



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

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 26 日

化工

研究部

时雪松

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010032

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

维持审慎推荐

沈阳化工(000698.CH)

丙烯酸价格大涨, 二季度盈利将改善

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	5,911	4,506	10,160	11,187
(+/-)	8%	-24%	125%	10%
主营业务利润	526	399	908	1,074
(+/-)	-18%	-24%	128%	18%
净利润	96	69	304	400
每股盈利(元)	0.15	0.10	0.46	0.61
(+/-)	-38%	-29%	344%	31%
市盈率	57.9	81.2	18.3	13.9
市净率	2.02	1.99	1.80	1.63
EV/EBITDA	12.14	21.40	7.87	5.68
净资产收益率	3.5%	2.5%	9.8%	11.7%
ROCE	2.8%	1.6%	6.4%	7.8%
现金分红收益率	0.4%	0.2%	0.0%	1.4%
每股经营现金流(元)	0.7	0.3	1.9	1.5
股价/经营现金	11.3	30.4	4.5	5.4

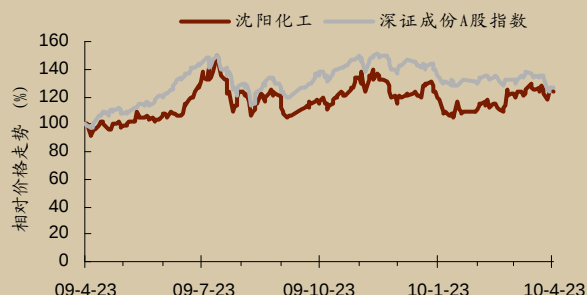
股票信息

	A股
股票代码	000698 CH
当前股价	人民币8.43
目标价格	-
日成交量(百万股)	13.68
52周最高价/最低价	人民币10.60/6.9
发行股数(百万股)	660.93
总市值(百万元)	5571.63
流通股(百万股)	442.16
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]	+0.96	+1.57	+3.18	+1.20
[深证成份A股指数]	-5.75	-4.87	-7.07	-13.51

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

2010 年 1 季度符合预期:

沈阳化工公布了 2010 年 1 季报。实现销售收入 17.25 亿元, 同比上升 78.3%, 环比上升 49.8%, 主营业务利润 1.42 亿元, 实现净利润 0.42 亿元, 同比扭亏, 环比上升 2.0%, 每股收益 0.063 元, 符合我们预期。

正面:

- 丙烯酸价格大幅上涨, 烯烃毛利整体较好。

负面:

- CPP 装置负荷基本达到要求, 在建工程已经转入固定资产, 但烯烃收率仍低于预期, 渣油消费税免征尚未批复

发展趋势:

PVC 糊树脂二季度预计小幅回升, 丙烯酸价格二季度预计维持继续小幅上涨趋势, 目前普酸价格已经达到 15000 元/吨以上, 过去两年国内基本没有扩产, 丙烯酸过剩产能已经逐步被消化。CPP 装置目前因收率偏低, 盈利水平一般, 未来主要看收率提升和渣油消费税的免征。

盈利预测和投资建议:

我们维持对公司 2010 年和 2011 年每股盈利 0.46 元和 0.61 元的预测, 我们认为随着 CPP 项目验收, 渣油消费税免征被批准的可能性, 同时二季度丙烯酸价格大涨, 盈利环比将大幅改善, 公司股价有一定上升空间。

风险:

