



Research and
Development Center

东大整合完成，控股股东资产证券化加速

—— 沈阳化工（000698.SZ）首次覆盖报告

2016年01月15日

郭荆璞 能源化工行业首席分析师
张燕生 研究助理
刘斌斌 研究助理

东大整合完成，控股股东资产证券化加速

2016年01月15日

本期内容提要：

- ◆ **沈阳化工是中国化工集团旗下石油化工板块唯一上市平台。**公司经过多年发展建设，目前已拥有内地电石、沿海盐场和大庆油田等巩固的原料供应基地，逐步形成了以聚氯乙烯糊树脂为龙头的氯碱化工产业链和以 CPP 及 DCC 为上游的特种聚乙烯、丙烯酸、丙烯酸酯等新材料化工产业链，推进了产品结构向高端化、系列化和精细化发展。
- ◆ **蓝星东大整合完成。**公司通过向中国蓝星（集团）股份有限公司发行股份的方式购买其持有的蓝星东大 99.33% 的股权。标的资产评估值为 70,729.30 万元，发股价格为 4.46 元/股，新增股份为 158,585,867 股，于 2015 年 11 月 20 日正式上市。沈阳化工集团持股比例 26.68%，仍为公司控股股东，实际控制人中国化工集团合计控制公司股本比例从 34.58% 上升至 47.24%。
- ◆ **蓝星东大主营业务为聚醚多元醇。**蓝星东大主导产品为环氧丙烷和聚醚多元醇系列产品，其中环氧丙烷全部自用于聚醚多元醇的生产，而聚醚多元醇是聚氨酯合成材料的主要原料之一，广泛应用于汽车、软家具、防水、塑胶、保温、交联剂、粘合剂等行业和应用领域。2013 年度、2014 年度及 2015 年 1-3 月份，蓝星东大分别实现营业收入 20.69 亿元、27.26 亿元及 6.13 亿元，毛利分别为 10.65%、10.60% 及 12.06%。
- ◆ **控股股东资产证券化加速，小公司大平台前景可期。**公司实际控制人中国化工集团公司一直秉承以资本运营为主，海外并购与国内板块同业的全球领先公司，借其专业能力整合国内协同资产，通过旗下上市公司平台分板块实现证券化的战略思路，对其旗下的资产进行整合，加速其证券化的进程。公司目前是中国化工集团有限公司旗下石油化工板块唯一上市平台，且受到市场油气价格及国内产能过剩等问题的影响，近年来业绩不甚理想，因此存在较大的资产整合预期。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**将蓝星东大合并至沈阳化工 2015-2017 报表中后，我们预计公司 2015 至 2017 年营业收入分别为 127.87 亿元、129.64 亿元及 133.53 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 13974 万元、9320 万元和 9284 万元，按照公司最新股本 8.20 亿股计算，对应 2015-2017 年摊薄 EPS 分别为 0.17 元、0.11 元和 0.11 元。根据可比公司的市盈率预测，我们给予公司 2015 年 36-40 倍的 PE，计算出公司估值区间在 6.12~6.8 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**化工品类产能持续过剩；经济波动大幅影响化工品销售价格；国家税费优惠政策变化风险。

证券研究报告

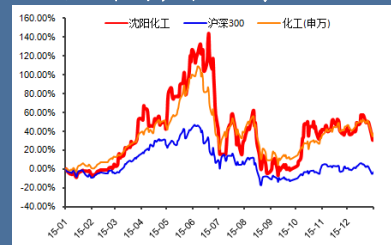
公司研究——首次覆盖

沈阳化工（000698.SZ）



首次评级

沈阳化工相对沪深 300 表现



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司主要数据（2016.1.14）

收盘价(元)	6.03
52周内股价波动区间(元)	4.73-13.5
最近一月涨跌幅(%)	-18.84
总股本(亿股)	8.20
流通A股比例(%)	52.8
总市值(亿元)	49.42

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

张燕生 研究助理

联系电话：+86 10 63081089

邮箱：

zhangyansheng@cindasc.com

刘斌斌 研究助理

联系电话：+86 10 63081341

邮箱：liubinbin@cindasc.com

2015 年置入蓝星东大后损益预测 (万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,053,113	1,053,439	1,278,692	1,296,381	1,335,273
营业利润	-20,512	-23,435	-8,167	-7,790	-6,201
净利润	3,012	1,649	14,046	9,377	9,343
归属于母公司所有者的净利润	3,697	1,878	13,974	9,320	9,284
EPS (元)	0.06	0.03	0.17	0.11	0.11

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测（注：2015-2017 年 EPS 是按照 8.20 亿总股本计算）

目 录

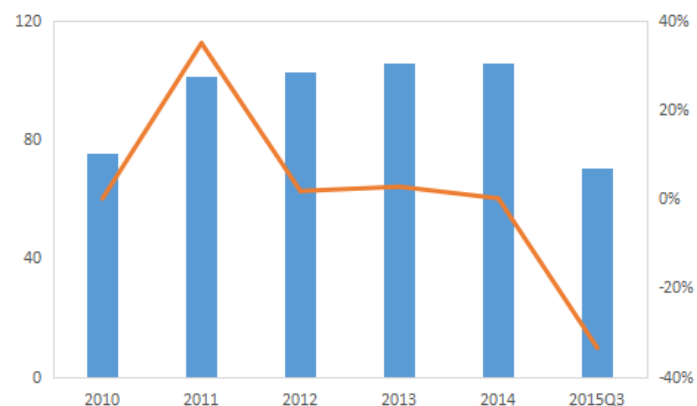
图 表 目 录

公司概况.....	1	图表 1: 公司营业收入及同比增长情况 (亿元).....	1
股本结构.....	2	图表 2: 公司归母净利润及同比增长情况 (万元).....	1
公司主营业务分析.....	2	图表 3: 公司销售毛利率及净利率情况.....	1
东大整合完成, 正式收入麾下.....	5	图表 4: 公司主营收入构成情况 (2014 年).....	1
(一) 蓝星东大概况.....	5	图表 5: 股本结构.....	2
(二) 蓝星东大估值及增发股份价格情况.....	5	图表 6: PVC 糊树脂营业收入及毛利率情况 (万元).....	3
(三) 蓝星东大主要财务数据情况.....	7	图表 7: 烧碱营业收入及毛利率情况 (万元).....	3
(四) 蓝星东大主要产品情况.....	8	图表 8: PVC 糊树脂市场中间价(国产, 皮革料, 华北地区) (元/吨).....	3
控股股东资产证券化加速, 小公司大平台前景可期.....	10	图表 9: 烧碱(32%离子膜)市场中间价: 东北地区 (元/吨).....	3
(一) 控股股东资产证券化加速.....	10	图表 10: 聚乙烯营业收入及毛利率情况 (万元).....	4
(二) 小公司大平台前景可期.....	11	图表 11: 丙烯营业收入及毛利率情况 (万元).....	4
盈利预测及估值分析.....	12	图表 12: 沈阳蜡化丙烯出厂价 (元/吨).....	4
(一) 公司现有业务盈利预测.....	12	图表 13: 丙烯产量 (万吨/年).....	4
(二) 拟置入业务盈利预测.....	13	图表 14: 丙烯酸及酯营业收入及毛利率情况 (万元).....	5
(三) 估值及投资评级.....	15	图表 15: 沈阳蜡化厂丙烯酸及酯出厂价 (元/吨).....	5
风险因素.....	16	图表 16: 发行前后公司股本变化情况.....	6
		图表 17: 发行前公司前十大股东情况 (截至 2015 年 9 月 30 日).....	6
		图表 18: 新增股份到账后公司前十大股东情况.....	6
		图表 19: 蓝星东大总资产及增长率情况 (亿元).....	7
		图表 20: 蓝星东大净资产及增长率情况 (亿元).....	7
		图表 21: 蓝星东大营业收入及毛利率情况 (亿元).....	7
		图表 22: 蓝星东大净利润及 ROE 情况 (万元).....	7
		图表 23: 蓝星东大历年来产能及产能扩建情况.....	8
		图表 24: 蓝星东大最近两年一期的产销量及收入情况.....	8
		图表 25: 聚醚多元醇产量、表观消费量及自给率情况.....	9
		图表 26: 聚醚多元醇近年价格情况 (元/吨).....	9
		图表 27: 中国化工集团有限公司发展历程.....	10
		图表 28: 中国化工集团旗下其他上市公司资产证券化进程汇总.....	11
		图表 29: 现有业务收入预测 (万元).....	12
		图表 30: 现有业务损益预测 (百万元).....	13
		图表 31: 蓝星东大主营业务预测.....	14
		图表 32: 蓝星东大损益预测 (万元).....	14
		图表 33: 2015 年置入蓝星东大后损益预测 (万元).....	15
		图表 34: 可比公司市盈率(2016-1-14).....	15

