

石油加工

芮定坤 S0960109074123

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

S 上石化

600688

中性

上海石化调研报告：1季报较好

上石化市场关注不多，主要由于受股改预期影响，估值相对基本面一直较高。我们调研了公司，报告旨在分析公司的基本面，并提示1季报好可能的交易性机会。

投资要点：

6-12个月目标价：9.00元

当前股价：9.84元

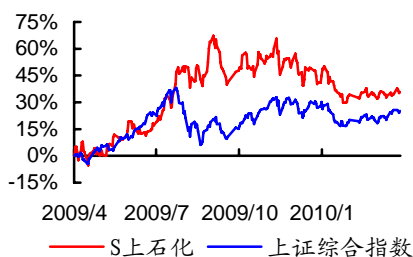
评级调整：首次

基本资料

上证综合指数	3129.26
总股本(百万)	7200
流通股本(百万)	3050
流通市值(亿)	300
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.17
资产负债率	48.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
S 上石化	0.00	-7.87	-9.48
上证综合指数	3.84	-4.42	8.11



- 公司的业务分4块：1、合成纤维；2、树脂和塑料；3、中间石化产品；4、石油产品；主要产能包括1次加工原油能力1400万吨，乙烯84.5万吨，和中石化相比，S上石化没有上游和销售（加油站），在炼油化工中主要偏重于化工，更多的原料生产化工产品。比较每百万股对应的产量：成品油上石化是中石化的45%，乙烯和合成纤维上石化是中石化的1.7和2.3倍，所以相对中石化来说，业绩对化工周期更敏感。
- 近几年公司没有大的扩建，主要是做了5期的结构调整，解决1次加工能力和2次加工能力之间的匹配问题。总体来说，没有解决股改和私有化问题之前，公司产量的增长不会太多，今年新增的产能有3个：1、合资公司上海赛科09年从90万吨扩到119万，这1块贡献业绩会增加；2、60万吨PX投产；3、15万吨/年碳五。
- 1季度炼油微利，2季度如果成品油价格不上调压力较大，但是主要生产的是供应上海的国4标准汽柴油，价格高出400元/吨，相对盈利能力较好，总体上看，由于规模效应炼油的盈利不如中石化。
- 市场最关心的仍然是股改或私有化的问题，主要问题仍然是大股东和小股东在对价问题上没有达到共识，之前10:3.2的送股方案没有通过，从上市公司的角度，对价太高涉及国有资产流失的问题，太低小股东不同意。我们将继续跟踪公司股改或私有化的进程。
- 我们预测公司10和11年的EPS分别为0.31和0.22，除去含权因素（含10送3.2），对应10年估值24倍，基本合理。我们了解到由于1季度化工价差超预期，1季报相对较好，预计EPS接近0.1，因此1季度业绩较好可能会带来交易性机会，风格激进投资者可以关注。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	51723	60858	61027	62027
同比(%)	-14%	18%	0%	2%
归属母公司净利润(百万元)	1562	2221	1564	1030
同比(%)	-75%	42%	-30%	-34%
毛利率(%)	17.5%	17.6%	16.4%	15.5%
ROE(%)	10.2%	12.8%	8.5%	5.4%
每股收益(元)	0.22	0.31	0.22	0.14
P/E	45.37	31.90	45.29	68.77
P/B	4.62	4.08	3.86	3.72
EV/EBITDA	19	15	18	20

资料来源：中投证券研究所

相关报告

## 一、解释一下公司的业务结构

上石化市场关注的不多，主要由于受股改和私有化预期的影响，估值水平一直相对基本面高。

我们认为：作为 A 股市场不多的石化公司，分析公司对理解行业有一定帮助，同时作为 1 个大市值公司，长期来看公司可以关注，所以这篇报告旨在分析清楚公司的基本面，并提示可能的交易性机会。

