

评级：首次关注（暂无评级）

石油石化

公司年报点评

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 王浩 S1080111120010

电话：0755-25832477

邮件：wanghao3@fcsc.cn

沈阳化工(000698)

化工产品需求低迷，短期难现行业景气

事件：

公司发布 2011 年年报：全年累计实现营业收入 100.9 亿元、同比增 34.85%，营业利润 1.4 亿元，归属上市公司股东净利润 2.1 亿元，同比减 2.41%，EPS 为 0.32 元，不分配不转增。公司主导产品完成情况：烧碱 18 万吨，糊树脂 12 万吨，汽油 15 万吨，柴油 10 万吨，环氧丙烷 4 万吨，丙烯 12 万吨，丙烯酸及酯 20 万吨，聚乙烯 6 万吨。

点评：

- **全年增收不增利，政府补助占比较大。**2011 年上半年化工产品需求旺盛，在高油价的推动下，公司糊树脂、丙烯酸及酯等主导产品价格不断攀升。但进入下半年，受下游需求萎缩、产能扩张、成本快速上升等因素影响，化工市场一路走低，产品销量和价格直线下滑，导致全年公司增收不增利。此外，公司获得了 1.08 亿元的政府补助，并计入营业外收入。
- **公司 CPP 和 DCC 两套装置实现基础资源的完全配置。**公司 50 万吨/年催化热裂解制乙烯（CPP）项目获批增加了 72 万吨原油采购指标，有利于公司提高装置负荷率，降低成本。
- **2012 将享税收优惠。**2011 年公司利润主要来自糊树脂和丙烯酸及酯产品，综合毛利率 10.1%，同比下滑 2.8 个百分点。2012 年年初公司完成了“国家级高新技术企业”审核工作，将享受企业所得税税率由目前的 25% 调整为 15% 的税收优惠政策。
- **2012 年，化工市场形势异常严峻，市场竞争不断升级，总体形势不容乐观。**主要表现在：一是欧美经济体需求萎缩；二是国内同行业产能增速不减，今年糊树脂将新增产能 29 万吨，总产能达到近 100 万吨，丙烯酸丁酯将新增产能 26 万吨，总产能达到 121 万吨；而下游需求动力不足，供过于求的矛盾突出，2012 难现景气。
- **首次关注，暂无评级。**高油价短期难以回落，公司利润仍不乐观。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元、和 0.56 元，按照最新股价 5.95 元，对应的 PE 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍，首次关注，暂时不予评级。

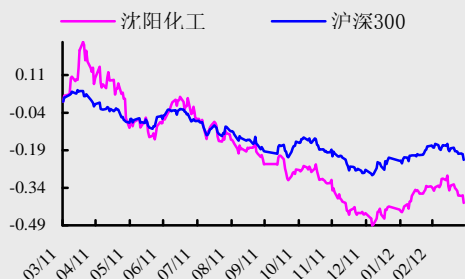
交易数据

上一日交易日股价（元）	5.95
总市值（百万元）	3,933
流通股本（百万股）	627
流通股比率（%）	94.87

资产负债表摘要（12/11）

股东权益（百万元）	3,222
每股净资产（元）	4.87
市净率（倍）	1.22
资产负债率（%）	52.89

公司与沪深 300 指数比较



相关报告



风险提示

- 化工产品大幅下跌的风险。
- 油价大幅上涨的风险。
- 老厂区搬迁的风险。



表 1: 公司的主要财务数据

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	748,408	1,009,219	1,110,141	1,276,662	1,404,329
同比 (%)	66.1%	34.8%	10.0%	15.0%	10.0%
营业毛利	96,706	102,147	107,827	124,001	136,401
同比 (%)	19.9%	5.6%	5.6%	15.0%	10.0%
归属母公司净利润	21,484	20,965	24,404	31,061	36,747
同比 (%)	213.2%	-2.4%	16.4%	27.3%	18.3%
总股本 (万股)	66,092.9	66,092.9	66,092.9	66,092.9	66,092.9
每股收益 (元)	0.33	0.32	0.37	0.47	0.56
ROE	7.1%	6.5%	7.0%	8.2%	8.9%
P/E (倍)	18.3	18.8	16.1	12.7	10.7

