

业绩符合预期，期待技改提升业绩

沈阳化工（000698.SZ）

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54.46亿元，同比增长44.84%；归属于上市公司股东净利润1.47亿元，同比增长52.55%；实现每股收益0.22元，符合我们预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、丙烯酸及酯业绩贡献最大，总体景气还将持续

上半年丙烯酸及酯业务毛利率达33%，比去年同期提升9.4个百分点，贡献公司整体业绩一半以上，主要得益于丙烯酸的景气；上半年丙烯酸平均价差约21100元，大大高于去年同期的17000元和去年全年平均的18300元。2007年以来丙烯酸国内没有大的新增产能投放，下游需求稳定增长，国内丙烯酸供需依然偏紧，特别是原计划于2010年底投产的海油惠州20万吨丙烯酸产能推后至2012年，丙烯酸总体景气将至少维持到2012年中期；二季度丙烯酸价格有所回调，是属于正常的季节性调整，7月份以来已从底部回升；台塑大火而停产检查，有10.8/15.4万吨丙烯酸及酯产能（约占全球产能2%），随着秋季旺季的到来，下半年丙烯酸迎来一波新的景气的可能性很大。

此外，上半年PVC糊树脂一直稳定在景气高位，毛利率达26%，成为公司第二大盈利来源。

图 1：丙烯酸及酯价格走势

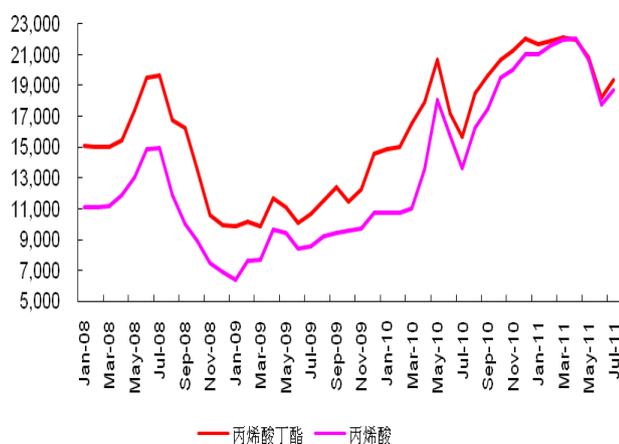
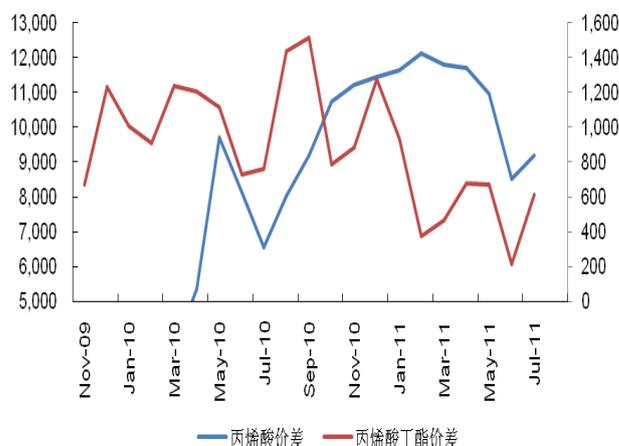


图 2：丙烯酸及酯价差走势



资料来源：中国银河证券研究部

(二)、72 万吨原油配额解决原料问题、提升收率，年化提升 EPS 约 0.15 元

公司之前有 70 万吨常减压装置、50 万吨的 DCC 装置和 50 万吨的 CPP 装置。去年四季度开始的渣油消费税免征，由于公司渣油主要还是国内采购为主，因此提升业绩不大。公司 72 万吨原油指标下来后，CPP 系统（70 万吨原油、50 万吨渣油）完全用自己生产的渣油，50 万吨 DCC 装置除了大庆原油外，还将用一部分渣油；总体来看，原油代替之前外购渣油，能够降低成本 200-300 元每吨，在 7 月份以后得到体现。

公司投资 5-6 个亿新上一个裂解炉，预计在 CPP 装置 9-10 月大修的时候建成，提炼渣油量的增加会增多轻质石脑油，预计聚丙烯和聚乙烯产量将增加到 20 万吨和 15 万吨左右，还将将新上 5-6 万吨 MTBE 和 C4 综合利用；整个技改完成后，将年化提升 EPS 约 0.15 元。另外，公司十二五期间进一步扩常减压和 CPP 装置的可能性较大。

(三)、炼油有望改观

受利比亚局势和美国量化宽松政策等因素影响，上半年特别是 2 季度国际原油价格处于高位，公司炼油业务从 3 月份开始亏损，二季度炼油亏损幅度进一步扩大；5 月份原油价格开始有所回落，我们预计 8 月份开始炼油将扭亏；全球经济复苏进程缓慢而反复，近期原油价格大幅上涨的可能性较小，总体来看，下半年公司炼油业务将改观，实现微利的可能性较大。

3. 投资建议

我们维持公司 2011-2012 年 EPS 为 0.58 元和 0.77 元的盈利预测。目前股价安全边际已较高，我们给予 20 倍估值，目标价值区间为 11-12 元，维持推荐评级。

