

# 多重利好诱发股价存在上行空间

## 买入首次评级

目标价格：11元

### 投资要点：

- 日本地震改变亚太地区石化产品供需格局，S石化直接受惠
- 棉价居高不下，公司涤纶业务量价齐升
- 公司的PAN碳纤维以及600万吨炼油适应性改造箭在弦上

### 报告摘要：

- 日本地震改变亚太地区石化产品供需格局，公司的聚烯烃、芳烃业务直接从中获益。日本地震波及日本四分之一的炼厂，虽然其后部分炼厂复工，但是石化装置复工需要2~3个月的时间，亚太地区的聚烯烃、芳烃及其衍生物短期供需偏紧，日本企业的聚烯烃、芳烃产品为高端专用化学品，S上石化直接从中获益。
- 棉价高位盘整，公司涤纶业务量价齐升。公司的涤纶业务一直开工不足，棉花价格高位盘整带动公司涤纶业务量价齐升。公司的化纤上游产品规模较大（60万吨芳烃、80万吨PTA以及55万吨聚酯，60万吨乙二醇装置），需求旺盛，相关产品均存在提价空间。
- 碳纤维和原油适应性改造箭在弦上。公司兼具聚合和拉丝的能力，在碳纤维制造方面拥有优势。公司的I装置适应性改造启动已经提上日程。预计相关业务不仅会提升公司业务规模，而且会提升公司业务水平。
- 给予“买入”评价，目标价位11元。公司11年以及12年的EPS分别为0.45和0.51元，当前价位9.23元，考虑到公司直接受惠日本地震以及未来碳纤维、炼油装置适应性改造工作启动等因素，给予“买入”评级，目标价位11元。

### 分析师

康铁牛(S1180511020002)

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

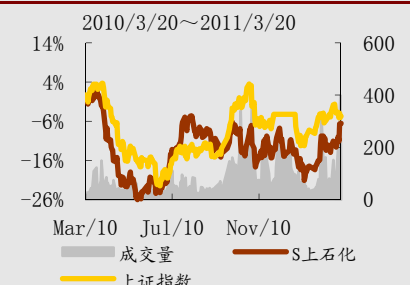
Email: zhangyanming@hysec.com

柴沁虎(联系人)

电话：010-88085958

chaiqinhu@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
20100930	27767	
20100630	26550	
20100331	26564	

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	60310.57	51722.	80717.1	92708.64	101351.63
增长率(%)	8.85%	-14.24	56.06%	14.86%	9.32%
净利润(百万元)	-6245.41	1561.6	2518.75	3246.80	3729.07
增长率(%)	-492.27%	125.00	61.29%	28.91%	14.85%
EPS	-0.867	0.217	0.350	0.451	0.518
营业收入(百万元)	60310.57	51722.	80717.1	92708.64	101351.63

## 目录

一、日本地震改变亚太地区石化产品供需格局，S 上石化是直接受益对象.....	4
二、棉花价格高涨提升公司化纤装置开工水平.....	5
三、碳纤维和原油适应性改造奠定公司未来发展基础.....	6
（一）公司是为数不多的涉足原丝生产的碳纤维企业 .....	6
（二）炼油适应性改造奠定公司未来业务发展基础 .....	6
四、估值 .....	6
五、投资风险以及不确定因素分析.....	7

## 插图

图 1: S 上石化聚烯烃产品专用料比例接近 90%.....	4
图 2: 国内聚丙烯价格一路走强.....	5
图 3: 国内聚乙烯价格一路走强.....	5
图 1: 自 09 年以来, 棉花价格一路走高, 带动公司化纤业务发展.....	5
图 2: 国内短纤价格一路走强.....	6
图 3: 国内 PTA 价格一路走强.....	6

## 表格

表 2: 受日本地震影响的炼厂.....	4
表 3: 利润表 (百万元).....	7

## 一、日本地震改变亚太地区石化产品供需格局，S 上石化是直接受益对象

2011 年 3 月 11 日，日本关东地区爆发 9 级地震，受装置毁损、燃气供应中断等因素影响，石油石化业务基本处于瘫痪状态。

综合目前已公开的信息，这次地震涉及到 5 家炼厂，总产能接近 6000 万吨，大约占到日本炼厂总能力的 26%。目前虽然部分炼厂的炼油装置已经复工，但是这些炼厂对应的化工装置复工可能还需要一段时间，保守估计大约需要 2~3 个月左右。

