

S 上石化(600688)调研报告

——公司估值具有吸引力

原材料/石油化工

谨慎推荐

上调评级

发布时间: 2012 年 2 月 21 日

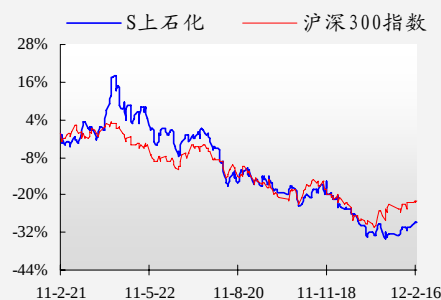
投资要点:

- 公司的六期改造工程预计于今年完成,届时公司的二次加工能力将由 1200 万吨/年提高到 1600 万吨/年。
- 国内汽柴油定价的市场化改革一旦推出将对公司形成较大利好。
- 公司的乙烯产能有望进一步提升,且可能与新一轮化工上升周期同步实现。
- 我国的人均炼油和乙烯产能仍低于世界平均水平,石化工业的发展前景依然看好。
- 公司 A 股的定价区间可以定位在 7.50~8.50 元之间,对应 2013 年预测业绩 P/E 为 17.86~20.24 倍(不考虑股改除权)。基于公司基本面向好的预期,以及潜在的股改等利多因素,调高公司 A 股的投资评级至“谨慎推荐”。
- 风险提示:公司的股改事宜仍存在一定的不确定性,由此会对公司的估值产生影响。

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(%)
2010	775.91	50.02	27.04	73.14	0.38	16.26	16.5	
2011E	983.08	26.70	10.80	-60.06	0.15		41.6	
2012E	1130.54	15.00	12.96	20.00	0.18		34.7	
2013E	1413.18	25.00	30.24	133.33	0.42		14.9	

走势图



市场数据

2012-2-20

收盘价:	6.24 元
52 周最高价:	10.79 元
52 周最低价:	5.72 元
平均持仓成本:	7.36 元

基本数据

2011Q3

总股本(万股):	720,000
流通 A 股(万股):	72,000
每股收益(元):	0.23
每股净资产(元):	2.62
每股经营现金流(元):	0.11
市净率:	2.38

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004

TEL: (8621)20361163

FAX: (8621)20361159

Email: wangwg@nesc.cn

地址: 上海市源深路 305 号

邮编: 200135

公司六期改造进入尾声（公司篇）

（一） 公司沿革

公司的一期工程于 1974 年打桩，1976 年建成投入生产，建设了以生产乙烯、涤纶、维纶、腈纶、塑料为主的 18 套生产装置。该工程的建设对促进我国掌握石化化纤新技术，自主生产石化产品，加速发展合成纤维工业，解决人民的穿衣问题做出了贡献。

二期工程于 1980 年开工，1985 年全面建成，主要建设了 10 套生产装置。该工程使公司年增合纤原料 20 万吨，较大幅度地提高了生产能力。

三期工程于 1987 年开工，1992 年全面建成，主要建设了年产 30 万吨乙烯等 7 套生产装置。该工程建成后，上海石化成为当时全国最大的炼油化工一体化、高度综合的石油化工生产基地。

1993 年，上海石化由原上海石油化工总厂重组改制为上海石油化工股份有限公司。股份制使上海石化在中国石化行业领先一步建立起现代企业制度的基本框架，上海石化成为中国第一家股票同时在上海、香港和纽约三地上市的股份有限公司。

公司的四期工程于 2000 年开工，2002 年全面建成。主要进行了以年产 70 万吨乙烯改造工程为主的一系列内涵挖潜改造。该工程使公司在生产规模、技术水平、产品质量、销售收入、综合实力等方面迈上了新台阶。

