

炼化景气，碳纤维助力，半年业绩向好

上海石化 (600688. SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1、事件:

上海石化(600688)本周二晚间发布2016年半年度报告,2016年1月1日至6月30日,实现营业收入369.93亿元,同比下降12.24%;归属于上市公司股东的净利润30.97亿元,同比增长78.88%。

2、我们的观点:

(一) “地板价”支撑,受益油价上涨,半年度业绩大幅增长

随着国际原油价格同比大幅下降,原油加工成本降低,产品毛利上升,公司上半年业绩大幅增长,二季度炼油大幅好转。

(二) 炼化一体化发展,协同效应彰显,业务盈利能力提升

公司利用炼油化工一体化优势,积极调整优化产品结构,不断改进产品质量及品种,发展能力持续加强。

(三) 炼化行业高景气持续,油价复苏反弹利好石油加工

成品油“地板价”造就上海石化一季度超额收益,炼化行业高景气持续向上,油价复苏反弹利好公司发展。

(四) 乙烯等化工品大周期景气,石脑油化工产品竞争力显著提高

乙烯、丙烯和芳烃等化工品有望继续维持景气高位,乙烯以及下游产品价格逐渐上涨,上海石化化工产品竞争力提高。

(五) 碳纤维行业迎发展机遇,上海石化多年积累蓄势待发

碳纤维行业迎来发展机遇,日美欧垄断高端市场,国内碳纤维性能和产量亟待提高。上海石化多年积累蓄势待发。

(六) 投资建议:

基于公司炼化一体化的优势,我们持续看好公司发展,预计公司2016-2018年EPS分别为0.45元、0.49元和0.52元,维持“推荐”评级。

(七) 风险提示:原油及化工市场价格波动,公司业务进展不及预期。

分析师

袁孝锋

☎: (8621) 20252676

✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

赵乃迪

☎: (8610) 66568641

✉: zhaonaidi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516070001

市场数据

时间 2016.08.23

A股收盘价(元)	6.25
A股一年内最高价(元)	9.31
A股一年内最低价(元)	4.81
上证指数	3089.71
市净率	3.39
总股本(亿股)	108
实际流通A股(亿股)	73.05
流通A股市值(亿元)	456.56

相关研究

《原油周报:产油国稳定油价预期助力油价大涨6%_20160813》

《原油周报:利比亚利空开始实质兑现_20160807》

《原油周报:供应过剩预期加剧,油价重挫超6%_20160730》

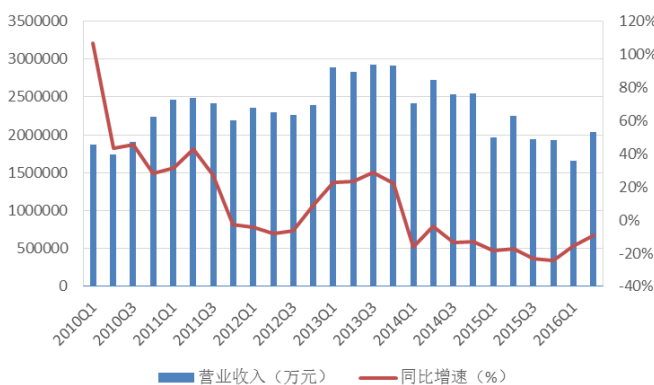
《原油周报:密切关注利比亚的变化_20160724》

（一）“地板价”支撑，受益油价触底反弹，半年度业绩大幅增长

公司上半年业绩大幅增长，二季度炼油大幅好转。报告期内，公司实现营业收入 369.93 亿元，同比下降 12.24%；同时，由于公司在市场竞争日益激烈的严峻形势下，努力抓好安全环保、优化运行、市场开拓、降本减费等工作，随着国际原油价格同比大幅下降，原油加工成本降低，产品毛利上升，经济效益获得大幅提升，公司整体毛利率水平从去年同期的 28.8% 上升为 31.9%，归属于上市公司股东的净利润 30.97 亿元，同比增长 78.88%。

