

毛利与增产双轮驱动业绩高增长

推荐 维持评级

投资要点:

- **总量提升、毛利扩张, 炼油业绩转向三大合成材料实现**
2009年公司加工原油900多万吨, 生产乙烯90多万吨, 生产合成树脂及塑料89万吨等。我们预计2010年公司加工原油1100多万吨, 2011年可达到1200万吨以上, 相对09年公司原油加工量有明显的提高。
- **终端产品价格涨幅高于原料涨幅, 毛利迅速扩张**
随着全球经济的好转, 三大合成材料需求迅速增长, 全球大型石化公司在垄断条件下石化中间体报价纷纷上升, 三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的80%左右, 而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的50%, 三大合成材料毛利迅速扩张。
- **世界各大石油机构调高石油需求预期, 中国由于处于重工业化阶段, 石油及制品需求增长更快**
- **OPEC 减产执行度下降, 石油需求增量依然低于产量增量, 国际油价在供大于求背景下不会涨得太高, 2010年继续保持N型趋势**
- **化工业务好转超预期**
- **根据各项业务综合计算, 我们预计公司2010年每股收益0.51元, 2011年盈利预测为0.62元, 2012年为0.71元。**
- **DCF-WACC模型估值区间为8.88-11.19元, 相对估值区间: 6.63-7.28元, 平均合理估值区间为7.76-9.24元, 公司2010年PE仅15倍, PB不到3倍, 给予公司推荐的投资评级。**

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	60310.57	51722.73	61032.82	68967.08	77243.13
增长率(%)	8.85%	-14.24%	18.00%	13.00%	12.00%
归属母公司净利润	-6245.41	1561.61	3683.50	4475.87	5092.94
增长率(%)	-492.27%	125.00%	135.88%	21.51%	13.79%
每股收益(EPS)	-0.867	0.217	0.512	0.622	0.707
PE	-9.11	36.42	15.44	12.71	11.17
PB	4.11	3.71	2.99	2.42	1.99
PS	0.94	1.10	0.93	0.82	0.74
EV/EBITDA(X)	-10.89	15.67	6.07	4.82	3.80
ROE	-45.12%	10.18%	19.36%	19.04%	17.81%
ROIC	-16.35%	9.12%	17.42%	23.10%	30.93%

资料来源: 中国银河证券研究所

合理估值区间: 7.76-9.24元

分析师

李国洪

✉: liguohong@chinastock.com.cn

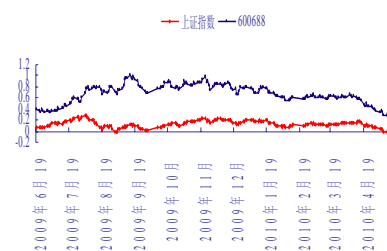
☎: (8610) 6656 8876

执业证书编号: S0130207091551

市场数据 时间 2010.05.13

A股收盘价(元)	7.90
A股一年内最高价(元)	11.50
A股一年内最低价(元)	6.82
上证指数	2711
市净率	2.99
总股本(万股)	720000
实际流通A股(万股)	72000
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	56.88

相对上证综指表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

1. 《石油化工2009年策略报告: 双石双降促双赢》 08.10.20
2. 《石油化工2010年策略报告: 低C变革炼油, 成长引领化工》 10.01.01

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

2010 年国际油价 N 型振荡, 随着全球经济的好转, 三大合成材料需求迅速增长, 全球大型石化公司在垄断条件下石化中间体报价纷纷上升, 三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 80% 左右, 而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 50%, 三大合成材料毛利迅速扩张。在毛利扩张的同时, 公司主要产品产量大幅增长, 预计 2010 年公司加工原油 1100 多万吨, 2011 年可达到 1200 万吨以上, 相对 09 年公司原油加工量 900 万吨有明显的提高。

在毛利和增产双轮驱动下, 我们判断 2010 年公司经营状况会明显好转, 全年预计可能完成 0.51 元左右的每股收益, 预计 2011 年公司业绩可达 0.62 元。

我们与市场不同的观点:

市场认为石油价格回落会损害公司业绩。我们认为国际油价适度回落有利于公司毛利扩张。希腊债务问题对大宗商品的影响是暂时的, 特别是对原油和石化产品的影响应该更小, 目前全球烃类消费旺盛, 利润较高, 乙烯 EBIT 达到 4000 元。重化工业促使中国的石油消费继续刚性增长, GDP 增速回落拖累石化行业有限。石化固定资产投资和对外贸易依然活跃, 高集中度垄断经营促使行业抗风险能力较强, 三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 80% 左右, 而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 50%, 三大合成材料毛利迅速扩张。

估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值区间为 8.88-11.19 元, 相对估值区间: 6.63-7.28 元, 平均合理估值区间为 7.76-9.24 元, 公司 2010 年 PE 仅 15 倍, PB 不到 3 倍, 给予公司推荐的投资评级。

股价表现的催化剂:

受节能减排、环保政策影响, 石化小企业将面临较大的成本压力, 一些没有竞争优势的小企业(如缺少资源的小炼厂)难逃“关停并转”厄运, 面临被大企业集团的整合, 因此石化行业并购整合与重组将明显加剧, 是良好催化剂。另外, 国内成品油价格上调及欧 3、欧 4 环保汽油标准的推行都是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

1、石化行业与国际油价相关性极强, 国际油价变动幅度较大, 向上或向下远超出我们预测的波动区间。国际油价的大幅波动势必会引发产业链价格波动较大, 而我国期货市场发展还很不完善, 众多石油化工产品没有期货, 企业无法对冲风险, 而石化行业公司业绩与国际油价相关性极强, 国际油价的大幅波动传导到企业利润上致使公司业绩波动超出我们的预期。

2、公司生产装置发生安全生产事故(石油化工企业发生装置事故概率较大)