数据来源: 公司公告、第一创业研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,321.7	1,933.5	2,641.7	3,408.1	一、营业收入	10,092.2	11,101.4	12,766.6	14,043.3
货币资金	165.9	-524.1	-175.0	334.1	减: 营业成本	9,070.7	10,023.1	11,526.6	12,679.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	356.1	329.0	378.4	416.2
应收款项	207.9	338.1	405.4	447.5	销售费用	104.1	149.0	171.3	188.5
预付款项	215.2	321.3	386.8	428.4	管理费用	279.2	293.2	315.2	330.9
存货	443.2	1,508.8	1,735.1	1,908.7	财务费用	128.6	119.1	117.5	107.9
其他流动资产	289.5	289.5	289.5	289.5	资产减值损失	25.3	7.9	2.5	1.7
非流动资产	5,515.0	5,102.9	4,690.7	4,278.6	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	13.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4,594.9	4,170.8	3,746.8	3,322.7	二、营业利润	141.1	180.0	255.1	318.8
在建工程	366.4	378.3	390.2	402.1	加: 营业外收入	111.9	115.3	118.7	122.3
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.5	2.2	2.5	2.8
无形及递延性资产	490.1	490.1	490.1	490.1	三、利润总额	251.5	293.0	371.3	438.2
其它非流动资产	63.7	63.7	63.7	63.7	减: 所得税费用	40.7	44.0	55.7	65.7
资产总计	6,836.7	7,036.4	7,332.4	7,686.7	四、净利润	210.8	249.1	315.6	372.5
流动负债	2,982.1	2,932.8	2,913.2	2,895.0	归属母公司净利润	209.7	244.0	310.6	367.5
短期借款	1,585.2	1,585.2	1,585.2	1,585.2	少数股东损益	1.2	5.0	5.0	5.0
应付账款	301.5	336.0	386.3	424.9	五、总股本(百万股)	660.9	660.9	660.9	660.9
预收帐款	89.0	118.1	140.7	155.7	EPS (元)	0.32	0.37	0.47	0.56
其它流动负债	1,006.3	893.5	800.9	729.1	主要财务比率				
非流动负债	633.9	633.9	633.9	633.9	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	320.0	320.0	320.0	320.0	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	34.8%	10.0%	15.0%	10.0%
其它非流动负债	313.9	313.9	313.9	313.9	营业毛利	5.6%	5.6%	15.0%	10.0%
负债合计	3,616.0	3,566.7	3,547.1	3,528.9	主业盈利	-14.9%	8.9%	22.2%	14.2%
少数股东权益	-1.3	3.7	8.7	13.7	母公司净利	-2.4%	16.4%	27.3%	18.3%
股本	660.9	660.9	660.9	660.9	获利能力				
资本公积与其它	1,609.1	1,609.1	1,609.1	1,609.1	毛利率	10.1%	9.7%	9.7%	9.7%
留存收益	952.0	1,196.0	1,506.6	1,874.1	主业盈利/收入	2.8%	2.8%	2.9%	3.1%
股东权益合计	3,222.0	3,466.1	3,776.7	4,144.1	ROS	2.1%	2.2%	2.5%	2.7%
负债和股东权益	6,836.7	7,036.4	7,332.4	7,686.7	ROE	6.5%	7.0%	8.2%	8.9%
现金流量表					ROIC	4.1%	4.6%	5.6%	6.2%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	52.9%	50.7%	48.4%	45.9%
经营活动现金流	190.4	-547.3	478.5	628.8	利息保障倍数	1.6	2.1	2.7	3.5
净利润	210.8	249.1	315.6	372.5	速动比率	0.20	0.05	0.21	0.42
折旧摊销	476.9	432.0	426.5	425.8	经营净现金/当期债务	0.12	-0.35	0.30	0.40
财务费用	126.2	119.1	117.5	107.9	营运能力				
投资损失	-13.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.48	1.58	1.74	1.83
营运资金变动	-566.5	-1,254.7	-305.5	-215.7	应收款天数	7.41	10.96	11.43	11.47
其它变动	-44.0	-92.7	-75.5	-61.5	存货天数	17.59	54.19	54.19	54.19
投资活动现金流	-194.0	-11.9	-11.9	-11.9	每股指标 (元)				
资本支出	-253.5	-11.9	-11.9	-11.9	主业盈利/股本	0.43	0.46	0.57	0.65
长期投资	58.5	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.29	-0.83	0.72	0.95
其它变动	1.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	4.87	5.24	5.71	6.27
筹资活动现金流	-213.0	-130.9	-117.5	-107.9	估值比率				
债务融资	-88.0	0.0	0.0	0.0	P/E	18.76	16.11	12.66	10.70
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	1.22	1.13	1.04	0.95
其它变动	-125.0	-130.9	-117.5	-107.9	P/S	0.39	0.35	0.31	0.28
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	7.71	8.87	7.78	6.73
现金净增加额	-216.5	-690.0	349.2	509.1					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135