公司上半年“地板价”支撑一季度，二季度受益于油价触底反弹。报告期内，公司产品平均售价下降幅度小于原材料价格下降幅度，公司产品毛利同比明显增加。其中 2016 年一季度，国内成品油“地板价”对公司业绩带来较大支撑；2016 年 2 月份起国际原油价格开始强劲反弹，由于公司进口原油采购周期长，在途、在库的原油成本相对较低，库存收益成为公司二季度的重要利润来源；同时联营公司上海赛科石油化工有限公司利润增加，公司投资收益增加；公司自有资金较充裕，财务费用减少。

图 1：公司单季度营业收入及同比增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 2：2016 年油价走势



资料来源：wind，中国银河证券研究部

（二）炼化一体化发展，协同效应彰显，业务盈利能力提升

石油产品业务营收及盈利保持稳定增长。公司石油产品业务实现营收 175.35 亿元，同比下降 24.37%，毛利率水平为 49.12%，较去年同期增加 14.39 个百分点，体现公司石油产品的盈利水平在不断提升，未来公司在石油产品业务方面的规模优势、技术优势、产品优势将进一步显现。

化工产品业务营收及盈利保持稳定增长。其中中间石化产品和石油化工产品贸易分别实现营收 42.46 亿元和 90.04 亿元，同比增长 -15.91% 和 31.98%；毛利率水平分别为 35.82% 和 0.84%，

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

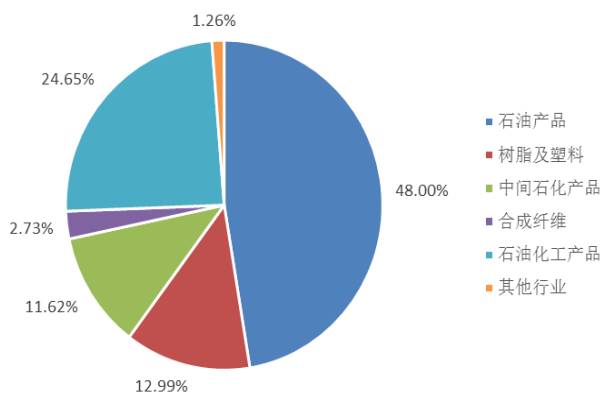
较去年同期增加 9.77 和 -0.26 个百分点。其中公司石油化工产品贸易的销售净额的上升，主要是由于报告期内，子公司上海金贸国际贸易有限公司业务量增加所致。

树脂与塑料产品业务营收有所下降。报告期内公司该业务实现营收 47.47 亿元，同比下降 11.68%；毛利率水平为 29.37%，较去年同期增加 5.63 个百分点。

合成纤维产品业务营收有所下降。该业务 2015 年营收在公司整体营收中占比较低，仅为 2.93%，在 2016 年上半年合成纤维产品业务实现营收 9.99 亿元，同比下降 21.82%；毛利率水平为 6.99%，较去年同期增加 5.64 个百分点。目前公司碳纤维产品被扩展应用于国外某公路、东北某高铁等项目，在国内某油田抽油杆的应用成功取代了国外相关碳纤维产品。

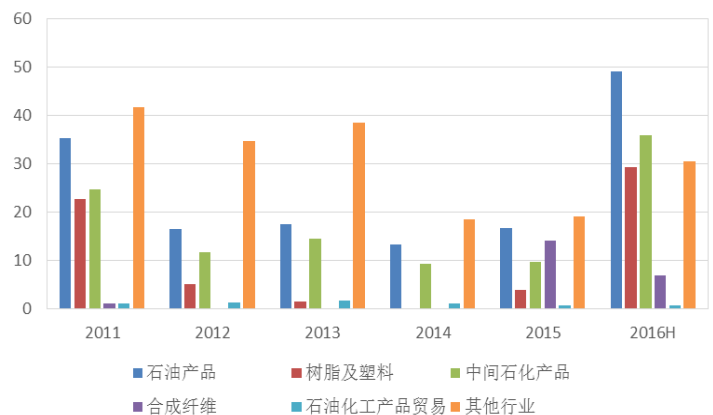
上海石化是国内大型炼化一体化综合性企业，生产及管理水平高。上石化拥有 1600 万吨/年炼油、900 万吨/年成品油、80 万吨/年乙烯、428 万吨/年有机化学品、100 万吨/年合成树脂、109 万吨/年合纤原料、59 万吨/年和纤聚合物，且公司具备 3000 吨碳纤维原丝，1500 吨碳纤维生产能力，产业链长，抗风险能力强。随着公司利用炼化化工一体化的优势，积极调整优化产品结构，不断改进产品质量及品种，优化生产技术并提高关键性上游装置的能力，提高企业资源的深度利用和综合利用效率，发展能力会持续加强。