公司概况

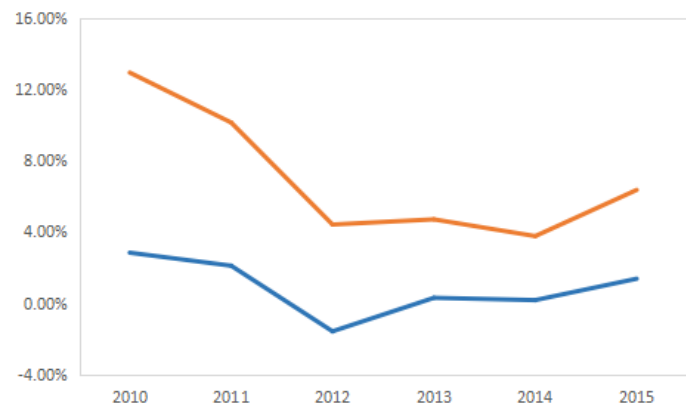
沈阳化工股份有限公司（000698.SZ）（以下简称沈阳化工或公司）是中国化工集团公司旗下石油化工板块唯一的上市平台。公司经过多年发展建设，目前已拥有电石、沿海盐场和大庆油田等巩固的原料供应基地，逐步形成了以聚氯乙烯糊树脂为龙头的氯碱化工产业链和以 CPP 及 DCC 为上游的特种聚乙烯、丙烯酸、丙烯酸酯等新材料化工产业链，推进了产品结构向高端化、系列化和精细化发展。

图表 1: 公司营业收入及同比增长情况 (亿元)



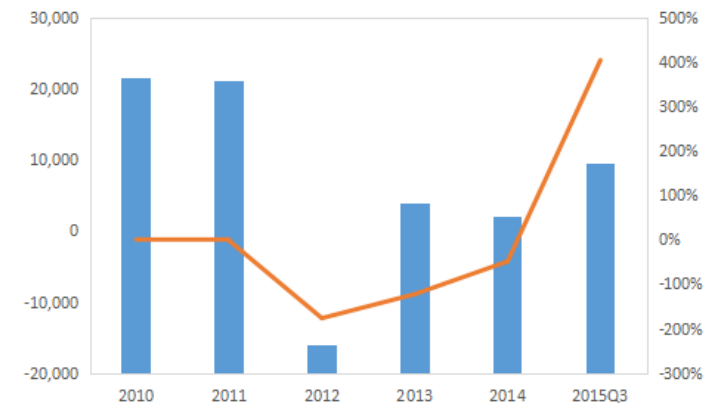
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 3: 公司销售毛利率及净利率情况



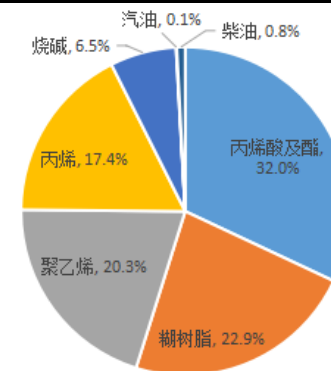
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 2: 公司归母净利润及同比增长情况 (万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 4: 公司主营收入构成情况 (2014 年)

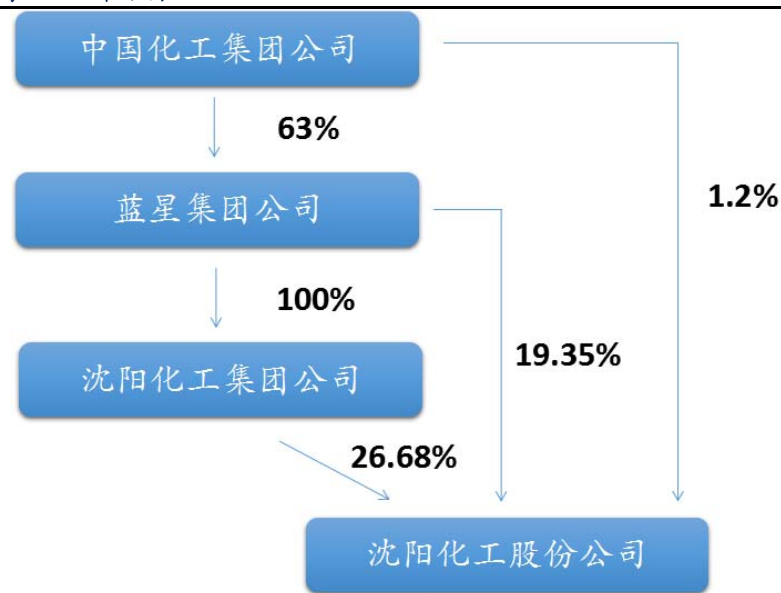


资料来源: wind, 信达证券研发中心

股本结构

2015年11月20日新增股份到账后，沈阳化工集团有限公司持有公司26.68%的股份，为公司的控股股东，中国化工集团公司合计控制公司38,711.48万股，占股本比例47.24%，为公司的实际控制人。

