

S 上石化 (600688) 调研报告

——基本面全面向好

谨慎推荐

上调评级

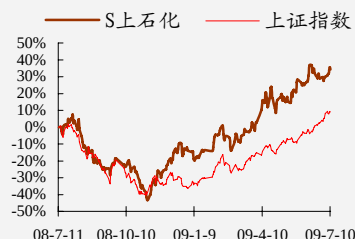
原材料/石油化工

2009 年 7 月 16 日

投资要点:

- 公司主营炼油和石化产品的生产和销售，是中石化旗下重要的二级公司之一，乙烯产量约占全国的 9%；
- 随着 60 万吨/年芳烃联合装置和 15 万吨/年碳五分离装置的建成投产，到明年，公司的原油二次加工能力将到达 1200 万吨/年，较目前提高 20%；
- 目前公司的经营状况明显好转，业绩复苏好于预期，预计 2009、2010 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.35 元；
- 公司的发展前景有待明确，股改等事宜尚存在不确定性；
- 基于公司基本面向好，且估值潜力较大，因此，提高对公司 A 股的投资评级至“谨慎推荐”。

走势图



市场数据

2009-7-16

收盘价:	8.98 元
52 周最高价:	9.00 元
52 周最低价:	3.58 元
平均持仓成本:	7.50 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	720,000
流通 A 股 (万股):	72,000
每股收益 (元):	0.02
每股净资产 (元):	1.95
每股经营现金流 (元):	0.25
市净率:	4.43

业绩预测:

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	603.11	8.85	-62.45	—	-0.87	—	—	—
2009E	535.00	-11.29	20.88	—	0.29	33.15	—	—
2010E	588.50	10.00	25.20	34.62	0.35	24.63	—	—
2011E								

分析师: 王伟纲

TEL: (8621)6336 7000-255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

公司已进入满负荷生产

公司的经营环境从2月份开始迅速好转，各生产装置逐步进入满负荷运行。从3月份起，公司的大多数产品的价格开始明显回升，由于原油成本的滞后性（在两个月左右），公司的生产成本仍然较低，炼油毛利和化工毛利都出现上升，进入了自2004年以来的最好经营时期。

目前，公司的原油一次加工能力为1400万吨/年，二次配套能力约1000万吨/年。到明年，随着60万吨/年芳烃联合装置和15万吨/年碳五分离装置的投产，公司的二次配套能力将达到1200万吨/年。此外，为了配合2010年上海世博会，上海市政府要求汽油要到达欧四标准，公司承担了约70万吨/年的生产任务，届时，公司生产的汽油的毛利率可能会有所上升。公司的主要产品及系列年产量如图1所示。

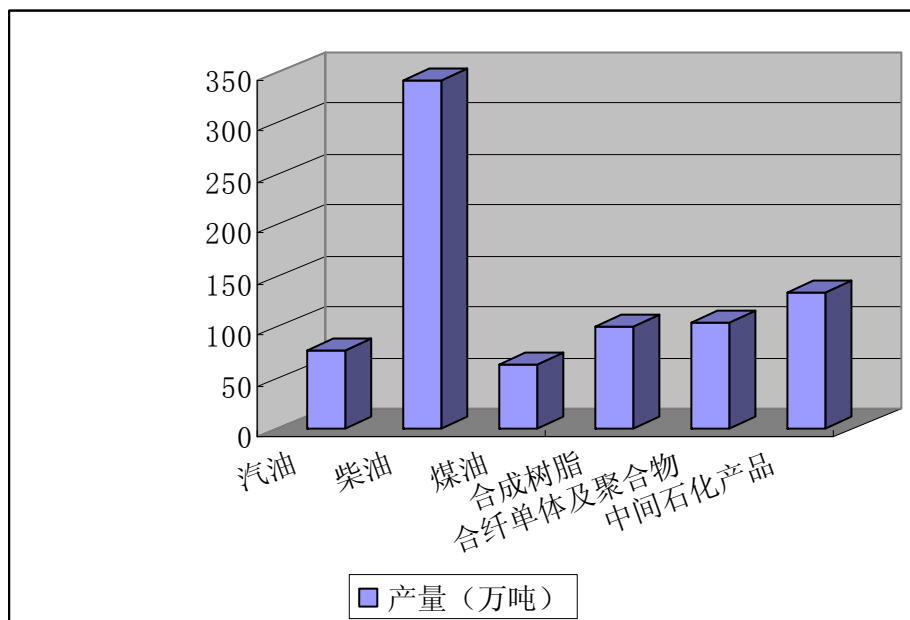


图1 公司的主要产品及系列年产量示意图

数据来源：公司2008年年报、东北证券金融与产业研究所

公司预计，目前月加工原油80万吨的水平如果能够持续到年底，那么，今年的原油加工量将超过去年水平。从分产品来看，成品油产销两旺，盈利情况稳定，公司将优先满足安排生产。化工产品中，合成树脂表现最好，市场需求和盈利情况都非常不错，公司也将保持较高的生产负荷。对于化纤产品，公司将继续控制规模，提升档次，力争早日摆脱亏损的局面。中间石化产品在保证物料平衡的基础上，多产适销对路且效益好的品种，使这一传统强项尽快复苏，为公司业绩的提升做出贡献。

