证券研究

无惧业绩亏损，羊年盈利修复

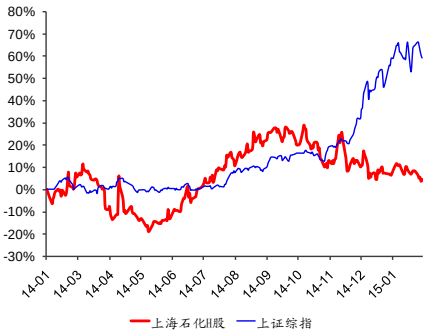
化工新材料

2015 年 1 月 30 日

评级：维持“推荐”评级

上海石化（00338.HK）（600688.SH）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2015-1-9 上海石化（600688.SH 00338.HK）报告：蜕变中的老国企，即将化蝶展翅

报告作者：

皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：

马群星 石亮

电 话：0510-82833337

Email：maqx@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联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。

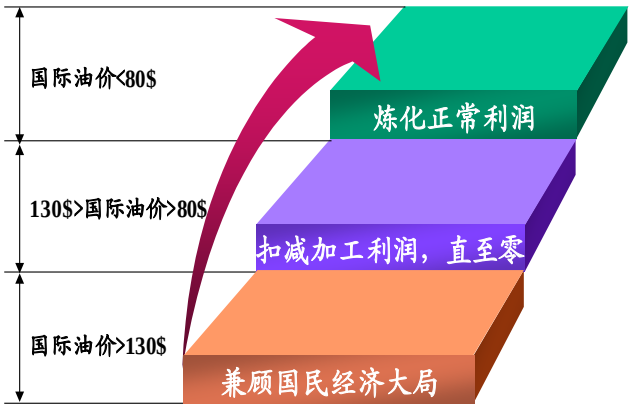
- **公司 2014 年净亏损 6.5～7.5 亿，14 年 Q4 净亏损 4.9～5.9 亿。**亏损主要原因是成品油下调机制和原油采购周期偏差，公司主要从中东采购原油，考虑船运周期，抵达国内港口（宁波、舟山），经清关、驳接、石化管道计划送至金山，合计 55 天。虽然石化炼厂统一采取装船日成本价核算当期加工原料成本，但因物流周期产生成本倒挂，发生 5~10 美元/桶成本溢出，按照 120 万吨月加工量，Q4 产生损失 7.2~14.4 亿，正常化后盈利将恢复。
- **低油价助力化工品业务扭亏转盈。**石油-石脑油-烯烃-衍生物产业链，80$/桶以下低油价改善化工业务，有助于恢复对煤化工和北美页岩气化工品的竞争力。以烯烃为例，和石油价差已从 2014 年的平均 400$扩大到 600$，公司化工业务有望转盈。
- **油价低位促使炼油加工利润正常化。**从成品油定价机制分析，当国际油价< 80$/桶，按正常加工利润率计算成品油价格。>80$/桶，扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。>130$/桶，按照兼顾生产者、消费者利益，汽、柴油价格原则上不提或少提。我们判断油价低于 80$/桶以下低油价改善炼化企业的盈利。
- **汽柴油升级带给公司额外利好。**依照规定，IV 车用柴油过渡期至 2014 年底，V 级过渡期至 2017 年底。确定车用汽、柴油质量标准升级至 IV 加价标准分别为每吨 290 元和 370 元，升级至 V 加价标准分别为每吨 170 元和 160 元，去除给销售公司比例，公司在柴油加价 121 元/吨，汽油 167 元/吨。作为华东区域主力炼化企业，已获得给上海、浙江、广东供应升级油品的资质，预计 2015 年 60%油品将以高标号出厂。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 14-16 年 EPS 分别为-0.06、0.23 和 0.25 元，对应 A 股 4.05 元，2015 年 18X、2016 年 16X，H 股 1.73 元，2015 年 7.69X、2016 年 6.86X。给予公司 15~20 倍的市盈率，目标 H 股 4.38 港币，A 股 4.6 元，维持“推荐”评级。

图表 1：预测公司 2015 年计划产量

产品产量	2015预计	2014年计划	2013年实际
原油加工	1600	1450	1567
汽油	340	275	287
柴油	450	430	493
煤油	155	160	127
乙烯	90	81	95
聚乙烯	65	58	60
聚丙烯	45	48	51
合成纤维原料	80	80	88
合纤聚合物	45	48	52
合成纤维	25	24	25
发电量（亿度）	30	29	30