图 3：2016 上半年公司主营收入构成



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 4：2011-2016 年公司主营业务毛利率



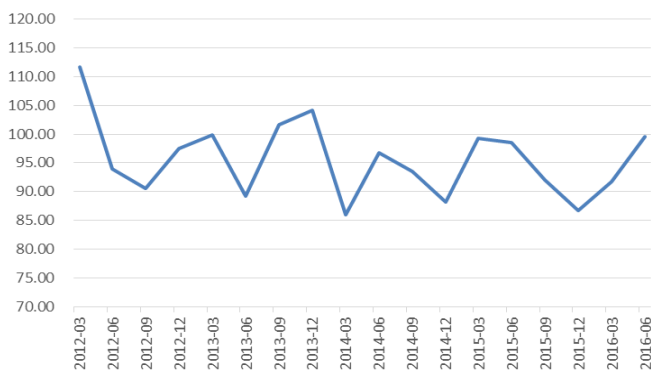
资料来源：wind，中国银河证券研究部

(三) 炼化行业高景气持续，油价复苏反弹利好石油加工

受益于炼化行业高景气持续，公司业绩在 2016Q2 创出单季度新高点，超过 2015Q2 的 16.79 亿。根据国家统计局公布数据显示，2016 年石油加工行业企业景气指数在持续向上，即将突破 100，体现行业所处状况正在改善，处于景气状态。此外，从 EIA 公布数据来看，2016 年全球炼

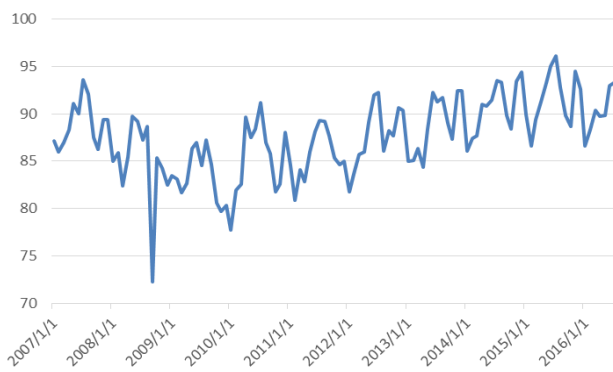
厂开工率在震荡回升中。在炼化景气周期下，这几年是炼厂的黄金时期，且受益于油价上涨，上海石化 2016 年上半年的净利润是 30.97 亿元，2016 年全年净利润可期。