2003 年至 2009 年，公司开展以优化结构和实现可持续发展为主线的结构调整工程（五期工程）建设。主要包括新建 330 万吨/年柴油加氢装置、120 万吨/年延迟焦化装置等炼油拓“瓶颈”项目，新建 60 万吨/年 PX 芳烃联合装置、15 万吨/年碳五分离装置、38 万吨/年乙二醇装置等资源综合利用项目及多项节能环保项目。通过结构调整工程，公司进一步优化资源和产品结构，保持炼油化工一体化的综合竞争优势，从规模、成本、技术含量、产品质量等方面提高企业的竞争实力。

（二） 成品油产量将大幅增长

公司以 390 万吨/年渣油加氢和 350 万吨/年催化裂化为龙头的六期改造工程预计于今年年底完工，届时，公司的二次加工能力将达到 1600 万吨/年，比之前增加 400 万吨/年。公司 2010 年的各大类产品产量如图 1 所示。

2011 年，公司的商品总产量预计同比增长 10%左右，将首次超过 1200 万吨。2012 年，公司的商品总产量的增长可能较为有限。然而到 2013 年，公司的商品总产量将会有明显的增加，尤其是成品油产量，成品油的销售收入将超过公司营业收入的 50%，成为公司的第一大业务板块。

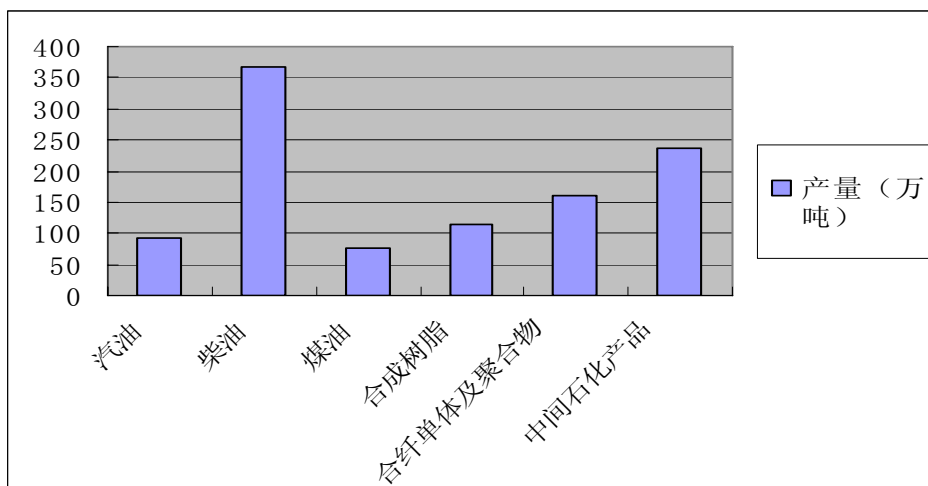


图1 公司各大类产品产量示意图

数据来源：公司年报、东北证券

（三）化工还有新的期待

目前，公司化工业务拥有 84.5 万吨/年乙烯、322 万吨/年有机化工原料、96 万吨/年合成树脂、173 万吨/年合纤原料及聚合物等生产能力，是我国最大的乙烯生产基地之一。然而，随着公司的加工能力由 1200 万吨/年提高到 1600 万吨/年，公司的乙烯产能将呈现缺口。因此，扩充乙烯产能将成为公司下一步的发展规划。根据公司的目标，到 2015 年，公司的乙烯产能将达到 150 万吨/年。

近年来，由于需求和供给端的影响，以聚乙烯为代表的合成树脂产品的盈利能力持续下滑。因此，公司在进行乙烯产能扩张时将慎重选择合适的工艺路线，使得各装置间既能合理匹配，又能生产市场紧缺和利润率较高的产品种类。近年来公司三大类产品的毛利率变化如图 2 所示。