公司的业务分 4 块：

- 1、**合成纤维**分部主要生产涤纶及腈纶纤维；
- 2、**树脂和塑料**分部主要生产聚酯切片、高压聚乙烯树脂和薄膜、聚丙烯树脂及聚乙烯醇；
- 3、**中间石化产品**分部主要生产乙烯和苯，主要自用，部分外销；
- 4、**石油产品**分部主要生产汽柴油、航空煤油、重油及液化石油气等燃料。

目前的主要产能：一次加工原油 1400 万吨/年（1 套 800 万吨 1 套 600 万吨）、乙烯 84.5 万吨/年、有机化工原料 322 万吨/年、塑料树脂 96 万吨/年、合纤原料 114 万吨/年、合纤聚合物 59 万吨/年、合成纤维 40 万吨/年。

**和中石化相比**，S 上石化相对于其一部分，没有上游，没有销售，在炼油化工中主要偏重于化工，比如中石化约 60% 是成品油，而上石化只有约 45%，更多的原料生产化工产品。

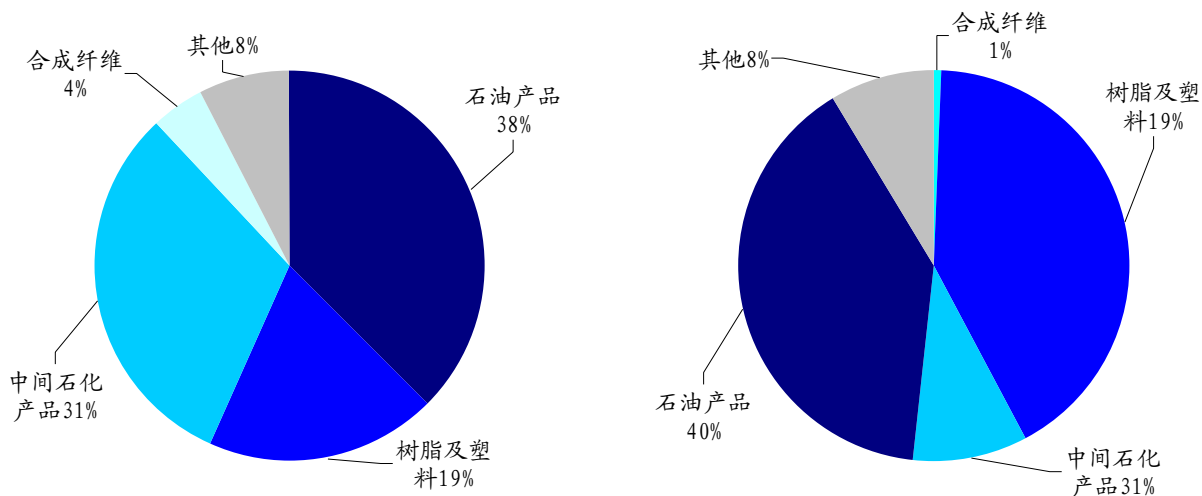
表：主要产品经营量 单位：千吨

	2008	2009
原油加工量	9238	8758
汽、煤及柴油产量	4826	4288
其中：汽油	773	806
柴油	3419	2803
航空煤油	635	679
乙烯产量	886	928
丙烯产量	487	488
化工产品销售量		
合成纤维	278	246
树脂及塑料	1463	1543
中间石化产品	1347	1519
石油产品	5747	5271

资料来源：中投证券研究所

公司 09 年主要 4 个业务板块的收入和经营利润比例如下:

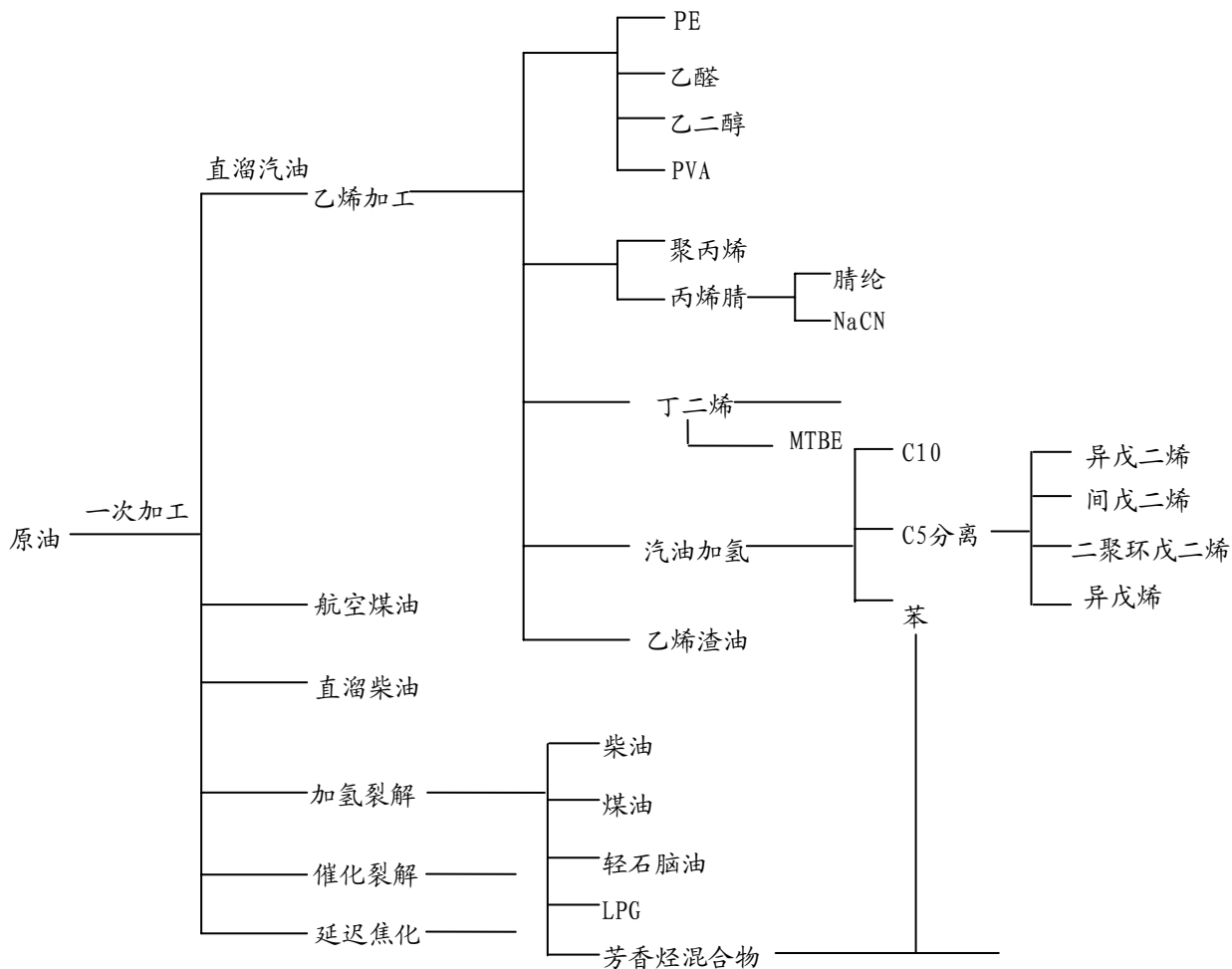
图 2009 年主要 4 个业务板块的收入和经营利润占比



资料来源: 中投证券研究所

公司的主要产品流程如图:

图: 公司主要产品示意图



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 二、盈利分析

### 公司的发展思路:

从公司自身来看,是希望做大做强的,远期规划是到 2015 年,把上海石化建设成为拥有 1600 万吨/年原油综合加工能力、150 万吨/年乙烯。

但目前的问题是,股改和私有化的问题没有解决,在中石化的大体系里母公司在规划上没有动机给与有力的支持,所以近几年公司没有大型的扩建,主要是做了 5 期的结构调整,解决 1 次加工能力和 2 次加工能力之间的匹配问题。今年的资本支出仍然在 20 亿左右,目前还没有确定要做的项目。总体来说,没有解决股改和私有化问题之前,公司的量的增长不会太多。