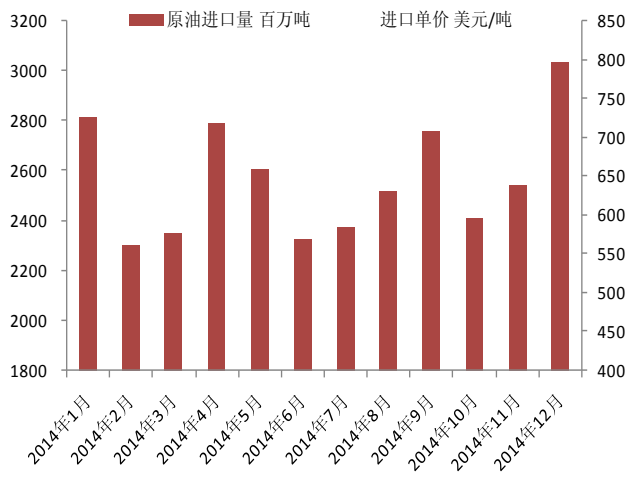
数据来源：公司香港推介报告 国联证券研究所

图表 2：发改委的炼化油品定价政策



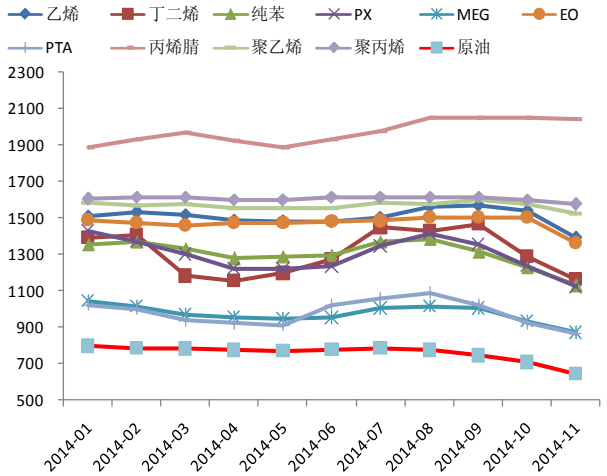
数据来源：国家发改委 国联证券研究所

图表 3：中国 2014 年进口原油价格和数量



数据来源：海关统计 国联证券研究所

图表 4： 2014 年公司化工品和原油价格走势（进口）



数据来源：海关统计 国联证券研究所

图表 5：公司盈利预测和估值

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	93072.25	115539.83	96654.87	95320.36	100086.38
YOY(%)	-2.65%	24.14%	-16.34%	-1.38%	5.00%
营业利润	-2256.30	1922.16	32.00	3437.76	4786.45
归属母公司净利润	-1548.47	2003.55	-602.21	2429.61	2721.95
EPS（元）	-0.143	0.186	-0.056	0.225	0.252
ROA（%）	-4.59%	7.44%	-1.88%	11.88%	11.36%
ROE（%）	-9.56%	11.24%	-3.50%	12.73%	12.86%
P/E	-28.46	21.99	-73.17	18.14	16.19
P/B	2.72	2.47	2.56	2.31	2.08

数据来源：国联证券研究所

图表 6：行业同类上市公司估值比较

[redacted]

数据来源：Wind 国联证券研究所

单位:百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	115540	96655	95320	100086
增长率(%)	24.14%	-16.34%	-1.38%	5.00%
归属母公司净利润	2003.55	-602.21	2429.61	2721.95
增长率(%)	229.39%	-130.06%	503.45%	12.03%
每股收益(EPS)	0.186	-0.056	0.225	0.252
每股股利(DPS)	0.033	0.000	0.053	0.060
每股经营现金流	0.463	0.632	0.424	0.943
销售毛利率	13.04%	11.35%	13.20%	13.10%
销售净利率	1.74%	-0.63%	2.56%	2.73%
净资产收益率(ROE)	11.24%	-3.50%	12.73%	12.86%
投入资本回报率(ROIC)	6.53%	-1.52%	12.61%	14.50%
市盈率(P/E)	21.99	-73.17	18.14	16.19
市净率(P/B)	2.47	2.56	2.31	2.08
股息率(分红/股价)	0.008	0.000	0.013	0.015
利润表				
营业收入	115540	96655	95320	100086
减: 营业成本	100477	85685	82738	86975
营业税金及附加	9987.15	8379.98	7244.35	7506.48
营业费用	691.02	541.27	571.92	600.52
管理费用	2732.36	2426.04	2383.01	2502.16
财务费用	-189.02	188.31	-98.94	-263.62
资产减值损失	39.84	40.00	40.00	30.00
加: 投资收益	120.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1922.16	-605.26	2441.95	2735.78
加: 其他非经营损益	470.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	2392.87	-605.26	2441.95	2735.78
减: 所得税	379.15	0.00	0.00	0.00
净利润	2013.72	-605.26	2441.95	2735.78
减: 少数股东损益	10.17	-3.06	12.34	13.82
归属母公司净利润	2003.55	-602.21	2429.61	2721.95
资产负债表				
货币资金	-95.9	966.5	3027.9	12362.9
应收和预付款项	5015.8	1906.9	4914.3	2248.0
存货	9039.2	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	297.8	297.8	297.8	297.8
长期股权投资	3173.6	3173.6	3173.6	3173.6
投资性房地产	429.3	374.0	318.8	263.5
固定资产和在建工	17225.4	13035.4	8740.1	4299.1
无形资产和开发支	458.5	378.1	297.7	217.3
其他非流动资产	458.5	229.2	0.0	0.0
资产总计	36002.2	20361.6	20770.2	22862.2
短期借款	6484.3	1458.7	0.0	0.0
应付和预收款项	10009.7	0.0	0.0	0.0
长期借款	627.8	627.8	627.8	627.8
其他负债	789.7	789.7	789.7	789.7
负债合计	17911.5	2876.2	1417.5	1417.5
股本	10800.0	10800.0	10800.0	10800.0
资本公积	493.9	493.9	493.9	493.9
留存收益	6537.7	5935.5	7790.4	9868.6
归属母公司股东权	17831.6	17229.4	19084.4	21162.5
少数股东权益	259.1	256.0	268.3	282.2
股东权益合计	18090.7	17485.4	19352.7	21444.7
负债和股东权益合	36002.2	20361.6	20770.2	22862.2

