



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 9 月 14 日

化工

研究部

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

审慎推荐

沈阳化工(000000.CH)

如何看待 CPP 装置的盈利能力

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	5,487	5,911	7,093	10,674
(+/-)	32%	8%	20%	50%
主营业务利润	640	526	565	965
(+/-)	35%	-18%	7%	71%
净利润	154	96	127	333
每股盈利(元)	0.23	0.15	0.19	0.50
(+/-)	80%	-38%	32%	161%
市盈率	34.7	55.7	42.0	16.1
市净率	3.30	1.94	1.87	1.75
EV/EBITDA	14.19	11.78	11.26	6.25
净资产收益率	9.5%	3.5%	4.4%	10.9%
ROCE	5.7%	2.8%	3.3%	9.1%
现金分红收益率	0.9%	0.5%	0.5%	2.5%
每股经营现金流(元)	0.5	0.7	1.3	1.8
股价/经营现金	16.9	10.8	6.3	4.5

股票信息

	A股
股票代码	000698 CH
当前股价	人民币8.1
目标价格	-
日成交量(百万股)	4.66
52周最高价/最低价	人民币10.97/4.55
发行股数(百万股)	660.93
总市值(百万元)	5353.52
流通股(百万股)	627.07
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]	+3.45	-10.00	+13.60	+73.20
[深证成份A股指数]	+5.01	-7.89	+13.48	+83.77

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况：

公司 CPP (渣油催化热裂解) 装置试运行一个多月，聚乙烯装置试运行 20 多天，流程全部打通，生产出高纯度的乙烯、丙烯和聚乙烯，CPP 装置开车获得成功。但收率和盈利能力仍未达到设计要求。

丙烯酸和 PVC 糊树脂 9 月份都有明显价格回升，丙烯酸和酯已经实现盈利(精酸价格 9600 元, 丁酯 12400 元等), PVC 糊树脂回升至 9100 元, 今年市场波动很大, 下游真实需求复苏并不明显, 丙烯酸和糊树脂价格能否稳定还需进一步观察, 但总体我们认为呈回升趋势。

评论：

CPP 装置设计的烯烃总收率 53% 左右 (总烯烃产量 26.5 万吨), CPP 收率和消耗指标还有提升的空间: (1) 负荷 80% 以上, 需要逐步提升, 部分能量回收的烟机还未投入使用。(2) 催化剂和操作参数最优化条件还需要进一步调试。(3) 原有 DCC 干气因系统能源平衡因素尚未并入烯烃分离装置。

盈利能力目前尚低于理论水平, 主要是: (1) 烯烃收率仍未到设计水平; (2) 公司 84 万吨常减压开足, 能提供常减压渣油近 60 万吨, CPP 装置达产后, 每年需要外购 (进口) 渣油 20 多万吨, 按照国家规定, 进口渣油需要征收 800 元/吨左右的消费税, 而用于乙烯和芳烃生产的进口石脑油免征消费税, 进口渣油价格和石脑油价格比较没有优势。(国际上石脑油价格比常减压渣油高 130 美元/吨左右) 公司将申请进口渣油消费税的免征。

估值与建议：

我们维持对公司 2009 年和 2010 年每股盈利 0.19 元和 0.50 元的预测, 如果公司进口渣油消费税能够免征, 公司业绩将有 25% 以上增厚。国内用于生产烯烃和芳烃的进口石脑油消费税免征, 我们认为沈化的渣油作为生产烯烃原料获得消费税免征的可能性很大。我们维持“审慎推荐”。后期股价驱动主要看丙烯酸和糊树脂行业的复苏、渣油消费税的免征以及 CPP 收率的进一步提升。

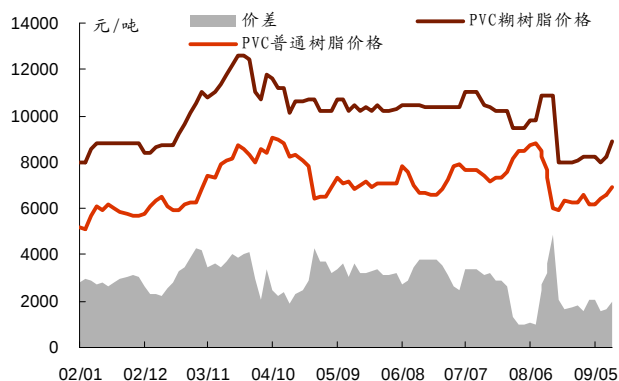
国内总体烯烃供给存在缺口, 公司的 CPP 项目未来如果收率 and 经济效益达到设计要求, 我们估计将扩大规模推广。

