

审慎推荐-B (维持)

上海石化 600688.SH

目标估值: - 元
当前股价: 5.59 元
2019年03月19日

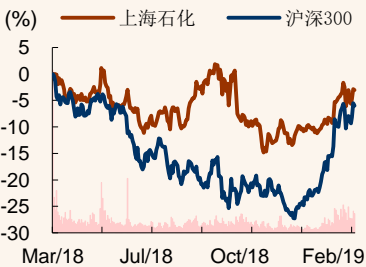
18Q4库存损失拖累全年业绩

基础数据

上证综指	3091
总股本(万股)	1082381
已上市流通股(万股)	732881
总市值(亿元)	605
流通市值(亿元)	410
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	17.4
资产负债率	31.6%
主要股东	中国石油化工股份有限
主要股东持股比例	50.44%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-1	-1
相对表现	-5	-19	4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《上海石化(600688)——产品涨价叠加库存收益,半年报业绩略超预期》2018-08-26

2、《上海石化(600688)——炼化维持高景气,业绩平稳增长》2018-02-21

王强
wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

李舜
lishun2@cmschina.com.cn
S1090518070001

石亮
shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

事件:

公司发布 2018 年年报,报告期内公司实现营业收入 1077.64 亿元,同比增长 17.12%;实现归母净利润 52.77 亿元,同比下降 14.07%;扣非后归母净利润 50.68 亿元,同比下降 19.48%;实现基本每股收益 0.488 元。同时公司宣布派发 2018 年股息每股 0.25 元(含税)。

评论:

1、18Q4 油价大跌,库存损失和赛科业绩同比下降导致全年业绩回落

进入 18 年 10 月份后,由于沙特受政治影响宣布全力增产且美国在对伊石油制裁问题上宣布给予 8 个国家和地区半年期限的豁免,油价大幅下跌。由最高的 86 美元/桶跌至 50 美元/桶左右。这一过程中,炼化企业的原料库存遭受了较大损失,导致公司 18Q4 单季度归母净利润下降至 6.17 亿元,由此估计 Q4 单季库存损失在 10 亿元左右。此外,上海赛科全年归母净利 32.29 亿元,其中下半年盈利仅 6 亿元左右,我们估计也是受油价大跌产生库存损失进而业绩同比出现明显下滑。

2、全年运行保持平稳,分红符合预期

公司 2018 年完成原油加工量 1437.9 万吨,同比略有增长,其中来料加工量 72.9 万吨,同比大幅下降 88 万吨左右。加工自营原油平均成本 3382.4 元/吨,同比上涨近 800 元/吨,主要是原油价格波动造成。18 年全年累计柴汽比 1.16,较上半年继续下降 0.03,柴油产量达 373.1 万吨,同比下降 13 万吨,汽油产量则同比上涨约 6 万吨左右。其中高牌号汽油比例达 31.4%,产品结构持续优化。虽然三季度乙烯和合成树脂装置存在检修,但全年乙烯产量仍保持了小幅增长。整体运行情况非常平稳。此外,公司宣布派发 2018 年股息每股 0.25 元(含税),分红比例超过 50%,按现价计算股息率约 4.8%,基本符合预期。

