

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

一季度业绩大幅增长，炼化企业有望迎来高景气

——上海石化（600688）业绩预增点评报告

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2016年4月13日

报告关键要素：

受益于国内成品油调价新政，公司成品油业务盈利大幅提升，推动了一季度业绩的大幅增长。此外受全球供需收缩影响，公司聚烯烃等化工产品价差扩大，盈利能力大幅提升，为公司业绩增长带来重要贡献。未来炼化企业有望迎来高景气周期。公司作为国内规模最大的炼油企业，盈利亦位居国内炼厂前列，是投资炼化企业的首选。预计公司2016、2017年EPS分别为0.39元和0.43元，以公司4月11日收盘价7.62元计算，对应PE分别为19.54倍和17.72倍，给予“增持”的投资评级。

事件：

- 上海石化（600688）发布一季度业绩预增公告。公司预计2016年一季度实现净利润10.4亿-11.5亿元，同比大幅增长2000%-2200%。

点评：

- 受益于成品油调价新政，一季度业绩大幅增长。公司是我国规模最大的炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，主要产品包括成品油、中间石化产品、合成树脂和合成纤维。2015年公司加工原油1479.53万吨，生产成品油898万吨，生产乙烯83.65万吨、丙烯53.30万吨、丁二烯11.23万吨，生产塑料树脂及共聚物104万吨，此外包括纯苯、对二甲苯、合成纤维原料等200多万吨。

成品油是公司最主要的收入和利润来源，2015年贡献了67%的毛利。根据国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知，在国际原油价格低于40美元/桶时，国内成品油价格不再向下调整。由于一季度国际原油价格均价30美元/桶左右，成品油地板价导致炼油价差大幅增长。由于炼厂库存通常在1个半月，原料成本较低推动了一季度盈利的大幅增长。

根据成品油新政，当国际原油价格低于40美元调控下限时，成品油价格未调金额纳入风险准备金，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。由于具体管理办法尚未出台，公司目前并未就风险准备金提取任何准备，这也是公司一季度业绩大幅增长的主要原因。

图1：公司历年业绩增长

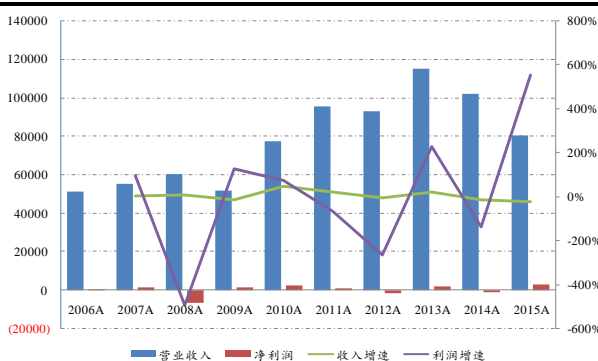
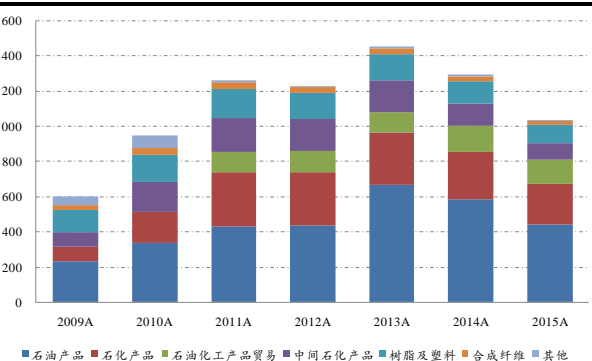