图表 1: CPP 装置主要的投入产出量和当前价格 (含税价)

投入				常减压渣油			
投入量 (万吨/年)				50			
价格 (元/吨)				4900			
产出				MTBE	裂解石脑油	裂解轻油	液化气
产出量 (万吨/年)				4	7.49	3.97	5.26
价格 (元/吨)				6100	5100	5300	3900

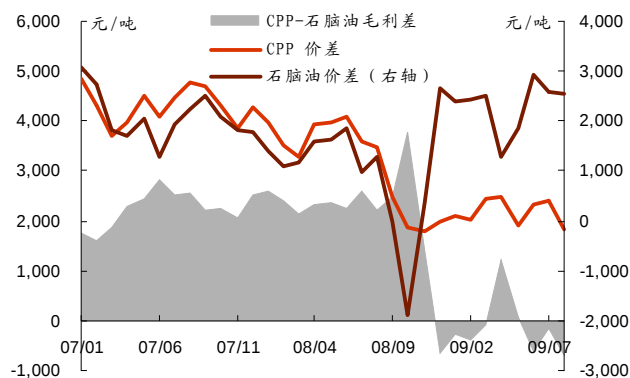
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: PVC 糊树脂价差



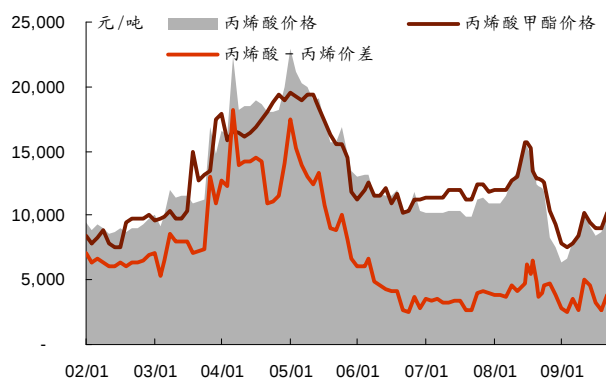
资料来源：隆众石化网、中金公司研究部

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)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	5,487	5,911	7,093	10,674
主营业务利润	640	526	565	965
营业费用	(84)	(79)	(85)	(128)
管理费用	(291)	(217)	(213)	(320)
财务费用	(77)	(96)	(91)	(67)
营业利润	185	110	176	450
所得税	(85)	(44)	(43)	(111)
少数股东权益	0	9	(1)	(1)
净利润	154	96	127	333
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流净额	202	380	847	1,177
投资活动现金流净额	(386)	(1,529)	(454)	(154)
融资活动现金流净额	211	1,339	(624)	(707)
货币资金增加额	27	190	(231)	315
资产负债表 (百万元)				
流动资产	1,432	1,422	1,171	1,937
固定资产	2,932	4,977	5,130	4,902
流动负债	1,678	2,558	2,756	3,492
长期负债	1,255	1,244	837	430
股东权益	1,624	2,760	2,861	3,061
总资产	4,615	6,610	6,504	7,034
财务指标				
主营业务利润率	11.7%	8.9%	8.0%	9.0%
息税前利润率	4.8%	3.9%	3.8%	4.8%
净利润率	2.8%	1.6%	1.8%	3.1%
净资产收益率	9.5%	3.5%	4.4%	10.9%
总资产收益率	3.6%	1.7%	1.9%	4.9%
总资产负债率	63.6%	57.5%	55.2%	55.8%
净资产负债率	98.6%	49.4%	38.0%	8.6%
流动比率	0.9	0.6	0.4	0.6
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.4
应收帐款周转期	25.2	25.5	25.5	25.5
存货周转期	33.2	21.8	21.8	21.8
分红比例	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		
				2009-9-11	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	23.87	19.5	88.7	24.5	3.8	3.0	2.8	13.4	12.2	15.2	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	55.23	31.1	18.5	14.0	14.8	10.4	7.4	14.4	11.1	7.7	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	9.23	22.9	18.1	16.0	2.8	2.6	2.4	6.7	7.6	6.3	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	17.6	23.1	19.1	15.7	3.7	3.1	2.7	12.3	11.2	9.7	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.95	33.8	26.8	22.7	2.1	2.0	1.9	14.7	10.1	8.8	