表 1：受日本地震影响的炼厂

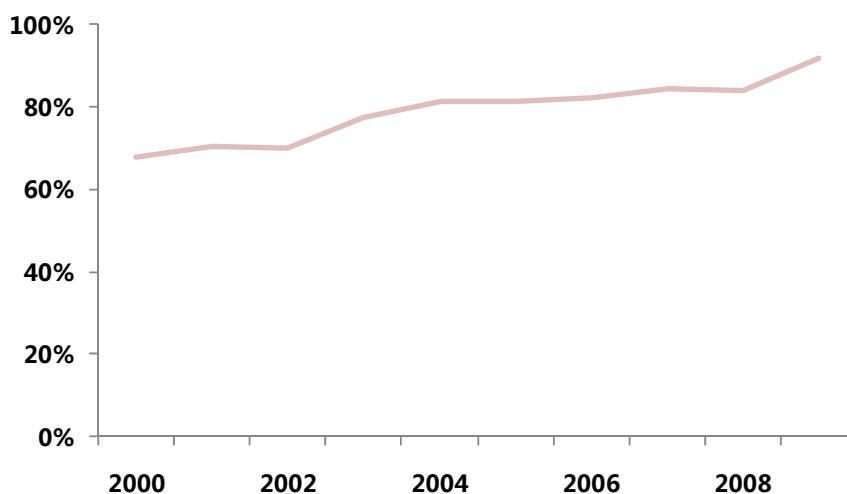
运行方	基地	能力（万桶/天）	
金星集团	仙台	14.5	受损严重
金星集团	鹿岛	25.25	
金星集团	根岸	27	
科斯莫石油公司	千叶	22	受损严重
东燃株式会社	川崎	33.5	

资料来源：WSJ、宏源证券

进一步细分，乙烯产能减少 180 万吨左右，分别为丸善石化 Keiyo 装置，对应产能 23 万吨，三菱化学茨城鹿岛装置，对应产能 83 万吨，金星公司川崎装置，对应产能 80 万吨。丙烯产能减少约 100 万吨，分别为三井千叶装置，对应产能 61.7 万吨，出光千叶张志，对应产能 37.4 万吨。芳烃装置产能减少 45 万吨，主要是 JX 公司位于仙台、鹿岛和根岸的芳烃装置。对二甲苯产能减少 95 万吨，分别为新日本石油茨城鹿岛装置，对应产能 60 万吨/年，新日本石油川崎装置，对应产能 35 万吨/年。

日本的石化装置主要以中国为市场，其产品多属于高端专用料。中国目前从日本进口的聚乙烯、聚丙烯以苯乙烯大约占中国年进口量的四分之一到三分之一。

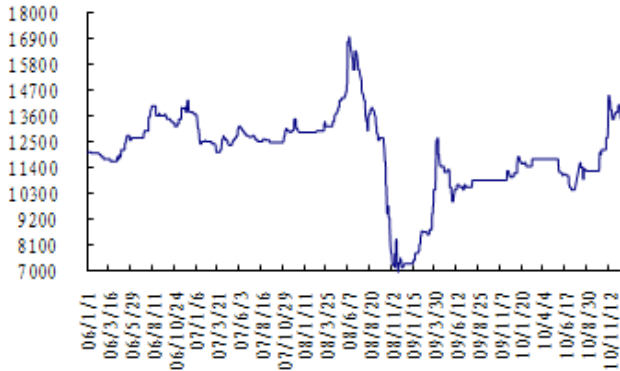
图 1：S 上石化聚烯烃产品专用料比例接近 90%



资料来源：公司报告、宏源证券

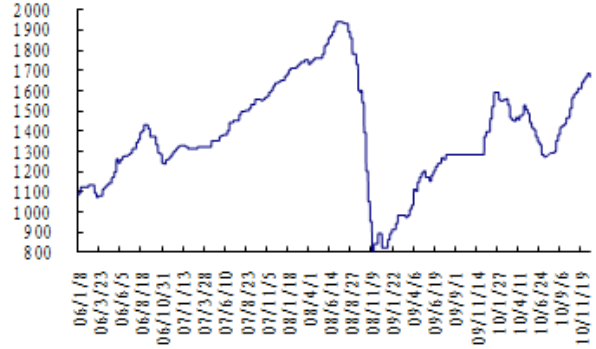
S 上石化目前有两套乙烯装置，产能 84.5 万吨。公司的 800 万吨含硫原油改造完成后乙烯装置可以使用加氢尾油，而不是常压柴油作为裂解料，具有一定的成本优势。公司聚烯烃装置无论是装置规模，还是技术水平，均处于世界先进水平。比如公司的 70 万吨聚乙烯装置采用双峰聚乙烯技术，产品基本都为高端专用料。直接受惠此轮日本地震。

图 2：国内聚丙烯价格一路走强



资料来源：百川资讯、宏源证券

图 3：国内聚乙烯价格一路走强

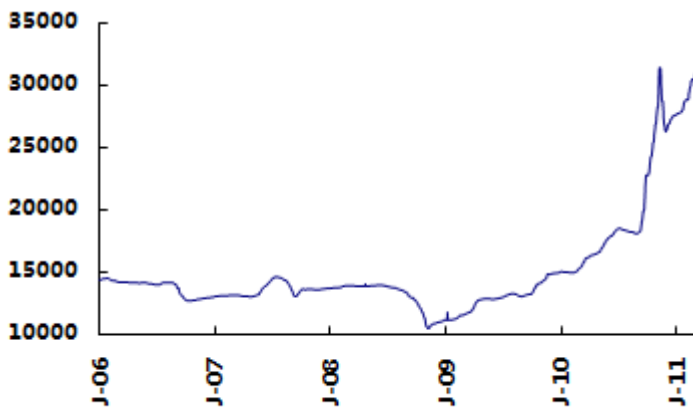


资料来源：百川资讯、宏源证券

## 二、棉花价格高涨提升公司化纤装置开工水平

S 上石化历史上是我国四大化纤生产基地，近年来，受周边民营化纤企业的挤压，公司的化纤业务一直处于收缩状态。目前主要有涤纶和腈纶两块业务，产能大约 50 万吨，其中腈纶业务开工水平较高，涤纶业务较为困难，最为困难的时刻，长丝业务开工水平不足 3 成，短纤业务不足 5 成。