目 录

一、总量提升、毛利扩张，炼油业绩转向三大合成材料实现.....	2
二、终端产品价格涨幅高于原料涨幅，毛利迅速扩张.....	2
三、世界各大石油机构调高石油需求预期，中国由于处于重工业化阶段，石油及制品需求增长更快.....	6
四、OPEC 减产执行度下降，石油需求增量依然低于产量增量，国际油价在供大于求背景下不会涨得太高，2010年继续保持 N 型趋势.....	7
五、化工业务好转超预期.....	9
六、公司股票表现的催化剂：.....	10
七、主要风险因素：.....	10
八、公司战略与竞争力分析.....	10
九、估值：合理价值区间 7.76-9.24 元.....	11
1、相对估值：6.63-7.28 元.....	11
2、绝对估值 DCF 模型合理价值：8.88-11.19 元.....	11
3、合理价值区间 7.76-9.24 元.....	13

一、总量提升、毛利扩张，炼油业绩转向三大合成材料实现

公司现运行的常减压装置有 2 套，产能分别为 600 万吨和 800 万吨，原油一次加工能力 1400 万吨。公司乙烯有两套生产装置，产能分别为 15 万吨和 70 万吨，乙烯总产能 85 万吨，最多可生产 96 万吨。2009 年公司加工原油 900 多万吨，生产乙烯 90 多万吨，生产合成树脂及塑料 89 万吨等。我们预计今年公司加工原油 1100 多万吨，明年可达到 1200 万吨以上，相对 09 年公司原油加工量 900 万吨有明显的提高。

由于公司主要原料来自中东地区，购买后 3 个月后才能加工成其它产品销售，当前国际油价在中位小幅时，要过 2-3 个月才能传导到下游，公司相当于使用 2-3 个月以前的低成本原料，故小幅走高的原料十分有利于公司毛利和业绩提升，公司因进口原油因晚到受益明显。

公司炼油生产装置主要包括常减压蒸馏、催化裂化、加氢裂化、延迟焦化、催化重整、芳烃分离、加氢精制、烷基化、气体分馏、沥青、制氢、脱硫、制硫等，部分炼厂还有溶剂脱沥青、溶剂脱蜡、石蜡成型、溶剂精制、润滑油加氢精制和白土精制等装置。近期，表面上看公司炼油不盈利，仅处于盈亏平衡状态，但实际上由于石脑油价格偏低，合成树脂、合成橡胶、合成纤维价格较好，下游三大合成材料毛利较高，炼油业绩通过石脑油由下游三大合成材料实现，炼油仍可保持较好的经营状态。

图 1: 公司厂区图



资料来源：公司网站

二、终端产品价格涨幅高于原料涨幅，毛利迅速扩张

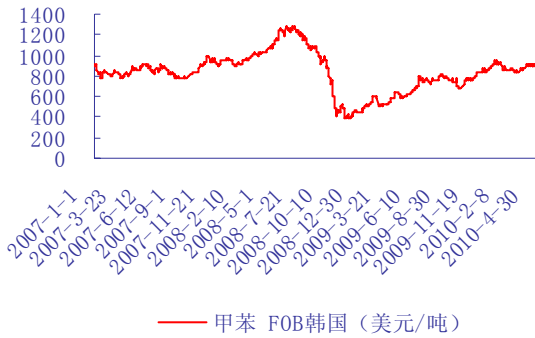
石脑油均价 75 美元/桶，乙烯、LDPE 升至 1335 和 1520 美元/吨，价格、价差都要高出油价同期水平约 160-200 美元/吨，终端 LDPE 的产品价格涨势更猛。当前原油、石脑油价仅为历史最高水平的 55%，但产品价格已经上涨至历史最高水平的 80% 左右，吨乙烯 EBIT 达到 4000 元左右。

随着全球经济的好转，三大合成材料需求迅速增长，全球大型石化公司在垄断条件下石化中间体报价纷纷上升，三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 80% 左右，而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 50%，三大合成材料毛利迅速扩张。目前经过一段时间上涨，烯烃价格出现了高位盘整而芳烃价格出现了短期下跌的状况，虽然希腊债务问题对短期