冠农股份	600251 CH	CNY	审慎推荐	24.61	309.9	35.9	18.2	10.9	8.4	5.7	146.5	269.4	231.1	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	16.46	18.8	20.6	12.8	5.3	4.6	3.6	14.4	12.7	7.6	
中化化肥	297 HK	HKD	回避	3.81	12.3	n.m.	20.7	1.7	1.8	1.6	11.6	93.5	14.1	
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	24.30	49.5	24.9	19.5	11.7	8.0	5.7	24.2	13.9	10.3	
平均					57.9	31.6	18.3	6.3	4.9	3.8	28.7	49.1	34.5	
中间值					23.1	22.8	18.2	3.8	3.1	2.8	14.4	12.2	9.7	
国内材料公司														
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	17.59	19.4	24.5	19.6	6.1	4.9	3.9	15.5	20.9	11.8	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	43.1	7.3	27.5	19.1	4.1	3.8	3.3	4.9	14.4	10.5	
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	12.11	n.m.	n.m.	37.3	2.2	2.2	2.0	30.5	20.6	13.3	
三爱富	600636 CH	CNY	中性	8.48	n.m.	195.3	82.3	4.1	4.0	3.8	29.4	18.0	14.6	
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	7.61	48.4	56.6	53.5	2.2	2.1	2.1	40.4	13.5	11.0	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	8.68	295.7	202.7	41.0	1.9	1.9	1.9	20.4	20.1	15.0	
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	8.1	55.7	42.0	16.1	1.9	1.9	1.7	11.8	11.3	6.3	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	7.39	41.7	41.1	26.8	3.3	3.0	2.7	8.7	13.5	10.4	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	16.36	15.3	25.6	18.6	4.0	3.6	3.1	9.8	11.9	8.9	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	15.87	51.9	626.7	53.6	4.4	4.4	4.1	15.6	20.3	14.5	
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	26.17	473.9	441.9	30.2	30.4	5.3	4.5	1054.7	108.9	18.7	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.519	187.0	174.4	11.9	12.0	2.1	1.8	453.1	41.6	9.3	
平均					119.6	168.9	34.2	6.4	3.3	2.9	141.2	26.2	12.0	
中间值					50.2	56.6	28.5	4.0	3.3	2.9	18.0	19.0	11.4	