公司业绩迅速改善

3、4 月份化工流通市场的补货行为，使得公司化工业务的盈利能力迅速得以恢复，并且随着产品价格的上涨获得了十分可观的毛利水平，这使得公司二季度的业绩将高于市场预期。对于炼油业务公司比较低调，公司反复强调国家对成品油调价比较滞后，从某种程度上影响了公司的业绩。然而，不可否认，今年上半年炼油行业是石化产业链中的最大亮点，公司全年接近 500 万吨的成品油产量将为公司提供超过半数的利润贡献。

公司是中石化旗下最好的二级公司之一。公司具有 500 万吨/年炼油和 95 万吨/年乙烯的炼化一体化企业，蒸馏装置单套规模分别达到 800 万吨/年和 600 万吨/年，规模都较大，且具备加工中低含硫原油的能力。公司生产的成品油中，柴油的比例较高，且都已经达到欧四标准，在国内处于绝对的领先水平。经过部分装置改造之后，今年底以前，公司生产的汽油也将达到欧四标准。此外，由于公司地处我国经济最发达的长三角地区，因此，化工产品的销售面和产品档次上都占有优势，这又为公司化工业务的发展打下了良好的基础。

纵观公司最近几年的经营业绩，2004 年公司实现净利润 39.74 亿元，每股收益 0.55 元，达到历史最高峰。从 2005 年至 2007 年，尽管公司的化工业务仍然保持着不错的盈利水平，然而，由于从 2005 年下半年起国内成品油价格与三地价格脱钩开始，公司的炼油业务基本处于亏损的边缘。2008 年，由于原油价格离奇的高，加上政策的影响，使得公司出现了巨额亏损。近年来公司主要产品系列毛利率变化如图 2 所示。**需要提示一点**，由于从 2009 年起，汽柴油的新增消费税计入营业收入，同时进入税金及附加科目，因此，使得石油产品的毛利率和综合毛利率较已往年度明显偏高。因此，笔者在以下比较公司的盈利能力与原油成本的关系时运用了主营业务利润率，从而可以消除此影响。

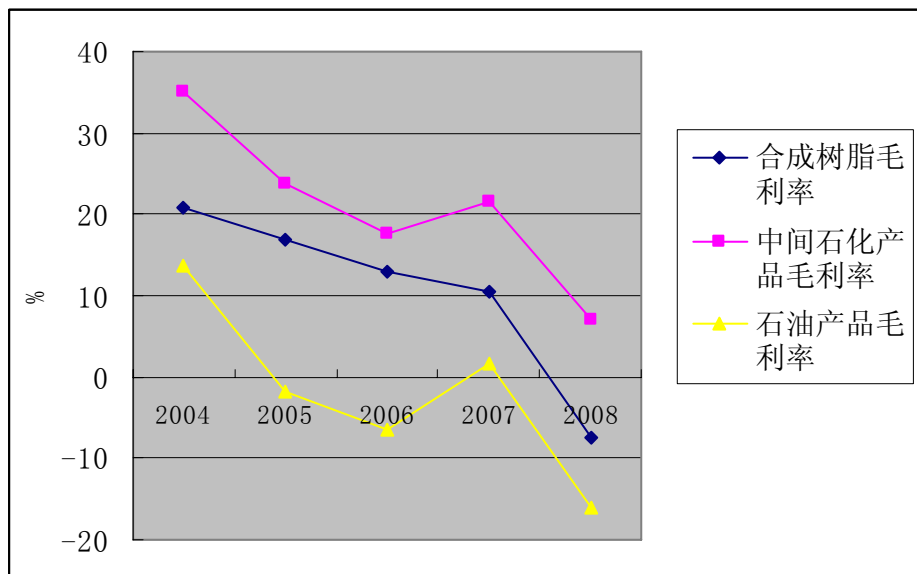


图 2 近年来公司的主要产品系列毛利率示意图

数据来源：公司各年年报、东北证券金融与产业研究所

由于公司主要位于石化产业的中游，因此，原油价格的变动对公司业绩的影响是很大的。原油价格过高对公司的业绩显然是不利的，因为一方面成本高企，另一方面产品价格开始滞涨。然而，原油价格过低也是不利的，因为原油价格过低就意味着经济的不景气，经济不景气一定导致石化产业的不景气。因此，一个高低适宜的原油价格对于公司来说是最有利的。从目前来看，50 美元/桶~80 美元/桶的价格区间对于公司来说是适宜的。