图表 5: 股本结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

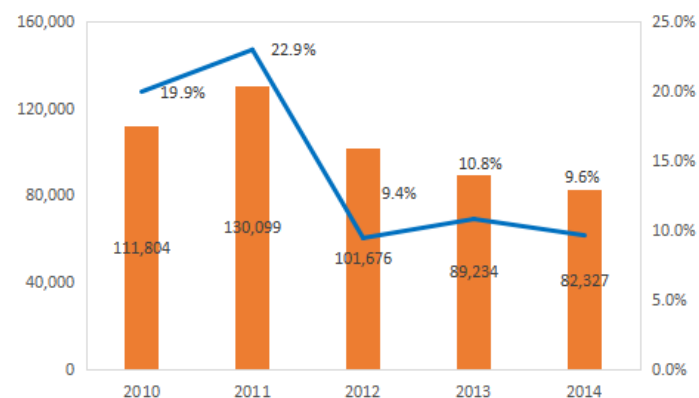
公司主营业务分析

公司确立了合理的经营战略，不断延伸产业链，形成了独特的产品结构。主导产品以氯碱为龙头，并横向发展石油化工产品及精细化工产品，发挥上述三大产业相结合的优势，以提高氯碱延伸高附加值产品和精细化工产品为核心，形成了烧碱、液氯、糊树脂、丙烯酸及酯、聚乙烯等产品链。主要产品均依托现有产业链开发，做到重要原料自给，从而使公司在主要产品上的生产成本在同行业中具有较大的优势。公司坚持创新企业管理，在实践中形成了具有沈阳化工特色的管理模式。根据科技部、财政部、国家税务总局《高新技术企业认定管理办法》和《高新技术企业认定管理工作指引》的有关规定，公司被重新认定为辽宁省高新技术企业，在有效期内公司将享受15%的企业所得税税收征收率的优惠政策。

沈阳化工目前具有两条产业链：一条是以聚氯乙烯糊树脂为龙头的氯碱化工产业链，另一条是以CPP及DCC为上游的特种聚乙烯、丙烯酸、丙烯酸酯等化工新材料产业链。

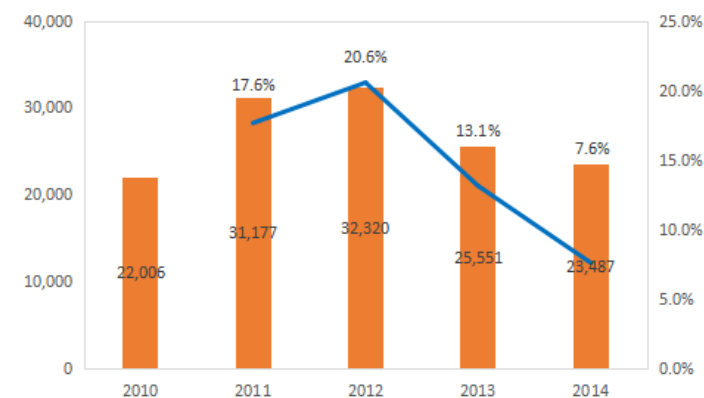
PVC 糊树脂: 公司目前拥有 20 万吨氯碱产能、20 万吨 PVC 糊树脂产能，使用自主研发的电石法生产。PVC 糊树脂主要下游产品为手套、皮革、壁纸、地板革、汽车底盘灯。近年来的价格也下降较快，目前公司产品技术上存在一定的优势，可替代一部分进口产品。附属产品为烧碱、液氯、盐酸等。由于公司老工厂地处沈阳市铁西区，近年来由于城市发展，工厂周边小区林立，氯碱生产线由于老旧也出现一些污染问题，随着东北老工业基地升级改造的步伐加快，2012 年 8 月起，公司老厂区就已启动搬迁，2013 年及 2014 年公司收到搬迁补偿款约 5 亿元，2015 年进行了技术升级、产能扩张及节能减排改造的新厂区已经建成投产，预计公司生产成本将降低，盈利能力有望提升。

图表 6: PVC 糊树脂营业收入及毛利率情况 (万元)



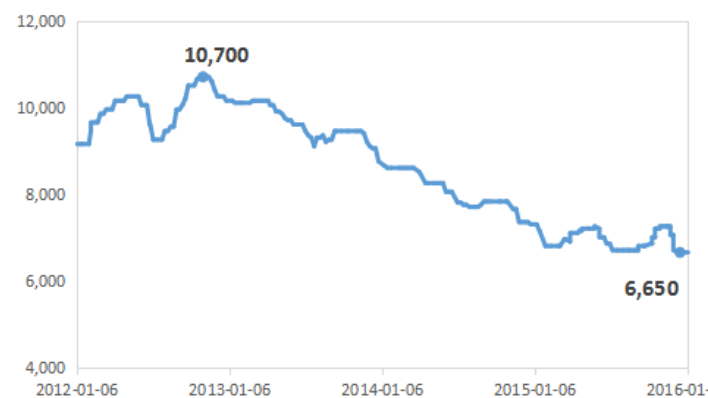
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 7: 烧碱营业收入及毛利率情况 (万元)



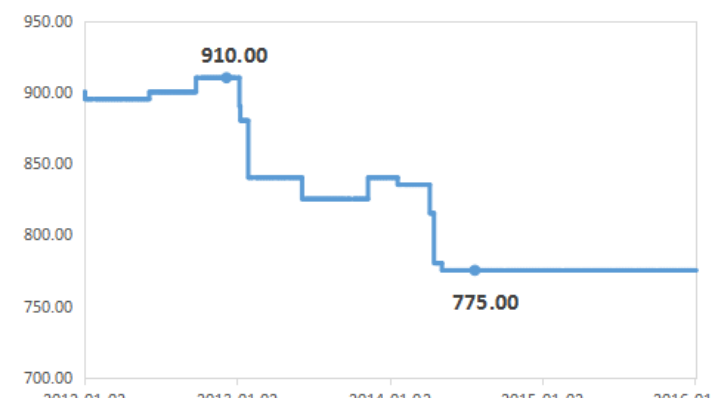
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 8: PVC 糊树脂市场中间价(国产,皮革料, 华北地区) (元/吨)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

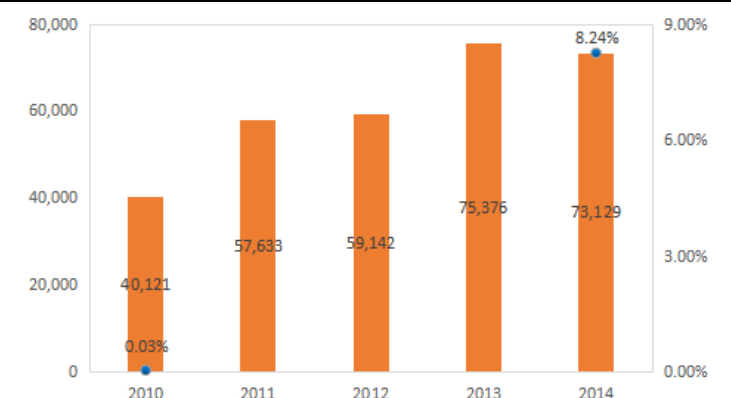
图表 9: 烧碱(32%离子膜)市场中间价:东北地区 (元/吨)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

