

上海石化 (600688)

大周期刚刚启动、看千亿市值

肖洁 (分析师)	傅锴铭 (研究助理)
0755-23976115	0755-23976516
xiaojie@gtjas.com	fukaoming@gtjas.com
证书编号 S0880513080002	S0880114080039

本报告导读:

我们测算公司3月净利5亿元, 年化超过50亿。赛科作为“上石化”、“中石化”化工业务的缩影, 2015Q1 预计4亿利润, 体现了我们一直强调的“炼化大周期反转”。

投资要点:

维持“增持”评级, 提高目标价至9.26元, 距离目标价仍有29.7%的空间。维持公司2015-2017年EPS分别为0.29元、0.35元、0.42元。目标价提高在于3月单月利润超出市场预期, 我们认为炼化大周期刚刚启动, 未来单月业绩同比环比提高改善的空间较大, 我们按照3月5亿元净利润年化, 给予20倍PE, 看千亿市值。公司未来的催化剂包括: 1、Q2-Q4业绩的环比大幅改善; 2、主要石化大宗产品价格差扩大; 3、中石化改革进展提速或分拆资产估值提升, 带来的公司重组预期的逐步发酵。

我们在前期报告中提到的第一个催化剂“盈利的拐点”如期而至。公司公告1季报预计盈利6300万元, 同比2014Q1(亏损7297万元)、环比2014Q4(亏损4.7亿元, 即便剔除2.95亿元的跌价损失仍亏损1.75亿元)均实现了盈利的反转, 远远超出市场对1季度亏损1-2个亿的一致预期。根据我们的测算, 公司3月份单月的盈利超过5个亿, 公司投资20%的赛科作为“上石化”、“中石化”化工业务的缩影, 2015Q1 预计4亿利润, 印证了我们前期深度报告中提到的“原油熊市带来的供给收缩造就炼油和石化大周期的盈利拐点”的判断。

公司作为中石化体系内唯一的炼化一体化的上市平台, 受益于中石化改革预期的持续发酵, 体现在估值的提升。炼化板块整体盈利的反转和逐季改善, 带来中石化炼化板块整合预期的渐强。

风险因素: 油价下跌的库存损失、中石化改革和分拆上市进程放缓。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	115,540	102,183	92,973	105,684	116,063
(+/-)%	24%	-12%	-9%	14%	10%
经营利润 (EBIT)	1,652	-476	3,761	4,655	5,531
(+/-)%	192%	-129%	890%	24%	19%
净利润	2,004	-716	3,138	3,834	4,543
(+/-)%	229%	-136%	538%	22%	19%
每股净收益 (元)	0.19	-0.07	0.29	0.35	0.42
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	1.4%	-0.5%	4.0%	4.4%	4.8%
净资产收益率 (%)	11.2%	-4.3%	17.9%	19.9%	21.0%
投入资本回报率 (%)	6.3%	-1.9%	22.1%	36.2%	57.6%
EV/EBITDA	15.8	35.2	10.0	8.1	6.6
市盈率	29.6	-82.9	18.9	15.5	13.1
股息率 (%)	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.26

上次预测: 6.83

当前价格: 7.14

2015.04.24

交易数据

52周内股价区间 (元)	2.88-7.33
总市值 (百万元)	77,112
总股本/流通A股 (百万股)	10,800/2,385
流通B股/H股 (百万股)	0/3,495
流通股比例	54%
日均成交量 (百万股)	10872.73
日均成交值 (百万元)	594.69

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,639
每股净资产	1.54
市净率	4.6
净负债率	40.00%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.01	0.01
Q2	-0.01	0.08
Q3	0.00	0.10
Q4	-0.05	0.10
全年	-0.07	0.29

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	27%	73%	122%
相对指数	8%	41%	8%

相关报告

《业绩提前扭亏、炼化大周期反转》2015.04.08

《韬光养晦、蓄势待发》2015.03.23

《炼化大周期拐点、中石化改革预期发酵》2015.03.15

模型更新时间: 2015.04.24

股票研究

能源
石油

上海石化 (600688)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.26

上次预测: 6.83

当前价格: 7.14

公司网址

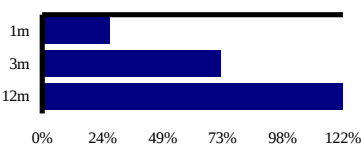
www.spc.com.cn

公司简介

公司是目前中国规模最大的炼油化工一体化、高度综合的现代化石油化工企业之一,是中国发展现代石油化工工业的重要基地。

公司主要生产石油制品、中间化工原料、合成树脂及塑料制品、合纤原料及合成纤维等四大类 60 多种产品。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