图 5: 企业景气指数: 石油加工、炼焦及核燃料加工业



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 6: 全球炼厂开工率—产能利用率: DOE

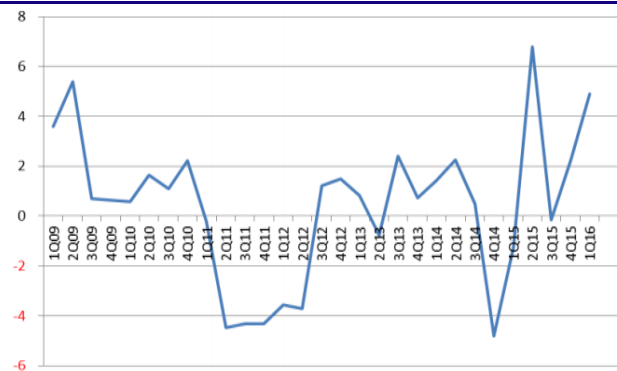


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

成品油“地板价”造就超额收益。自 2013 年成品油定价新机制实行后，在原油价格相对平稳时，炼油经营状况已得到系统性改善：以公司母公司中国石化为例，2013 年下半年到 2014 年上半年油价相对平稳时，公司单桶炼油 EBIT 约 2 美元/桶左右，2014 年下半年和 2015 年二季度分别受库存损失和库存收益影响而波动，2015 年四季度和 2016 年一季度又修复到单桶 2 美元左右。公司作为中石化系统中综合效益前几位的炼化子公司，再加上覆盖的长三角大部分区域已供应国五成品油，炼化盈利将大大好于中石化平均水平。

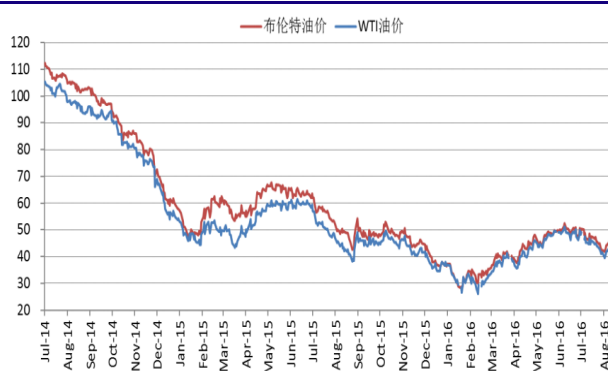
油价复苏反弹利好石油化工。在国际油价复苏行情的背景下，石化公司将受益于产品价格上涨和库存收益双重利好。我们对油价的看法是：原油市场仍处于供大于求的局面，后续不排除油价继续下挫，未来一段时间原油价格会在 50 美元附近波动，短期震荡，中长期原油市场会逐渐实现供需平衡，从而油价回暖。因此上海石化未来两年仍将在相对低油价下受益油价温和和上涨。

图 7: 母公司中石化单季度炼油单桶 EBIT (美元/桶)



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 8: 2007 年以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)

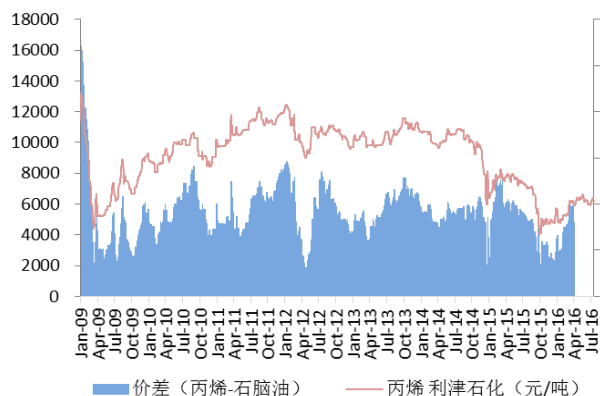


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

(四) 乙烯等化工品大周期景气，石脑油化工产品竞争力显著提高

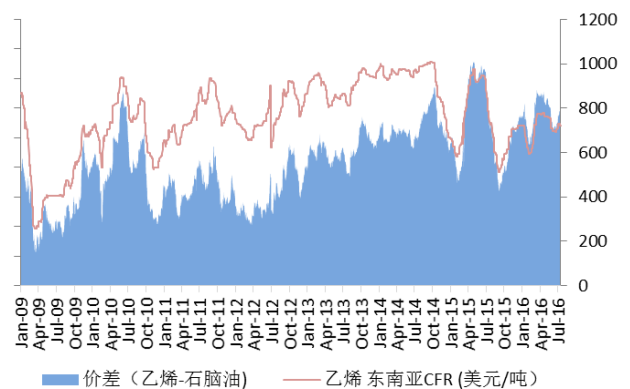
2016 下半年乙烯、丙烯和芳烃等化工品有望继续维持景气高位，乙烯以及下游产品价格逐渐上涨。受益于全球供需紧张和产品价差扩大等原因，聚烯烃类化工产品正处于行业高景气周期。作为纯炼化企业，上石化化工产品主要包括乙烯、丙烯、丁二烯、对二甲苯及其衍生物等，公司将明显受益于行业景气度向上，有利于公司相关产品业务的盈利增长。