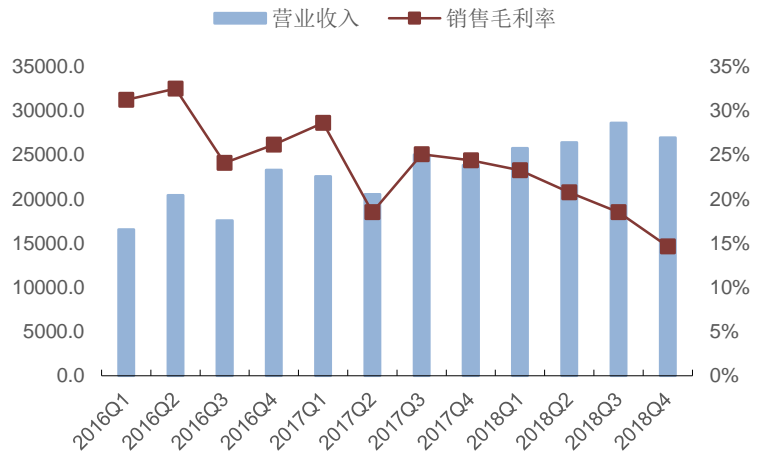
3、油价维持震荡走势,新炼化项目陆续进入投产期,上石化仍有比较优势

上半年 OPEC 维持减产,地缘政治事件持续发酵并影响原油供给,美国页岩油投资活动放缓,再上量需 Q3 打通管输瓶颈,供给方面利空不多,关键是市场对于需求预期较为悲观,预计上半年整体维持震荡走势。从油价绝对水平来说,65 美元仍是炼化行业较为舒适的区域。在上一轮景气周期后,目前在建的新炼化项目将陆续在 2019-2021 年进入投产期,这些大炼油、大乙烯、大芳烃项目将明显影响行业的供需平衡和产品价差。此外,我国也在逐步放开成品油批发零售市场的准入门槛,竞争程度必将更加激烈。面对竞争,我们认为上石化为代表的国营炼厂仍有比较优势,一是此类炼厂建设较早,虽然在产品结构方面优势不明显,但折旧和财务负担小,完全成本并不具备劣势;二是背靠中石化强有力的销售网络,不易受到外部冲击。目前公司拟迁建关停的 1# 乙烯,具体动向值得关注。

投资建议。我们预计公司 2019-2021 年归属于上市公司股东的净利润分别为 62.8 亿元、65.5 亿元和 69.4 亿元,对应 EPS 分别为 0.58、0.61、0.64 元;对应目前股价,PE 分别为 9.6、9.2 和 8.7 倍,维持“审慎推荐-B”评级。

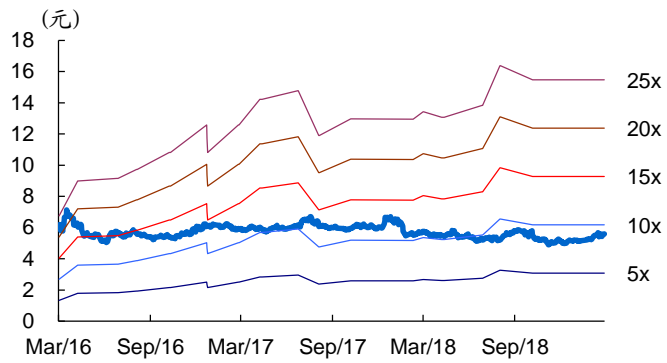
风险提示: 国际油价大幅波动、化工产品盈利下滑风险。

图 1: 公司单季度营业收入和毛利率



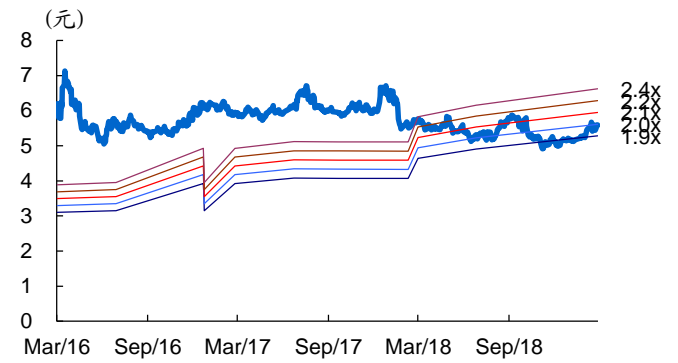
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 上海石化历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 上海石化历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19866	25299	28684	33280	37805
现金	9504	10242	13488	17595	21480
交易性投资	0	2720	2720	2720	2720
应收票据	1151	789	815	848	890
应收款项	2275	3181	3286	3418	3589
其它应收款	19	0	0	0	0
存货	6598	8121	8121	8436	8850
其他	319	246	253	263	276
非流动资产	19743	19241	18875	18357	17904
长期股权投资	4592	4657	4657	4657	4657
固定资产	12893	11670	11440	11034	10675
无形资产	398	356	320	288	259
其他	1861	2558	2457	2377	2313
资产总计	39610	44540	47559	51636	55710
流动负债	10922	13913	13357	14024	14431
短期借款	606	497	600	600	600
应付账款	5573	7394	7541	7834	8218
预收账款	477	0	0	0	0
其他	4266	6021	5215	5590	5612
长期负债	146	140	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他	146	140	140	140	140
负债合计	11068	14053	13497	14164	14571
股本	10814	10824	10824	10824	10824
资本公积金	604	621	621	621	621
留存收益	16838	18926	22501	25912	29578
少数股东权益	285	116	116	116	116
归属于母公司所有者权益	28256	30370	33945	37356	41022
负债及权益合计	39610	44540	47559	51636	55710