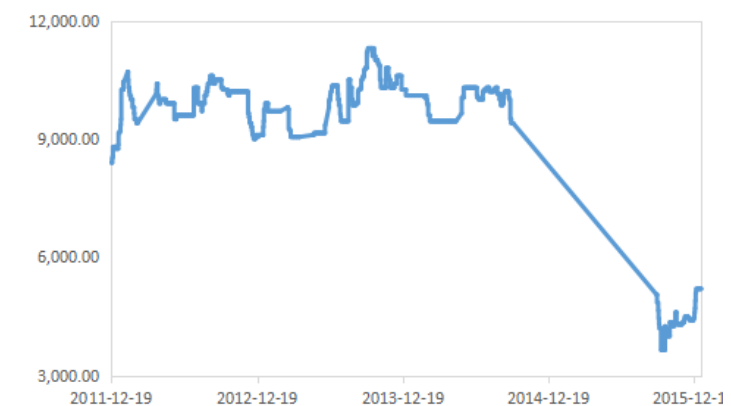
聚乙烯及丙烯产品: 公司拥有 150 万吨常压装置, 40 万吨催化装置, 目前公司采用甲醇制烯烃和石脑油制烯烃两种对冲关系的方式来生产烯烃产品, 目的是尽量减少煤和石油价格变动对公司成本的影响。石油原料主要是由大庆石油和部分进口石油为主。从 2012 年开始, 受行业整体产能过剩和下游需求不足的影响, 相关产品价格大幅下降, 由此导致上市公司 2012 年、2013 年及 2014 年这部分业务出现亏损。2015 年 1 月至 3 月, 这部分业务的营业收入大幅下滑, 主要原因系上市公司主要子公司沈阳石蜡化工有限公司 2015 年 1 月及 2 月停工导致的。

图表 10: 聚乙烯营业收入及毛利率情况 (万元)



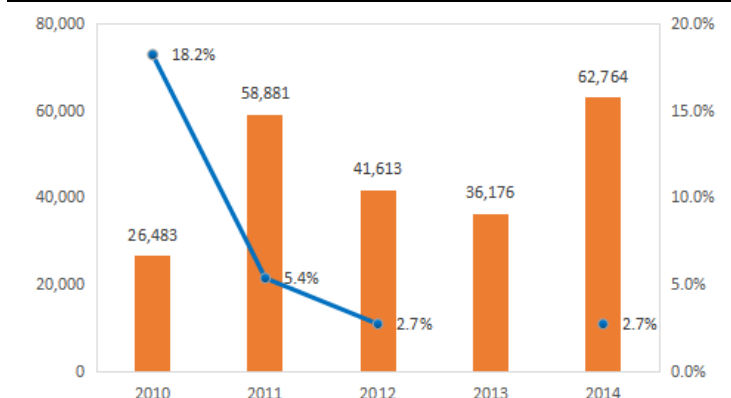
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 12: 沈阳蜡化丙烯出厂价 (元/吨)



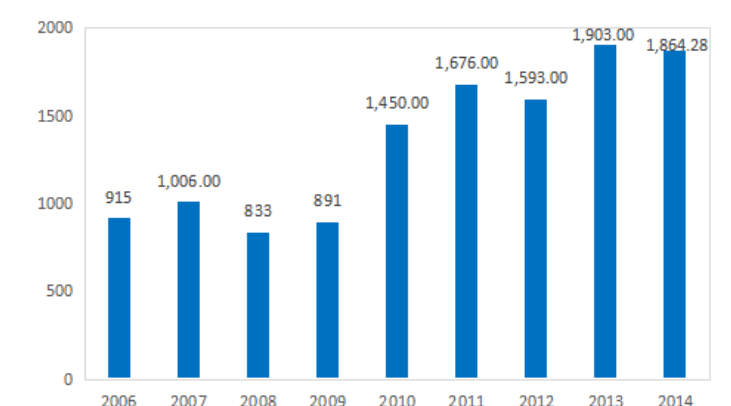
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 11: 丙烯营业收入及毛利率情况 (万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

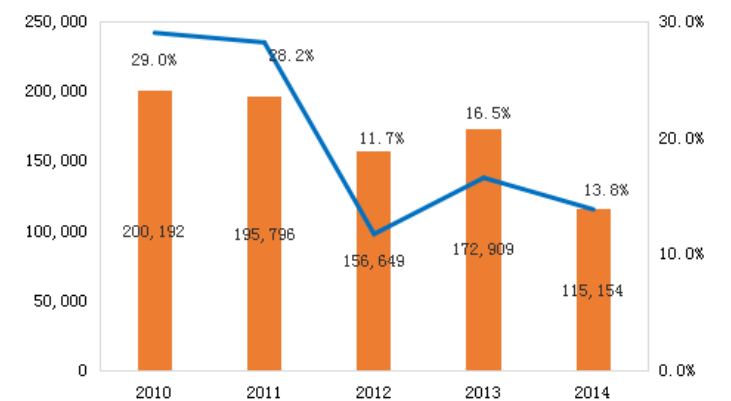
图表 13: 丙烯产量 (万吨/年)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

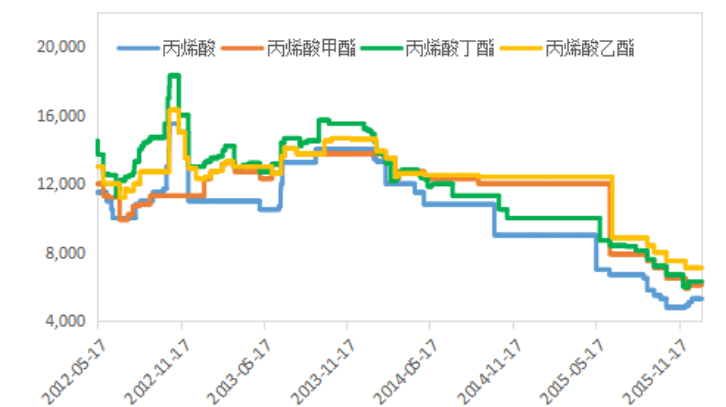
丙烯酸及酯：公司 2014 年主营业务中丙烯酸及酯占比超过 30%，仍为公司的支柱产业，目前公司产能为 13 万吨，下游主要是外墙涂料、标签胶、胶带等产品。近年来，丙烯酸的产量不断攀升，价格则从 12 年的 15,500 元/吨的短暂高位经过了漫长的一个调整期，2015 年下半年开始有着较为显著的下降，创下了 4300 元/吨的新低，丙烯酸甲酯、乙酯及丁酯的价格也随着有着较大幅度的下滑。

图表 14: 丙烯酸及酯营业收入及毛利率情况 (万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 15: 沈阳蜡化厂丙烯酸及酯出厂价 (元/吨)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

东大整合完成，正式收入麾下

(一) 蓝星东大概况

公司通过向实际控制人中国化工集团控股子公司中国蓝星（集团）股份有限公司发行股份的方式购买其持有的山东蓝星东大化工有限责任公司（以下简称“蓝星东大”）99.33%的股权。

蓝星东大是一家从事聚醚多元醇研发、生产和销售的高新技术企业，是国家火炬计划重点高新技术企业，是中国聚氨酯工业协会副理事长单位、聚醚专业委员会主任单位，拥有省级企业技术中心和省级工程技术研究中心，目前已获得国家授权专利 80 项，已主编多个聚醚多元醇产品国家标准和行业标准。

(二) 蓝星东大估值及增发股份价格情况

以 2013 年 12 月 31 日为基准日，蓝星东大全部股东权益评估值为 71,203.99 万元，增值率为 37.83%。经公司及蓝星集团双方协商一致确定蓝星东大 100%股权作价 71,203.99 万元，据此计算的标的资产评估值为 70,729.30 万元，发行股份的

