

石油化学品制造业

报告原因：中报公布

2011年8月29日

市场数据：2011年8月29日

收盘价（元）	8.70
一年内最高/最低（元）	12.77/8.10
市净率	1.83
股息率	0.00%
流通A股市值（百万元）	5455.1

基础数据：2011年6月30日

每股净资产（元）	4.78
资产负债率%	55.09
总股本/流通A股(百万)	660.93/627.02
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师：

裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

联系人：

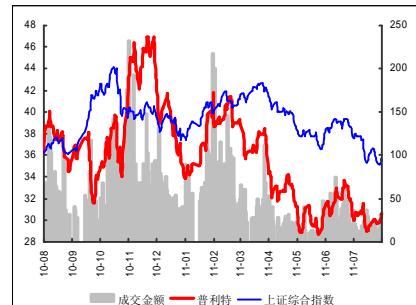
朱一闻

021-32589770

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

一年内公司股价与大盘对比走势：



沈阳化工 (000698)

买入

十年磨一剑，今日试刀锋；上游不是梦，百亿太轻松

首次评级

半年目标价：10.66-11.32元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2010A	7484.1	6517.0	210.8	0.33	26.4
2011E	12667.2	11110.4	335.2	0.51	17.1
2012E	15254.1	13447.6	391.3	0.59	14.7
2013E	18067.3	15931.3	495.0	0.75	11.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；左表最高最低价为前复权价格

投资要点：

| 公司2011年上半年营业收入54.46亿元，营业总成成本52.75亿元，营业成本47.73亿元，归属母公司净利润1.468亿元，同比分别增长44.84%、43.54%、46.24%和52.55%。

| **公司产能规模较大，产业链较为完整：**公司在沈阳拥有两个生产基地，东方高新区主要涉足石油化工产业，包括120万吨炼油装置（联产），50万吨DCC装置、50万吨CPP装置、20万吨聚乙烯装置（联产）、17万吨丙烯酸及酯装置；西方铁西区涉足氯碱行业，包括13万吨糊树脂、19万吨烧碱、20万吨盐酸、液氯4.5万吨。此外公司丙烯产业链和氯碱产业链延伸都有很好的尝试，公司控股子公司金碧兰化工拥有丙烯下游环氧丙烷4万吨，PPG4万吨；公司通过2000吨气相法白炭黑拓展氯资源的应用且填补当年气相法白炭黑的空白。

| **利用DCC及CPP装置的首创性，石油烯烃化工将成为公司的主要发展：**公司对石蜡基原油的利用目前走在全国的最前面，十多年来，公司建设了DCC、CPP等一系列全国示范定点项目。目前公司石油化工行业在公司比重越来越大，但CPP规模只有50万吨，全部炼油能力只有120万吨，在目前的炼油企业中是规模较小，很不经济的；因此，围绕石化领域的壮大及延伸将会是公司未来的主要发展方向。

| **公司目前及未来原油供应有保证，规模扩大可期：**公司目前有48万吨的大庆重质原油的指标油；此外还有根据市场价格结算的72万吨石蜡基原油贸易指标，目前公司已确定长期供货商，采用日价日结的模式。根据石化十二五规划对非常规油气产品利用的支持，同时考虑公司搬迁对价，最后结合当前公司原油贸易模式，我们认为未来原油供应是可期的。

| **公司新建装置业绩释放持续：**氯碱装置今年预计都将具有良好业绩，而公司CPP装置5月份才真正达产，目前公司开工率达到90%，达产将带来业绩的持续释放。

| **不考虑搬迁及新产能建设，认为公司年度报告前能获批高新技术企业，我们预测公司2011-2013年EPS为0.51、0.59、0.74元；**公司CPP产品成本优势明显，厂区搬迁、产能扩张是大概率事件，业绩可能爆发增长，给予其“买入”评级；我们认为可给予公司2010-2011年业绩18-20倍市盈率，参考公司增发解禁价格，半年目标价10.66-11.32元。