去年公司 EPS0.22,其中主要在 2、3 季度,1 季度基本没有盈利,EPS0.02 主要是投资收益,2、3 季度由于库存滞后效应,原料成本大幅下降,而产品价格恢复,所以毛利率提高,同时由于油加较低,国家新的成品油定价机制保证了炼油盈利,所以全年实现盈利较大增长。

今年新增的产能有 3 个: 1、合资公司上海赛科 09 年从 90 万吨扩到 119 万多,这 1 块贡献业绩会增加,09 年停了 60 多天,净利润约 6.9 亿,正常情况下应该有 10 几个亿的利润; 2、60 万吨 PX 投产; 3、15 万吨/年碳五。

成品油方面,目前炼油基本不盈利,但是由于公司主要供给上海,按国 4 标准,比国 2 和国 3 汽柴油贵 400 元,所以还弥补了一些。

另外,今年公司从西气东输和中石化拿到了天然气,今年天然气供应可以增加约 5 亿方/年,主要用作化工原料和制氢原料,可以节省下石脑油的消耗,部分降低了成本。

总体来说,公司和中石化一样,都受制于油价和石化周期 2 个变量,只不过对石化的影响更敏感,相对来讲,成品油较少。从下表可以看出:每百万股对应的产量,成品油小于中石化,乙烯和合成纤维大于中石化,换句话说,股价对成品油盈利不如中石化敏感,对化工周期更敏感。

表: 上海石化和中石化每百万股对应的产量(吨)

	上海石化	中石化
汽煤柴油	596	1315
乙烯	129	77
合成纤维	34	15

资料来源: 中投证券研究所

### 三、市场更多的仍然是关注股改或私有化

S 上石化是 A 股目前为数不多的股改未完成公司，主要是大股东和小股东在对价问题上没有达到共识，曾经提过 10: 3.2 的送股方案但没有通过，长期来看，股改有可能要做，但对价很难解决，从上市公司的角度，对价太高，设计国有资产流失的问题，太低，小股东不同意。

另外，中石化也有私有化公司然后退市的可能，实际上，齐鲁石化等一些中石化控股公司已经完成私有化退市。

目前，市场在对上石化的股价认识上，实际上已经考虑了行权因素：比如目前 9.84 元的股价去除行权因素的股价是 7.46。

我们将继续跟踪公司股改或私有化的进程。

### 四、盈利预测和投资建议

我们假设今年油价均价在 80 美元左右，明年在 90 美元，成品油上调 300-500 元/吨，这对盈利预测影响比较大。

其他主要假设：

表：主要产品产量假设 单位：千吨

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
销售量						
合成纤维	337	296	278	246	240	220
合成树脂及塑料	1559	1549	1463	1543	1500	1500
中间石化产品	1009	1232	1347	1519	1581	1597
石油产品	5110	5376	5747	5271	5640	5760
原油加工量			9238	8758	9400	9600
乙烯量			886	928	988	998

资料来源：中投证券研究所

我们预测公司 10 和 11 年的 EPS 分别为 0.31 和 0.22，除去含权因素（含 10 送 3.2），对应 10 年估值 24 倍，基本合理。我们了解到，由于 1 季度化工价差超预期，1 季报相对较好，预计 EPS 接近 0.1，因此 1 季度业绩较好可能会带来交易性机会（如果和成品油上调时机重合），风格激进投资者可以关注。

