

化工

2017年09月07日

上海石化 (600688)

——低估值高现金流 石化景气有望持续攀升

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据： 2017年09月06日

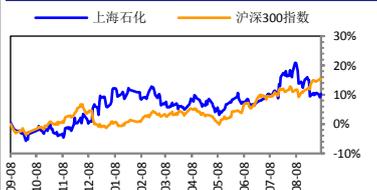
收盘价(元)	6.47
一年内最高/最低(元)	7.17/5.74
市净率	2.8
息率(分红/股价)	3.86
流通A股市值(百万元)	47263
上证指数/深证成指	3385.39 / 11024.59

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	2.28
资产负债率%	33.15
总股本/流通A股(百万)	10800/7305
流通B股/H股(百万)	-/3495

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《上海石化(600688)点评：石化行业高景气不变，三季度业绩有望回升》2017/08/24
 《上海石化(600688)点评：17Q1再创新高最佳1季报，看好年全年盈利增长》2017/05/02

证券分析师

谢建斌 A0230516050003
 xiejb@swsresearch.com

研究支持

徐睿潇 A0230116120001
 xurx2@swsresearch.com

联系人

徐睿潇
 (8621)23297818x转
 xurx2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司低估值、高现金流。**2017年上半年由于检修原因，公司业绩同比下滑；下半年公司维持正常生产运营，同时受益于高行业景气程度，盈利有望大幅改善。我们认为公司资本开支计划较为谨慎，利润加折旧回来的现金将会不断增多。同时公司仅少量短期负债，没有长期负债，上半年财务费用为负。
- **公司的主营业务主要是石油产品和石化产品，油价温和上涨盈利能力有望明显增强。**公司具备1500万吨/年原油加工能力，80万吨/年乙烯；其中油品体量约900万吨/年（按60%的成品油收率）、化工品体量超300万吨/年；此外公司拥有上海赛科石化20%股权（超300万吨产品，其中主要为乙烯-聚乙烯-苯乙烯；丙烯-聚丙烯-丙烯腈等）。公司的产业链长，产品齐全，景气程度高。
- **成品油业绩稳定，石化景气程度有望持续攀升。**公司的成品油主要是面向中石化体系销售，虽然行业内炼油产能过剩。但是由于中国石化拥有成品油的销售网络优势，公司盈利得到保障；而在低油价背景下，成品油零售环节的定价将会稳定公司的炼油利润。乙烯价差是衡量石化景气程度最重要的指标，价差是乙烯价格-石脑油价格，目前价差约800美金/吨，历史平均为440美金/吨。在低油价背景下，公司为代表的石油路线乙烯具备竞争力，且副产的丙烯、纯苯、丁二烯等附加值有望提升。同时乙烯、丙烯的下游需求有望持续增长，目前国内仍存在较大的当量缺口。
- **资产价值低估。**公司固定资产明显低估，仅128亿元，2016年公司固定资产周转率为5.58%，其他公司如：华锦股份（1.99%）、万华化学（1.24%）、荣盛石化（2.56%）、利安德巴塞尔LYB（3.05%）。估值体系参考利安德巴塞尔（LYB.N）是美国上市的公司，产品结构和行业属性与公司相似。LYB目前的TTM市盈率为9.82倍，PB为5.2倍，但是LYB公司在2016年ROE为60.9%，资产负债率为74.09%，杠杠运用比例远高于公司。考虑到刨除现金后的市值，公司价值低估。
- **维持盈利预测与“买入”评级。**我们维持2017-2019年EPS预计分别为0.58元、0.62元和0.54元，对应PE分别为11倍、10倍和12倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	77,894	43,107	89,818	96,003	99,137
同比增长率(%)	-3.60	16.53	15.30	6.90	3.30
净利润(百万元)	5,956	2,575	6,307	6,687	5,878
同比增长率(%)	83.48	-16.83	5.90	-6.70	-0.20
每股收益(元/股)	0.55	0.24	0.58	0.62	0.54
毛利率(%)	28.4	23.8	28.9	26.8	26.1
ROE(%)	24.1	10.4	20.3	17.7	13.8
市盈率	12		11	10	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