2.88-7.33

市值 (百万)

77,112

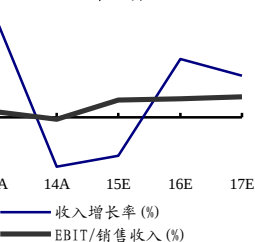
财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	115,540	102,183	92,973	105,684	116,063
营业成本	100,477	90,047	73,643	84,515	93,943
税金及附加	9,987	9,401	12,425	13,027	13,027
销售费用	691	544	539	634	662
管理费用	2,732	2,667	2,603	2,853	2,902
EBIT	1,652	-476	3,761	4,655	5,531
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	121	54	200	109	103
财务费用	-189	392	304	240	191
营业利润	1,922	-1,038	3,658	4,525	5,442
所得税	379	-214	863	1,066	1,229
少数股东损益	10	16	-71	-87	-102
净利润	2,004	-716	3,138	3,834	4,543
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	133	279	6,660	11,507	16,287
其他流动资产	298	217	0	0	0
长期投资	3,603	3,522	3,522	3,522	3,522
固定资产合计	17,225	16,155	13,130	10,186	7,334
无形及其他资产	917	1,044	899	798	727
资产合计	36,916	31,146	33,987	37,408	39,962
流动负债	18,017	12,485	14,604	16,436	16,706
非流动负债	808	1,819	1,634	1,636	1,639
股东权益	17,832	16,571	17,547	19,221	21,604
投入资本(IC)	22,076	18,752	13,278	10,020	7,524
现金流量表					
NOPLAT	1,390	-365	2,935	3,624	4,332
折旧与摊销	2,583	2,316	2,081	1,957	1,834
流动资金增量	1,193	2,527	-774	212	-426
资本支出	-724	-1,065	1,361	1,377	1,316
自由现金流	4,442	3,414	5,603	7,170	7,056
经营现金流	5,481	4,040	5,352	5,845	5,845
投资现金流	-629	-910	1,560	1,486	1,419
融资现金流	-4,879	-2,984	-531	-2,484	-2,484
现金流净增加额	-28	146	6,381	4,847	4,780
财务指标					
成长性					
收入增长率	24.1%	-11.6%	-9.0%	13.7%	9.8%
EBIT 增长率	191.9%	-128.8%	890.0%	23.8%	18.8%
净利润增长率	229.4%	-135.8%	538.0%	22.2%	18.5%
利润率					
毛利率	13.0%	11.9%	20.8%	20.0%	19.1%
EBIT 率	1.4%	-0.5%	4.0%	4.4%	4.8%
净利率	1.7%	-0.7%	3.4%	3.6%	3.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.2%	-4.3%	17.9%	19.9%	21.0%
总资产收益率(ROA)	5.4%	-2.3%	9.2%	10.2%	11.4%
投入资本回报率(ROIC)	6.3%	-1.9%	22.1%	36.2%	57.6%
运营能力					
存货周转天数	33	30	30	30	30
应收账款周转天数	5	6	7	7	7
总资产周转天数	116	122	128	123	122
净利润现金含量	2.74	-5.64	1.71	1.52	1.29
资本支出/收入	1%	1%	-1%	-1%	-1%
偿债能力					
资产负债率	51.0%	45.9%	47.8%	48.3%	45.9%
净负债率	42.6%	32.8%	-5.4%	-30.1%	-48.9%
估值比率					
PE	29.6	-82.9	18.9	15.5	13.1
PB	3.3	3.6	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	15.8	35.2	10.0	8.1	6.6
P/S	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
股息率	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%

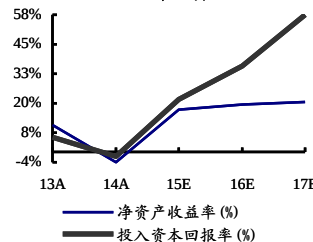
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

