



2018-08-22

公司点评报告

买入/维持

上海石化(600688)

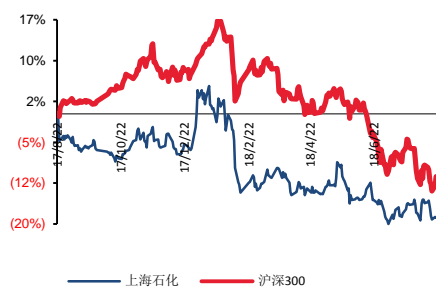
目标价: 6.49

昨收盘: 5.19

能源 能源 II

炼化景气度维持，业绩增逾 36%，略超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	10,824/10,824
总市值/流通(百万元)	56,176/56,176
12 个月最高/最低(元)	7.09/5.16

相关研究报告:

上海石化(600688)《【太平洋化工】上海石化跟踪点评:炼化持续景气,业绩靓丽,估值低位》—2018/03/21

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

事件: 公司发布 2018 年上半年报, 报告期实现营业收入 521.88 亿元, 同比+21.07%; 归母净利润 35.24 亿元, 同比+36.83%; EPS 0.33 元。其中二季度归母净利润 17.53 亿元, 同比+171.04%, 环比-1.07%。

主要观点:

1. “中油价”时代，炼化盈利良好，业绩靓丽

2018年H1，公司加工原油734.39万吨，同比+7.93%；生产商品总量739.68万吨，同比+21.35%，产销率99.77%。其中生产成品油431.77万吨，同比+6.23，柴汽比1.19；乙烯40.25万吨，同比+13.25%；对二甲苯32.99万吨，同比+15.84%；乙二醇24.56万吨，同比+38.76%；生产合纤聚合物20.19万吨，同比减少0.25%；生产合成纤维8.67万吨，同比减少9.40%。由于油价上涨，公司主营产品大多上涨。原油加工成本3067.71元/吨，同比+15.60%。综合销售毛利率22%，同比略下降1.81pcts。但公司三费率从3.59%下降至2.86%，销售净利率同比提升0.78pct至6.77%。联营公司上海赛科报告期实现净利润26.69亿元，同比+13.14%；为公司贡献利润5.34亿元，同比增加0.62亿元，可见“化工型”炼厂盈利良好。

2017年Q1-2018年Q2，公司单季度分别实现归母净利19.29亿元、6.47亿元、15.26亿元、20.40亿元、17.72亿元、17.53亿元，业绩靓丽。2017年Q2较低，主要受检修影响。维持我们前期观点，在“中油价”时代，油价处于60-80美元/桶震荡上行过程中时，炼化一体化企业炼油部分成本加成模式，2013年3月以来，调价周期缩短，可更快转嫁上游成本，盈利稳定叠加库存收益；化工部分普遍顺油价，叠加环保去产能，弹性十足。

2. 落后产能淘汰，民营炼化投产后竞争在所难免

上半年有段时间，油价大幅上涨，而下游石化产品价格未同比例上涨。7月份以来，受人民币贬值催化，我们观察到下游PX、PTA、PP、涤纶快速上涨，有利于炼化盈利提升。对于未来炼化行业，我们认为竞争在所难免，影响项目盈利水平的因素，除了外部油价波动，宏观经济增长速度，关键在于项目本身的产品结构、炼化一体化程度、经营管理及抗风险能力等。规范成品油税收后，预计缺乏竞争力的小规模炼厂逐步淘汰。

3. 现金奶牛，分红率高

公司资产负债率仅 36.92%，经营现金流净额充裕（2017 年为 70.78 亿元，2018 年 H1 为 42.27 亿元），在手现金 146 亿元，现金奶牛。公司分红率高，2015-2017 分红率分别为 33.27%、45.34%和 52.87%。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 63.63 亿元、63.82 亿元和 65.78 亿元，对应 EPS 0.59 元、0.59 元和 0.61 元，PE 9X、9X 和 9X，考虑公司近年来虽无扩能，但为老牌标杆炼化企业，经营稳定，分红高，估值低位，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价大幅波动、产品价格大幅波动

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	92,014	100,295	107,315	112,681
(+/-%)	18.1%	9.0%	7.0%	5.0%
净利润(百万元)	6,142	6,363	6,382	6,578
(+/-%)	3.1%	3.6%	0.3%	3.1%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.59	0.59	0.61
市盈率(PE)	9.1	8.8	8.8	8.5