1. 公司主要产品为炼油和石化产品

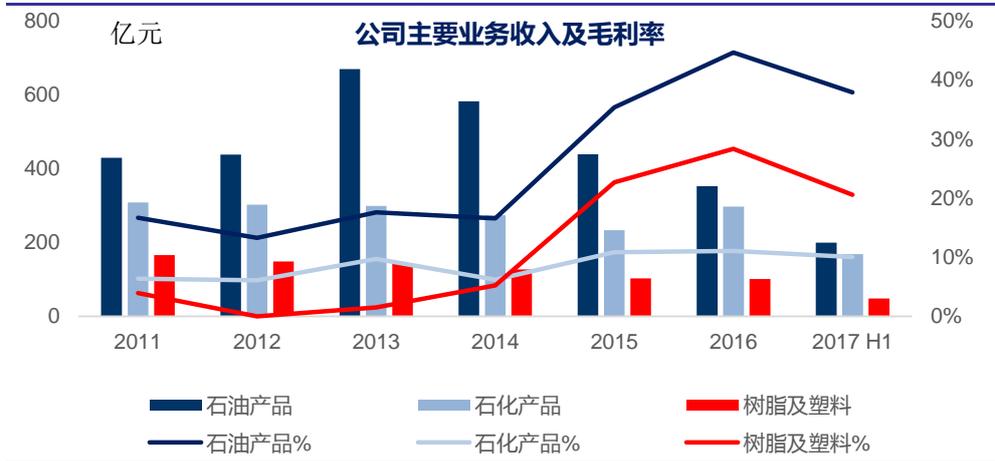
1、**炼油产品**：公司具备 1600 万吨/年原油加工能力，以成品有 60%的收率为计算，年产成品油约 900 万吨。

2、**石化产品**：公司具有 80 万吨/年的乙烯产能，下游配套聚乙烯（40 万吨/年）、聚丙烯（40 万吨/年）、乙二醇（30 万吨/年）、环氧乙烷（32 万吨/年）、PX（80 万吨/年）、丁二烯（约 11 万吨/年）；以产品收率为计算，总体化工品体量超过 300 万吨/年。

3、**上海赛科石化 20%股权**：上海赛科石化原先为中国石化与 BP 合资，后来 BP 股权退出。目前上海赛科石化拥有 110 万吨/年乙烯，下游为 65 万吨/年苯乙烯、18 万吨/年丁二烯、60 万吨/年聚乙烯、25 万吨/年聚丙烯、52 万吨/年丙烯腈等。