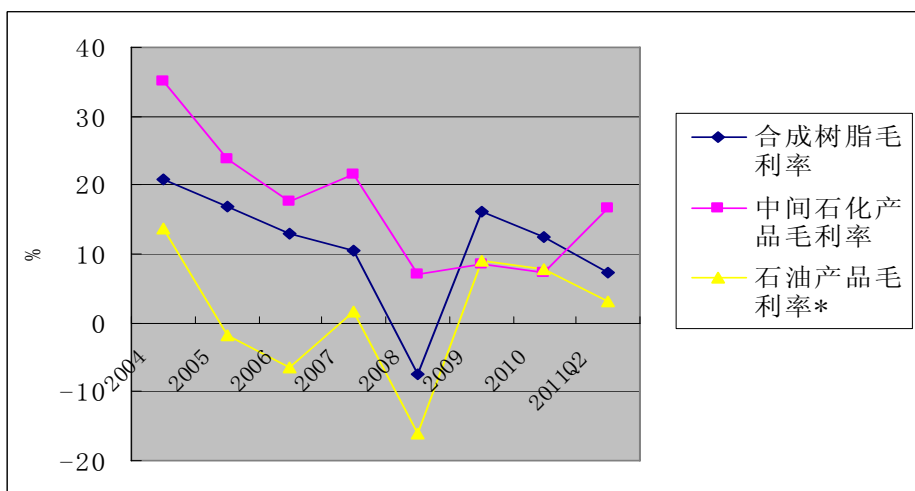


图2 公司各大类产品毛利率示意图

数据来源：公司年报、东北证券

注*：已去除石油产品消费税的影响。

(四) 公司业绩向好

公司的业绩主要受两方面因素的影响，一方面是炼油毛利的高低，另一方面是化工景气周期。当前，炼油毛利主要受国家调控汽柴油价格影响，并且随着原油价格的上升而呈现下降（原油价格高于 80 美元/桶）。而化工周期主要受经济基本面的影响，并适度领先于经济的景气波动。公司部分重点产品与布伦特原油价格比照如图 3 所示。

