

证券研究

做好原油加工车间，新机制提升业绩中枢

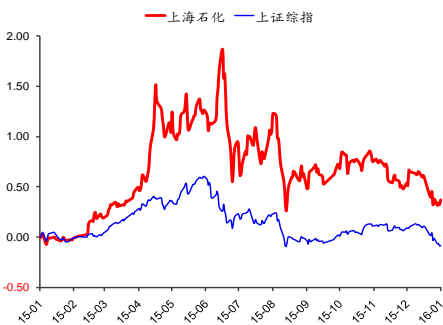
化工新材料

2016年1月14日

上海石化 (00338.HK) (600688.SH)

评级: 维持“推荐”评级

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

2015-1-30 上海石化 (600688.SH 00338.HK) 报告: 无惧业绩亏损, 半年盈利修复

报告作者:

分析师: 石亮

执业证书编号: S0590515090001

联系人:

马群星 石亮

电话: 0510-85613163

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。

新的成品油价格调整机制出台: 根据发改价格[2016]64号新的成品油价格调整机制, 设定成品油价格调控下限、建立油价调控风险准备金、放开液化石油气出厂价格以及简化成品油调价操作方式四个方面。

关键字是40美元地板价和建立油价调控风险准备金。

➤ 40美元的地板价将令公司免受库存跌价冲击。下限水平定为每桶40美元, 即当国内成品油价格挂靠的国际市场原油价格低于每桶40美元时, 国内成品油价格不再下调。而当国际市场油价高于每桶130美元时, 汽、柴油最高零售价不提或少提。公司每年加工原油1500万吨, 在途库存约180万吨, 2015年10月国际油价从45美元快速下挫至30美元, 季度库存损失每桶7.5美元, 40美元地板价有助于免受存货跌价冲击。

➤ 油价调控风险准备金间接补偿油品升级加价。建立油价调控风险准备金, 当国际市场原油价格低于40美元调控下限时, 成品油价格未调金额全部纳入风险准备金, 设立专项账户存储, 经国家批准后使用, 主要用于节能减排、提升油品质量及保障石油供应安全等方面, 具体管理办法后期待定。我们判断公司可以间接获取一定的补偿, 公司已经全部完成国五汽柴油升级改造, 100%供应国五品质, 受制于部分地区按国四出售和优质优价政策未全部到位, 油品升级加价受益度低于50%, 本次风险准备金有望给予补偿, 从而提升原油加工利润。

➤ 逐步放开价格管制。本次改革传递出价格放开信号。未来成品油价格完全放开是改革必然趋势, 国家发改委也明确“十三五”期间成品油价格将完全实现市场化, 当前政策旨在逐步放松价格管制, 为将来全面放开成品油价格积累经验。一旦市场化, 公司处于成品油消费发达地区, 利用物流运输半径优势, 适当采取有力定价策略, 必将继续改善公司盈利, 年度业绩中枢从25亿提升至30亿。