说明：公司部分产品产能以物料平衡测算，与实际产能会有偏差。

图 1：公司的主要业务收入及毛利率



资料来源：wind、申万宏源研究

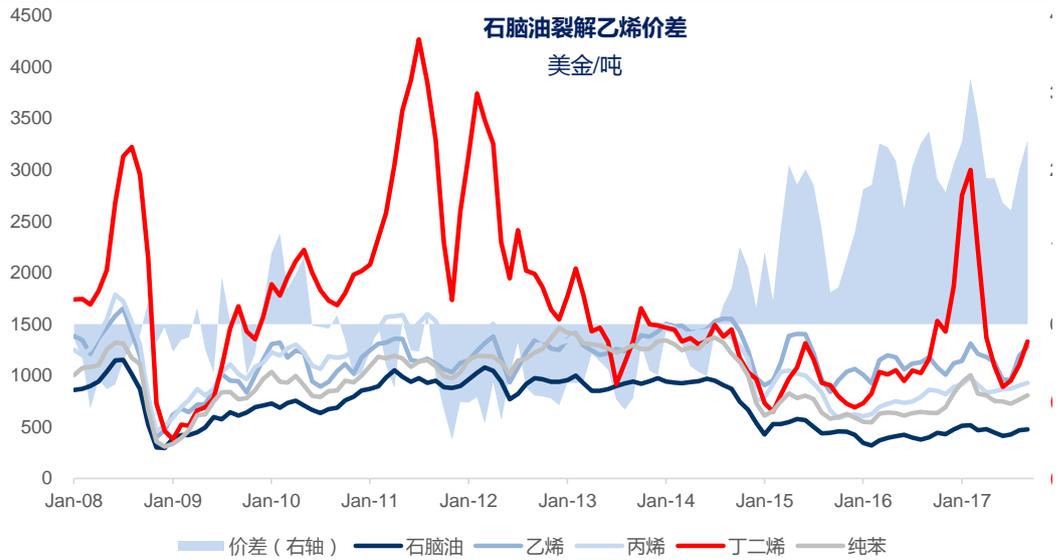
2. 近期产品价格上涨 石化景气程度高

近期石化产品价格上涨，公司业绩明显增强：

- 1、今年一季度国内进口石化产品过多，二季度国内去库存，三季度起海外货源的价格冲击明显减少。
- 2、9 月份起进入消费旺季，后期中秋节、国庆、双 11、圣诞节等带购物包装塑料材料的需求将会明显大增。
- 3、飓风哈维对于美国石化工业产生较大影响。需求缺口有望持续，同时美国的新建石化装置有望推迟。

近期石化产品价格上涨，我们以行业内通常的收率，3 吨石脑油生产 1 吨乙烯，副产 0.5 吨丙烯、0.15 吨丁二烯、0.25 吨纯苯等，其余液化气、混合芳烃不考虑；综合计算产品价差，当前石脑油裂解装置的价差为 239 美金/吨，远高于历史平均。

图 2: 石脑油裂解价差

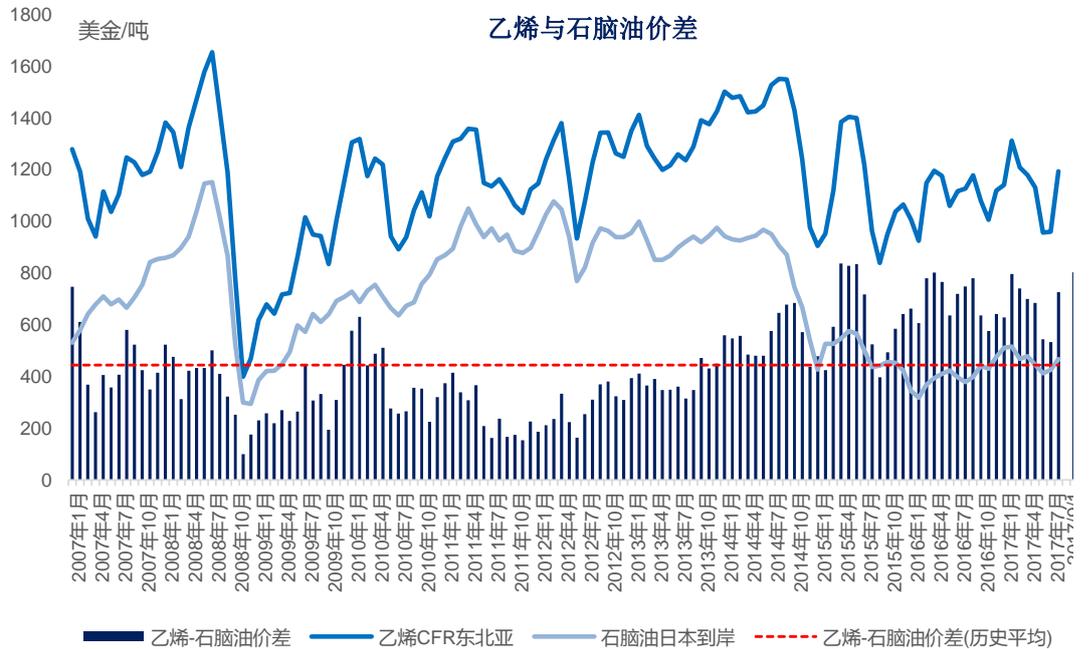


价差=(乙烯+0.5*丙烯+0.15*丁二烯+0.25*纯苯)/3-石脑油（未考虑其他副产品）

资料来源: wind、申万宏源研究

我们以东北亚乙烯价格减去 MOPJ 石脑油价格，当前价差为 800 美金/吨，历史平均为 440 美金/吨，行业内经验值的生产成本为 350 美金/吨；乙烯当前盈利良好。

图 3: 乙烯与石脑油价差



资料来源: wind、申万宏源研究

3. 乙烯盈利持续性有望增强

我们维持乙烯行业景气程度高的观点，主要原因有：

1、**需求有望超预期。**目前全球乙烯产能约 1.6 亿吨，年需求量约 1.45 亿吨，以乙烯需求与 GDP 同步为计算，年新增乙烯需求约 400-600 万吨。我们认为中国网购对包装材料的需求将会持续，同时对于进口回收塑料的限制有望带动国内的新增需求。

