

中间石化产品一支独秀，炼油将扭亏

S 上石化（600688.SH）

推荐 维持评级

分析师：袁孝锋 ✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王 强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

1. 事件

公司发布 2011 年半年报，实现营业收入 495.01 亿元、同比增长 37.01%，归属于母公司的净利润 13.82 亿元、同比下降 7.52%；EPS 为 0.19 元，基本符合我们预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、二季度炼油亏损幅度有所扩大，预计 9 月份扭亏

受利比亚局势、美元贬值、金融因素等影响，原油价格特别是布伦特油价从 2 月份开始快速上涨至 5 月份最高的 126 美元/桶，而国内成品油价格自 4 月份之后一直没有上调，由此公司炼油业务从 3 月份微亏，之后亏损幅度一路扩大直至 7 月份；总体来说，公司炼油亏损幅度还是要好于预期；上石化炼油综合效益在中石化系统中排第四，从中石化 2 季度炼油亏损约 4.5 美元/桶来看，上石化 2 季度炼油亏损幅度预计在 4-4.5 美元/桶之间，上半年总体预计为每桶亏损 2 美元/桶左右。考虑到 5 月份进口原油到 7 月份消化完毕，7 月份之后炼油盈利将迎来拐点；目前国内炼油盈亏平衡点在 Brent 每桶 110 美元左右，我们预计 9 月份公司炼油业务能扭亏。

（二）、中间石化产品一直独秀，盈利贡献最大，将受益台塑停产检查

中间石化产品处于石油化工产业链的较上游，受行业景气驱动的弹性较大，上游价格传导相对较快；进入 2011 年以来，公司中间石化产品总体价格出现明显上涨，大部分产品价格已经恢复到金融危机前水平，许多还创新高，主要外销产品纯苯、丁二烯、PX、丙烯腈和 MEG 盈利状况不错。

尽管 2 季度部分产品价格有所回落、再加上原油高位的成本压力，公司中间石化产品盈利状况有所回落，但上半年整体 16%以上的毛利还是创了金融危机以来的新高，中间石化产品上半年贡献公司盈利超 6 成。我们在《拥抱新一轮石化行业景气周期》的行业深度报告中指出，从产能投放与需求的变化情况、装置开工率、产品的价格差等主要指标的综合分析，我们预计 2012-2013 年将是新一轮石化景气周期的顶峰，目前正处于本轮石化景气周期的上升期；而上石化则是受益行业景气最明显的国内 A 股稀缺标的。从上半年特别是 2 季度原油如此高位下，公司中间石化产品的表现也反应了这一点。

8 月底开始，台塑六轻由于多次火灾事故遭分批停产检查，许多化工产品可能将上涨，公司产品中的纯苯、PX、丁二烯、丙烯腈、MEG 等都将受益，我们看好中间石化产品的盈利。

（三）、合成纤维盈利不错但量小，塑料树脂基本不赚钱

普通合成纤维目前已经不是公司的发展重点，上半年合成纤维毛利率达 23%，盈利状况不错，但公司相关产品量比较小，总体贡献盈利不大。塑料树脂这块上半年毛利率只有 7.3%，基本不赚钱，这块盈利状况有大改观还需时日。

3. 投资建议

公司上半年费用控制良好，销售费用率和管理费用率均有下降，特别是美元负债的汇兑收益节省了一大笔财务费用。我们预计中石化 2011-2012 年 EPS 分别为 0.50 元和 0.79 元，考虑到股改 10 送 3.2 的预期，目前 11 年和 12 年动态 PE 只有 11 倍和 7 倍，具有明显的估值优势和良好的安全边际，维持“推荐”评级。

表 1: 分业务盈利预测及主要假设

	单位	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2011H1
主营业务收入	百万元	54,255	59,330	47,345	72,096	88,695	96,400	49,525
合成纤维	百万元	4,329	3,662	2,824	3,907	4,290	4,290	2,320
树脂及塑料	百万元	15,879	14,850	12,264	14,900	17,325	19,550	8,597
中间石化产品	百万元	9,373	10,272	8,421	17,206	22,950	25,200	10,318
石油产品	百万元	21,037	27,553	18,918	28,734	36,630	39,860	21,806
贸易及其他项目	百万元	3,638	2,993	4,919	7,349	7,500	7,500	6,484
产品销量								
合成纤维	万吨	296	278	246	256	260	260	129
树脂及塑料	万吨	1,549	1,463	1,543	1,620	1,650	1,700	804
中间石化产品	万吨	1,232	1,347	1,519	2,387	2,700	2,800	1,202
石油产品	万吨	5,376	5,747	5,271	6,343	6,660	6,993	3,593
产品销售均价								
合成纤维	元/吨	14,624	13,154	11,488	15,266	16,500	16,500	18,027
树脂及塑料	元/吨	10,251	10,153	7,946	9,196	10,500	11,500	10,691
中间石化产品	元/吨	7,605	7,625	5,542	7,210	8,500	9,000	8,582
石油产品	元/吨	3,913	4,794	3,589	4,530	5,500	5,700	6,069
毛利率	%	8.82%	-8.96%	17.01%	14.73%	13.68%	15.88%	13.16%
合成纤维	%	6.19%	-20.52%	12.17%	22.00%	23.00%	23.00%	22.59%
树脂及塑料	%	10.42%	-7.52%	16.19%	12.54%	8.00%	12.00%	7.28%
中间石化产品	%	21.60%	7.03%	8.51%	7.26%	16.00%	15.00%	16.68%
石油产品	%	1.70%	-16.17%	23.85%	22.58%	16.00%	20.00%	16.10%
贸易及其他项目	%	13.28%	9.47%	10.07%	2.15%	3.00%	3.00%	2.09%
主营业务毛利	百万元	2,594	4,788	(5,318)	8,053	10,627	12,130	6,517
合成纤维	百万元	354	268	(751)	344	863	987	524
树脂及塑料	百万元	2,053	1,655	(1,117)	1,985	1,868	1,386	626
中间石化产品	百万元	1,199	2,025	722	717	1,249	3,672	1,721
石油产品	百万元	(1,272)	358	(4,455)	4,512	6,488	5,861	3,511
贸易及其他项目	百万元	260	483	283	495	158	225	136
消费税				3,756	4,184	4,358	4,565	2,643