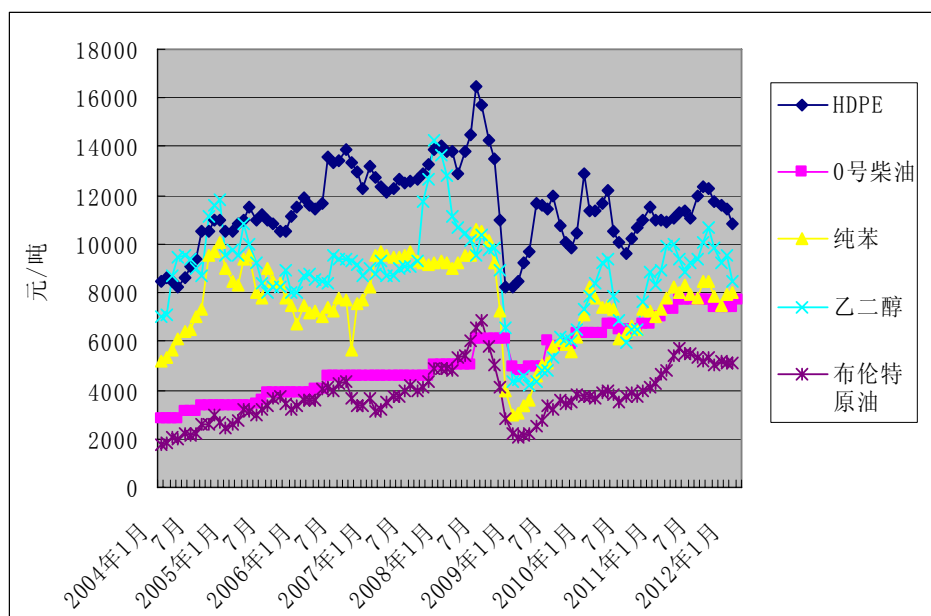


图 3 公司部分重点产品与布伦特原油价格比照示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

同时，由于原油成本占了公司的大部分成本，因此，在短期内，公司的业绩与原油价格呈现反向关系。近年来公司的净利率与原油成本价格的关系如图 4 所示。

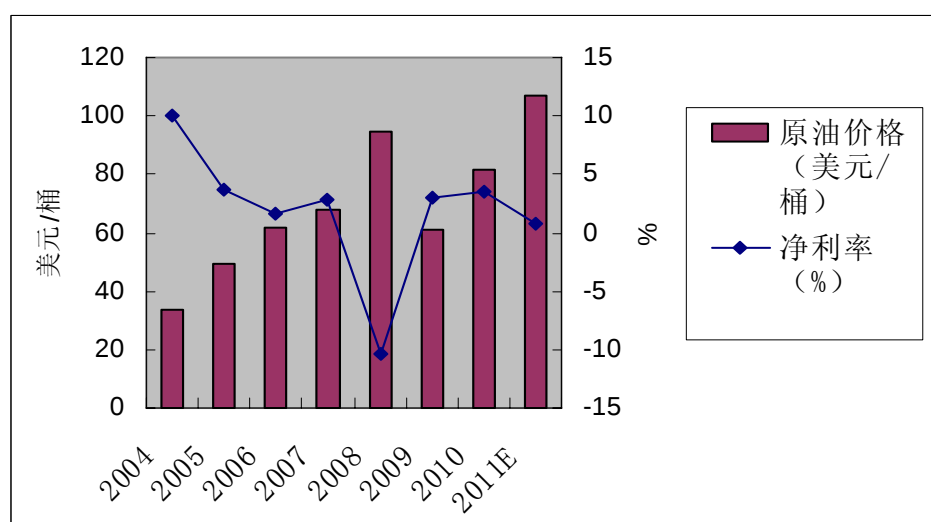


图 4 公司净利率与原油成本关系示意图

数据来源：公司年报、东北证券

今年以来，国家有关部门再次发表了对汽柴油定价机制的改革的言论。可以预期，对于汽柴油更加市场化的定价机制改革不久就会推出，这对于公司是最大的利好。至于化工周期，市场比较一致的看法是 2013、2014 年将重新步入上升周期，届时，公司的新增产能正好得以充分的释放。至于原油价格的影响，从长期来看，原油价格逐步上涨是必然的趋势，这是对于其稀缺性与勘探开采成本日益上升的体现。对于炼化企业而言，油价的成本冲击是短期的，企业的盈利状况主要取决于下游行业的需求及景气度。

公司的成品油主要销往上海及周边市场，该地区是我国经济最具活力的地区，汽车的保有量等指标也居于国内领先地位。因此，公司凭借优良的加工工艺，以及低廉的配送成本，在汽柴油销售逐步趋于市场化的趋势下，公司的产品必然会占得先机。房地产、汽车、家电、电子、纺织服装、医药和农业等行业都是化工行业的下游，华东地区也是我国的上述行业最发达、发展也最快的地区之一。因此，一旦化工上升周期再次到来，公司的盈利水平将快速提升。

石化行业稳步前行（行业篇）

根据美国《油气杂志》最新统计数据，截至 2011 年，全球的炼油厂总数为 655 座，同比减少 7 座；原油蒸馏能力为 8805.5 万桶/天，同比下降 18.5 万桶/天。有 21 座炼厂的能力超过了 40 万桶/天（2000 万吨/年），同比持平，我国的中石化镇海炼油厂以 2015 万吨/年的规模排名第 19 位。近年来全球炼厂数量及产能变化如图 5 所示。