- Ø 核心假设：**
- 1. 公司产业为受发改委认定的非常规原油利用的示范标杆产业，获评高新技术企业可能性很大，我们认为这一时间点会在今年年报公布前或者报表会计调整的节点会在公司今年年报，目前公司基本上是按 25%税率上缴税收，那么这将给公司利润水平带来较大增长。
 - 2. 公司目前产能即便扩大至 300 万吨 CPP，整体炼油规模达到 500 万吨来说，其占市场规模也是较小的；公司销售目前均是委托中石油销售，销售状况良好；而公司目前是重点示范项目，故此认为未来主要产品的销售网络至少能够保证和目前委托中石油销售相比不会更差；因此我们认为伴随产能扩大，产品产销率不发生变化，甚至可能带来销售环节的利润回流。
 - 3. 公司 2008 年增发价 12.42 元，2008 年分红 0.03 元，同时转增 30%股份，故此我们核算公司 3 年后的 2011 年 8 月的解禁价格，复权在 9.53 元，按平均 4.2% 年存款利率计算边际成本的复权价格在 10.78 元。
 - 4. 认为在产品具有明显成本优势及销售空间下，公司装置今年余下时间及之后两年，CPP 装置均可保持 90% 的开工率。认为公司 2012 年仍不能够 100% 利用起给予的 120 万吨计划油。
 - 5. 认为公司氯碱产业的糊树脂、烧碱产品价格上涨 15% 甚至接近 45%-55% 的状况不可保持，明后年公司相关产品的盈利状况将下移 4-5 个百分点。
 - 6. 认为合资公司不发生任何投资及股权变更，在此背景下少数股东权益保持一个稳定的状况。
 - 7. 不考虑发改委进一步对成品油价格的调整。
- Ø 风险提示：**
- 1. 原油价格大幅变动的风险。
 - 2. 公司铁西厂区目前在沈阳市规划中基本确定搬迁时间，存在较大的搬迁风险。
 - 3. 公司股权回购带来的股价变动风险。
 - 4. 公司扩大产能带来的股价变动风险。
 - 5. 公司装置运行时间还较短，存在一定安全生产的风险。

利润表

	2010-A	2011-E	2012-E	2013-E
一、营业总收入	7484.1	12667.2	15254.1	18067.3
营业收入	7484.1	12667.2	15254.1	18067.3
其中：石油化工	5678.9	10791.0	13219.0	15862.8
氯碱化工行业	1735.6	1787.9	1935.1	2091.9
轮胎模具行业	35.8	37.0	38.3	39.6
其他	33.7	51.3	61.7	73.1
二、营业总成本	7292.4	12290.3	14806.1	17493.1
营业成本	6517.0	11110.4	13447.6	15931.3
其中：石油化工	4941.2	9603.6	11740.3	14106.1
氯碱化工行业	1517.7	1434.9	1624.9	1732.4
轮胎模具行业	28.2	29.9	30.8	32.0
其他	29.9	42.0	51.5	60.8
营业税金及附加	300.4	546.2	640.2	761.4
销售费用	100.0	148.2	177.1	201.4
管理费用	235.3	382.6	456.5	532.5
财务费用	111.8	78.8	48.7	27.8
资产减值损失	28.0	24.1	36.1	38.7
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	191.6	376.9	447.9	574.3
加：营业外收入	29.8	9.0	9.0	9.0
减：营业外支出	5.1	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	216.3	385.9	456.9	583.3
减：所得税	5.5	50.7	65.6	88.3
六、净利润	210.8	335.2	391.3	495.0
减：少数股东损益	-4.0	-0.2	-0.3	-0.3
归属于母公司所有者的净利润	214.8	335.4	391.6	495.3
七、每股收益：	0.0	0.0	0.0	0.0
(一) 基本每股收益	0.33	0.51	0.59	0.75
(二) 稀释每股收益	0.33	0.51	0.59	0.75

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。