烃类产品有一定影响，但毕竟希腊占欧洲乃至全球的经济比重较低，希腊债务问题对烯烃的影响是暂时的，受下游需求好转影响，烃类产品价格经过整理后还将保持上升态势。

图 2：国际甲苯价格趋势

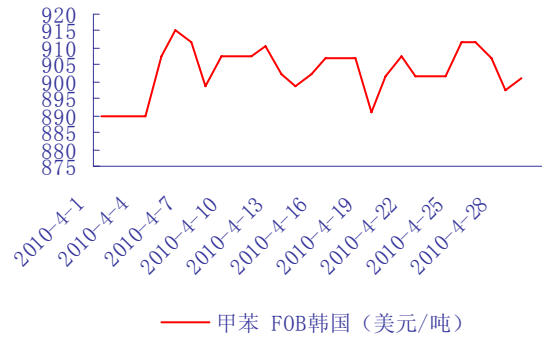
2007—2010年甲苯FOB韩国价格走势图



资料来源：百川资讯

图 3：国际甲苯近一个月价格走势

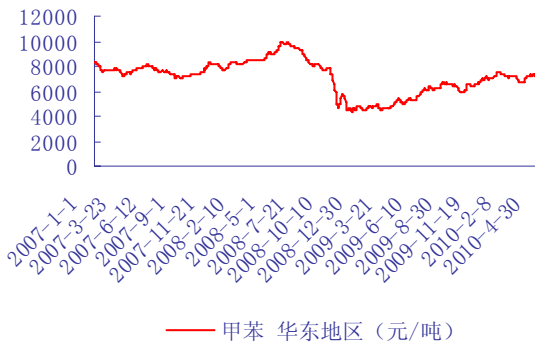
当月甲苯FOB韩国价格走势图



资料来源：百川资讯

图 4：国内甲苯价格趋势

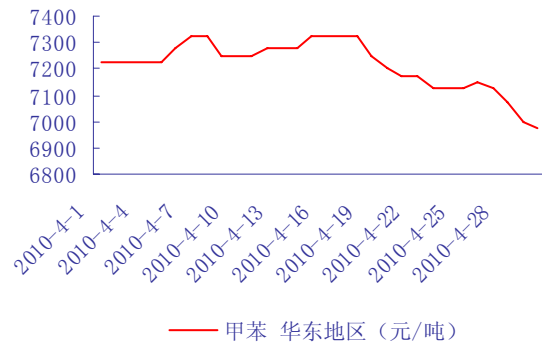
2007—2010年甲苯华东地区价格走势图



资料来源：百川资讯

图 5：国内甲苯近一个月价格走势

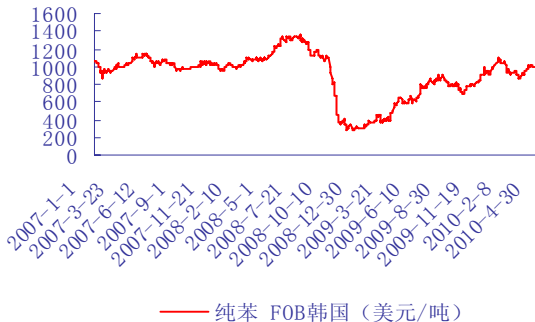
当月甲苯华东地区价格走势图



资料来源：百川资讯

图 6：国际纯苯价格趋势

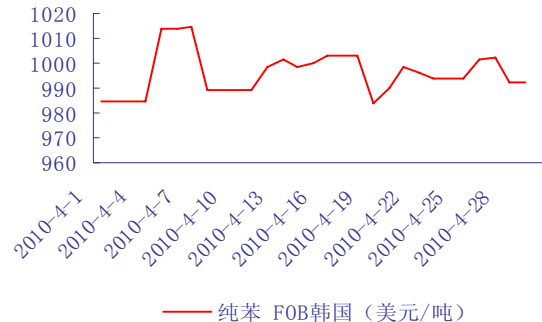
2007—2010年纯苯FOB韩国价格走势图



资料来源：百川资讯

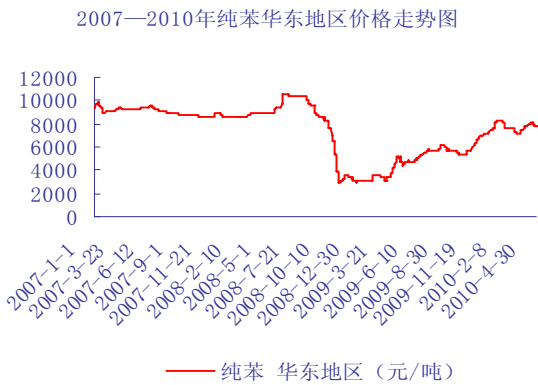
图 7：国际纯苯近一个月价格走势

当月纯苯FOB韩国价格走势图



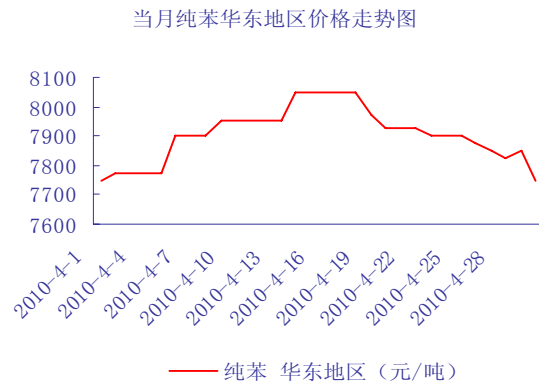
资料来源：百川资讯

图 8: 国内纯苯价格趋势



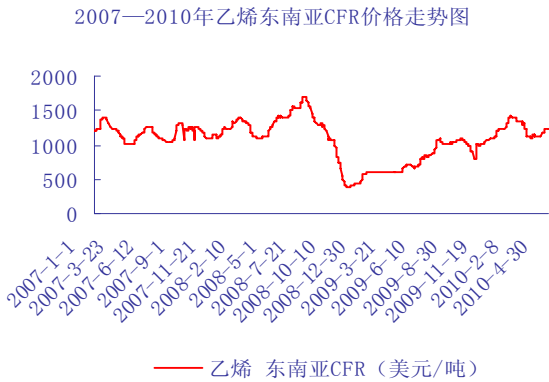
资料来源: 百川资讯

图 9: 国内纯苯近一个月价格走势



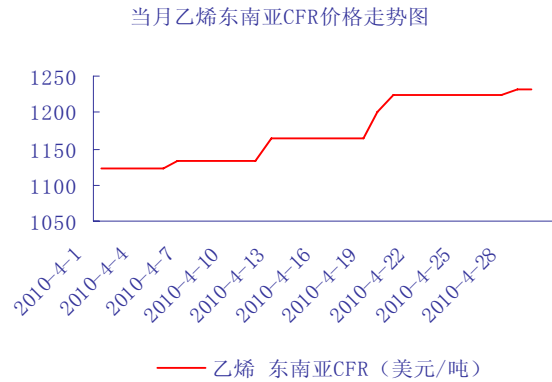
资料来源: 百川资讯

图 10: 国际乙烯价格趋势



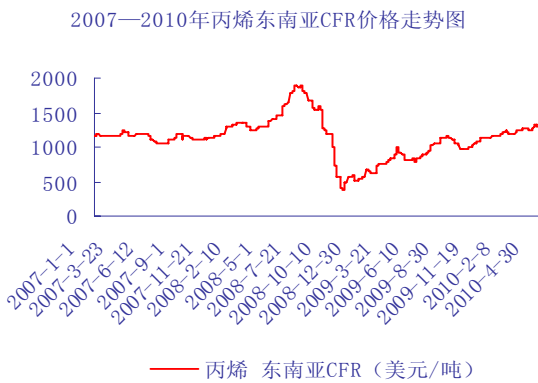
资料来源: 百川资讯

图 11: 国际乙烯近一个月价格走势



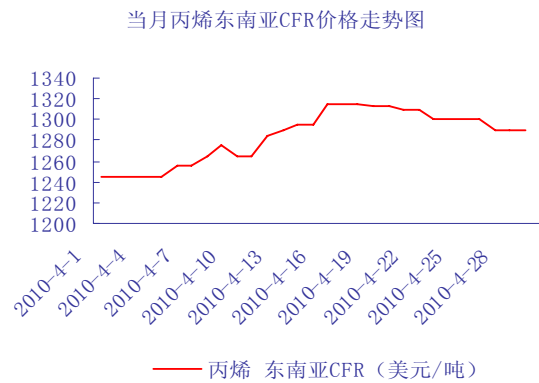
资料来源: 百川资讯

图 12: 国际丙烯价格趋势



资料来源: 百川资讯

图 13: 国际丙烯近一个月价格走势



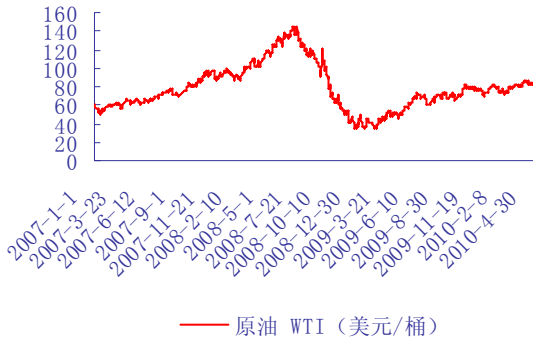
