

多种外因导致盈利能力下滑

增持调低

目标价格：6.5 元

投资要点：

- █ 主营收入大幅增长，但是净利润大幅度下降
- █ 多种外因导致公司盈利能力出现下降
- █ 炼油六期改造工程有序推进，公司向好因素不变，但是短期承压态势明显

报告摘要：

- **主营收入大幅增长，但是净利润大幅度下降。**报告期内，公司实现营业收入 956 万亿元，同比增长 23%；归属于上市公司股东的净利润 94.4 亿元，同比递减 65%；基本每股收益 0.13 元。
- **多种因素导致公司盈利能力出现下降。**高油价导致炼油业务出现政策性亏损，化产业务受需求低迷拖累，盈利能力下降。公司的石油产品、树脂塑料以及化纤板块的毛利同比分别降低 5.9、8.6 以及 7.2 个点。从目前的态势看，炼油政策性亏损的可能仍然存在，树脂塑料以及化纤板块的盈利修复需要时间。
- **炼油六期改造工程有序推进，公司向好因素不变。**炼油改造项目（包括新建 390 万吨/年渣油加氢装置、350 万吨/年催化裂化装置等）、5 万吨/年乙醇胺装置有序推进；异戊烯装置已经投产，碳纤维生产线也已经实现中交。
- **短期业绩承压，调低评级至“增持”。**虽然公司存在炼油扩能、碳纤维等新兴战略产业，但是高油价以及外需低迷使得公司短期业绩承压。公司 11 年以及 12 年的 EPS 分别为 0.12、0.26 以及 0.38 元，调低评级为“增持”。

化工研究组

联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

分析师：

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110930	6530	
20110630	6746	
20110331	26957	

数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《宏源证券 * 公司研究 * S 上石化：
“三驾马车”带动公司稳健增长 *
600688 * 石化行业 * 柴沁虎》，2011.4

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	77591.1	95601.25	109941.44	126432.65	145397.55
增长率 (%)	50.01%	23.21%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润(百万元)	2703.73	944.41	885.44	1893.87	2751.62
增长率 (%)	73.14%	-65.07%	-6.24%	113.89%	45.29%
EPS	0.376	0.131	0.123	0.263	0.382

表 1：利润表（百万元）

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	95601	109941	126433	145398	货币资金	28	1099	1264	1454
增长率	23.21%	15.00%	15.00%	15.00%	应收和预付款项	3832	2008	4704	3013
归属母公司股东净利润	944	885	1894	2752	存货	5582	11775	7971	14608
增长率	-65.07%	-6.24%	113.89%	45.29%	其他流动资产	160	160	160	160
每股收益(EPS)	0.131	0.123	0.263	0.382	长期股权投资	3101	3101	3101	3101
每股股利(DPS)	0.000	0.003	0.007	0.010	投资性房地产	453	453	453	453
每股经营现金流	0.333	-0.012	0.367	0.262	固定资产和在建工程	16542	17892	19242	20204
销售毛利率	11.04%	11.04%	12.00%	12.50%	无形资产和开发支出	519	519	519	519
销售净利率	1.02%	0.83%	1.55%	1.95%	其他非流动资产	306	153	0	0
净资产收益率(ROE)	5.21%	4.67%	9.10%	11.71%	资产总计	30524	37162	37414	43512
投入资本回报率(ROIC)	4.16%	4.79%	7.98%	10.60%	短期借款	5512	8539	8011	8279
市盈率(P/E)	43.91	46.84	21.90	15.07	应付和预收款项	6174	9044	8070	11283
市净率(P/B)	2.29	2.19	1.99	1.77	长期借款	160	160	160	160
					其他负债	296	296	296	296
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	负债合计	12141	18039	16537	20018
营业收入	95601	109941	126433	145398	股本	7200	7200	7200	7200
减: 营业成本	85042	97804	111261	127223	资本公积	2915	2915	2915	2915
营业税金及附加	6009	6911	7947	9139	留存收益	7998	8860	10703	13381
营业费用	676	777	894	1028	归属母公司股东权益	18112	18974	20818	23496
管理费用	2556	2939	3380	3887	少数股东权益	270	299	360	448
财务费用	-84	370	422	411	股东权益合计	18383	19273	21177	23944
资产减值损失	285	150	150	150	负债和股东权益合计	30524	37312	37714	43962
加: 投资收益	143	150	150	150					
公允价值变动损益	0	0	0	0					
其他经营损益	0	0	0	0					
营业利润	1260	1141	2529	3709					
加: 其他非经营损益	32	51	51	51					
利润总额	1292	1192	2580	3760	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	317	278	625	920	经营性现金净流量	2398	-83	2645	1885
净利润	975	914	1955	2840	投资性现金净流量	-2810	-1479	-1479	-1479
减: 少数股东损益	30	29	61	89	筹资性现金净流量	320	2634	-1001	-217
归属母公司股东净利润	944	885	1894	2752	现金流量净额	-92	1071	165	190

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，三年化工行业工作经验，四年证券行业从业经验。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员，四年证券行业从业经验。

机构销售团队

	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyil@hysec.com
华北区域				
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。