图 9：丙烯产品价差走势图



资料来源：百川资讯，中国银河证券研究部

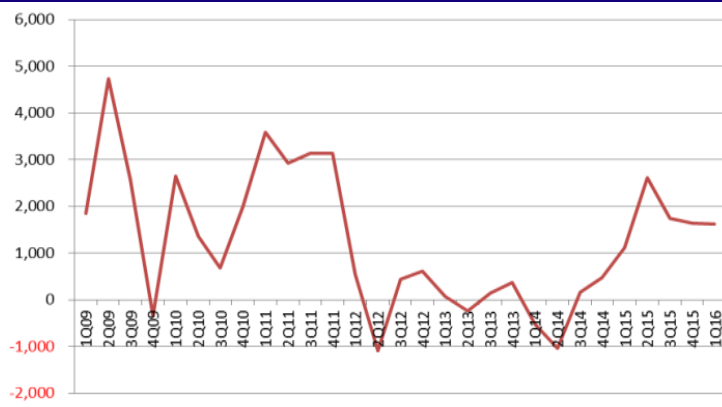
图 10：乙烯产品价差走势图



资料来源：百川资讯，中国银河证券研究部

受益于结构调整和原料成本下降，石脑油化工产品竞争力显著提高；以中石化为例，化工业务 2015 年以来的盈利情况为 4 年来最佳，接近 2009-2011 年上半年石化景气时的水平，盈利大幅好转，特别是烯烃链；接下去一段时间，Brent 油价波动中枢有望主要在 40-50 美元/桶，公司石化业务盈利将持续受益，下半年石化业务盈利有望更好。

图 11：母公司中石化单季度化工吨乙烯 EBIT（元/吨）

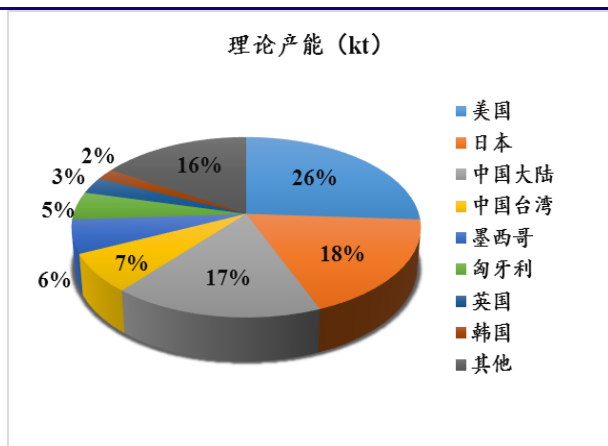


资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(五) 碳纤维行业迎发展机遇，上海石化多年积累蓄势待发

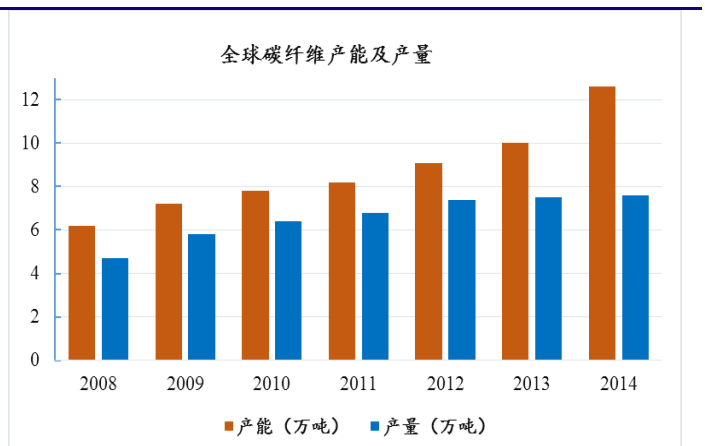
高端市场日美欧垄断，国内碳纤维性能和产量亟待提高。碳纤维作为高端化纤产品，其生产和销售一直被日本、美国和德国等发达国家垄断，全球产能已由 2008 年的 6.2 万吨，增长到 2014 年的 12.6 万吨（其中小丝束碳纤维产能约为 9.1 万吨，占比 72%；大丝束碳纤维产能约为 3.5 万吨，占比 28%），产量由 2008 年的 4.7 万吨，增长到 2014 年的 7.6 万吨，预计 2020 年全球碳纤维总产能将达到 16.9 万吨。

