



2009 年 4 月 24 日

化工

业绩回顾

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

中性

沈阳化工(000698.SH)

一季度亏损，二季度环比改善明显

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	4,145	5,487	5,911	8,172	9,431
(+/-)	20%	32%	8%	38%	15%
主营业务利润	475	640	526	717	890
(+/-)	26%	35%	-18%	36%	24%
净利润	86	154	96	128	251
每股盈利(元)	0.17	0.30	0.19	0.25	0.49
(+/-)	63%	80%	-38%	33%	96%
市盈率	53.0	29.4	47.2	35.4	18.1
市净率	3.23	2.79	1.65	1.59	1.51
EV/EBITDA	18.55	12.54	12.68	9.64	6.34
净资产收益率	6.1%	9.5%	3.5%	4.5%	8.3%
ROCE	3.9%	5.7%	2.8%	3.3%	6.9%
现金分红收益率	0.9%	0.8%	0.4%	0.6%	2.2%
每股经营现金流(元)	0.9	0.5	0.7	1.9	1.6
股价/经营现金	9.4	18.7	11.9	4.7	5.4

股票信息

	A股
股票代码	000698 CH
当前股价	人民币8.93
目标价格	-
日成交量(百万股)	15.25
52周最高价/最低价	人民币17.88/4.55
发行股数(百万股)	508.41
总市值(百万元)	4540.07
流通股(百万股)	422.36
主要股东(持股比例)	沈阳化工集团有限公司(33.08%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[000698.SZ]	+0.78	+32.23	+62.95	+69.61
[深证成份A股指数]	+4.37	+20.75	+46.47	+46.64
[中金化工指数]	-3.08	+7.60	+32.23	+52.51

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

一季度 PVC 糊树脂和丙烯酸开工率不足，业绩亏损：

沈阳化工公布了 2009 年 1 季度业绩报告。1 季度主营业务实现销售收入 9.69 亿元，同比下降 36.9%，环比下降 26.6%。主营业务利润 0.70 亿元，同比下降 68.1%，环比上升 99.0%。1 季度净利润亏损 0.25 亿元，合每股亏损 0.05 元。业绩基本符合预期。亏损的主要原因是一季度糊树脂和丙烯酸类产品依旧处于低位，同时开工率在 50% 左右。同时，由于汽柴油消费税税率上调，导致主营业务税金比上年同期上升了 456.7%。（分析见图表 1）

正面：

- PVC 糊树脂和丙烯酸需求有所改善，公司开工率提升到 90% 以上。目前丙烯和炼油盈利较好。
- 新建的 50 万吨 CPP 装置开始试车，预计能够实现盈利。

负面：

- 油价和需求低迷，影响了糊树脂毛利较低，在不到 10% 水平。低油价下，公司 DCC 和未来 CPP 装置的成本优势不明显。

发展趋势：

受到石化结构性失衡的影响，丙烯和丙烯链产品价格反弹较好，目前丙烯和丙烯酸产品实现盈利，CPP 装置即将投产，烯烃收率达到涉及要求的可能性较大，目前价差来看，由于成品油和丙烯毛利较好，CPP 仍能实现稳定盈利。

估值与建议：

我们维持对公司 2009 年和 2010 年每股盈利 0.25 元和 0.49 元的预测，我们对产品价格的假设比较保守，公司的业绩有超预期的可能性。CPP 装置如果开工顺利，业绩也有超出预期可能性。可以继续持有。

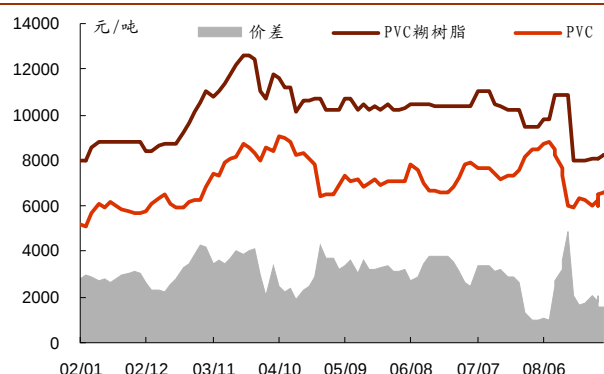
4 月 23 日下午公司 PVC 糊树脂分厂的一个出水罐检修时发生爆炸，导致 4 人死亡，但对主生产装置未造成影响，损失不大，如果股价因为这个原因大幅下跌，可以买入。