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,504	19,001	28,219	37,437	营业收入	92,014	100,295	107,315	112,681
应收票据	1,151	1,151	1,151	1,151	营业成本	69,657	77,227	83,062	87,328
应收账款	2,275	2,480	2,654	2,786	营业税金及附加	12,744	13,540	14,488	15,212
预付账款	28	31	33	35	销售费用	510	556	595	625
存货	6,598	7,315	7,867	8,271	管理费用	2,551	2,206	2,361	2,479
其他流动资产	310	310	310	310	财务费用	-217	-320	-360	-383
流动资产合计	19,866	30,288	40,234	49,990	资产减值损失	179	180	180	180
其他长期投资	391	391	391	391	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期股权投资	4,592	4,592	4,592	4,592	投资收益	1,244	1,260	1,200	1,200
固定资产	12,893	9,454	6,314	3,416	营业利润	7,883	8,165	8,190	8,441
在建工程	1,001	1,101	1,211	1,332	营业外收入	15	15	15	15
无形资产	398	398	398	398	营业外支出	46	46	46	46
其他非流动资产	469	469	469	469	利润总额	7,851	8,134	8,158	8,409
非流动资产合计	19,743	16,405	13,375	10,598	所得税	1,699	1,760	1,765	1,819
资产合计	39,610	46,693	53,609	60,588	净利润	6,152	6,374	6,393	6,590
短期借款	606	667	687	707	少数股东损益	11	11	11	12
应付票据	0	0	0	0	归属母公司净利润	6,142	6,363	6,382	6,578
应付账款	5,573	6,179	6,646	6,987	NOPLAT	5,134	5,302	5,336	5,515
预收款项	477	520	557	584	EPS (摊薄)	0.57	0.59	0.59	0.61
其他应付款	825	825	825	825					
一年内到期的非流动	0	0	0	0					
其他流动负债	3,440	3,440	3,440	3,440					
流动负债合计	10,922	11,631	12,155	12,545	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	146	146	146	146	营业收入增长率	18.1%	9.0%	7.0%	5.0%
非流动负债合计	146	146	146	146	EBIT增长率	-7.3%	3.3%	0.7%	3.3%
负债合计	11,068	11,777	12,300	12,690	归母公司净利润增长率	3.1%	3.6%	0.3%	3.1%
归属母公司所有者权	28,256	34,619	41,001	47,578	获利能力				
少数股东权益	285	297	308	320	毛利率	24.3%	23.0%	22.6%	22.5%
所有者权益合计	28,542	34,916	41,309	47,898	净利率	6.7%	6.4%	6.0%	5.8%
负债和股东权益	39,610	46,693	53,609	60,588	ROE	21.7%	18.4%	15.6%	13.8%
					ROIC	22.0%	17.9%	14.8%	13.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	27.9%	25.2%	22.9%	20.9%
单位:百万元					债务权益比	2.6%	2.3%	2.0%	1.8%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	流动比率	181.9%	260.4%	331.0%	398.5%
经营活动现金流	7,472	6,271	5,893	5,696	速动比率	121.5%	197.5%	266.3%	332.6%
现金收益	6,689	6,759	6,330	6,077	营运能力				
存货影响	-438	-717	-553	-404	总资产周转率	2.3	2.1	2.0	1.9
经营性应收影响	-679	-388	-356	-314	应收账款周转天数	9	9	9	9
经营性应付影响	697	649	503	369	应付账款周转天数	29	29	29	29
其他影响	1,203	-32	-32	-32	存货周转天数	34	34	34	34
投资活动现金流	-1,089	2,846	2,944	3,118	每股指标 (元)				
资本支出	-1,501	1,586	1,744	1,918	每股收益	0.57	0.59	0.59	0.61
股权投资	491	1,260	1,200	1,200	每股经营现金流	0.69	0.58	0.54	0.53
其他长期资产变化	-79	0	0	0	每股净资产	2.61	3.20	3.79	4.40
融资活动现金流	-2,370	381	380	404	估值比率				
借款增加	60	61	20	21	P/E	9.1	8.8	8.8	8.5
财务费用	217	320	360	383	P/B	2.0	1.6	1.4	1.2
股东融资	-2,642	0	0	0	EV/EBITDA	6.8	6.7	7.0	7.2
其他长期负债变化	-4	0	0	0					

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。