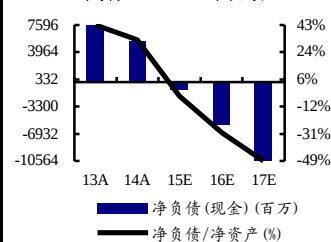
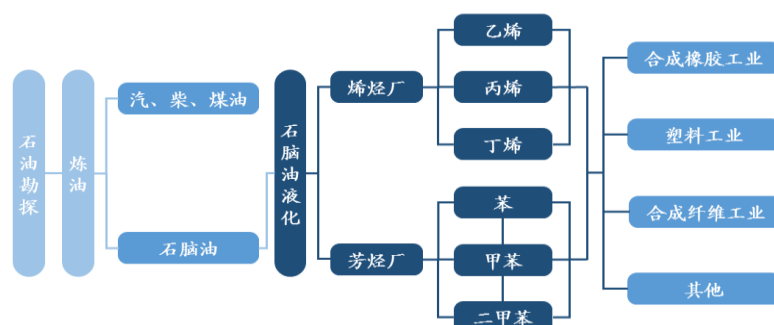


图 1 公司的炼化一体化产业链布局



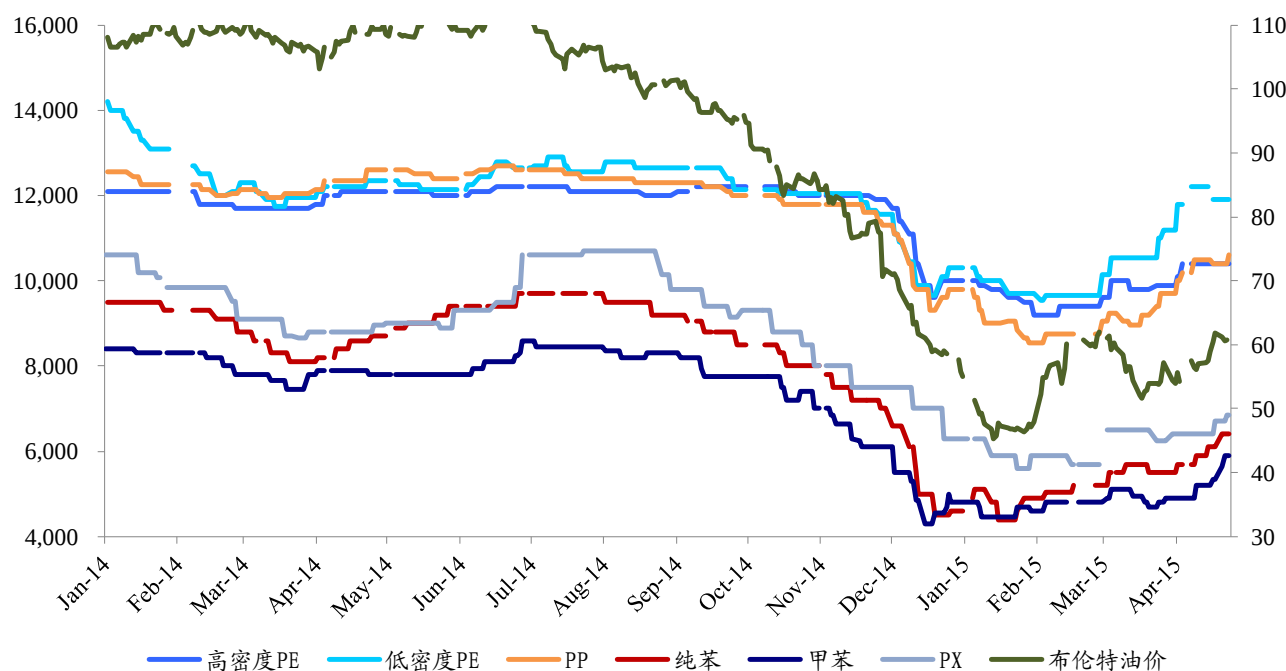
数据来源：国泰君安证券研究（公司产业链从炼油开始）

图 2 公司的炼化一体化产品构成

石油产品 万吨			中间石化产品									
原油加工能力	乙烯产能	赛科20%权益	纯苯	丁二烯	对二甲苯	PTA	丙烯晴	乙二醇	环氧乙烷	乙醛	醋酸	碳5
1600	90	24	44	14	83.5	40	15	60	16	4.2	4.5	15
树脂及塑料产品				合成纤维								
聚乙烯	聚丙烯	聚酯	聚乙烯醇	涤纶短纤	涤纶工业丝	其他长丝	睛纶短纤	睛纶毛条	丙纶			
60	50	60	3.8	15.6	2.4	3.7	18.9	3	2.5			

数据来源：国泰君安证券研究（公司产业链从炼油开始）

图 3 随着油价见底反弹，大宗化工品价格均实现大幅好转，尤其是聚乙烯



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		