图表 1: 08 年业绩分析

	季度数据										中金点评	
(百万元)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	QoQ	YoY	
主营业务收入	1,213	1,527	1,207	1,540	1,535	1,733	1,325	1,318	968	-26.6%	-36.9%	产品价格下跌，PVC糊树脂和丙烯酸开工率较低
主营业务成本	1,029	1,327	1,049	1,346	1,294	1,529	1,210	1,254	781	-37.7%	-39.7%	
主营业务税金及	23	28	20	25	21	29	19	29	117	302.5%	456.7%	成品油税率上升
主营业务利润	161	172	137	169	220	175	96	35	70	99.0%	-68.1%	
营业费用	15	21	26	23	15	27	10	28	20	-29.8%	28.1%	增发后负债率下降
管理费用	74	76	55	86	66	41	39	70	58	-16.6%	-11.6%	
财务费用	14	23	21	19	21	30	15	31	19	-36.8%	-8.6%	
资产减值损失	1	-1	-	3	-	-5	-	29	-0	n.m.	n.m.	
营业利润	57	54	36	39	117	83	32	-122	-27	-77.6%	n.m.	
利润总额	61	56	36	86	118	85	34	-105	-26	-75.2%	n.m.	
所得税	15	20	14	36	22	16	10	-3	1	n.m.	-97.3%	
净利润	47	36	21	51	96	71	26	-97	-25	-74.0%	n.m.	
总股本	508	508	508	508	508	508	508	508	508	0.0%	0.0%	
每股收益（元）	0.09	0.07	0.04	0.10	0.19	0.14	0.05	-0.19	-0.05	-74.0%	n.m.	
财务比率												
毛利率	15.2%	13.1%	13.1%	12.6%	15.7%	11.8%	8.7%	4.9%	19.3%	14.5%	3.6%	
营业费用率	1.2%	1.4%	2.1%	1.5%	1.0%	1.5%	0.7%	2.1%	2.0%	-0.1%	1.0%	
管理费用率	6.1%	5.0%	4.5%	5.6%	4.3%	2.4%	3.0%	5.3%	6.0%	0.7%	1.7%	
营业利润率	4.7%	3.5%	3.0%	2.5%	7.6%	4.8%	2.5%	-9.2%	-2.8%	6.4%	n.m.	
净利润率	3.8%	2.3%	1.7%	3.3%	6.2%	4.1%	2.0%	-7.4%	-2.6%	4.7%	n.m.	

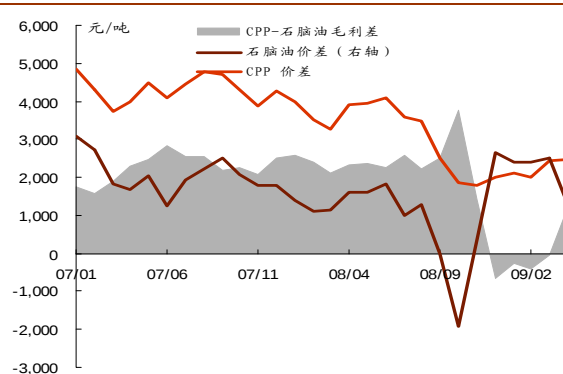
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: PVC 糊树脂价差



