
归属于母公司所有者权益	19839	24750	24650	28574	33007
负债及权益合计	28022	34124	34252	39635	45042

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	5143	7211	7633	5690	6299
净利润	3246	5956	5300	5514	6087
折旧摊销	2074	1896	1712	1526	1361
财务费用	232	(108)	(37)	(83)	(123)
投资收益	(599)	(907)	(850)	(700)	(600)
营运资金变动	(567)	192	1645	(493)	(357)
其它	758	183	(137)	(74)	(69)
投资活动现金流	(439)	(190)	790	640	540
资本支出	(695)	(901)	(60)	(60)	(60)
其他投资	256	712	850	700	600
筹资活动现金流	(3906)	(2666)	(5909)	(1507)	(1531)
借款变动	1752	2652	(546)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	23	36	0	0	0
股利分配	(5400)	(5400)	(5400)	(1590)	(1654)
其他	(281)	46	37	83	123
现金净增加额	798	4355	2514	4823	5308

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	80803	77894	85884	104414	117431
营业成本	60089	55743	63386	77876	87505
营业税金及附加	13711	11906	13128	15960	17950
营业费用	517	493	601	731	822
管理费用	2667	2683	2959	3597	4045
财务费用	254	(56)	(37)	(83)	(123)
资产减值损失	96	330	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	599	907	850	700	600
营业利润	4068	7700	6697	7034	7832
营业外收入	194	161	161	161	161
营业外支出	53	96	60	60	60
利润总额	4209	7765	6799	7135	7934
所得税	927	1797	1487	1609	1833
净利润	3282	5969	5311	5526	6100
少数股东损益	36	13	12	12	13
归属于母公司净利润	3246	5956	5300	5514	6087
EPS (元)	0.30	0.55	0.49	0.51	0.56

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-21%	-4%	10%	22%	12%
营业利润	-492%	89%	-13%	5%	11%
净利润	-553%	83%	-11%	4%	10%
获利能力					
毛利率	25.6%	28.4%	26.2%	25.4%	25.5%
净利率	4.0%	7.6%	6.2%	5.3%	5.2%
ROE	16.4%	24.1%	21.5%	19.3%	18.4%
ROIC	14.5%	22.1%	20.0%	18.1%	17.3%
偿债能力					
资产负债率	28.1%	26.6%	27.2%	27.1%	26.0%
净负债比率	7.4%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.7	1.8	2.2	2.6
速动比率	0.5	1.0	1.3	1.6	2.0
营运能力					
资产周转率	2.9	2.3	2.5	2.6	2.6
存货周转率	11.9	10.8	11.4	14.1	13.5
应收帐款周转率	49.7	47.5	49.3	51.6	49.8
应付帐款周转率	13.4	13.8	11.7	12.1	11.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.55	0.49	0.51	0.56
每股经营现金	0.48	0.67	0.71	0.53	0.58
每股净资产	1.84	2.29	2.28	2.65	3.06
每股股利	0.50	0.50	0.15	0.15	0.17
估值比率					
PE	21.9	11.9	13.4	12.9	11.7
PB	3.6	2.9	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	11.9	7.8	8.6	8.5	8.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王 强，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。