图 4：自 09 年以来，棉花价格一路走高，带动公司化纤业务发展



资料来源：百川资讯、宏源证券

09 年以来，国内棉花价格一路走高，虽然近期有所反复，但是短期内棉花价格仍会高位运行。棉花价格高位运行带动公司化纤业务，尤其是涤纶业务量价齐升。预计公司的涤纶业务开工水平会稳定在 9 成。公司的涤纶业务中涤短比例较高，在长丝大规模发展的背景下优势尤其明显。

不仅如此，公司的合成纤维板块除 45 万吨合成纤维外，公司的合纤上游产品业务产能较大，业务主要生产装置有 60 万吨芳烃联合装置，80 万吨 PTA 装置以及 55 万吨聚酯装置，60 万吨乙二醇以及 13 万吨环氧乙烷生产装置。如前所叙，这些业务也会直接受惠日本地震。

图 5：国内短纤价格一路走强



资料来源：百川资讯、宏源证券

图 6：国内 PTA 价格一路走强



资料来源：百川资讯、宏源证券

### 三、碳纤维和原油适应性改造奠定公司未来发展基础

#### （一）公司是为数不多的涉足原丝生产的碳纤维企业

上海石化的碳纤维工作起步于 2005 年，目前相关业务主要由腈纶事业部负责。

公司计划建设 3000 吨/天 PAN 原丝以及三条 500 吨/天 12K-T300 PAN 基碳纤维。原丝工艺为公司自主开发的三元水相悬浮聚合，NaSCN 二步法湿法纺丝工艺路线。

公司的碳纤维技术源自 S 上石化和复旦大学，关键设备从美国引进。企业在聚合和拉丝方面具有优势，是国内为数不多的真正能够实现上下游一体化的碳纤维生产企业。

#### （二）炼油适应性改造奠定公司未来业务发展基础

公司现有两套常减压炼油装置，其中 1 套常减压蒸馏装置能力 600 万吨，主要加工低硫原油（硫质量分数大约 0.5%），另一套装置 800 万吨，能够加工高硫原油。

由于 1 蒸馏原油适应性较弱，出于成本的考虑，装置开工率不高，这也是目前公司的原油加工量始终和装置能力不匹配的主要原因所在。

公司计划在“十二五”期间启动 1 装置的适应性改造工作，改造工作完成后，不仅炼油能力会出现大幅度提升，而且公司的碳五深加工等其他产业发展的瓶颈将会被打通。

### 四、估值

主要假设

假设 11 年和 12 年的炼油能力分别为 1100 万吨和 1200 万吨。

全年原油价格维持在 100 美元/桶。

不考虑碳纤维的可能受益。

上海石化的碳纤维工作起步于 2005 年，目前相关业务主要由腈纶事业部负责。

公司 11 年以及 12 年的 EPS 分别为 0.45 和 0.51，目前股价 9.23 元，考虑公司的直接受惠日本地震，未来碳纤维业务以及炼油业务可能有较大提升空间，给予“买入”评级，目标价位 11 元。

**表 2：利润表（百万元）**

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	60310.57	51722.73	80717.13	92708.64	101351.63
减：营业成本	65753.65	42665.33	68595.04	78600.19	85909.30
营业税金及附加	897.09	4312.67	4035.86	4635.43	5067.58
营业费用	467.99	410.43	640.51	735.66	804.25
管理费用	2178.87	2326.82	3631.17	4170.63	4559.44
财务费用	428.08	310.73	317.57	58.94	-166.31
资产减值损失	1180.20	154.84	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	132.99	526.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	97.64	-10.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	-10364.67	2057.89	3496.99	4507.79	5177.37
加：其他非经营损益	2342.39	78.36	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	-8022.28	2136.25	3496.99	4507.79	5177.37
减：所得税	-1813.59	510.17	874.25	1126.95	1294.34
<b>净利润</b>	-6208.70	1626.08	2622.74	3380.84	3883.03
减：少数股东损益	36.72	64.47	103.99	134.04	153.96
<b>归属母公司股东净利润</b>	-6245.41	1561.61	2518.75	3246.80	3729.07
<b>每股收益 (EPS)</b>	-0.867	0.217	0.350	0.451	0.518

资料来源：宏源证券

## 五、投资风险以及不确定因素分析

上海地区的油品升级快于预期，导致公司炼油业务受益存在超预期可能。

公司炼油装置适应性改造未能在“十二五”前几年启动，进度延后。

**分析师简介:**

**康铁牛:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

**祖广平:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

**张延明:** 宏源宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张璐</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixihong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@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。