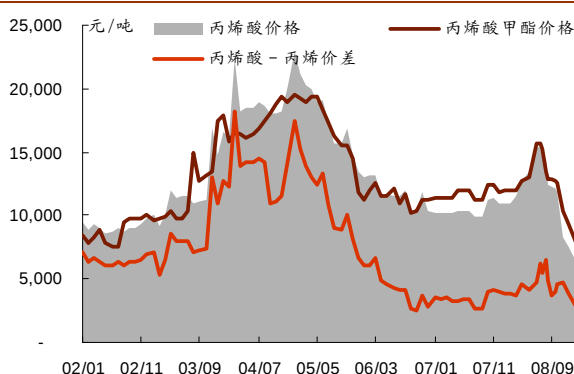
资料来源：隆众石化网，中金公司研究部

图表 4: CPP 和石脑油裂解价差对比



资料来源：隆众石化网，中金公司研究部

图表 3: 丙烯酸-丙烯价差



资料来源：隆众石化网，中金公司研究部

图表 5: 历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	4,145	5,487	5,911	8,172	9,431
主营业务利润	475	640	526	717	890
营业费用	(34)	(84)	(79)	(114)	(132)
管理费用	(251)	(291)	(217)	(334)	(351)
财务费用	(30)	(77)	(96)	(91)	(67)
营业利润	162	185	110	177	340
所得税	(62)	(85)	(44)	(43)	(84)
少数股东权益	(6)	0	9	(1)	(1)
净利润	86	154	96	128	251
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	399	202	380	958	838
投资活动现金流净额	(864)	(386)	(1,529)	(454)	(154)
融资活动现金流净额	493	211	1,339	(624)	(675)
货币资金增加额	29	27	190	(120)	9
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,011	1,432	1,422	1,416	1,581
固定资产	2,770	2,932	4,977	5,130	4,902
流动负债	1,476	1,678	2,558	3,000	3,185
长期负债	958	1,255	1,244	837	430
股东权益	1,406	1,624	2,760	2,862	3,012
总资产	3,982	4,615	6,610	6,748	6,678
财务指标					
主营业务利润率	11.5%	11.7%	8.9%	8.8%	9.4%
息税前利润率	4.6%	4.8%	3.9%	3.3%	4.3%
净利润率	2.1%	2.8%	1.6%	1.6%	2.7%
净资产收益率	6.1%	9.5%	3.5%	4.5%	8.3%
总资产收益率	2.3%	3.6%	1.7%	1.9%	3.7%
总资产负债率	61.1%	63.6%	57.5%	56.8%	54.1%
净资产负债率	94.2%	98.6%	49.4%	34.1%	15.3%
流动比率	0.7	0.9	0.6	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3
应收帐款周转期	22.3	25.2	25.5	25.5	25.5
存货周转期	40.5	33.2	21.8	21.8	21.8
分红比例	20.0%	20.0%	20.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率			EV/EBITDA		
				2009-4-23	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
国内化肥公司														
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	24.2	19.7	33.9	17.6	3.9	2.9	2.7	13.5	12.3	12.3	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	56.87	32.0	12.6	13.4	15.2	8.3	7.6	14.8	7.7	7.7	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	8.35	20.7	13.4	11.7	2.6	2.3	2.0	6.0	6.0	5.3	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	17.44	22.9	19.5	15.5	3.6	3.1	2.7	11.5	11.1	9.8	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.22	31.3	17.5	16.5	2.0	1.8	1.7	12.0	7.1	6.8	
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	38.88	326.4	19.6	13.9	11.5	7.3	4.8	229.6	278.0	235.2	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	14.5	16.6	19.1	12.6	4.7	4.1	3.3	11.5	9.5	6.0	
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.47	10.9	12.2	10.0	1.5	1.5	1.4	8.4	9.1	8.0	
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	27.50	56.1	24.6	23.5	13.2	8.6	6.3	27.2	12.1	11.1	
平均					59.6	19.2	15.0	6.5	4.4	3.6	37.2	39.2	33.6	
中间值					22.9	19.1	13.9	3.9	3.1	2.7	12.0	9.5	8.0	
国内材料公司														
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	18.18	20.0	21.7	20.0	6.3	4.9	3.9	16.0	19.1	13.1	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	39.15	6.5	15.3	12.5	3.8	3.2	2.7	4.6	9.0	7.2	
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	11.6	n.a.	40.8	25.7	2.1	2.0	1.8	22.9	11.0	8.5	
三爱富	600636 CH	CNY	中性	8.43	n.a.	92.8	81.8	4.1	3.9	3.7	28.7	16.0	14.2	
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	8.7	29.8	37.0	37.8	2.4	2.3	2.2	10.2	10.2	10.1	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	7.74	307.1	49.2	25.8	1.7	1.7	1.6	16.8	13.0	10.6	
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	8.93	47.2	35.4	18.1	1.6	1.6	1.5	12.9	10.5	7.6	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.04	45.3	33.8	25.8	3.6	3.2	2.9	9.7	13.2	11.3	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	16.25	13.9	23.2	16.9	3.6	3.2	2.8	9.1	11.0	8.2	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	14.25	31.0	34.5	22.9	2.6	2.5	2.3	9.7	9.0	7.1	
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	17.77	209.6	99.9	25.7	23.4	4.6	4.0	82.8	29.0	9.0	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.016	83.8	40.0	10.3	9.3	1.8	1.6	42.9	17.3	7.3	
平均					79.4	43.7	27.0	5.4	2.9	2.6	22.2	14.0	9.5	
中间值					38.1	36.2	24.3	3.6	2.8	2.5	14.4	12.0	8.8	