图2：公司主营业务构成

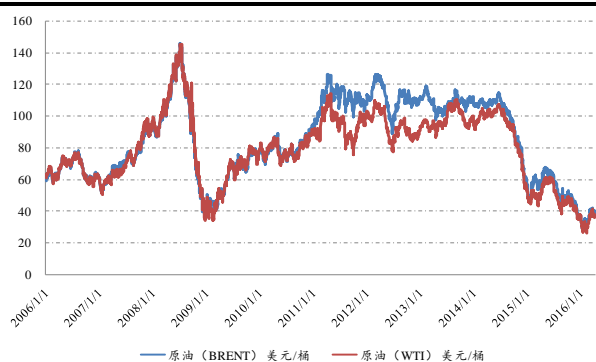


资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

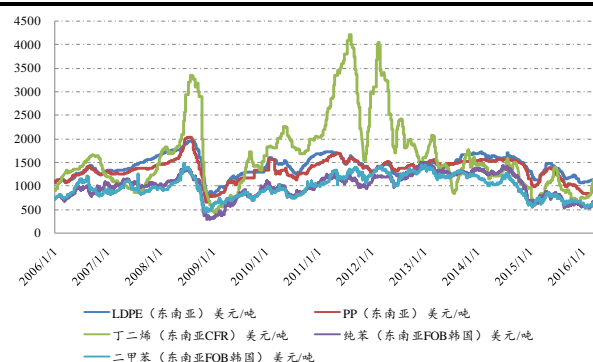
- **乙烯等化工品价差扩大，高盈利有望维持。**公司的石化产品主要包括聚乙烯、聚丙烯、丁二烯、苯、对二甲苯以及PX等大宗化学品。与原油价格相比，这些石化产品价格相对抗跌。自2014年5月油价开始下跌以来，布伦特油价和WTI油价分别下跌64.3%和67.2%，同期聚乙烯、聚丙烯、丁二烯、苯、二甲苯的跌幅分别为20.6%、31.1%、12.4%、49.4%和37.3%，跌幅远低于原油价格。受益于产品价差的扩大，乙烯等烯烃产品正处于高景气周期。近年来全球炼油产能收缩是乙烯等化工产品景气的关键原因。未来我国及亚太地区的炼油产能增速仍维持低位，美国、中东等地的乙烷裂解装置投产则在2017年以后，因此预计乙烯等化工产品的景气周期仍有望维持。

图3：原油价格走势



资料来源：中原证券、wind

图4：烯烃、苯价格走势



资料来源：中原证券、wind

- **炼化企业有望迎来高景气周期。**在成品油以及烯烃等产品盈利提升的带动下，炼油企业正迎来高景气周期。未来成品油业务受地板价政策影响，盈利具有较好保障，化工产品则受益于全球性的供需紧张，有望继续享受高景气周期。国际油价若能逐步复苏，炼油企业有望同时受益于产品价格上涨和库存收益，带来业绩大幅增长。公司作为国内规模最大的炼油企业，盈利亦位居国内炼厂前列，是投资炼化企业的首选。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司2016、2017年EPS分别为0.39元和0.43元，以公司4月11日收盘价7.62元计算，对应PE分别为19.54倍和17.72倍，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示：原油价格大幅下跌。**

盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	102182.86	80803.42	82000	89000
增长比率（%）	-11.56	-20.92	1.48	8.54
净利润（百万元）	-716.43	3245.85	4250	4600
增长比率（%）	-135.76	553.06	30.94	8.24
每股收益（元）	-0.07	0.30	0.39	0.43
市盈率（倍）	-108.86	25.43	19.54	17.72

资料来源：中原证券

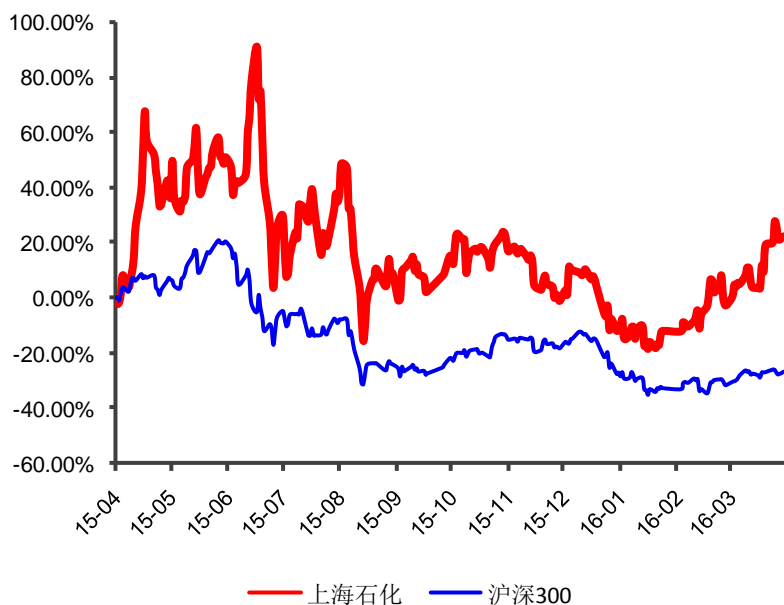
市场数据 (2016年4月11日)

收盘价 (元)	7.62 元
一年内最高/最低 (元)	12.20/4.89
沪深300 指数	3230.1
市净率 (倍)	4.14
流通市值 (亿元)	489.20

基础数据 (2015年12月31日)

每股净资产 (元)	1.84
每股经营现金流 (元)	0.48
毛利率 (%)	25.64
净资产收益率 (%)	17.83
资产负债率 (%)	28.14
总股本/流通股 (万股)	1080000/642000
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。