发股价格确定为 4.46 元/股，发行股份数为 158,585,867 股。

2015 年 9 月 7 日，中国证监会作出证监许可《关于核准沈阳化工股份有限公司向中国蓝星（集团）股份有限公司发行股份购买资产的批复》。2015 年 10 月 16 日，中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司就公司此次向蓝星集团发行 158,585,867 股普通股（A 股）事项，出具了《股份登记申请受理确认书》确认上述股份登记到账后将正式列入上市公司的股东名册。

此次新增股份的上市首日为 2015 年 11 月 20 日。通过此次发行股份购买资产获得的上市公司股份，自全部新增股份在上市之日起 36 个月内不予转让或流通，36 个月后按照中国证监会及深交所的有关规定执行。

此次发行后，公司流通 A 股比例为 52.76%，沈阳化工集团有限公司持股比例从 33.08% 下降至 26.68%，仍为公司控股股东，实际控制人中国化工集团合计控制股本比例从 34.58% 上升至 47.24%。

图表 16: 发行前后公司股本变化情况

项目	发行前（截止 2015 年 9 月 30 日）		新增股份登记到账后	
	持股数	股权比例（%）	持股数	股权比例（%）
无限售流通股	627,081,764	94.88%	432,352,808	52.76
限售流通股	33,846,764	5.12%	387,161,587	47.24
总股本	660,928,528	100	819,514,395	100

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 17: 发行前公司前十大股东情况（截至 2015 年 9 月 30 日）

序号	名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	沈阳化工集团有限公司	218,663,539	33.08
2	中国化工集团公司	9,865,417	1.49
3	中国证券金融股份有限公司	4,370,200	0.66
4	兴业银行股份有限公司—广发中证百度百发策略 100 指数型证券投资基金	1,693,200	0.26
5	张贵勇	1,660,398	0.25
6	中央汇金投资有限责任公司	1,464,500	0.22
7	俞建杨	1,393,800	0.21
8	王桂英	1,392,566	0.21
9	顾鹤富	1,304,878	0.2
10	张平	1,303,151	0.2

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 18: 新增股份到账后公司前十大股东情况

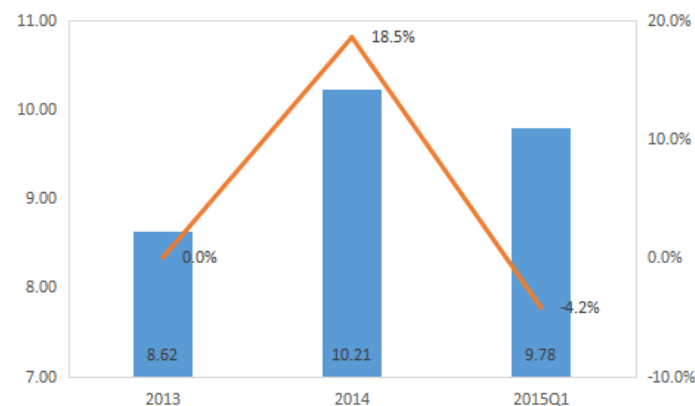
序号	名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	沈阳化工集团有限公司	218,663,539	26.68
2	中国蓝星（集团）股份有限公司	158,585,867	19.35
3	安信证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	10,118,569	1.23
4	中国化工集团公司	9,865,417	1.20
5	中信证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	6,167,538	0.75
6	刘华	5,744,400	0.70
7	国泰君安证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	5,391,454	0.66
8	林瑞强	5,250,358	0.64
9	王和平	4,600,267	0.56
10	中国证券金融股份有限公司	4,370,200	0.53

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（三）蓝星东大主要财务数据情况

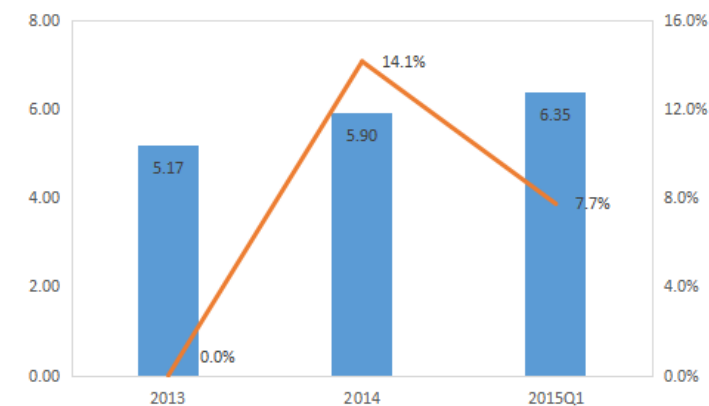
蓝星东大是一家专注于研发、生产、销售聚醚多元醇的高新技术企业。目前产能规模、产品市场占有率、盈利水平均位居国内同行业前列。蓝星东大自有的研发中心先后被山东省确定为省级技术中心、省级技术研究中心。依托强大的研发实力，蓝星东大形成了自主知识产权的国家专利达 80 项，其中“高固含量低粘度聚合物多元醇的合成方法”等 9 项技术获得国家发明专利。在此过程中，蓝星东大的产销规模及市场占有率逐步攀升，成为聚醚多元醇行业中的领军企业。

图表 19: 蓝星东大总资产及增长率情况 (亿元)



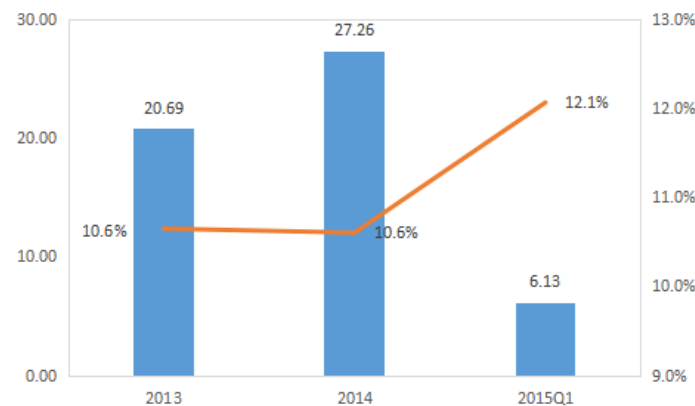
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 20: 蓝星东大净资产及增长率情况 (亿元)



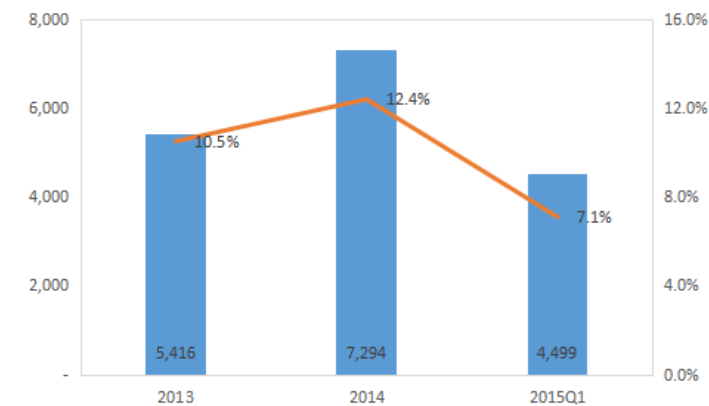
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 21: 蓝星东大营业收入及毛利率情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 22: 蓝星东大净利润及 ROE 情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