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 7: 国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率					市净率				EV/EBITDA		
			2009-4-23	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
国际化肥公司																
加拿大化肥公司	POT CN	CAD														
Potashcorp	AGU CN	CAD	100.4	28.69	7.69	6.30	5.63	5.28	3.99	2.54	1.76	14.68	5.30	4.40	4.10	
Agrium			48.24	14.71	4.65	5.43	5.47	2.47	1.57	1.20	1.00	9.26	3.55	4.00	4.12	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	38.59	8.21	4.92	4.05	3.86	2.55	1.74	1.07	0.93	5.01	3.00	2.46	2.34	
Terra Industry	TRA US	USD	27.29	12.58	4.68	7.28	8.87	3.94	2.43	1.85	n.a.	3.87	2.25	4.17	7.03	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	122.02	11.19	n.a.	n.a.	n.a.	11.01	n.a.	n.a.	n.a.	9.82	n.a.	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	2.6	86.41	4.81	4.33	2.43	28.03	4.03	1.88	1.28	15.39	3.88	2.82	1.97	
Yara	YAR NO	NOK	148.75	7.22	3.27	5.87	5.13	2.06	1.44	1.23	1.04	10.55	3.62	6.08	5.35	
K+S	SDF GR	EUR	43.19	n.m.	7.22	6.10	5.99	7.65	4.48	2.99	2.25	17.27	4.69	4.69	4.69	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	3321	20.61	4.77	4.98	3.72	6.15	3.99	3.15	2.58	4.06	4.67	4.87	3.65	
平均				23.70	5.25	5.54	5.14	7.68	2.96	1.99	1.55	9.99	3.87	4.19	4.16	
中间值				12.58	4.77	5.87	5.47	4.61	2.43	1.85	1.40	9.54	3.62	4.40	4.12	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	38.91	6.66	10.54	10.16	9.09	1.78	1.74	1.58	1.47	7.38	6.49	6.18	5.95	
BASF AG	BAS GR	EUR	26.08	6.27	6.67	9.35	9.03	1.30	1.29	1.28	1.24	3.52	3.71	4.49	4.36	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	12.47	4.12	4.65	6.05	5.40	0.60	0.60	0.60	0.57	3.49	3.63	3.93	3.83	
平均				5.68	7.29	8.52	7.84	1.23	1.21	1.15	1.09	4.80	4.61	4.87	4.72	
中间值				6.27	6.67	9.35	9.03	1.30	1.29	1.28	1.24	3.52	3.71	4.49	4.36	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2635	9.99	13.18	13.89	11.90	1.40	1.35	1.23	1.11	6.11	7.12	7.13	6.27	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	588	9.91	10.05	11.75	10.25	0.72	0.74	0.71	0.71	3.77	3.99	4.82	4.79	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	63.92	6.76	9.04	9.95	8.71	1.22	1.17	1.10	1.02	3.96	4.78	5.22	4.86	
3M Co.	MMM US	USD	53.06	9.31	10.26	11.35	11.59	3.20	3.10	2.75	2.57	6.50	6.23	6.90	7.16	
平均				8.99	10.63	11.74	10.61	1.64	1.59	1.45	1.35	5.09	5.53	6.02	5.77	