资料来源：中国银河证券研究部

资产负债表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E
流动资产	7541	8833	6511	9061	8532	13081	17531
现金	895	893	628	126	100	2766	6506
交易性投资	0	0	98	0	0	0	0
应收票据	1273	1801	566	604	2043	2514	2732
应收款项	625	563	226	535	752	925	1005
其它应收款	234	254	112	85	58	72	78
存货	4163	5198	4492	6884	5352	6552	6939
其他	351	124	390	828	226	253	271
非流动资产	20514	21661	21596	21397	20626	18772	17760
长期股权投资	3463	3544	2942	2970	3526	3526	3526
固定资产	13607	15259	13528	15206	13802	13352	12412
无形资产	606	598	577	557	538	451	406
其他	2838	2260	4549	2664	2760	1442	1415
资产总计	28056	30494	28107	30458	29158	31853	35291
流动负债	7010	8140	13343	14279	10573	12412	12797
短期借款	1854	3673	8838	6700	3295	4000	4000
应付账款	1511	1913	2513	3665	3323	4162	4408
预收账款	404	430	443	529	810	1014	1074
其他	3242	2124	1548	3384	3145	3236	3315
长期负债	1340	1051	659	539	412	541	541
长期借款	1064	639	429	304	175	304	304
其他	276	412	230	235	237	237	237
负债合计	8350	9191	14002	14818	10985	12953	13338
股本	7200	7200	7200	7200	7200	7200	7200
资本公积金	2878	3204	2939	2882	2915	2882	2882
留存收益	9291	10596	3702	5264	7248	9521	12521
少数股东权益	336	304	264	294	260	353	406
归属于母公司所有者权益	19370	20999	13841	15346	17866	19603	22603
负债及权益合计	28056	30494	28107	30458	29111	32910	36348

利润表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E
营业收入	51479	55405	60311	51723	77591	95455	103748
营业成本	47940	50574	65754	42665	65787	82400	87271
营业税金及附加	681	1074	897	4313	5425	5823	6329
营业费用	522	505	468	410	579	573	622
管理费用	2126	2269	2179	2327	2382	2673	2905
财务费用	165	178	428	311	95	95	95
资产减值损失	60	237	1180	155	433	0	0

公允价值变动收益	0	0	98	(10)	0	0	0
投资收益	664	1549	133	526	652	750	750
营业利润	648	2118	(10365)	2058	3541	4642	7276
营业外收入	415	121	2374	150	49	0	0
营业外支出	137	119	32	72	137	0	0
利润总额	925	2121	(8022)	2136	3454	4642	7276
所得税	53	480	(1814)	510	725	1021	1601
净利润	872	1641	(6209)	1626	2729	3621	5675
少数股东损益	67	49	37	64	25	34	53
归属于母公司净利润	806	1592	(6245)	1562	2704	3587	5622
EPS（元）	0.11	0.22	(0.87)	0.22	0.38	0.50	0.78

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	2041	1785	(3408)	3704	4244	3906	6207
净利润						3587	5622
折旧摊销						1686	1560
财务费用						95	95
投资收益						(750)	(750)
营运资金变动						(723)	(334)
其它						11	14
投资活动现金流	(1353)	(511)	(707)	(2175)	(463)	(500)	(500)
资本支出						(500)	(500)
其他投资						0	0
筹资活动现金流	(1138)	(1273)	3851	(2030)	(3806)	(740)	(1967)
借款变动						(49)	0
普通股增加						0	0
资本公积增加						(32)	0
股利分配						(1314)	(2622)
其他						655	655
现金净增加额	(450)	1	(265)	(502)	(25)	2666	3740

资料来源：中国银河证券研究部

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。

裴孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。本 2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

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