表 1: 沈阳化工三表

资产负债表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	1011	1432	1422	1385	1416	1470	2370
现金	318	350	495	220	381	277	1063
交易性投资	0	0	0	0	0	0	0
应收票据	104	225	264	223	139	173	191
应收款项	127	140	127	60	78	215	237
其它应收款	22	13	21	17	72	19	21
存货	398	432	316	494	584	631	688
其他	43	272	198	370	163	156	172
非流动资产	3042	3183	5188	5660	5458	4759	4601
长期股权投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	1818	2706	2482	2276	4825	4606	4462
无形资产	166	158	148	139	421	108	97
其他	1057	319	2557	3245	211	45	42
资产总计	4053	4615	6610	7045	6873	6229	6971
流动负债	1476	1678	2558	2484	2335	2488	2594
短期借款	550	585	573	610	277	200	200
应付账款	451	501	248	265	287	398	434
预收账款	83	65	42	64	73	64	69
其他	392	527	1694	1545	1698	1826	1890
长期负债	958	1255	1244	1763	1528	1510	1710
长期借款	729	1009	1005	1344	1171	1271	1471
其他	229	246	239	419	357	239	239
负债合计	2435	2933	3802	4246	3864	3998	4304
股本	422	422	508	661	661	508	508
资本公积金	559	554	1505	1352	1352	1505	1505
留存收益	493	648	746	805	987	1311	1742
少数股东权益	143	58	49	2	(3)	39	44
归属于母公司所有者权益							
益	1475	1624	2760	2797	3012	3324	3755
负债及权益合计	4053	4615	6610	7045	6873	7361	8103

利润表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	4162	5487	5911	4506	7484	9333	10295
营业成本	3599	4752	5288	3691	6517	7967	8683
营业税金及附加	86	95	98	417	300	420	474
营业费用	34	84	79	77	100	121	134
管理费用	237	291	217	211	235	289	309

财务费用	30	77	96	62	112	87	94
资产减值损失	16	3	24	6	28	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	(3)	0	0	0
营业利润	160	185	110	39	192	448	602
营业外收入	2	57	22	18	30	0	0
营业外支出	8	3	1	1	5	0	0
利润总额	153	239	132	56	216	448	602
所得税	45	85	44	(6)	5	67	90
净利润	108	154	87	62	211	381	512
少数股东损益	6	(0)	(9)	(6)	(4)	0	5
归属于母公司净利润	102	154	96	69	215	381	507
EPS (元)	0.24	0.23	0.15	0.10	0.33	0.58	0.77

现金流量表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	399	285	380	183	717	1546	1155
净利润			96	69	215	381	507
折旧摊销			0	0	0	579	559
财务费用			0	0	0	87	94
投资收益			0	0	0	0	0
营运资金变动			0	0	0	494	(9)
其它			284	115	502	5	6
投资活动现金流	(864)	(386)	(1529)	(760)	(316)	(397)	(400)
资本支出			0	0	0	(400)	(400)
其他投资			(1529)	(760)	(316)	3	0
筹资活动现金流	493	211	1339	319	(217)	(1254)	30
借款变动			0	0	0	(991)	200
普通股增加			0	0	0	(153)	0
资本公积增加			0	0	0	153	0
股利分配			0	0	0	(57)	(76)
其他			1339	319	(217)	(205)	(94)
现金净增加额	29	110	190	(259)	184	(105)	786

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
年成长率							
营业收入	21%	32%	8%	-24%	66%	25%	10%
营业利润	84%	16%	-40%	-65%	389%	134%	34%
净利润	113%	51%	-38%	-29%	213%	77%	33%
获利能力							

毛利率	13.5%	13.4%	10.6%	18.1%	12.9%	14.6%	15.7%
净利率	2.5%	2.8%	1.6%	1.5%	2.9%	4.1%	4.9%
ROE	6.9%	9.5%	3.5%	2.5%	7.1%	11.5%	13.5%
ROIC	4.6%	5.0%	3.1%	2.3%	5.9%	9.2%	10.6%
偿债能力							
资产负债率	60.1%	63.6%	57.5%	60.3%	56.2%	64.2%	61.7%
净负债比率	32.6%	36.9%	24.5%	29.7%	29.7%	25.2%	25.4%
流动比率	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6	0.9
速动比率	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.6
营运能力							
资产周转率	1.0	1.2	0.9	0.6	1.1	1.5	1.5
存货周转率	10.8	11.5	14.1	9.1	12.1	13.1	13.2
应收帐款周转率	32.5	41.2	44.3	48.3	108.9	63.9	45.6
应付帐款周转率	9.0	10.0	14.1	14.4	23.6	23.3	20.9
每股资料 (元)							
每股收益	0.24	0.23	0.15	0.10	0.33	0.58	0.77
每股经营现金	0.95	0.43	0.58	0.28	1.08	2.34	1.75
每股净资产	3.49	2.46	4.17	4.23	4.56	5.03	5.68
每股股利	0.00	0.00	0.06	0.02	0.05	0.09	0.11
估值比率							
PE	37.8	39.1	62.8	88.0	28.1	15.8	11.9
PB	2.6	3.7	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.1	12.9	13.8	17.3	9.1	5.7	5.1

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。

裘孝锋、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