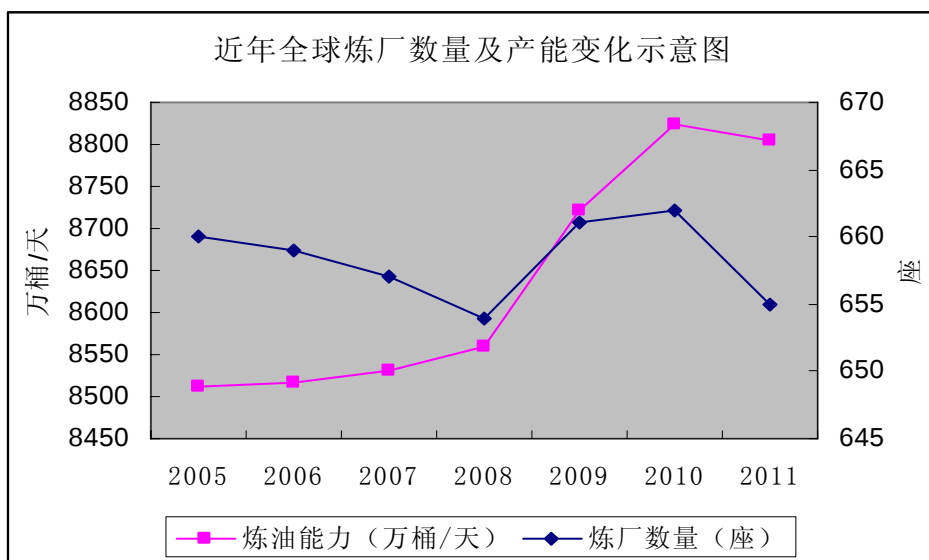


图 5 近年来全球炼厂数量及产能变化示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

2011 年，我国共加工原油 4.48 亿吨，约占全球总量的 11%，居世界第二位。我国的原油加工能力与经济增长保持高度的一致性，原油消费增速与 GDP 的增速的相关系数在 0.6~0.7 之间。近 10 年来，我国原油加工量年均增速达到 7.8%，汽柴油产量的年均增速分别为 7.0%和 8.3%。我国原油加工量如图 6 所示，我国汽柴油产量如图 7 所示。