资料来源: 百川资讯

基于通货膨胀处于温和水平、经济逐渐复苏和市场信心提升等因素，处于产业链中上游的石油和化工产品今年将进入新一轮价格上涨周期。从行业数据看，石化产品的价格已经呈现出上涨趋势。在中国化工网重点监测的约 70 种石化产品中，价格 1 月份环比上涨的占比达 68.7%，2 月份环比上涨的占比达 62.5%。在中国石化协会跟踪的 178 种产品中，价格 1 月份

环比上涨的占比达 69.7%，2 月份环比上涨的占比达 60.1%。

图 14: 国际汽油价格趋势

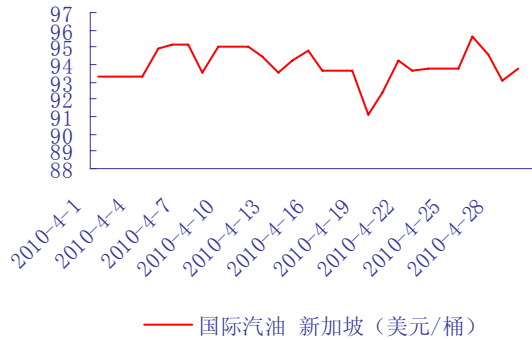
2007—2010年原油WTI价格走势



资料来源: 百川资讯

图 15: 国际汽油当月价格走势

当月国际汽油价格走势



资料来源: 百川资讯

图 16: 国际柴油价格趋势

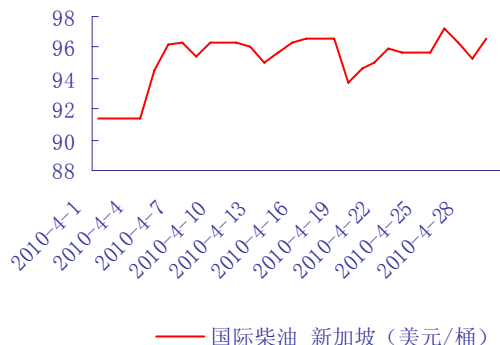
2007—2010年国际柴油价格走势



资料来源: 百川资讯

图 17: 国际柴油当月价格走势

当月国际柴油价格走势



资料来源: 百川资讯

图 18: 国际乙烯价格趋势

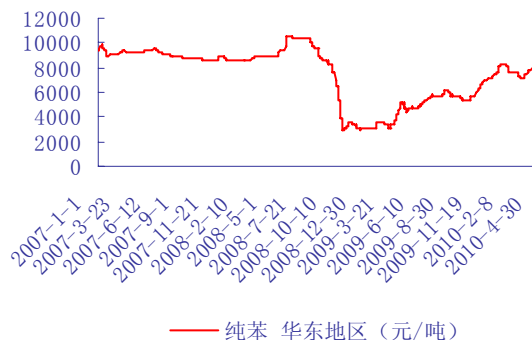
2007—2010年乙烯东南亚CFR价格走势



资料来源: 百川资讯

图 19: 国内纯苯价格走势

2007—2010年纯苯华东地区价格走势



资料来源: 百川资讯

三、世界各大石油机构调高石油需求预期，中国由于处于重工业化阶段，石油及制品需求增长更快

近期 EIA、IEA、OPEC 全球三大能源机构对 2010 年全球石油需求预测增量纷纷调高，对今明两年全球原油需求的回升均持乐观态度。EIA 在其 3 月份的短期能源展望报告中指出，今年全球石油日需求量或将增加 147 万桶，至 8557 万桶，增幅 1.7%，这一数字较 2 月份的预测数字上调了 21 万桶，增幅为 0.2%，这也是 EIA 连续第二个月上调原油需求。OPEC 预计，2010 年全球原油日均需求将增加 90 万桶，较其 2 月份的预期上调了 10 万桶。IEA 也上调了 2010 年全球石油需求增幅，日需求量为较去年增加 160 万桶。这三家研究机构的报告均指出，需求的回升绝大部分来自于非 OECD 国家，其中美国、中国对于未来原油的需求回升起到了至关重要的作用。