按国际准则盈利预测表如下：

**表：按国际准则分业务盈利预测**      单位：千吨

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
收入	60,311	51,723	60,858	61,027
销售成本	65,754	42,665	50,140	51,036
管理和销售费用	2,647	2,737	2,815	2,985
营业税金及附加	897	4,313	4,869	4,882
经营利润:				
合成纤维	-1,651	11	38	33
树脂及塑料	-2,177	844	960	795
中间石化产品	-43	191	1,265	1,048
石油产品	-3,946	805	564	432
其他	-1	172	50	50
营业利润合计	-7,817	2,023	2,877	2,358
财务费用净额	-330	-321	-318	-334
投资收益	132	223	100	100
应占联营及合营公司利润	1	241	250	250
税前利润/(亏损)合计	-8,014	2,167	2,909	2,374
所得税	-1,814	510	640	522
税后利润	-6,209	1,626	2,269	1,851
少数股东损益	37	64	50	50
归属母公司净利	-6,245	1,562	2,219	1,801
总股本	7,200	7,200	7,200	7,200
EPS	-0.87	0.22	0.31	0.25

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	9061	8287	9164	12241	<b>营业收入</b>	51723	60858	61027	62027
现金	126	200	772	3646	营业成本	42665	50140	51036	52436
应收账款	535	561	521	501	营业税金及附加	4313	4869	4882	4962
其它应收款	85	191	173	149	营业费用	410	487	524	514
预付账款	128	173	126	130	管理费用	2327	2328	2461	2489
存货	6884	5313	5685	5975	财务费用	311	281	215	166
其他	1304	1849	1886	1840	资产减值损失	155	100	100	100
<b>非流动资产</b>	21397	21190	20077	19533	公允价值变动收益	-10	17	21	25
长期投资	2970	3144	3203	3175	投资净收益	526	200	200	0
固定资产	15206	15021	14015	13673	<b>营业利润</b>	2058	2871	2030	1385
无形资产	557	528	498	466	营业外收入	150	100	100	0
其他	2664	2496	2360	2218	营业外支出	72	60	60	0
<b>资产总计</b>	30458	29477	29240	31774	<b>利润总额</b>	2136	2911	2070	1385
<b>流动负债</b>	14279	11227	9943	11737	所得税	510	640	455	305
短期借款	6700	5646	4000	5442	<b>净利润</b>	1626	2271	1614	1080
应付账款	3665	2178	2418	2651	少数股东损益	64	50	50	50
其他	3914	3403	3525	3644	<b>归属母公司净利润</b>	1562	2221	1564	1030
<b>非流动负债</b>	539	537	538	538	EBITDA	4051	5059	4303	3772
长期借款	304	304	304	304	EPS (元)	0.22	0.31	0.22	0.14
其他	235	233	234	234					
<b>负债合计</b>	14818	11764	10481	12275	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	294	344	394	444	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	7200	7200	7200	7200	<b>成长能力</b>				
资本公积	2882	2882	2882	2882	营业收入	-14.2%	17.7%	0.3%	1.6%
留存收益	5264	7268	8244	8909	营业利润	-80.1%	39.5%	-29.3%	-31.8%
归属母公司股东权益	15346	17368	18365	19055	归属于母公司净利润	-75.0%	42.2%	-29.6%	-34.1%
<b>负债和股东权益</b>	30458	29477	29240	31774	<b>获利能力</b>				
					毛利率	17.5%	17.6%	16.4%	15.5%
					净利率	3.0%	3.6%	2.6%	1.7%
					ROE	10.2%	12.8%	8.5%	5.4%
					ROIC	12.9%	16.3%	12.4%	8.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	48.6%	39.9%	35.8%	38.6%
					净负债比率				
					流动比率	0.63	0.74	0.92	1.04
					速动比率	0.14	0.25	0.33	0.52
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.77	2.03	2.08	2.03
					应收账款周转率	128	109	111	119
					应付账款周转率	13.81	17.16	22.21	20.69
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.22	0.31	0.22	0.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.38	0.53	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.41	2.55	2.65
					<b>估值比率</b>				
					P/E	45.37	31.90	45.29	68.77
					P/B	4.62	4.08	3.86	3.72
					EV/EBITDA	19	15	18	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

---

## 分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

---

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

---

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434