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	5005.4	6823.4	4578.7	10188.2
投资性现金净流量	-629.2	-512.0	-458.0	-348.0
筹资性现金净流量	-4879.0	-5249.0	-2059.4	-505.2
现金流量净额	-502.9	1062.5	2061.3	9335.0
收益率				
毛利率	13.04%	11.35%	13.20%	13.10%
三费/销售收入	2.80%	3.26%	3.00%	2.84%
EBIT/销售收入	2.32%	-0.40%	2.59%	2.59%
EBITDA/销售收入	4.55%	4.81%	7.92%	7.49%
销售净利率	1.74%	-0.63%	2.56%	2.73%
资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ROE	11.24%	-3.50%	12.73%	12.86%
ROA	7.44%	-1.88%	11.88%	11.36%
ROIC	6.53%	-1.52%	12.61%	14.50%
增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入增长率	24.1%	-16.3%	-1.4%	5.0%
EBIT 增长率	262.1%	-114.3%	746.2%	5.2%
EBITDA 增长率	6616.5%	-11.7%	62.5%	-0.7%
净利润增长率	232.0%	-130.1%	503.5%	12.0%
总资产增长率	-0.1%	-43.4%	2.0%	10.1%
股东权益增长率	10.1%	-3.4%	10.8%	10.9%
经营营运资本增长率	-25.0%	-47.6%	116.9%	-47.1%
资本结构	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产负债率	49.75%	14.13%	6.82%	6.20%
投资资本/总资产	70.00%	96.12%	86.21%	46.85%
带息债务/总负债	39.71%	72.54%	44.29%	44.29%
流动比率	83.36%	153.32%	1351.50%	2445.29%
速动比率	28.76%	138.92%	1302.66%	2396.44%
股利支付率	17.97%	0.00%	23.65%	23.65%
收益留存率	82.03%	100.00%	76.35%	76.35%
资产管理效率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总资产周转率	320.92%	474.69%	458.93%	437.78%
固定资产周转率	689.02%	771.80%	1150.92%	2533.14%
	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款周转率	2328.99%	5139.06%	1958.71%	4512.15%
存货周转率	1111.56%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E
EBIT	2679.1	(382.0)	2468.0	2597.2
EBITDA	5261.7	4645.0	7546.2	7491.9
NOPLAT	1875.3	(382.0)	2468.0	2597.2
净利润	2003.5	(602.2)	2429.6	2722.0
EPS	0.19	(0.06)	0.22	0.25
BPS	1.65	1.60	1.77	1.96
PE	21.99	(73.17)	18.14	16.19
PEG	2.05	N/A	N/A	N/A
PB	2.47	2.56	2.31	2.08
PS	0.38	0.46	0.46	0.44
PCF	8.80	6.46	9.62	4.32
EV/EBIT	19.20	(121.50)	17.38	12.94
EV/EBITDA	9.78	9.99	5.68	4.49
EV/NOPLAT	27.43	(121.50)	17.38	12.94
EV/IC	2.04	2.37	2.40	3.14
ROIC-WACC	0.07	(0.03)	0.12	0.14
股息率	0.01	0.00	0.01	0.01

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897
深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层
电话：0755-82878221
传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款：

本研究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。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。