中间值				9.61	10.15	11.55	10.92	1.31	1.26	1.17	1.06	5.04	5.50	6.06	5.56	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	11.8	5.41	6.35	8.36	8.32	1.02	0.94	0.98	0.96	15.31	13.25	13.83	13.94	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4780	11.20	10.73	11.08	10.14	1.43	1.31	1.22	1.13	4.31	4.92	4.65	4.65	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	4.251	3.30	3.17	4.47	3.18	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.36	2.72	2.91	2.68	
Cabot Corp	CBT US	USD	14.13	6.86	11.08	6.34	5.81	0.77	0.66	0.61	n.a.	4.72	5.09	4.09	4.83	
平均				6.69	7.83	7.56	6.87	1.07	0.97	0.93	1.04	6.67	6.50	6.37	6.53	
中间值				6.14	8.54	7.35	7.07	1.02	0.94	0.98	1.04	4.51	5.01	4.37	4.74	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	8.94	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.64	1.36	12.59	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	312	9.68	9.86	12.94	14.11	0.48	0.47	0.47	0.47	5.54	6.08	6.56	6.86	
Sunoco Inc	SUN US	USD	26.92	3.62	4.65	7.67	6.44	1.25	1.02	0.95	0.87	3.09	3.15	4.41	3.73	
Ciba	CIBN VX	CHF	50	14.16	23.49	18.57	16.21	1.01	1.21	1.18	1.15	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
平均				9.16	12.67	13.06	12.25	0.85	1.01	3.80	0.83	4.31	4.61	5.49	5.29	
中间值				9.68	9.86	12.94	14.11	0.83	1.11	1.06	0.87	4.31	4.61	5.49	5.29	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 8: 国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	14.4	11.1	16.9	10.1	2.2	2.3	2.1	2.3	7.6	9.0	6.7	6.6
美国大宗化学品	5.9	9.0	15.1	9.5	1.2	1.1	1.0	0.7	4.5	4.4	4.8	4.5
欧洲化工	9.5	8.5	8.8	8.1	1.6	1.6	1.4	1.2	6.2	5.7	5.9	5.5
日本化工	12.7	18.9	14.8	12.7	0.9	0.9	0.9	0.8	4.6	5.3	5.6	5.3
亚太化工	10.2	11.9	14.4	14.5	1.4	1.7	1.6	1.5	14.9	10.5	13.3	14.5
平均	10.9	11.9	13.6	10.7	1.5	1.5	1.4	1.3	7.5	6.7	6.9	6.8
分类估值												
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化化工	8.0	14.3	13.0	12.2	1.0	1.0	1.0	0.9	10.4	7.0	9.2	9.9
工业气体	10.7	13.6	11.2	10.0	1.6	1.7	1.5	1.4	8.4	9.2	7.4	6.7
大宗化学品	11.6	9.8	14.5	10.1	1.4	1.3	1.1	1.0	5.4	4.7	5.2	4.8
特殊化学品	12.5	12.0	14.8	10.4	1.8	1.9	1.7	1.7	7.0	7.4	6.5	6.3
平均	10.9	11.9	13.6	10.7	1.5	1.5	1.4	1.3	7.5	6.7	6.9	6.8
流通市值分类估值												
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
大盘公司	11.3	13.3	13.1	11.6	2.2	2.1	1.8	1.7	7.5	7.0	7.2	7.1
中盘公司	9.8	9.9	12.3	9.1	0.8	0.8	0.8	0.7	8.1	5.8	7.1	7.2
小盘公司	12.1	13.4	21.1	14.1	1.2	1.6	1.3	1.3	5.9	8.7	4.8	3.8
平均	10.9	11.9	13.6	10.7	1.5	1.5	1.4	1.3	7.5	6.7	6.9	6.8

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。