图 12：2014 年全球碳纤维理论产能分布



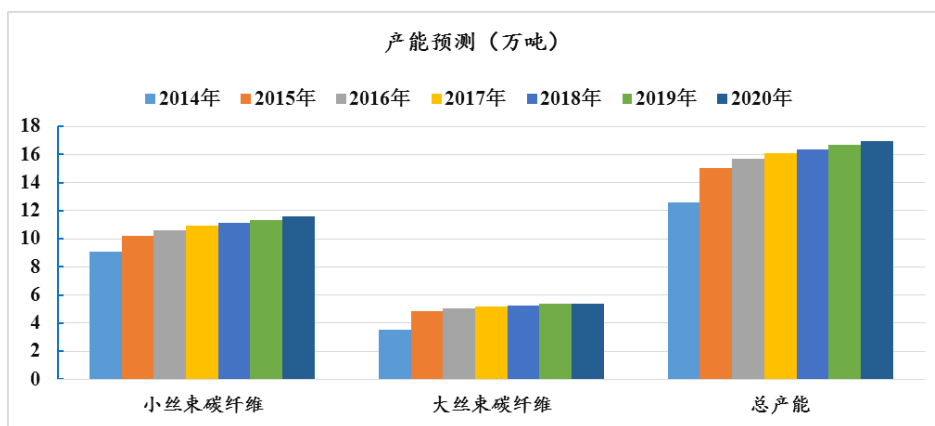
资料来源：新材料，中国银河证券研究部

图 13：全球碳纤维产能及产量状况



资料来源：中国知网，中国银河证券研究部

图 14：全球碳纤维产能预测



资料来源：化学纤维工业协会，中国银河证券研究部

我国碳纤维行业处发展初期。限于国外在碳纤维炭化炉上对中国的出口控制，国内不少碳纤维生产企业自己设计开发了预氧化炉及高、低温炭化炉。上海石化现有碳纤维原丝年产能 3000 吨，碳纤维年产能 1500 吨，月销售量可达 40 吨。目前公司碳纤维产品被扩展应用于国外某公路、请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

东北某高铁等项目，在国内某油田抽油杆的应用成功取代了国外相关碳纤维产品。

表 1：上海石化碳纤维业务发展历程

年份	事件
2005 年	上海石化腈纶事业部成立碳纤维研究室，开始进行碳纤维的研发
2006 年	上海石化自有碳纤维诞生，符合我国 II 型碳纤维指标
2008 年	与复旦大学签订合作协议书，建成年产 200 吨原丝中试装置
2009 年	原丝中试装置成功研制出 12K 原丝，性能达到了 T300 水平
2010 年	开发了千吨级原丝工艺软件包和千吨级碳纤维工业化装置成套技术
2012 年	完成一期年产 1500 吨碳纤维原丝和 500 吨碳纤维生产能力建设
2013 年	开发了碳纤维与尼龙复合齿轮，并在腈纶部南装置聚合工序成功运用
2014 年	完成二期年产 1500 吨碳纤维原丝和 1000 吨碳纤维生产装置建设
2015 年	碳纤维应用于抽油杆，并通过 1500 米下井深度测试
2016 年	利用自产碳纤维复合材料作为“补丁”对管道外腐严重段进行在线修复补强

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（六）投资建议

基于公司炼化一体化的优势，且公司具备 3000 吨碳纤维原丝，1500 吨碳纤维生产能力，我们持续看好上海石化的发展，建议持续关注。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.49 元和 0.52 元，维持“推荐”评级。

（七）风险提示

原油及化工市场价格波动，公司业务进展不及预期。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、赵乃迪，石化和化工行业证券分析师。2 人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn