

审慎推荐-B (维持)

上海石化 600688.SH

目标估值: 7.00-8.00 元

当前股价: 6.74 元

2017年08月23日

Q2检修, 业绩环比大幅回落

基础数据

上证综指	3288
总股本(万股)	1080000
已上市流通股(万股)	730500
总市值(亿元)	728
流通市值(亿元)	492
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	25.2
资产负债率	24.3%
主要股东	中国石油化工股份有限
主要股东持股比例	50.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	2	11
相对表现	1	-5	-1

(%) — 上海石化 — 沪深300

Aug/16 Dec/16 Apr/17 Jul/17

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《上海石化(600688)——化工品高景气叠加库存收益, 单季盈利历史第二》2017-04-28

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

王亮

wangliang4@cmschina.com.cn
S1090517080005

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

研究助理

李舜

lishun2@cmschina.com.cn

事件:

公司公布 2017 年中报, 实现销售收入 431 亿元, 同比增长 16.53%; 实现归母净利润 25.75 亿元, 同比减少 16.83%; 扣非后归母净利润 25.71 亿元, 同比减少 17.52%; 实现 EPS 为 0.238 元, 同比减少 17.07%。

其中, Q2 实现实现归母净利润 6.5 亿元, 实现 EPS 为 0.06 元, 环比下降 33.7%, 略低于预期。

评论:

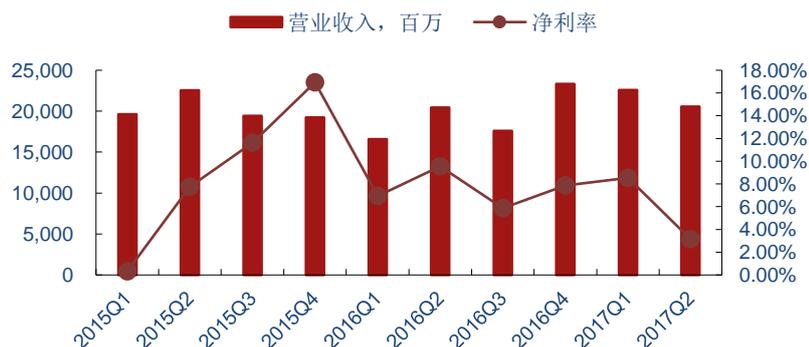
1、检修、烯烃回落, 没有库存收益, Q2 业绩环比大幅下降

公司 Q2 业绩环比大幅下降主要 3 点原因: 一是检修影响; 二是 Q2 没有炼油库存收益; 三是烯烃回落。

公司上半年开展装置检修, 我们预计影响公司 Q2 原油加工量超 20%、影响 Q2 乙烯约 30%, 其他化工产品量也相应减少。

公司上半年加工原油 680.42 万吨(含来料加工 114.89 万吨), 生产的商品总量 609.54 万吨; 公司二季度净利率降至 3.15%, 石油产品毛利率同比减少约 11 个百分点, 公司业绩大幅回落。

图 1: 公司单季度收入和净利率



资料来源: 公司公告、招商证券

2、炼油盈利将稳中有升, 传统油头烯烃景气高点已过

国内成品油定价的顺利执行, 油品升级的稳步推进, 在油价没有大幅波动的情况下, 炼油业务盈利将稳中有升, 总体保持平稳。

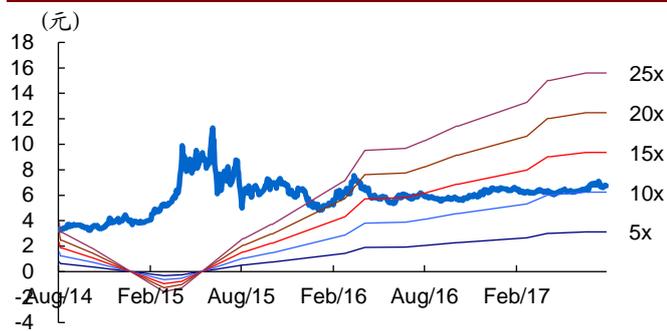
2016 年以来由于大乙烯新增产能比较少, 烯烃持续景气, 17Q1 传统油头乙烯盈利创 2011 年以来最佳; 我们维持传统油头烯烃景气高点已过的观点, 随着今年年底到明年美国大量页岩气头乙烯的投放, 传统油头乙烯的盈利可能将有所回落。