（四）蓝星东大主要产品情况

蓝星东大主导产品为环氧丙烷和聚醚多元醇系列产品，其中环氧丙烷全部自用于聚醚多元醇的生产，而聚醚多元醇是聚氨酯合成材料的主要原料之一，广泛应用于汽车、软家具、防水、塑胶、保温、交联剂、粘合剂等行业和应用领域。

蓝星东大的产品构成中，硬泡类聚醚多元醇的生产比重较大。该产品主要应用于冷藏保温以及建筑领域，主要包括冰箱冰柜等保温电器的隔热层，楼房的防火夹层等。但是，由于硬泡系列产品的生产技术含量不高，产品附加值较低，尤其是低端市场的竞争不断加剧，该系列产品为蓝星东大带来的利润逐年降低，公司已经开始逐渐降低硬泡系列产品的生产比重。

最近几年，蓝星东大通过研发及实践，不断调整公司的产品结构，加大了高回弹系列产品的生产比重。高回弹系列产品，具有很强的回弹性、透气性、耐磨性及阻燃性，应用领域极广，市场潜力巨大。利用高回弹聚醚多元醇制造的高回弹海绵等聚氨酯产品，广泛应用于航空、铁路、汽车、家具等多个领域，例如高速铁路减震设施、高档汽车座垫以及高档家具的填充物等，具备广阔的市场空间。同时，高回弹系列产品的附加值较高，且存在一定的技术壁垒，具有不易模仿的独占性特点。在该领域，蓝星东大的技术实力已经达到国内领先水平，凭借业内先进的生产技术和研发实力，蓝星东大已经在高回弹系列产品的市场发展中取得先机。

图表 23：蓝星东大历年来产能及产能扩建情况

时间	产能	产能扩建情况
2006 年至 2008 年	3 万吨环氧丙烷	自建 3 万吨环氧丙烷生产线
2008 年至 2010 年	8 万吨聚醚多元醇、6 万吨环氧丙烷	2008 年，蓝星东大以承债方式购买了东大化学 8 万吨聚醚生产线及 3 万吨环氧丙烷生产装置
2010 年至 2014 年	16 万吨聚醚多元醇、6 万吨环氧丙烷	2010 年，完成聚醚多元醇“8 改 16”扩建工程，并正式投入生产
2014 年至 2015 年	25 万吨聚醚多元醇、6 万吨环氧丙烷	25 万吨技改项目于 2014 年开始进行试生产，并于 2014 年 8 月开始转入固定资产

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

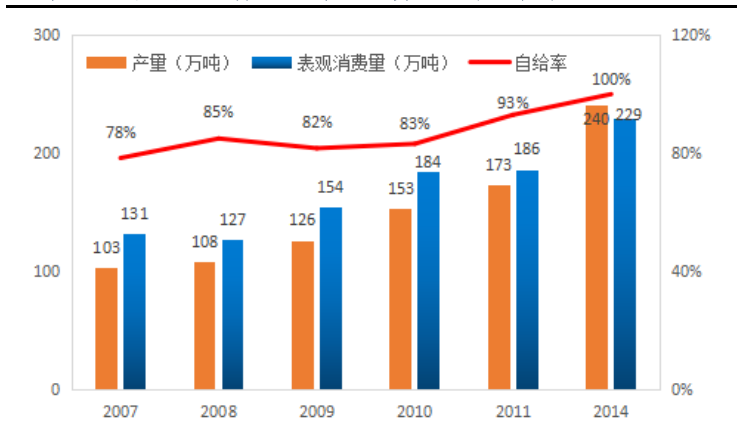
图表 24：蓝星东大最近两年一期的产销量及收入情况

指标	2015 年 1-3 月	2014 年度	2013 年度
产能（吨）	250,000.00	250,000.00	160,000.00
产量（吨）	60,004.93	232,102.00	179,601.00
销量（吨）	56,393.37	221,323.96	174,973.42
主营业务收入（万元）	61,152.98	272,076.97	206,238.82

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

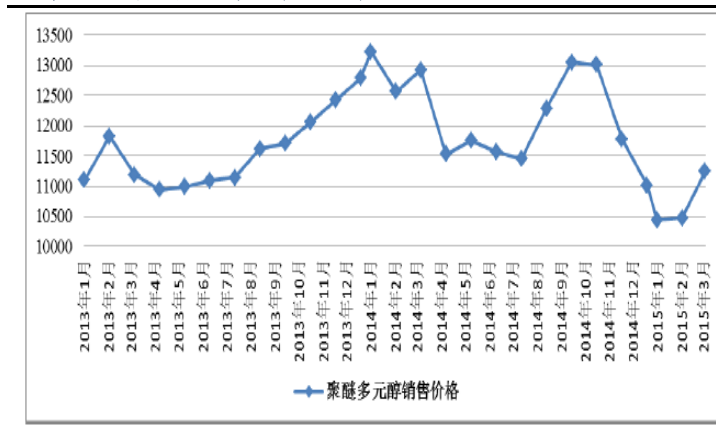
2011年以来，国内聚醚多元醇项目立项较多，产能于2012年底及2013年上半年集中释放，导致市场供给大幅度增加；同时受全球经济持续低迷，国内经济增速放缓的影响，公司下游聚氨酯行业的需求量有所减少，导致2013年上半年公司主导产品的聚醚多元醇价格处于较低水平。2013年下半年以来，因聚醚多元醇市场回暖，需求增加，聚醚多元醇的价格有所回升，但是价格波动较大。至2014年9月、10月，聚醚多元醇价格处于历史最高水平，后受到原油价格大幅下跌的影响，聚醚多元醇的价格于2014年年底大幅回落。

图表 25: 聚醚多元醇产量、表观消费量及自给率情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 26: 聚醚多元醇近年价格情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

蓝星东大聚醚多元醇的生产，主要使用的是碱催化的阴离子聚合方法、双金属络合催化（DMC）以及自催化方法，另外还包括连续法接枝聚醚（POP）生产。蓝星东大的聚醚多元醇处于批量生产阶段，其中低不饱和度CASE聚醚、高回弹聚醚等产品，技术与产品质量处于国内领先地位。

蓝星东大自成立以来，就非常重视聚醚产品质量的提高和新产品的换代及研发工作，从人才的引进、技术的国际化交流以及研发经费方面，给予了研发部门极大的支持，先后取得自主知识产权的国家专利达80项，其中“高固含量低粘度聚合物多元醇的合成方法”等9项技术获得国家发明专利。自2010年以来，包括阻燃聚醚ZR系列、高活性高分子量EP-210/EP-8000等十余个新产品形成产业化，并通过省市级新产品鉴定，取得良好的市场效益。

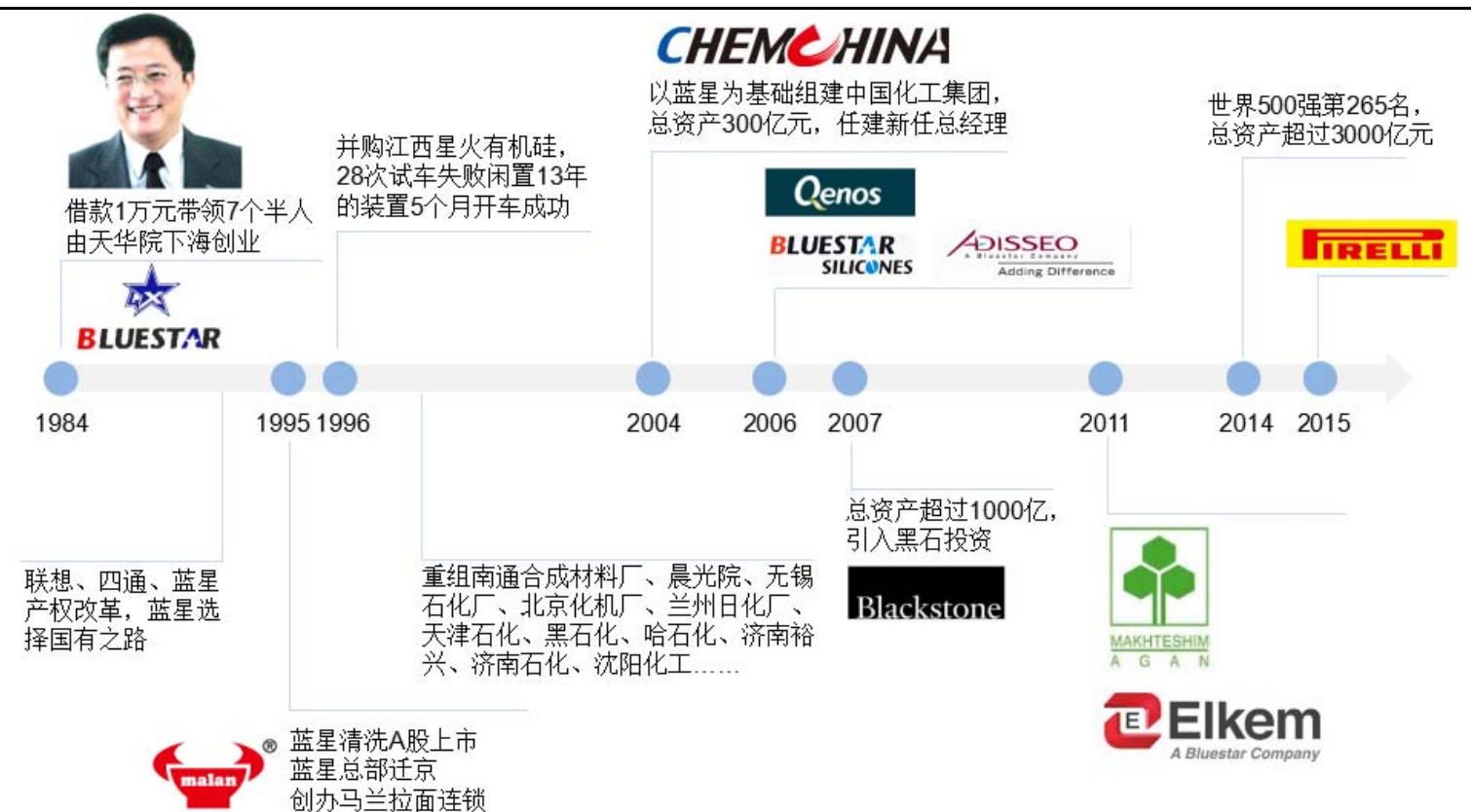
蓝星东大自有的研究中心先后被山东省确定为省级技术中心、省级技术研发中心。同时，蓝星东大还拥有聚醚研发中心及表面活性剂研发中心，研发实力业内领先。依托于雄厚的研发实力，蓝星东大在提高产品质量、开发聚醚新品种及产品新的应用领域等方面均获得了良好的效果。

控股股东资产证券化加速，小公司大平台前景可期

（一）控股股东资产证券化加速

公司实际控制人中国化工集团有限公司，虽然是国有企业公司，但其前身和背景均与中石油、中石化、中化国际等传统国企不同，在 2004 创立前其前身是蓝星清洗公司，集团公司创立后，在其总经理任建新的带领下，一直秉承以资本运营为主，海外并购与国内板块同业的全球领先公司，借其专业能力整合国内协同资产，通过旗下上市公司平台分板块实现证券化的战略思路，对其旗下的资产进行整合，加速其证券化的进程。

图表 27：中国化工集团有限公司发展历程



资料来源：信达证券研发中心整理

图表 28: 中国化工集团旗下其他上市公司资产证券化进程汇总

股票代码	股票名称	公司资产证券化进程
600299	安迪苏	公司 2015 年 12 月 29 日正式从“蓝星新材”更名为“安迪苏”，2015 年三季度公司完成重大资产重组：即置入大股东蓝星集团拥有的法国安迪苏集团 85% 股权，置出原有业务。安迪苏为纯正法国企业，世界第二大蛋氨酸厂家，盈利能力出众，因此公司业绩大幅反转。
000553	沙隆达 A	2011 年 10 月 17 日，中国化工集团公司以 14.4 亿美元收购以色列马克西姆-阿甘公司 60% 股权项目完成交割。后更名 ADAMA。马克西姆-阿甘公司是全球第七大农化公司，有着 66 年历史，可生产原药的品种超过 120 个，制剂 800 多个，在全球 120 个国家有近 5000 个产品注册登记和 6000 多个商标，有可能借壳整体上市。目前正在重大资产重组事项停牌期间。
600469	风神股份	集团收购轮胎世界第五大品牌倍耐力，获取高端品牌，将是中国轮胎企业打开巨大的乘用车轮胎市场的钥匙，是中国轮胎工业发展历程中破冰性的历史事件。收购后有助于集团整合其旗下轮胎板块的所有资产和业务，目前正在重大资产重组事项停牌期间。
600378	天科股份	天科股份变压吸附技术在国内处于绝对领先地位，与神华合作尝试变压吸附技术实现碳捕捉，但下游煤化工、石油化工项目建设在新常态宏观经济下难有快速增长。科研院所传统体制下，大量技术成果束之高阁，没有转化应用，缺乏推广力度。存在混改或科研板块资产整合预期。
600579	天华院	天华院城市污水处理厂污泥干燥成套技术、火电厂褐煤干燥设备等技术应用存在广阔市场空间。但在传统体制下，大量技术成果束之高阁，没有转化应用，缺乏推广力度。存在员工持股或科研板块资产整合预期。
600179	黑化股份	营业利润连续 7 年为负，多年存在退市危机，置换船务物流公司正在进行中。
000953	河池化工	尿素行业产能过剩，公司主营业务持续亏损，依靠处置持有的金融资产盈利，2015 年将处置完毕，存在重组预期。
600230	沧州大化	气头尿素在京津地区与民用争资源难以稳定供应，近两年主营业务陷入亏损，存在重组预期。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

（二）小公司大平台前景可期

中国化工集团旗下目前拥有 80 余套炼油、化工生产装置，原油一次加工能力达到 2500 万吨/年，并拥有铁路专用线、5 万吨级原油码头、260 万立方米原油储罐、110 公里原油和成品油长输管线，年进口原油 2000 万吨配额，生产汽油、柴油、液化气、石油焦等石油产品及苯乙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯、甲乙酮、壬基酚、辛烯、壬烯、丙烯、聚丙烯等基础化工原料。旗下凯诺斯公司是澳大利亚最大的乙烯生产商和唯一的聚乙烯生产商，在澳大利亚聚乙烯市场已确立绝对领先地位。集团公司还将与俄罗斯国家石油公司建立一系列战略合作。沈阳化工目前是中国化工集团有限公司旗下石油化工板块唯一上市平台，且受到市场油气价格及国内产能过剩等问题的影响，近年来业绩不甚理想，因此存在较大的资产整合预期。

