



需求低迷拖累公司业绩

增持维持

目标价格：7.5 元

投资要点:

- 外需低迷, 产能扩张较快, 糊树脂业务承压
- 地产景气周日尚需时日, 丙烯酸酯业务反转需时间
- CPP 装置需要考虑调整运行模式, 增收节支

报告摘要:

- 营业收入同比大增, 每股收益基本持平。公司主营收入 100.92 亿元, 同比上涨 34.85%, 归属上市公司股东净利润 2.1 亿元, 同比微降 2.41%; 每股收益 0.32 元, 和去年基本持平。
- 外需低迷, 产能扩张较快, 糊树脂业务承压。糊树脂业务贡献了公司净利润的半壁江山, 但是面临着外需低迷、行业产能快速扩张以及老厂区整体搬迁的三座大山考验。按照投产进度, 12 年行业糊树脂产能增加 29 万吨, 行业产能达到 100 万吨。
- 地产政策短期难以放松, 丙烯酸酯业务反转需时间。国家的地产政策短期难以放松, 丙烯酸酯业务承压。同时, 12 年行业丙烯酸酯扩能 26 万吨, 行业总产能达到 121 万吨。
- CPP 装置需要考虑调整运行模式。商务部增加公司原有配额后, CPP 和 DCC 装置基本能够开满, 但是 CPP 装置目前仍按照乙烯优先的模式运行, 干气产率偏高, 需要考虑调整运行模式, 节效增收。
- 股价合理, 给予“增持”评级。预计公司 12~13 年的每股收益分别为 0.42 和 0.53 元, 维持“增持”评级, 目标价位 7.5 元。
- 不确定因素: 老厂区因为城市改造存在搬迁可能。

化工研究组

联系人:

柴沁虎

电话: 010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

分析师:

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

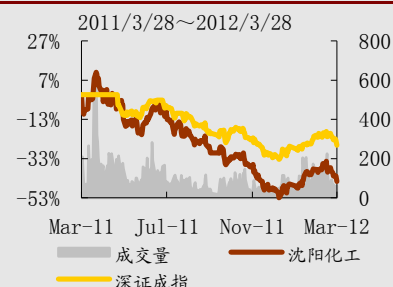
zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

市场表现



股东户数

| 报告日期 | 户均持股数变化 | 筹码集中度 |
|----------|---------|-------|
| 20110930 | 8542 | |
| 20110630 | 8795 | |
| 20110331 | 9531 | |

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券 * 中报简评 * 沈阳化工: 业绩偏低, 投资价值仍具 * 000698 * 石化行业 * 柴沁虎》, 2011.8
- 《宏源证券 * 季报简评 * 沈阳化工: 氯碱高景气, 石化想象多 * 000698 * 石化行业 * 柴沁虎》, 2011.4

| 主要经营指标 | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E |
|------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万) | 4505.81 | 7484.08 | 10092.19 | 11902.56 | 11902.56 |
| 增长率 (%) | -23.78% | 66.10% | 34.85% | 17.94% | 0.00% |
| 净利润 (百万) | 68.59 | 214.84 | 209.65 | 281.09 | 353.19 |
| 增长率 (%) | -28.68% | 213.24% | -2.41% | 34.07% | 25.65% |
| 每股收益 (EPS) | 0.104 | 0.325 | 0.317 | 0.425 | 0.534 |

表 1: 利润表 (百万元)

| 单位:百万元 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 7484.08 | 10092.19 | 11902.56 | 11902.56 |
| 增长率 | 66.10% | 34.85% | 17.94% | 0.00% |
| 归属母公司股东净利润 | 214.84 | 209.65 | 281.09 | 353.19 |
| 增长率 | 213.24% | -2.41% | 34.07% | 25.65% |
| 每股收益(EPS) | 0.325 | 0.317 | 0.425 | 0.534 |
| 每股股利(DPS) | 0.000 | 0.000 | 0.063 | 0.079 |
| 每股经营现金流 | 1.093 | 0.195 | -0.393 | 1.870 |
| 销售毛利率 | 12.92% | 10.12% | 11.51% | 12.19% |
| 销售净利率 | 2.82% | 2.09% | 2.37% | 2.98% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.13% | 6.51% | 8.12% | 9.39% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 9.74% | 10.04% | 8.83% | 8.03% |
| 市盈率(P/E) | 21.26 | 21.78 | 16.25 | 12.93 |
| 市净率(P/B) | 1.52 | 1.42 | 1.32 | 1.21 |