➤ 维持“推荐”评级。预计公司15-17年EPS为0.20、0.31和0.34元, 给予2016年20倍的市盈率, A股6.2元, 维持“推荐”评级。

**财务报表预测与财务指标** 单位: 百万

利润表						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>115,539.8</b>	<b>102,182.9</b>	<b>72,928.2</b>	<b>91,160.3</b>	<b>100,276.3</b>	现金	(95.9)	(322.5)	729.3	7,423.7	13,837.8
YOY(%)	24.1%	-11.6%	-28.6%	25.0%	10.0%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	100,477.0	90,046.9	53,529.3	69,828.8	78,416.1	应收款项净额	5,015.8	3,083.3	2,417.4	4,460.6	3,106.4
营业税金及附加	9,987.1	9,401.3	13,681.3	14,002.2	14,038.7	存货	9,039.2	5,930.7	3,230.2	8,720.2	4,699.8
销售费用	691.0	544.2	547.0	574.3	601.7	其他流动资产	297.8	197.8	197.8	197.8	197.8
占营业收入比(%)	0.6%	0.5%	0.8%	0.6%	0.6%	<b>流动资产总额</b>	<b>14,256.9</b>	<b>8,889.3</b>	<b>6,574.7</b>	<b>20,802.2</b>	<b>21,841.8</b>
管理费用	2,732.4	2,666.6	2,435.8	2,734.8	2,877.9	固定资产净值	669,595.0	703,485.0	596,945.0	490,126.0	704,051.9
占营业收入比(%)	2.4%	2.6%	3.3%	3.0%	2.9%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>2,679.1</b>	<b>-604.2</b>	<b>3,147.8</b>	<b>4,537.2</b>	<b>4,835.0</b>	固定资产净额	669,595.0	703,485.0	596,945.0	490,126.0	704,051.9
财务费用	-189.0	391.6	276.8	54.7	-74.3	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-0.2%	0.4%	0.4%	0.1%	-0.1%	在建工程	160,630.0	177,667.0	343,367.0	495,376.0	301,093.0
资产减值损失	39.8	224.0	121.0	59.0	83.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	120.7	54.1	0.0	0.0	0.0	<b>固定资产总额</b>	<b>830,225.0</b>	<b>881,152.0</b>	<b>940,312.0</b>	<b>985,502.0</b>	<b>1,005,144.9</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,922.2</b>	<b>-1,037.7</b>	<b>2,337.0</b>	<b>3,906.5</b>	<b>4,333.3</b>	无形资产	458.5	441.1	360.7	280.3	199.8
营业外净收入	470.7	123.5	626.0	636.0	656.0	长期股权投资	3,173.6	3,106.3	3,106.3	3,106.3	3,106.3
<b>利润总额</b>	<b>2,392.9</b>	<b>-914.1</b>	<b>2,963.0</b>	<b>4,542.5</b>	<b>4,989.3</b>	其他长期资产	458.5	602.5	301.2	0.0	0.0
所得税	379.2	-214.2	740.8	1,135.6	1,247.3	<b>资产总额</b>	<b>848,572</b>	<b>894,191</b>	<b>950,655</b>	<b>1,009,691</b>	<b>1,030,293</b>
所得税率(%)	15.8%	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	6,484.3	4,078.2	58.9	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>2,013.7</b>	<b>-700.0</b>	<b>2,222.3</b>	<b>3,406.9</b>	<b>3,741.9</b>	应付款项	10,009.7	7,056.9	2,314.9	9,552.4	3,623.7
占营业收入比(%)	1.7%	-0.7%	3.0%	3.7%	3.7%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	10.2	16.5	86.0	95.0	103.0	其他流动负债	11,890.0	11,890.0	11,890.0	11,890.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,003.5</b>	<b>-716.4</b>	<b>2,136.3</b>	<b>3,311.9</b>	<b>3,638.9</b>	<b>流动负债</b>	<b>28,384.0</b>	<b>23,025.1</b>	<b>14,263.8</b>	<b>21,442.4</b>	<b>3,623.7</b>
YOY(%)	229.4%	-135.8%	398.2%	55.0%	9.9%	长期借款	627.8	1,632.7	1,632.7	1,632.7	1,632.7
<b>EPS (元)</b>	<b>0.19</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.20</b>	<b>0.31</b>	<b>0.34</b>	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						<b>负债总额</b>	<b>17,911.5</b>	<b>12,767.7</b>	<b>4,006.5</b>	<b>11,185.0</b>	<b>5,256.4</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	少数股东权益	266.8	259.1	271.4	357.4	452.4
<b>成长能力</b>						股东权益	18,090.7	16,842.0	18,530.2	20,943.5	23,593.8
营业收入	24.1%	-11.6%	-28.6%	25.0%	10.0%	<b>负债和股东权益</b>	<b>36,002</b>	<b>29,610</b>	<b>22,537</b>	<b>32,129</b>	<b>28,850</b>
营业利润	2960.6%	-154.0%	-325.2%	67.2%	10.9%						
净利润	229.4%	-135.8%	398.2%	55.0%	9.9%	<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>获利能力</b>						税后利润	2,013.7	(700.0)	2,222.3	3,406.9	3,741.9
毛利率(%)	13.0%	11.9%	26.6%	23.4%	21.8%	加: 少数股东损益	10.2	16.5	86.0	95.0	103.0
净利率(%)	1.7%	-0.7%	3.0%	3.7%	3.7%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	11.2%	-4.3%	11.8%	16.2%	15.8%	折旧和摊销	90,097.0	0.0	102,374.3	102,374.3	125,265.5
ROA(%)	7.4%	-2.0%	14.0%	14.1%	16.8%	营运资金的变动	(87,105.3)	4,821.6	(98,831.2)	(97,956.7)	(121,502.9)
<b>偿债能力</b>						<b>经营活动现金流</b>	<b>5,005.4</b>	<b>4,121.6</b>	<b>5,765.4</b>	<b>7,824.5</b>	<b>7,504.5</b>
流动比率	0.83	0.80	2.77	2.18	6.03	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	0.29	0.25	1.33	1.24	4.68	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	49.8%	43.1%	17.8%	34.8%	18.2%	固定资产投资	(629.2)	(910.1)	24.5	(83.0)	(153.0)
<b>营运能力</b>						<b>投资活动现金流</b>	<b>(629.2)</b>	<b>(910.1)</b>	<b>24.5</b>	<b>(83.0)</b>	<b>(153.0)</b>
总资产周转率	320.9%	345.1%	323.6%	283.7%	347.6%	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	15.7	10.7	12.0	17.4	11.1	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
存货周转天数	32.8	24.0	22.0	45.6	21.9	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>						股利分配	0.0	0.0	7,391.9	20,551.1	23,753.4
每股收益	0.19	-0.07	0.20	0.31	0.34	计入循环贷款前融资活	(8,157.0)	(8,431.0)	(26,876.1)	12,633.3	14,732.0
每股净资产	4.71	4.91	5.66	6.05	6.51	循环贷款的增加(减少)	3,278.0	5,447.0	22,138.0	(13,680.4)	(15,669.4)
<b>估值比率</b>						<b>融资活动现金流</b>	<b>(4,879.0)</b>	<b>(2,984.0)</b>	<b>(4,738.2)</b>	<b>(1,047.1)</b>	<b>(937.4)</b>
P/E	30.2	-84.6	28.4	18.3	16.6	<b>现金净变动额</b>	<b>(502.9)</b>	<b>227.6</b>	<b>1,051.8</b>	<b>6,694.4</b>	<b>6,414.1</b>
P/B	3.4	3.7	3.3	3.0	2.6						

**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

**免责声明:**

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。