作为全球最大的原油消费国以及此次金融危机的发源地，美国的经济复苏进程也已经步入正轨。虽然近期美国公布的经济数据良莠不齐，但是就业市场的企稳以及消费信贷的回升表明，拉动美国经济增长的消费环节存在持续回暖的动力。在经济复苏带动原油需求回升的刺激下，美国的原油及成品油库存逐日下降，随着美国原油传统春夏季消费旺季的临近，后期库存将得到进一步消化，这将在很大程度上支撑未来油价的上涨。在经历了严重的金融危机之后，中国去年圆满完成了 GDP“保 8”任务，在两会上，国务院总理温家宝在政府工作报告中指出，今年仍将维持 GDP 增长 8% 的计划，这也表明了中国政府有决心维持国内经济健康稳定发展，而这将保证中国对于包括原油在内的大宗商品需求的增加。

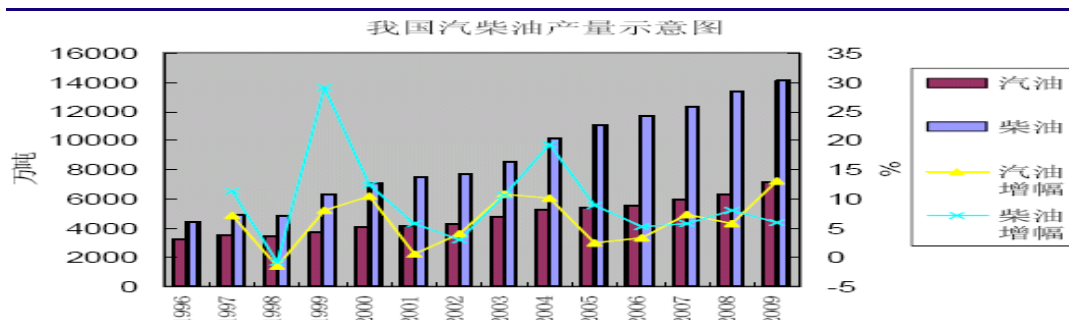
因此，从宏观经济层面来看，随着未来中美两国经济复苏的推进，对于原油和石化产品的需求将逐步增加，特别是由于中国正处于重化工业阶段，石油及制品需求增长更快。

表 1: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)

	EIA	IEA	OPEC	平均
2009 年世界石油需求	84.1	84.8	84.31	84.40
2010 年世界石油需求	85.57	86.4	85.21	85.73
增量	1.47	1.6	0.90	1.33
增幅	1.75%	1.89%	1.07%	1.58%

资料来源: EIA、IEA、OPEC

图 20: 我国汽柴油产量图



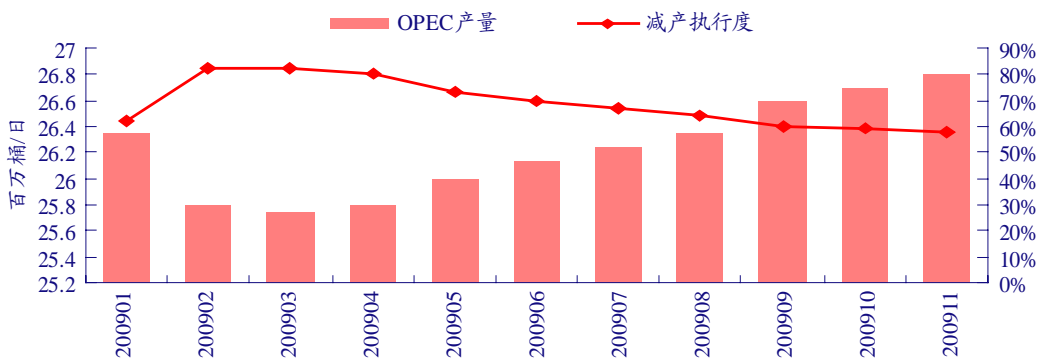
资料来源: 石油和化学工业协会

四、OPEC 减产执行度下降，石油需求增量依然低于产量增量，国际油价在供大于求背景下不会涨得太高，2010 年继续保持 N 型趋势

近期石油输出国组织（OPEC）部长级会议同意维持石油成员国产量不变，这是该组织多次维持产量配额不变，但实际上 09 年 3 月以来 OPEC 产量持续增长，该组织减产执行度已经从去年的 80% 以上下降到 60% 附近。在当前迪拜、希腊问题警戒下，中东各国纷纷会提高石油产量以换取更安全的偿债能力，因此 OPEC2010 年产量将明显上升，据 EIA 预测日均产量将比 09 年增加 280 万桶，另外非 OPEC 石油生产国 2010 年产量也会增加 25 万桶/日，主要来自巴西、阿赛拜疆、哈萨克斯坦等国产量增长。因此，2010 年全球石油产量增长至少在 305 万桶/日，远大于需求增长 115 万桶/日，特别是 OPEC 在 2010 年还有 500 万桶/日的剩余生产能力。