| 资产负债表 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 328.41 | 112.51 | 119.03 | 119.03 |
| 应收和预付款项 | 397.05 | 490.03 | 976.39 | 486.03 |
| 存货 | 583.71 | 443.25 | 1182.39 | 430.68 |
| 其他流动资产 | 53.64 | 222.51 | 222.51 | 222.51 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 4975.02 | 4961.23 | 5199.59 | 5407.95 |
| 无形资产和开发支出 | 421.02 | 397.35 | 397.35 | 397.35 |
| 其他非流动资产 | 30.67 | 129.22 | 82.86 | 36.49 |
| 资产总计 | 6789.53 | 6756.10 | 8180.11 | 7100.04 |
| 短期借款 | 277.25 | 645.00 | 1321.15 | 501.60 |
| 应付和预收款项 | 882.76 | 816.28 | 1347.16 | 807.87 |
| 长期借款 | 1171.00 | 320.00 | 320.00 | 320.00 |
| 其他负债 | 1448.87 | 1754.13 | 1754.13 | 1754.13 |
| 负债合计 | 3779.88 | 3535.41 | 4742.45 | 3383.60 |
| 股本 | 660.93 | 660.93 | 660.93 | 660.93 |
| 资本公积 | 1352.24 | 1352.24 | 1352.24 | 1352.24 |
| 留存收益 | 999.19 | 1208.84 | 1448.25 | 1749.08 |
| 归属母公司股东权益 | 3012.36 | 3222.01 | 3461.42 | 3762.25 |
| 少数股东权益 | -2.70 | -1.31 | 0.25 | 2.20 |
| 股东权益合计 | 3009.65 | 3220.70 | 3461.67 | 3764.45 |
| 负债和股东权益合计 | 6789.53 | 6756.10 | 8204.11 | 7148.04 |

| 利润表 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 7484.08 | 10092.19 | 11902.56 | 11902.56 |
| 减：营业成本 | 6517.02 | 9070.72 | 10533.08 | 10451.67 |
| 营业税金及附加 | 300.38 | 356.14 | 420.03 | 420.03 |
| 营业费用 | 100.02 | 104.14 | 122.82 | 122.82 |
| 管理费用 | 235.25 | 279.23 | 329.32 | 329.32 |
| 财务费用 | 111.77 | 128.62 | 168.03 | 164.15 |
| 资产减值损失 | 28.00 | 25.29 | 25.00 | 25.00 |
| 加：投资收益 | 0.00 | 13.01 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 191.64 | 141.05 | 304.29 | 389.58 |
| 加：其他非经营损益 | 24.64 | 110.41 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 216.28 | 251.47 | 304.29 | 389.58 |
| 减：所得税 | 5.48 | 40.65 | 45.64 | 58.44 |
| 净利润 | 210.80 | 210.81 | 258.64 | 331.14 |
| 减：少数股东损益 | -4.03 | 1.16 | 1.56 | 1.95 |
| 归属母公司股东净利润 | 214.84 | 209.65 | 281.09 | 353.19 |

| 现金流量表 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E |
|----------|---------|--------|---------|---------|
| 经营性现金净流量 | 722.30 | 128.62 | -259.94 | 1236.06 |
| 投资性现金净流量 | -316.26 | 0.00 | -300.00 | -300.00 |
| 筹资性现金净流量 | -216.96 | 0.00 | 566.45 | -936.06 |
| 现金流量净额 | 189.08 | 128.62 | 6.51 | 5.23 |

资料来源：宏源证券

分析师简介:

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 三年化工行业工作经验, 四年证券行业从业经验。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

| | 郭振举 | 牟晓凤 | 孙利群 | 王艺 |
|------|-------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|
| 华北区域 | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 010-88085172 wangyi1@hysec.com |
| | 张珺 | 王俊伟 | 赵佳 | 奚曦 |
| 华东区域 | 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 021-51782236 wangjunwei@hysec.com | 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 021-51782067 xixi@hysec.com |
| | 曾利洁 | 贾浩森 | 雷增明 | 罗云 |
| 华南区域 | 010-88085991 zenglijie@hysec.com | 010-88085279 jiahaozen@hysec.com | 010-88085989 leizengming@hysec.com | 010-88085760 luoyun@hysec.com |
| | 方芳 | 胡玉峰 | | |
| QFII | 010-88085842 fangfang@hysec.com | 010-88085843 huyufeng@hysec.com | | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。