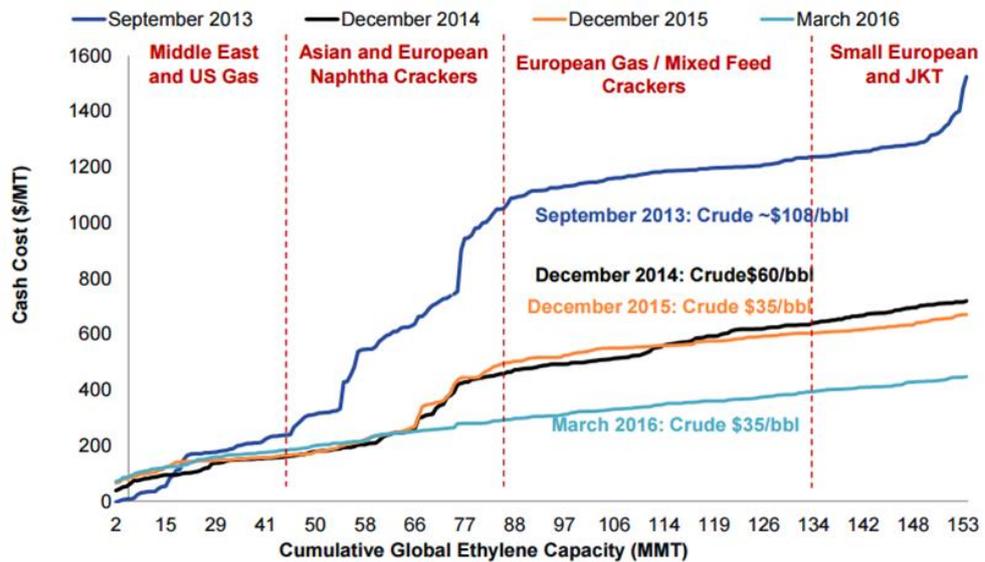
2、**乙烯项目投资巨大，项目建设周期强。**以绿地投资为例，每 100 万吨乙烯所需要的资本开支为 40-60 亿美金（主要取决于下游产品以及公用工程）；因此乙烯项目的建设周期一般比计划时间要长。

3、**低油价背景下，国内石脑油为原料的乙烯竞争力增强。**低油价下个路线乙烯的成本曲线差别不大，但是石脑油路线乙烯副产大量丙烯、丁二烯、纯苯等产品，这些产品的附加值有望提升。

4、**中东大规模的石化产能进度告一段落。**历史上，中东地区由于使用配额制的乙烷，后期中东可供使用的乙烷减少。目前中东新建乙烯装置多以石脑油混合裂解为主。

5、**受飓风哈维影响，美国乙烯正常生产受到冲击，同时预计新增乙烯投产进度放缓。**目前飓风哈维影响到美国 50% 以上的乙烯产能，而美国乙烯产能约占全球产能的 16%。由于美国石化工业多集中在墨西哥湾地区，预计新建石化装置的投产进度将会冲击。