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		
			2009-9-11	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
国际化肥公司												
加拿大化肥公司												
Potashcorp	POT CN	CAD	96.85	8.52	13.71	7.87	6.23	3.55	2.53	6.67	10.59	6.20
Agrium	AGU CN	CAD	54.15	6.45	10.66	7.07	2.07	1.50	1.23	4.00	7.22	5.17
美国化肥公司												
Mosaic	MOS US	USD	52.26	n.a.	12.46	10.90	n.a.	2.82	2.31	n.a.	7.79	6.47
Terra Industry	TRA US	USD	33.1	4.91	11.22	10.54	3.10	2.79	2.40	3.11	5.22	5.32
Terra Nitrogen	TNH US	USD	106.34	7.14	n.a.	n.a.	8.74	n.a.	n.a.	4.32	n.a.	n.a.
欧洲化肥公司												
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	3.685	11.09	6.28	4.20	7.11	3.85	2.99	5.77	7.11	4.54
Yara	YAR NO	NOK	186.1	6.58	12.44	8.96	1.79	1.66	1.45	5.07	8.22	6.90
K+S	SDF GR	EUR	37.6	7.12	12.56	7.80	3.61	3.50	2.65	4.48	7.56	7.56
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	4265	7.01	15.33	8.64	5.78	4.60	3.45	1.86	12.70	7.59
平均				7.35	11.83	8.25	4.81	3.03	2.38	4.41	8.30	6.22
中间值				7.01	12.46	8.64	3.61	2.82	2.40	4.32	7.79	6.47
国际材料公司												
聚氨酯公司												
Bayer AG	BAY GR	EUR	45.68	20.58	14.11	12.04	2.15	2.01	1.90	7.89	7.95	7.15
BASF AG	BAS GR	EUR	36.09	11.53	23.44	17.05	1.89	2.01	1.98	4.73	7.61	6.65
Dow Chemical Co	DOW US	USD	23.59	38.05	80.24	20.25	1.61	1.81	1.75	12.06	12.20	8.45
平均				23.39	39.26	16.45	1.88	1.94	1.88	8.23	9.25	7.42
中间值				20.58	23.44	17.05	1.89	2.01	1.90	7.89	7.95	7.15
有机硅公司												
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	3320	44.56	76.08	26.17	2.05	2.02	1.92	11.01	16.56	11.80
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	780	23.26	n.m.	24.89	1.27	1.36	1.34	5.36	9.03	7.66
Solvay SA	SOLB BB	EUR	73.65	14.97	14.55	11.91	1.36	1.32	1.24	6.05	7.08	6.15
3M Co.	MMM US	USD	74	14.95	19.11	17.21	5.20	4.56	4.04	8.63	10.69	9.76
平均				24.43	36.58	20.04	2.47	2.31	2.13	7.77	10.84	8.84
中间值				19.12	19.11	21.05	1.71	1.69	1.63	7.34	9.86	8.71
有机硅公司												
GE Co.	GE US	USD	14.67	8.53	14.77	15.74	1.48	1.50	1.46	18.87	26.91	28.12
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	5660	15.62	24.52	19.20	1.76	1.67	1.56	6.26	7.66	6.97
Rhodia SA	RHA FP	EUR	8.864	8.44	n.m.	22.27	n.m.	n.m.	n.m.	3.30	6.50	4.60
Cabot Corp	CBT US	USD	20.62	15.05	n.m.	19.51	1.08	1.09	1.11	5.64	13.12	6.88
平均				11.91	19.65	19.18	1.44	1.42	1.38	8.51	13.55	11.64
中间值				11.79	19.65	19.35	1.48	1.50	1.46	5.95	10.39	6.93
环氧树脂公司												
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	20.1	n.m.	n.m.	n.m.	3.33	4.67	5.77	n.m.	n.m.	n.m.
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	335	n.m.	n.m.	n.m.	0.72	0.80	0.83	22.32	18.23	11.16
Sunoco Inc	SUN US	USD	27.5	4.15	11.36	7.43	1.13	1.09	1.00	3.20	5.83	4.58
平均				4.15	11.36	7.43	1.73	2.19	2.53	12.76	12.03	7.87
中间值				4.15	11.36	7.43	1.13	1.09	1.00	12.76	12.03	7.87

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		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
美国特殊化学品	19.0	23.9	17.1	3.4	3.5	3.1	8.2	9.0	7.7
美国大宗化学品	14.3	27.6	24.0	4.5	3.4	2.6	6.8	8.5	7.2
欧洲化工	12.0	22.0	14.2	2.0	1.9	1.7	7.1	8.9	7.5
日本化工	102.3	57.6	29.2	1.3	1.2	1.2	8.5	11.1	8.0
亚太化工	30.5	19.2	16.1	1.8	2.0	2.6	30.5	13.1	13.0
平均	33.1	28.9	19.6	2.4	2.2	2.1	11.3	10.1	8.4
中间值	17.2	19.1	17.0	1.7	1.7	1.7	8.1	9.4	8.1
分类别估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
多元化化工	43.0	33.4	17.9	1.5	1.5	1.9	21.2	11.5	10.4
工业气体	13.8	17.0	12.3	1.4	1.7	1.5	6.6	9.9	7.9
大宗化学品	15.4	39.0	22.6	3.7	2.9	2.3	7.3	9.0	7.5
特殊化学品	36.7	22.3	20.9	2.7	2.6	2.3	8.5	10.1	8.1
平均	33.1	28.9	19.6	2.4	2.2	2.1	11.3	10.1	8.4
中间值	17.2	19.1	17.0	1.7	1.7	1.7	8.1	9.4	8.1
流通市值分类估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
大盘公司	28.3	24.7	16.4	3.3	2.8	2.5	11.8	10.1	8.9
中盘公司	45.5	35.8	20.8	1.4	1.4	1.7	12.1	10.1	8.6
小盘公司	15.8	26.7	27.9	2.3	1.6	1.4	6.7	9.7	6.3
平均	33.1	28.9	19.6	2.4	2.2	2.1	11.3	10.1	8.4
中间值	17.2	19.1	17.0	1.7	1.7	1.7	8.1	9.4	8.1

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。