3、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 50.45 亿元、52.07 亿元和 55.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.48、0.51 元；对应股价 6.74 元，PE 分别为 14.4、14.0 和 13.2 倍，目前估值基本合理，维持“审慎推荐”评级。

风险提示：国际油价下跌风险、化工产品盈利下滑风险。

图 2: 上海石化历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3: 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	17298	21744	27454
现金	1077	5441	6688	8753	12814
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	1805	2194	2468
其它应收款	29	57	62	76	85
存货	4178	6159	7019	8624	9729
其他	227	295	326	397	447
非流动资产	19878	19248	18280	17431	16686
长期股权投资	3471	3839	3839	3839	3839
固定资产	14425	13502	12635	11871	11197
无形资产	424	406	366	329	296
其他	1559	1501	1441	1393	1354
资产总计	28022	34124	35578	39175	44140
流动负债	7726	8942	10741	10633	11633
短期借款	2070	546	1560	0	0
应付账款	3018	5082	5799	7126	8039
预收账款	580	477	544	668	754
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	10891	10783	11783
股本	10800	10800	10800	10800	10800
资本公积金	517	553	553	553	553
留存收益	8522	13397	13042	16736	20689
少数股东权益	297	281	292	304	316
归属于母公司所有者权益	19839	24750	24395	28088	32042
负债及权益合计	28022	34124	35578	39175	44140

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	5143	7211	5527	5153	5666
净利润	3246	5956	5045	5207	5515
折旧摊销	2074	1896	1698	1579	1475
财务费用	232	(108)	15	(15)	(86)
投资收益	(599)	(907)	(850)	(700)	(600)
营运资金变动	(689)	393	(393)	(935)	(655)
其它	880	(19)	13	17	16
投资活动现金流	(439)	(190)	121	(29)	(129)
资本支出	(695)	(901)	(729)	(729)	(729)
其他投资	256	712	850	700	600
筹资活动现金流	(3906)	(2666)	(4401)	(3059)	(1476)
借款变动	1752	2652	1014	(1560)	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)	(1513)	(1562)
其他	(281)	46	(15)	15	86
现金净增加额	798	4355	1247	2065	4061

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

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	63606	78154	88167
营业税金及附加	13711	11906	13128	15960	17950
营业费用	517	493	544	661	744
管理费用	2667	2683	2959	3597	4045
财务费用	254	(56)	15	(15)	(86)
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	6483	6757	7211
营业外收入	194	161	161	161	161
营业外支出	53	96	96	96	96
利润总额	4209	7765	6549	6822	7277
所得税	927	1797	1493	1604	1749
净利润	3282	5969	5056	5218	5528
少数股东损益	36	13	11	11	12
归属于母公司净利润	3246	5956	5045	5207	5515
EPS (元)	0.30	0.55	0.47	0.48	0.51

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%	-16%	4%	7%
净利润	-553%	83%	-15%	3%	6%
获利能力					
毛利率	25.6%	28.4%	25.9%	25.2%	24.9%
净利率	4.0%	7.6%	5.9%	5.0%	4.7%
ROE	16.4%	24.1%	20.7%	18.5%	17.2%
ROIC	14.5%	22.1%	18.3%	17.5%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	28.1%	26.6%	30.6%	27.5%	26.7%
净负债比率	7.4%	1.6%	4.4%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.7	1.6	2.0	2.4
速动比率	0.5	1.0	1.0	1.2	1.5
营运能力					
资产周转率	2.9	2.3	2.4	2.7	2.7
存货周转率	11.9	10.8	9.7	10.0	9.6
应收帐款周转率	49.7	47.5	49.6	52.2	50.4
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	0.47	0.48	0.51
每股经营现金	0.48	0.67	0.51	0.48	0.52
每股净资产	1.84	2.29	2.26	2.60	2.97
每股股利	0.50	0.50	0.14	0.14	0.15
估值比率					
PE	22.4	12.2	14.4	14.0	13.2
PB	3.7	2.9	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	12.7	8.3	9.4	9.3	9.0

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，招商证券研发中心董事，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。**

王 亮，石化行业分析师。硕士、高工，清华大学、中科院6年能源化工相关工作经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017年8月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

石 亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李 舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

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。