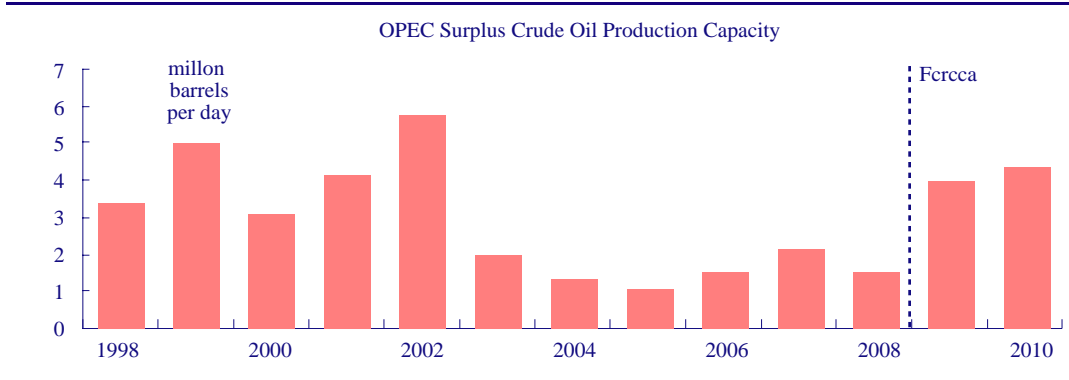
近期受希腊债务问题影响，国际油价出现了一定程度回落，达到今年 2 月以来的新低，约 75 美元/桶附近。由于希腊占欧洲乃至全球的经济比重较低，希腊债务问题对大宗商品的影响是暂时的，特别是对原油的影响应该更小，原因是目前原油下游全球烃类利润较高，乙烯 EBIT 达到 4000 元左右：石脑油均价 75 美元/桶，乙烯、LDPE 升至 1335 和 1520 美元/吨，价格、价差都要高出油价同期水平约 160-200 美元/吨，终端 HDPE\LDPE 等产品价格涨势更猛；与历史最高价相比，当前油价仅为历史最高水平的 55-60%，但产品价格已经上涨至历史最高水平的 80% 以上。这样，下游烃类高利润会促使各大企业增加烃类开工率，进而会反向拉动原油需求高涨，国际油价因此不会跌得太多。我们预计，因希腊问题国际油价下跌至 70 美元后，受烃类拉动原油需求影响，国际油价在中位还会小幅走高到 90 美元附近。

图 21: OPEC 产量与减产执行度



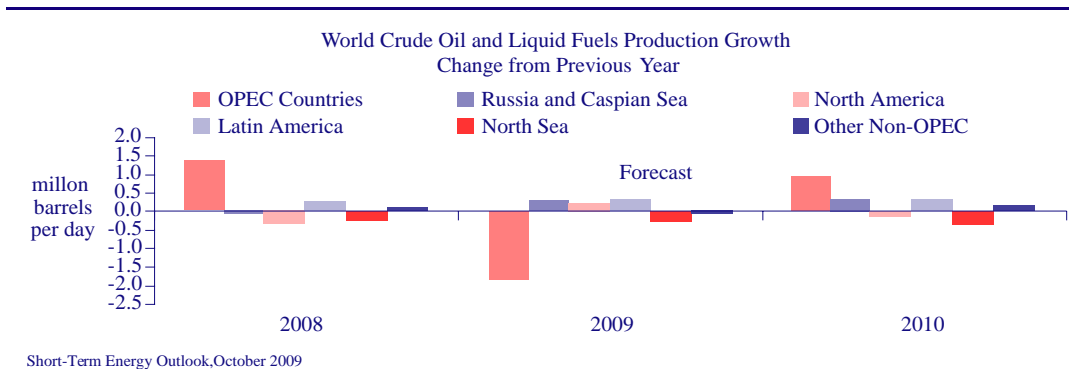
资料来源: OPEC

图 22: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)



资料来源: OPEC

图 23: 世界原油产量变化



Short-Term Energy Outlook, October 2009

资料来源: EIA (美国能源情报署)

表 2: NON-OPEC 原油供给变动预测 (百万桶/日)

NON-OPEC 国家	2009 年	2010 年	变动
NON-OPEC 供给主要减少方			
Mexico	2.95	2.69	-0.26
Norway	2.35	2.24	-0.1
United Kingdom(offshore)	1.4	1.19	-0.21
NON-OPEC 供给主要增加方			
Canada	3.35	3.41	0.06
United States	8.98	9.13	0.15
Brazil	2.6	2.81	0.21
Azerbaijan	1.03	1.15	0.13
Kazakhstan	1.53	1.66	0.13
NON-OPEC 其他			
Russia	9.89	9.89	0
China	3.98	4.01	0.03
Total non-OPEC liquids	50.18	50.44	0.25

资料来源: EIA (美国能源情报署)

五、化工业务好转超预期

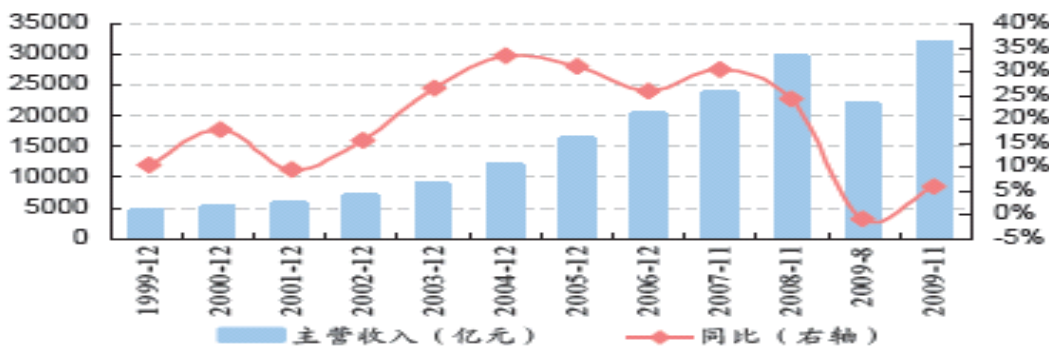
2010年以来,受全球经济复苏影响,化工终端产品价格涨幅高于原料价格涨幅,化工毛利迅速扩张,化工业务好转超预期,我们预计公司今年二、三季度业绩超过去年最好单季。