首先，在 80 美元/桶以下，公司的炼油业务可以享受不错的利润水平；其次，在这一价格区间内，大部分的石化产品的价格对于成本的传导能力较强，同时也是经济较为活跃的时期，公司的化工毛利可以保持良好。基于如上的判断，可以推断出公司今明两年的业绩会有比较好的表现，因为，今明两年的原油价格可能在 55 美元/桶~65 美元/桶之间。近年来公司的原油成本与主营业务利润率（毛利扣减税金及附加之后的利润率）变化如图 3 所示。

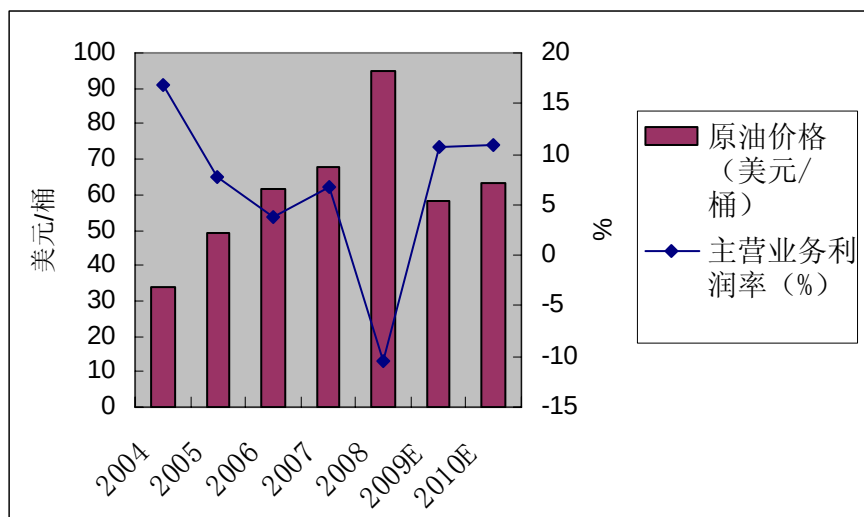


图3 近年来公司的原油成本与主营利润率示意图

数据来源：公司各年年报、东北证券金融与产业研究所

注：2009E、2010E 为 2009 年、2010 年的预测值

结合图 2、图 3 可以发现如下几点：第一，2005 年~2008 年，由于政策的影响，导致石油产品毛利率扭曲性下跌，从而导致主营利润率也出现大幅下跌；第二，化工毛利率总体呈现下降趋势，除了与原油价格有负相关性之外，还与整个石化周期有关，业界普遍认为，从 2004 年开始世界石化周期已经进入下降周期，到 2011 年左右可以基本见底；第三，原油价格在 50 美元/桶~70 美元/桶区间内，公司的盈利状况比较稳定。因此，从短期来说，公司将享有平稳的炼油毛利，化工将是一个金融风暴后的复苏期。从中长期来说，成品油定价将完全市场化，炼油毛利将更多取决于供需状况，而化工将重新进入行业的上升周期。

发展前景有待明确

分析公司 2004 年以来的年报可以发现，公司五年来的年原油加工量始终在 900~950 万吨之间徘徊，公司的资本支出主要用于二次加工中的配套完善。到明年，公司的名义原油加工能力可以提升到 1200 万吨/年，但是再要发展就必需有大动作才行。根据国家前不久颁布的“石化调整与振兴规划”的内容来看，上海在未来几年内还将建设 2000 万吨/年的炼油装置，但是，公司届时能否参与其中目前还是未知数。

公司更大的变数还是与母公司中石化的关系问题。公司的股改事宜久拖未决暂且不论，中石化是否真的会启动对公司的整合，这对公司的发展前景具有决定性的影响。以笔者之见，除非公司从中石化独立出去，但此种可能性很小，中石化迟早要整合公司，不会长久地拖延下去。因此，在目前阶段，公司的发展还不会有大的动作，类似上海赛科一般的运作已经算是很大了。

但是不能忽视的是，公司的基本面正在向好，公司资产的盈利能力正在全面恢复，不久就可以显现出“放大器”的本来面目。公司的几个主导产品价格与布伦特原油价格走势对照如图 4 所示。

