

## 化工

2019年08月21日

## 上海石化 (600688)

——原油加工成本提升叠加石化产品价格下跌，公司19H1 盈利明显下滑

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2019年08月21日

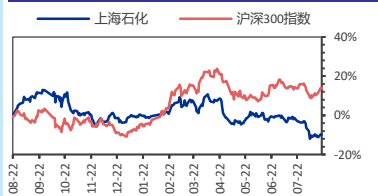
收盘价(元)	4.39
一年内最高/最低(元)	5.9/4.33
市净率	1.7
息率(分红/股价)	5.69
流通A股市值(百万元)	32173
上证指数/深证成指	2880.33/9322.75

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年06月30日

每股净资产(元)	2.66
资产负债率%	34.24
总股本/流通A股(百万)	10824/7329
流通B股/H股(百万)	-/3495

一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

谢建斌 A0230516050003  
xiejb@swsresearch.com  
徐睿潇 A0230518110004  
xurx2@swsresearch.com

## 研究支持

徐睿潇 A0230518110004  
xurx2@swsresearch.com

## 联系人

徐睿潇  
(8621)23297818×转  
xurx2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公司19H1 归母净利润同比下滑67.7%，低于我们的预期。**19H1 公司营业收入下降0.4%，营业成本增加7.26%，导致归母净利润大幅降至11.37亿，同比下滑67.7%，其中19Q1 归母净利润6.11亿，同比下降65.5%，19Q2 归母净利润5.27亿，同比下滑70.0%。公司19H1 经营性现金流净额2.46亿，同比下滑94.18%，主要由于税前利润同比下滑69.90%。
- **石油产品和中间石化产品盈利下降明显。**分版块看，19H1 合成纤维、树脂及塑料、中间石化产品、石油产品和石油化工产品贸易的营业收入分别上升6.29%、下降1.79%、下降15.80%、上升0.5%和上升5.24%。19H1 公司毛利率16.0%，同比下滑5.98个百分点，中间石化产品毛利率下滑10.85个百分点到16.34%，主要因为乙烯下游的化工品价格下跌；石油产品毛利率下滑8.31个百分点到24.53%，19H1 公司汽、柴、煤价格同比分别-1.42%、-1.26%和+1.37%，毛利率下滑主要因为原油加工成本增加。
- **受汇率、原油成本和运费影响，原油加工成本同比上升。**19H1 公司营业成本436.65亿，同比增长7.26%，主要因为公司加工原油（自营部分）的平均单位成本为人民币3,309.34元/吨，同比增长7.88%。一是受汇率影响及原油成交贴水和运费同比上升；二是公司19H1 生产汽油168.82万吨，同比增加3.51%；柴油185.12万吨，同比减少4.94%；航空煤油92.51万吨，同比增加25.10%，为了增产汽油和航煤，减少沥青产量，适当提高了轻质油加工比例，来自单位加工成本上升使得原油加工成本增加了16.83亿元。
- **上海赛科业绩同比下滑致使投资收益减少。**公司19H1 实现投资收益4.92亿，同比下滑18.24%，其中3.80亿来自联营公司上海赛科，占归母净利润的33.64%。上海赛科建有8套主要生产装置，拥有单线产能109万吨乙烯装置，以及60万吨聚乙烯、25万吨聚丙烯等7套装置。19H1 上海赛科实现营业收入145.73亿，同比下滑7.67%，净利润18.99亿元，同比下滑28.82%，业绩下滑主要由于下游产品市场需求减少。
- **投资建议：**一方面面临经济下行压力，另一方面民营炼化项目投产或加剧竞争，我们下调2019~2021年EPS预测分别为0.23元、0.24元和0.30元（调整前分别为0.51元和0.47元和0.52元），对应PE分别为19X、18X和15X。截止19H1 公司货币资金129.7亿，比年初增加26.59%，资产负债率34.24%，总体账上现金充裕，保持低杠杆率，公司已开始调整产品结构应对行业竞争，同时依托中石化销售渠道优势，在景气下滑情况下经营相对民营企业更加稳定，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原油将大幅下跌；成品油市场竞争加剧；化工品价格大幅下跌。

## 财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	107,765	51,993	104,041	102,267	104,557
同比增长率(%)	17.1	-0.4	-3.5	-1.7	2.2
归母净利润(百万元)	5,277	1,137	2,511	2,640	3,248
同比增长率(%)	-14.1	-67.7	-52.4	5.1	23.0
每股收益(元/股)	0.49	0.11	0.23	0.24	0.30
毛利率(%)	19.2	16.0	16.2	16.7	17.4
ROE(%)	17.4	3.9	8.3	8.3	9.5
市盈率	9		19	18	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	77,894	92,014	107,765	104,041	102,267	104,557
营业总收入同比增长率 (yoy)	-3.60%	18.13%	17.12%	-3.50%	-1.70%	2.20%
其中: 营业收入	77,894	92,014	107,765	104,041	102,267	104,557
减: 营业成本	55,743	69,657	87,030	87,164	85,229	86,324
毛利率 (%)	28.44%	24.30%	19.24%	16.20%	16.70%	17.40%
减: 税金及附加	11,906	12,744	12,075	11,658	11,459	11,716
主营业务利润	10,245	9,613	8,660	5,219	5,579	6,517
主营业务利润率 (%)	13.15%	10.45%	8.04%	5.02%	5.46%	6.23%
减: 销售费用	493	510	537	541	532	544
减: 管理费用	2,683	2,514	2,617	3,121	3,068	3,137
减: 研发费用	0	37	37	40	40	40
减: 财务费用	-56	-216	-293	-365	-326	-307
经营性利润	7,124	6,768	5,762	1,882	2,265	3,103
经营性利润同比增长率 (yoy)	99.84%	-5.00%	-14.86%	-67.86%	20.35%	37.00%
经营性利润率 (%)	9.15%	7.36%	5.35%	1.81%	2.21%	2.97%
减: 资产减值损失	330	179	169	-158	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	907	1,245	878	800	760	740
营业利润	7,658	7,883	6,767	3,101	3,287	4,105
加: 营业外净收入	107	-32	-18	-18	-18	-18
利润总额	7,765	7,851	6,749	3,083	3,269	4,087
减: 所得税	1,797	1,699	1,472	573	629	839
净利润	5,969	6,152	5,277	2,511	2,640	3,248
少数股东损益	13	11	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	5,956	6,142	5,277	2,511	2,640	3,248
归母净利润同比增长率 (yoy)	83.48%	3.12%	-14.07%	-52.40%	5.10%	23.00%
全面摊薄总股本	10,800	10,814	10,824	10,824	10,824	10,824
每股收益 (元)	0.55	0.57	0.49	0.23	0.24	0.30
归属母公司所有者净利润率 (%)	7.65%	6.67%	4.90%	5.90%	-	-
ROE	24.06%	21.74%	17.38%	8.30%	8.30%	9.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【毛利率】= (营业收入-营业成本)/营业收入\*100%

【主营业务利润率】= (营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入\*100%

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润率】= 主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入\*100%

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。