表 3: 多数化工产品价格上涨

序号	产品	单位	2010年3月	与上周同比	与上月同比
			12日	同期	同期
1	液氯	华东地区(元/吨)	1700	13.33%	25.93%
2	硫磺	CFR 中国现货价(美元/吨)	192.5	11.59%	22.61%
3	硫酸	苏州精细化98%(元/吨)	550	10.00%	27.91%
4	硫酸	苏州精细化105%(元/吨)	600	9.09%	25.00%
5	硫磺	高桥石化出厂价格(元/吨)	1400	7.69%	29.63%
6	硬泡聚醚	华东(元/吨)	13300	5.56%	16.67%
7	环氧丙烷	华东(元/吨)	14700	5.00%	11.36%
8	原盐	山东地区海盐(元/吨)	220	4.76%	4.76%
9	醋酸	华东地区(元/吨)	3300	4.76%	10.92%
10	醋酸酐	华东地区(元/吨)	5850	4.46%	9.35%
11	煤焦油	江苏工厂(元/吨)	3050	3.39%	10.91%
12	液化气	长岭炼化(元/吨)	5510	3.38%	0.92%
13	纯苯	FOB 韩国(美元/吨)	903	3.32%	-1.79%
14	VCM	CFR 东南亚(美元/吨)	945	3.28%	4.42%
15	TDI	华东(元/吨)	27900	2.76%	4.89%
16	国内汽油	中石化上海93#(元/吨)	7650	2.68%	2.68%
17	PTA	华东(元/吨)	8100	2.53%	1.89%
18	软泡聚醚	华东散水(元/吨)	15050	2.38%	7.12%
19	甲基环硅氧烷	DMC 华东(元/吨)	22000	2.33%	7.32%
20	腈纶短纤	华东(元/吨)	22500	2.27%	8.17%

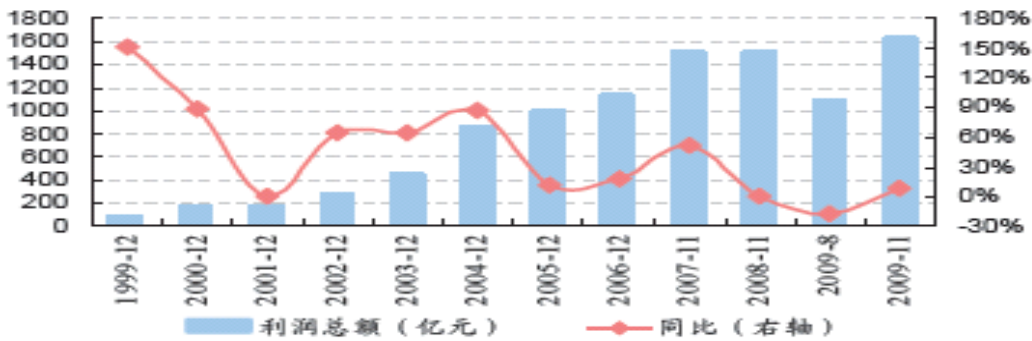
资料来源:百川资讯

图 24: 国内化工行业主营收入增长情况



资料来源:石油和化学工业协会

图 25: 国内化工行业利润总额增长情况



资料来源: 石油和化学工业协会

六、公司股票表现的催化剂:

受节能减排、环保政策影响,石化小企业将面临较大的成本压力,一些没有竞争优势的小企业(如缺少资源的小炼厂)难逃“关停并转”厄运,面临被大企业集团的整合,因此石化行业并购整合与重组将明显加剧,是良好催化剂。另外,国内成品油价格上调及欧3、欧4环保汽油标准的推行都是公司股票表现的催化剂。

七、主要风险因素:

1、石化行业与国际油价相关性极强,国际油价变动幅度较大,向上或向下远超出我们预测的波动区间。

国际油价的大幅波动势必会引发产业链价格波动较大,而我国期货市场发展还很不完善,众多石油化工产品没有期货,企业无法对冲风险,而石化行业公司业绩与国际油价相关性极强,国际油价的大幅波动传导到企业利润上致使公司业绩波动超出我们的预期。

2、公司生产装置发生安全生产事故(石油化工企业发生装置事故概率较大)

八、公司战略与竞争力分析

作为一体化的综合类石化公司,S上石化在我国石油化工领域起着举足轻重的重要位置,战略地位十分突出。

表 4: S上石化(600688.SH)战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.5
优势	一体化的综合类石化公司规模成本优势明显,经营效率高	分值: 5.0
劣势	大型央企,管理难度大,整体管理水平不高	分值: 4.0
机会	上海世博会有望带动当地成品油消费	分值: 5.0
威胁	国际原油大幅上涨,国内成品油价格严格控制	分值: 4.0

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究所

表 5: S 上石化 (600688.SH) 竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.6
供应商力量	供应商主要来自海外进口	分值: 4.5
新进入壁垒	目前成品价格政府管制有所松动, 新的《石油价格管理办法》有利于炼油业绩稳定	分值: 4.5
客户力量	客户较分散, 客户力量较弱。	分值: 5.0
替代产品	短期内无替代产品, 油价高企后替代产品研发加快	分值: 4.5
竞争对手	竞争一般	分值: 4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究

九、估值: 合理价值区间 7.76-9.24 元

1、相对估值: 6.63-7.28 元

以中国石化和中国石油为可比公司, 2010 年行业平均 PE 为 12.96 倍, 公司相对估值为 6.63 元, 2011 年行业平均 PE 为 11.71 倍, 公司相对估值为 7.28 元,

	2010-5-13	2010E	2011E	2012E
目标公司 EPS	0.22	0.51	0.62	0.71
行业均值 P/E	14.91	12.96	11.71	10.99
每股价值(元)	3.23	6.63	7.28	7.77

表 6: S 上石化相对估值表

代码	简称	P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
	行业平均	12.96	11.71	10.99	1.98	1.81	1.68	6.35	5.89	5.74	0.15	0.15	0.15
600028	中国石化	11.41	10.55	10.17	1.81	1.60	1.49	5.33	5.03	4.97	0.16	0.15	0.15
601857	中国石油	14.51	12.87	11.81	2.15	2.02	1.87	7.38	6.75	6.52	0.15	0.16	0.16