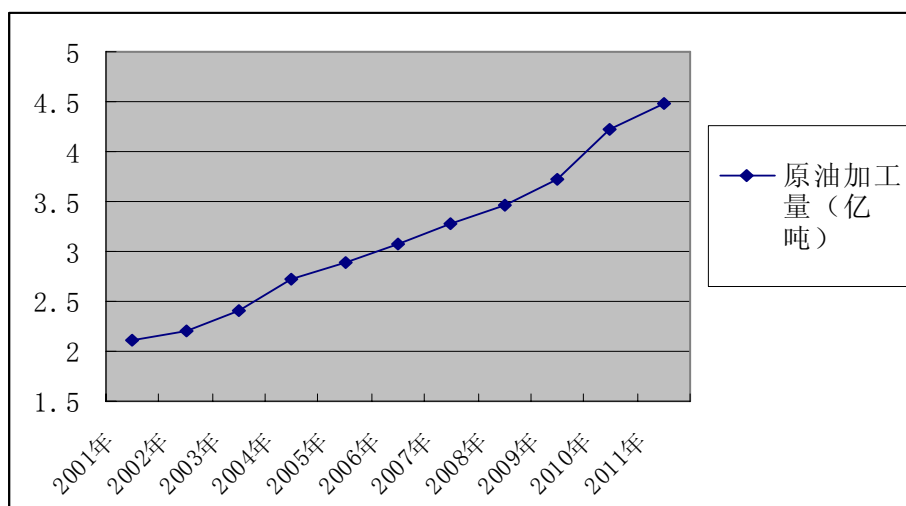


图6 我国原油加工量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

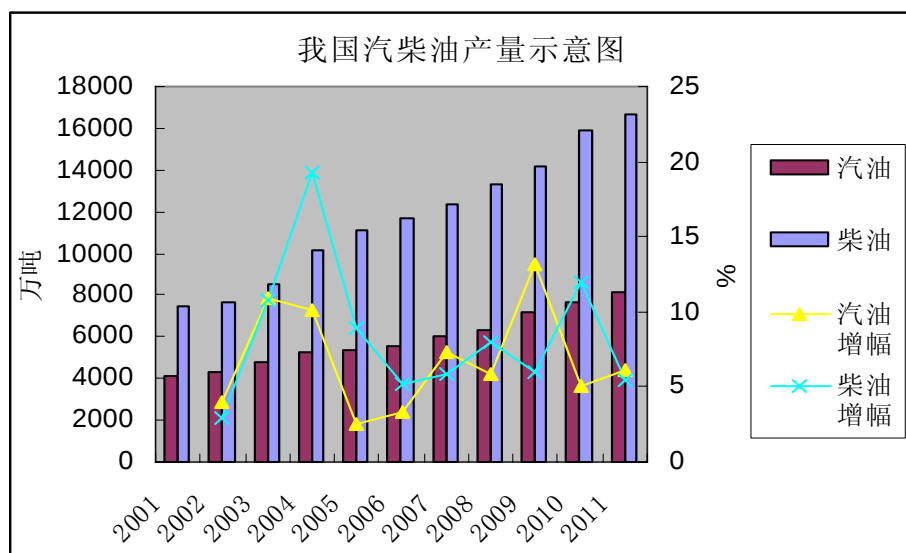


图7 我国汽柴油产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

根据美国《油气杂志》最新统计数据，截至2011年，全球的乙烯产能为1.38亿吨，同比增长6.0%，年内预计新增产能超过480万吨，这是5年来首次增速放缓。文章同时预测，2012年全球乙烯的新增产能将大幅上升至2000万吨左右，主要来自于中东和中国，产能的增速将超过需求的增速。

但是，析迈公司的研究报告却持不同的观点。该报告认为，因经济衰退的影响，新项目投运已放缓，使得至2015年的全球乙烯产能增速为年均2.8%。而需求端因经济的复苏，需求增速将保持在4.6%，乙烯装置的开工率将上升到90%。

2011年，我国的乙烯产量为1520万吨，约占世界总产量的12%，居世界第二位。中石化是我国最大的乙烯生产商，权益产能为947.5万吨/年，居世界第四位。2011年，中石化的乙烯产量首次突破1000万吨大关，达到1003.75万吨，同比增长10.8%。近10年

来，我国乙烯产量年均增速达到 12.2%。我国乙烯产量如图 8 所示。

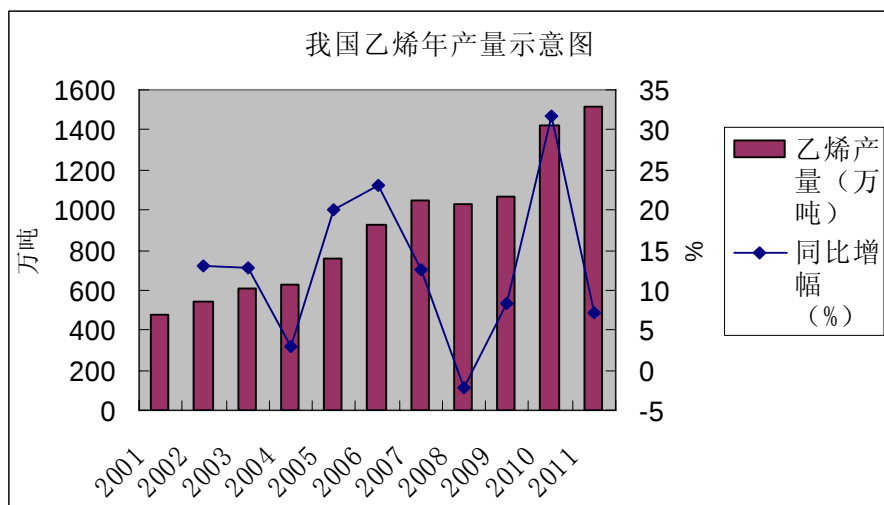


图 8 我国乙烯产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

我国的化工市场已经基本融入了全球的市场化体系。从过去 10 年的发展来看，我国乙烯产量的增速仅略高于 GDP 的增速，乙烯及下游衍生物的对外依存度仍高达 30% 以上。而且从长远来看，由于资源禀赋和环境承受能力的限制，我国石化产品将长期保持一定水平的对外依存度。因此，我国的乙烯工业仍将是一个朝阳产业。