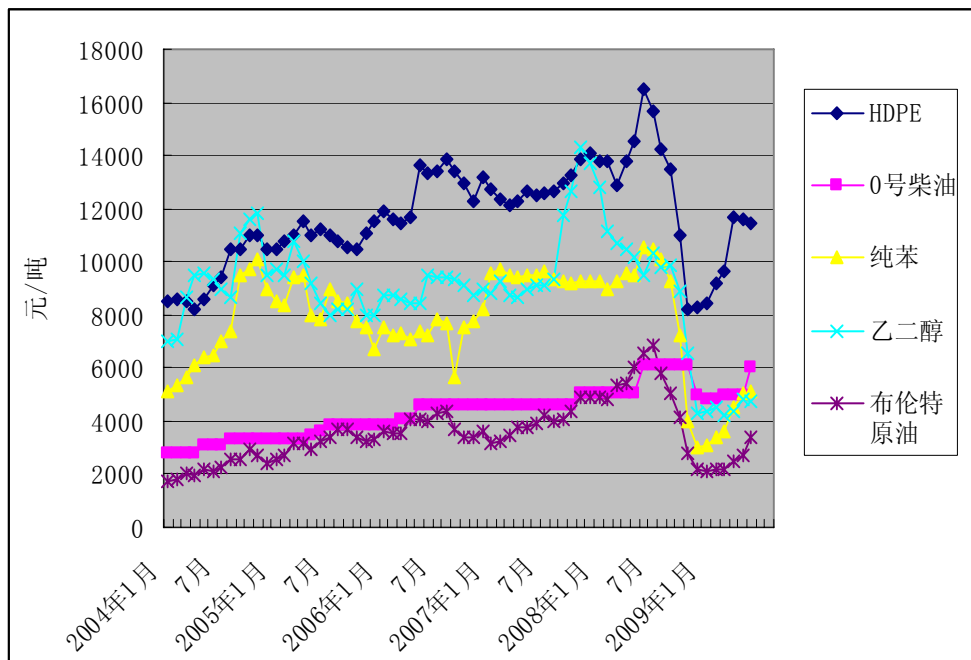


图 4 公司几个主导产品与布伦特原油价格走势对照图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

注 1：布伦特原油价格已做汇率调整，且按 1 吨=7.3 桶计算。

注 2：2009 年起，柴油价格中含新增消费税。

与以前年度相比，目前四种产品与原油的价差出现了明显的变化。低压聚乙烯的价差与 2005 年水平相当，当年合成树脂的平均毛利率为 16.98%；柴油的价差（扣减新增消费税后）比最高的 2004 年还要高出约 500 元以上，考虑原油的价格有所不同，目前柴油的毛利率（扣减新增消费税后）仍略高于 2004 年的水平，而 2004 年公司石油产品的综合毛利率为 13.77%；纯苯和乙二醇的价差水平则较以前年度都要低，目前纯苯的毛利率应该在零值附近，而乙二醇应为负值。从销售收入来看，石油产品和合成树脂合计要超过总收入的 70%，因此，这两大系列产品目前的高毛利状态可以支撑公司业绩有不错的表现。

估值

基于前述分析，对公司 2009、2010 年业绩预测如表 1 所示。

表 1 公司 2009、2010 年业绩预测表

项目	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
营业收入	603.11	535.00	588.50
营业成本	657.54	438.63	480.74
税金及附加	8.97	39.00	43.00
销售费用	4.68	4.50	4.75
管理费用	21.79	23.00	25.00
财务费用	4.28	4.60	5.00
资产减值损失	11.80	4.00	3.00
公允价值变动收益	0.98	0.30	0.00
投资收益	1.33	6.00	7.00
营业利润	-103.65	27.57	34.01
营业外收入	23.74	2.00	1.50
营业外支出	0.32	0.40	0.44
利润总额	-80.22	29.17	35.07
所得税	-18.14	7.29	8.77
净利润	-62.09	21.88	26.30
归属母公司净利润	-62.45	20.88	25.20
少数股东损益	0.37	1.00	1.10
EPS	-0.87	0.29	0.35

数据来源：公司年报、东北证券金融与产业研究所

注：除 EPS 单位为元外，其余均为亿元。

目前中国石化和中国石油的 A 股动态市盈率都在 20 倍左右，考虑公司存在被中石化私有化的可能性，给予一定的估值溢价，以 25 倍 2009 年 P/E 计算，公司的市场价格为 7.25 元/股。再考虑到公司尚未股改，如以 10 送 3.2 的原方案计算，公司 A 股目前的合理价格为 9.57 元。

然而，从目前 A 股市场的整体估值水平，已及两大石化公司的估值潜力考虑，公司 A 股的定价区间可以定位在 10.50 元~12.25 元之间，对应 2010 年预测业绩 P/E 为 30~35 倍（不考虑股改除权）。基于公司基本面向好的预期，以及潜在的股改、被私有化等利多因素，调高公司 A 股的投资评级至“谨慎推荐”。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209