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7078	6695	5645	6872	6706
净利润	6142	5277	6281	6551	6942
折旧摊销	1822	1810	1640	1558	1488
财务费用	(244)	(390)	(204)	(275)	(355)
投资收益	(1244)	(878)	(1000)	(1100)	(1100)
营运资金变动	475	744	(798)	172	(242)
其它	127	133	(274)	(34)	(27)
投资活动现金流	(2401)	(1928)	0	100	100
资本支出	1197	(1187)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	(3598)	(741)	1000	1100	1100
筹资活动现金流	(2607)	(3543)	(2399)	(2866)	(2921)
借款变动	(185)	(613)	103	0	0
普通股增加	14	10	0	0	0
资本公积增加	51	17	0	0	0
股利分配	(2700)	(3244)	(2706)	(3141)	(3276)
其他	213	288	204	275	355
现金净增加额	2070	1224	3246	4107	3885

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	92014	107765	111364	115819	121610
营业成本	69657	87030	88757	92200	96727
营业税金及附加	12744	12075	12479	12978	13627
营业费用	510	537	555	577	606
管理费用	2551	2617	2561	2895	3040
财务费用	(217)	(293)	(204)	(275)	(355)
资产减值损失	179	169	150	150	150
公允价值变动收益	(2)	33	0	0	0
投资收益	1244	878	1000	1100	1100
营业利润	7883	6767	8066	8393	8914
营业外收入	15	48	48	48	48
营业外支出	46	65	65	65	65
利润总额	7851	6749	8048	8375	8897
所得税	1699	1472	1767	1824	1955
净利润	6152	5277	6281	6551	6942
少数股东损益	11	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	6142	5277	6281	6551	6942
EPS (元)	0.57	0.49	0.58	0.61	0.64

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	18%	17%	3%	4%	5%
营业利润	2%	-14%	19%	4%	6%
净利润	3%	-14%	19%	4%	6%
获利能力					
毛利率	24.3%	19.2%	20.3%	20.4%	20.5%
净利率	6.7%	4.9%	5.6%	5.7%	5.7%
ROE	21.7%	17.4%	18.5%	17.5%	16.9%
ROIC	19.5%	15.7%	17.0%	16.0%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	27.9%	31.6%	28.4%	27.4%	26.2%
净负债比率	1.5%	1.1%	1.3%	1.2%	1.1%
流动比率	1.8	1.8	2.1	2.4	2.6
速动比率	1.2	1.2	1.5	1.8	2.0
营运能力					
资产周转率	2.3	2.4	2.3	2.2	2.2
存货周转率	10.9	11.8	10.9	11.1	11.2
应收帐款周转率	46.8	39.5	34.4	34.6	34.7
应付帐款周转率	13.1	13.4	11.9	12.0	12.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.57	0.49	0.58	0.61	0.64
每股经营现金	0.65	0.62	0.52	0.63	0.62
每股净资产	2.61	2.81	3.14	3.45	3.79
每股股利	0.30	0.25	0.29	0.30	0.32
估值比率					
PE	9.8	11.5	9.6	9.2	8.7
PB	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.0	8.0	6.8	6.6	6.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王 强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队**2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。**

石 亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李 舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。