盈利预测及估值分析

(一) 公司现有业务盈利预测

主要假设:

- (1) 公司现有业务受经济形势影响在 2015 年出现下滑，同比降低 1-5%，未来两年业务板块分别保持 1%、3% 增长。
- (2) 公司现有各项业务毛利率基本维持稳定。
- (3) 公司销售费用率、管理费用率基本稳定；继续享受高新技术企业的所得税优惠政策。

图表 29: 现有业务收入预测 (万元)

		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	总计	1,053,113	1,053,439	1,033,596	1,043,932	1,075,250
	同比增长			-2%	1%	3%
丙烯酸及酯	收入	172,909	115,154	109,396	110,490	113,805
	同比增长			-5%	1%	3%
糊树脂	收入	89,234	82,327	79,857	80,655	83,075
	同比增长			-3%	1%	3%
聚乙烯	收入	75,376	73,129	70,204	70,906	73,033
	同比增长			-4%	1%	3%
丙烯	收入	36,176	62,764	61,509	62,124	63,987
	同比增长			-2%	1%	3%
烧碱	收入	25,551	23,487	23,017	23,247	23,945
	同比增长			-2%	1%	3%
汽油	收入	25,801	274	271	274	282
	同比增长			-1%	1%	3%
柴油	收入	27,218	2,938	2,909	2,938	3,026
	同比增长			-1%	1%	3%
其他	收入	600,849	693,367	686,433	693,298	714,097
	同比增长			-1%	1%	3%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

图表 30: 现有业务损益预测 (百万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	10,531.13	10,534.39	10,335.96	10,439.32	10,752.50
减: 营业成本	10,037.61	10,139.87	9,981.55	10,065.28	10,350.68
营业税金及附加	121.86	115.24	125.98	127.24	131.05
营业费用	118.32	84.40	102.51	103.53	106.64
管理费用	282.39	224.93	265.07	267.72	275.75
财务费用	165.63	181.32	36.10	33.15	31.12
资产减值损失	10.42	22.99	13.54	16.21	18.06
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	-205.12	-234.35	-188.77	-173.81	-160.80
加: 营业外收入	246.48	271.43	261.88	191.70	172.15
减: 营业外支出	1.14	0.17	0.31	0.31	0.31
三、利润总额	40.23	36.91	72.80	17.57	11.03
减: 所得税	10.11	20.42	40.28	9.72	6.10
四、净利润	30.12	16.49	32.52	7.85	4.93
归属于母公司所有者的净利润	36.97	18.78	32.52	7.85	4.93

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

根据以上假设条件,我们预计公司 2015~2017 年现有业务营业收入分别为 103 亿元、104 亿元和 108 亿元,同比分别增长-2%、1%和 3%, 归属母公司净利润分别为 3252 万元、785 万元和 493 万元, 按照公司最新股本 8.20 亿股计算, 对应 2015~2017 年 EPS 分别为 0.05 元、0.01 元和 0.01 元。

(二) 拟置入业务盈利预测

主要假设:

- (1) 蓝星东大聚醚多元醇产品的产量增长 3%, 价格维持稳定。
- (2) 蓝星东大销售费用率、管理费用率基本稳定; 继续享受高新技术企业的所得税优惠政策。

图表 31: 蓝星东大主营业务预测

		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	合计 (万元)	206,900	272,644	245,096	252,449	260,023
	产能 (吨)	160,000	250,000	250,000	250,000	250,000
	产量 (吨)	179,601	232,102	240,020	247,220	254,637
	销量 (吨)	174,973	221,324	225,573	232,341	239,311
	主营业务收入 (万元)	206,239	272,077	244,612	251,950	259,509
其他 (万元)	661	567	484	499	514	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

图表 32: 蓝星东大损益预测 (万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	206,900	272,644	245,096	252,449	260,023
减: 营业成本	184,875	243,744	215,538	224,423	231,156
营业税金及附加	555	741	897	762	785
销售费用	3,560	4,505	5,125	4,598	4,736
管理费用	11,121	14,186	11,779	12,132	12,496
财务费用	261	674	656	539	556
资产减值损失	328	829	391	403	415
加: 投资净收益	-	-	-	-	-
二、营业利润	6,201	7,965	10,710	9,592	9,879
加: 营业外收入	396	647	2,061	779	802
减: 营业外支出	149	123	165	283	292
三、利润总额	6,448	8,489	12,606	10,087	10,389
减: 所得税	1,032	1,194	1,812	1,494	1,539
四、净利润	5,416	7,294	10,794	8,592	8,850
归属于母公司所有者的净利润	5,416	7,294	10,722	8,535	8,791

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

根据以上假设条件, 我们预计蓝星东大 2015~2017 年营业收入分别为 24.51 亿元、25.24 亿元和 26.00 亿元, 归属母公司净利润分别为 10722 万元、8535 万元和 8791 万元。合并至沈阳化工 2015-2017 报表中后, 可得出公司 2015 至 2017 年归属

母公司所有者净利润分别为 13974 万元、9320 万元和 9284 元，按照公司最新股本 8.20 亿股计算，对应 2015-2017 年摊薄 EPS 分别为 0.17 元、0.11 元和 0.11 元。

图表 33: 2015 年置入蓝星东大后损益预测 (万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,053,113	1,053,439	1,278,692	1,296,381	1,335,273
营业利润	-20,512	-23,435	-8,167	-7,790	-6,201
净利润	3,012	1,649	14,046	9,377	9,343
归属于母公司所有者的净利润	3,697	1,878	13,974	9,320	9,284
EPS (元)	0.06	0.03	0.17	0.11	0.11

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测 (注: 2015-2017 年 EPS 是按照 8.20 亿总股本计算)

(三) 估值及投资评级

考虑公司石油化工行业的业务类型, 选取了传化股份 (002010.SZ)、盐湖股份 (000792.SZ)、万华化学 (600309.SH) 和巨化股份 (600160.SH) 作为公司的可比公司。

图表 34: 可比公司市盈率(2016-1-14)

证券代码	证券名称	PE		
		2015E	2016E	2017E
002010.SZ	传化股份	77.17	96.93	66.21
000792.SZ	盐湖股份	34.06	26.92	19.58
600309.SH	万华化学	15.23	11.29	8.01
600160.SH	巨化股份	146.09	57.9	34.22
	平均值	68.14	48.26	32.01

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 市盈率为 wind 一致预测;

根据可比公司的市盈率预测, 我们给予公司 2015 年 36-40 倍的 PE, 对应公司 2015 年 0.17 元的 EPS, 计算出公司估值区间在 6.12~6.8 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素

化工品类产能持续过剩;

经济波动大幅影响化工品销售价格;

国家税费优惠政策变化风险。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞 能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生 能源化工行业研究员。清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理工作经历，2015年3月加盟信达证券。

刘斌斌 能源化工行业研究员。清华大学化工系学士，核研院核化工专业硕士，中国核电工程公司4年工作经验，2015年4月加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。