然而，我国化工行业的景气度同样也表现出一定的周期性，而且由于宏观调控的加强，周期的间隔时间在缩短。从最近 6 年的情况来看，行业的景气度已经较清晰地呈现出两个低点和两个高点。三大合成材料制造业是石化行业最大的一个产品系列制造业，该子行业的景气状况基本能够反映整个行业的景气周期的变化情况。近年来我国合成材料制造业的景气状况如图 9 所示。

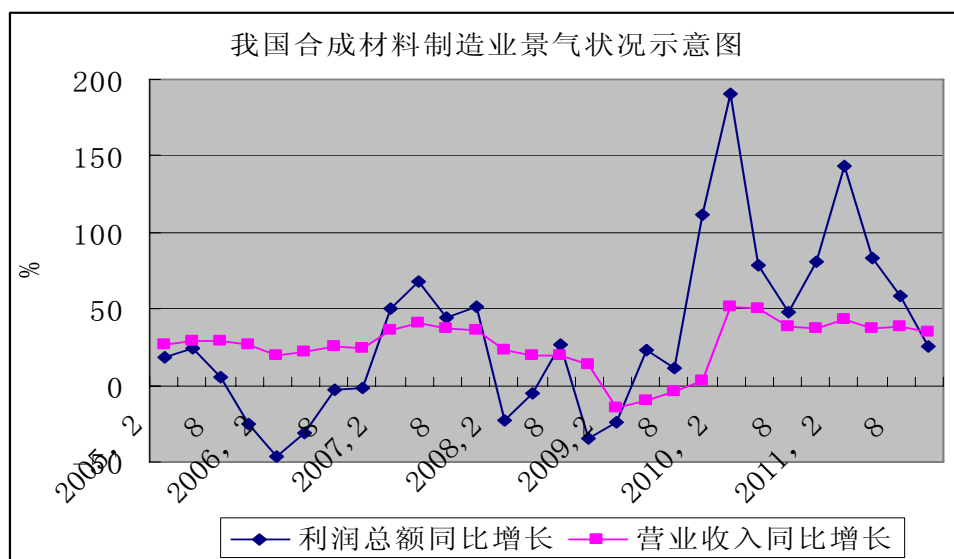


图 9 我国合成材料制造业景气状况示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

公司估值具有吸引力（估值篇）

基于前述分析，对公司 2011、2012、2013 年业绩预测如表 1 所示

表 1 公司业绩预测表

项目	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
营业收入	775.91	983.08	1130.54	1413.18
营业成本	657.87	869.95	1002.66	1241.51
税金及附加	54.25	61.70	69.10	82.90
销售费用	5.79	7.30	8.30	10.30
管理费用	23.82	28.00	30.50	34.50
财务费用	0.95	-0.95	-0.50	0.30
资产减值损失	4.33	4.00	4.50	5.00
公允价值变动损失				
投资收益	6.52	1.80	2.00	2.50
营业利润	35.41	14.88	17.98	41.17
营业外收入	0.49	0.45	0.50	0.55
营业外支出	1.36	0.60	0.85	1.00
利润总额	34.54	14.73	17.63	40.72
所得税	7.25	3.68	4.41	10.18
净利润	27.29	11.05	13.22	30.54
母公司股东占利	27.04	10.80	12.96	30.24
少数股东损益	0.25	0.25	0.26	0.30
EPS	0.38	0.15	0.18	0.42

数据来源：公司各年报、东北证券

注：除每股收益单位为元，其余都为亿元。

目前中国石化和中国石油的 A 股动态市盈率在 10 倍左右，考虑公司的规模及成长性，给予一定的估值溢价，以 13 倍 2013 年 P/E 计算，公司的市场价格为 5.46 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 7.21 元。

然而，从目前 A 股市场的整体估值水平，以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 7.50~8.50 元之间，对应 2013 年预测业绩 P/E 为 17.86~20.24 倍（不考虑股改除权）。基于公司基本面向好的预期，以及潜在的股改等利多因素，调高公司 A 股的投资评级至“谨慎推荐”。

风险提示：公司的股改事宜仍存在一定的不确定性，由此会对公司的估值产生影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。