资料来源: 中国银河证券研究所

2、绝对估值 DCF 模型合理价值: 8.88-11.19 元

采用企业自由现金流模型 (DCF) 估值方法, DCF-WACC 模型估值结果每股价值敏感性分析的合理区间为 8.88-11.19 元。

表 7: S 上石化 (600688.SH) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2547.08	951.29	610.33	8646.21	17240.29	营业收入	60310.57	51722.73	61032.82	68967.08	77243.13
应收和预付款项	971.00	1351.67	2202.09	1813.14	2684.22	营业成本	65753.65	42665.33	47391.98	53435.70	59917.50
存货	4492.22	6883.83	2036.36	8021.39	3256.37	营业税金及附加	897.09	4312.67	5088.94	5750.51	6440.57
其他流动资产	346.45	700.00	700.00	700.00	700.00	营业费用	467.99	410.43	484.31	547.27	612.94
长期股权投资	2941.72	2969.65	2969.65	2969.65	2969.65	管理费用	2178.87	2326.82	2745.65	3102.58	3474.89
投资性房地产	492.69	479.25	424.58	369.92	315.26	财务费用	428.08	310.73	207.84	-83.17	-273.70
固定资产和在建工程	15382.34	15569.38	11922.12	8244.87	4537.61	资产减值损失	1180.20	154.84	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	577.48	557.17	472.75	388.33	303.91	投资收益	132.99	526.40	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	269.47	312.32	206.16	100.00	100.00	公允价值变动损益	97.64	-10.42	0.00	0.00	0.00
资产总计	28020.44	29774.56	21544.04	31253.51	32107.31	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	8838.20	7700.40	129.51	0.00	0.00	营业利润	-10364.67	2057.89	5114.09	6214.20	7070.93
应付和预收款项	3882.97	5820.49	1325.29	6503.61	2054.22	其他非经营损益	2342.39	78.36	0.00	0.00	0.00
长期借款	429.02	304.26	304.26	304.26	304.26	利润总额	-8022.28	2136.25	5114.09	6214.20	7070.93
其他负债	764.52	309.06	309.06	309.06	309.06	所得税	-1813.59	510.18	1278.52	1553.55	1767.73
负债合计	13914.72	14134.21	2068.11	7116.93	2667.53	净利润	-6208.70	1626.08	3835.57	4660.65	5303.20
股本	7200.00	7200.00	7200.00	7200.00	7200.00	少数股东损益	36.72	64.47	152.07	184.79	210.26
资本公积	2939.18	2882.28	2882.28	2882.28	2882.28	归属母公司股东净利润	-6245.41	1561.61	3683.50	4475.87	5092.94
留存收益	3702.19	5263.80	8947.29	13423.16	18516.10	基本每股收益	-0.867	0.217	0.512	0.622	0.707
归属母公司股东权益	13841.37	15346.07	19029.57	23505.44	28598.37	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	264.35	294.29	446.36	631.15	841.41	毛利率	-9.03%	17.51%	22.35%	22.52%	22.43%
股东权益合计	14105.72	15640.36	19475.93	24136.58	29439.78	销售净利率	-10.29%	3.14%	6.28%	6.76%	6.87%
负债和股东权益合计	28020.44	29774.56	21544.04	31253.51	32107.31	ROE	-45.12%	10.18%	19.36%	19.04%	17.81%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	ROA	-26.85%	8.16%	24.70%	19.62%	21.17%
净利润	-6245.41	1561.61	3683.50	4475.87	5092.94	ROIC	-16.35%	9.12%	17.42%	23.10%	30.93%
折旧与摊销	168,188.70	419,250.10	422,250.10	414,633.85	417,633.85	销售收入增长率	8.85%	-14.24%	18.00%	13.00%	12.00%
经营性现金净流量	-3478.30	3719.68	7737.77	8382.22	8620.38	EBIT 增长率	-422.23%	132.31%	118.93%	15.20%	10.87%
投资性现金净流量	-707.48	-2175.37	-300.00	-300.00	-300.00	净利润增长率	-478.31%	126.19%	135.88%	21.51%	13.79%
筹资性现金净流量	3850.64	-2029.94	-7778.73	-46.34	273.70	PE(X)	-9.11	36.42	15.44	12.71	11.17
现金流量净额	-335.90	-485.63	-340.96	8035.89	8594.07	PB(X)	4.11	3.71	2.99	2.42	1.99
EBITDA	-5858.29	4112.72	9514.44	10353.53	10943.57	PS(X)	0.94	1.10	0.93	0.82	0.74
NOPLAT	-7689.26	1798.67	3991.45	4598.27	5097.93	EV/EBITDA(X)	-10.89	15.67	6.07	4.82	3.80

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

插图目录

图 1: 公司厂区图	2
图 2: 国际甲苯价格趋势	3
图 3: 国际甲苯近一个月价格走势	3
图 4: 国内甲苯价格趋势	3
图 5: 国内甲苯近一个月价格走势	3
图 6: 国际纯苯价格趋势	3
图 7: 国际纯苯近一个月价格走势	3
图 8: 国内纯苯价格趋势	4
图 9: 国内纯苯近一个月价格走势	4
图 10: 国际乙烯价格趋势	4
图 11: 国际乙烯近一个月价格走势	4
图 12: 国际丙烯价格趋势	4
图 13: 国际丙烯近一个月价格走势	4
图 14: 国际汽油价格趋势	5
图 15: 国际汽油当月价格走势	5
图 16: 国际柴油价格趋势	5
图 17: 国际柴油当月价格走势	5
图 18: 国际乙烯价格趋势	5
图 19: 国内纯苯价格走势	5
图 20: 我国汽柴油产量图	6
图 21: OPEC 产量与减产执行度	7
图 22: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)	8
图 23: 世界原油产量变化	8
图 24: 国内化工行业主营收入增长情况	9
图 25: 国内化工行业利润总额增长情况	10

表格目录

表 1: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)	6
表 2: NON-OPEC 原油供给变动预测 (百万桶/日)	8
表 3: 多数化工产品价格上涨	9
表 4: S 上石化 (600688.SH) 战略分析	10
表 5: S 上石化 (600688.SH) 竞争力分析	11
表 6: S 上石化相对估值表	11
表 7: S 上石化 (600688.SH) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)	12
表 8: S 上石化 (600688.SH) DCF 模型	13

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908