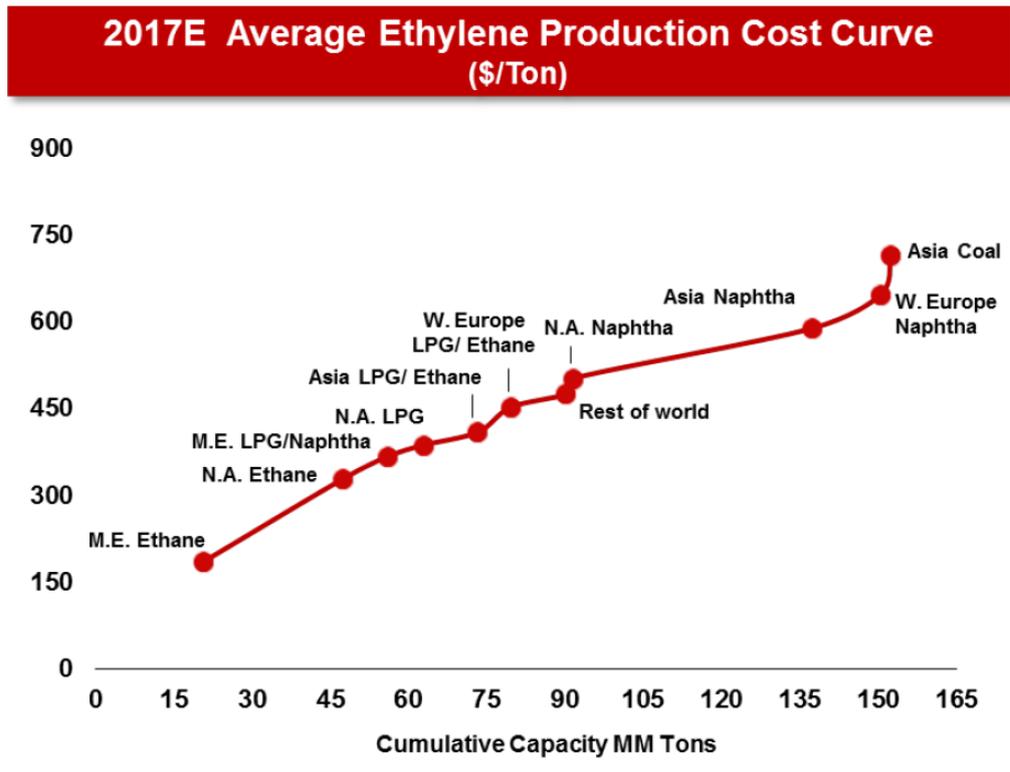
图 4：油价与乙烯现金成本



资料来源：RIL、申万宏源研究

当前油价背景下，美国和中东以乙烷为原料的乙烯装置与东北亚地区以石脑油为原料的乙烯成本相差不大。同时，我们认为煤化工的乙烯对于石油化工的冲击减少。

图 5：2017 年乙烯成本曲线预测



资料来源：PSX、申万宏源研究

4.估值与投资建议

我们维持 2017-2019 年 EPS 预计分别为 0.58 元、0.62 元和 0.54 元，对应 PE 分别为 11 倍、10 倍和 12 倍，维持“买入”评级。

5.风险

- 1、油价大幅波动的风险。
- 2、石化需求下降，美国新项目投产冲击。

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	102,183	80,803	77,894	89,818	96,003	99,137
营业收入同比增长率 (yoy)	-11.56%	-20.92%	-3.60%	15.30%	6.90%	3.30%
减: 营业成本	90,047	60,089	55,743	63,819	70,301	73,226
毛利率 (%)	11.88%	25.64%	28.44%	28.90%	26.80%	26.10%
减: 营业税金及附加	9,401	13,711	11,906	11,906	14,948	14,802
主营业务利润	2,735	7,003	10,245	14,093	10,754	11,109
主营业务利润率 (%)	2.68%	8.67%	13.15%	15.69%	11.20%	11.21%
减: 销售费用	544	517	493	569	608	628
减: 管理费用	2,667	2,667	2,683	3,144	3,264	3,371
减: 财务费用	392	254	-56	71	136	136
经营性利润	-868	3,565	7,124	10,309	6,746	6,974
经营性利润同比增长率 (yoy)	-147.13%	-510.80%	99.84%	44.71%	-34.56%	3.38%
经营性利润率 (%)	-0.85%	4.41%	9.15%	11.48%	7.03%	7.03%
减: 资产减值损失	224	96	330	4	4	4
加: 投资收益及其他	54	599	907	800	700	600
营业利润	-1,038	4,068	7,700	8,063	7,536	7,570
加: 营业外净收入	124	140	65	120	120	120
利润总额	-914	4,209	7,765	8,183	7,656	7,690
减: 所得税	-214	927	1,797	1,846	1,739	1,773
净利润	-700	3,282	5,969	6,337	5,917	5,918
少数股东损益	16	36	13	30	30	40
归属于母公司所有者的净利润	-716	3,246	5,956	6,307	6,687	5,878
净利润同比增长率 (yoy)	-135.76%	-553.06%	83.48%	5.90%	-6.70%	-0.20%
全面摊薄总股本	10,800	10,800	10,800	10,800	10,800	10,800
每股收益 (元)	-0.07	0.30	0.55	0.58	0.62	0.54
归属母公司所有者净利润率 (%)	-0.70%	4.02%	7.65%	10.40%	6.00%	5.90%
ROE	-4.32%	16.36%	24.06%	20.30%	17.70%	13.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。