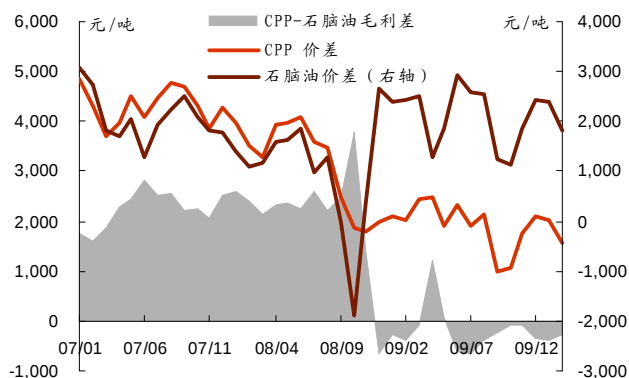
油价大幅波动, 渣油消费税免征不被批准, CPP 收率无法改善。

图表 1：分季度业绩

	季度数据											中金点评	
(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	QoQ	YoY		
主营业务收入	1,535	1,733	1,325	1,318	968	1,257	1,129	1,152	1,725	49.8%	78.3%	装置负荷提升，糊树脂和丙烯等价格上涨	
主营业务成本	1,294	1,529	1,210	1,254	781	1,013	952	945	1,466	55.1%	87.8%		
主营业务利润	220	175	96	35	70	126	89	113	142	25.5%	103.0%		
营业费用	15	27	10	28	20	22	20	16	24	52.4%	24.7%		
管理费用	66	41	39	70	58	51	48	54	62	15.5%	6.4%		
财务费用	21	30	15	31	19	18	13	11	16	39.7%	-18.8%		
营业利润	117	83	32	-122	-27	35	9	26	40	54.6%	n.m.		
营业外收入	1	2	1	17	1	3	2	12	2	-85.4%	16.4%		
利润总额	118	85	34	-105	-26	38	11	34	41	21.4%	n.m.		
所得税	22	16	10	-3	1	0	-1	-6	0	n.m.	-98.9%		
净利润	96	71	26	-97	-25	40	13	41	42	2.0%	n.m.		
每股收益 (元)	0.14	0.11	0.04	-0.15	-0.04	0.06	0.02	0.062	0.063	2.0%	n.m.		
财务比率													
毛利率	15.7%	11.8%	8.7%	4.9%	19.3%	19.4%	15.7%	18.0%	15.0%	-2.9%	-4.3%		
营业费用率	1.0%	1.5%	0.7%	2.1%	2.0%	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	0.0%	-0.6%		
管理费用率	4.3%	2.4%	3.0%	5.3%	6.0%	4.1%	4.2%	4.7%	3.6%	-1.1%	-2.4%		
营业利润率	7.6%	4.8%	2.5%	-9.2%	-2.8%	2.8%	0.8%	2.2%	2.3%	0.1%	n.m.		
净利润率	6.2%	4.1%	2.0%	-7.4%	-2.6%	3.2%	1.1%	3.6%	2.4%	-1.1%	n.m.		

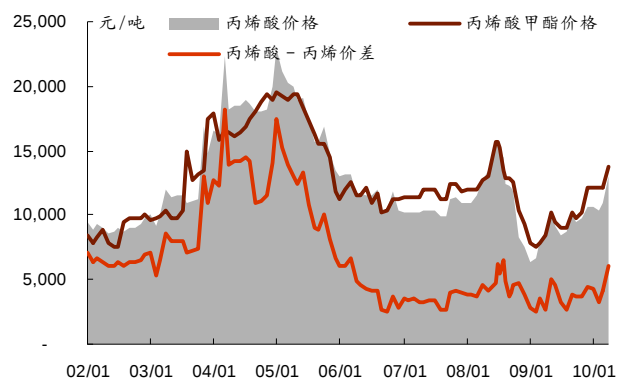
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 2：CPP-石脑油价差走势



资料来源：隆众石化网，中金公司研究部

图表 3：丙烯酸和丙烯酸酯价格



资料来源：隆众石化网，中金公司研究部

图表 4: 历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入净额	5,911	4,506	10,160	11,187
主营业务利润	526	399	908	1,074
营业费用	(79)	(77)	(122)	(134)
管理费用	(217)	(211)	(254)	(280)
财务费用	(96)	(62)	(130)	(136)
营业利润	110	43	403	524
所得税	(44)	6	(102)	(134)
少数股东权益	9	6	(1)	(1)
净利润	96	69	304	400
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流净额	380	183	1,238	1,023
投资活动现金流净额	(1,529)	(760)	(155)	(155)
融资活动现金流净额	1,339	319	50	(170)
货币资金增加额	190	(259)	1,133	697
资产负债表 (百万元)				
流动资产	1,422	1,385	3,824	4,756
固定资产	4,977	5,452	5,268	4,988
流动负债	2,558	2,484	4,381	4,646
长期负债	1,244	1,763	1,808	1,866
股东权益	2,760	2,797	3,101	3,421
总资产	6,610	7,045	9,293	9,938
财务指标				
主营业务利润率	8.9%	8.8%	8.9%	9.6%
息税前利润率	3.9%	2.5%	5.2%	5.9%
净利润率	1.6%	1.5%	3.0%	3.6%
净资产收益率	3.5%	2.5%	9.8%	11.7%
总资产收益率	1.7%	1.0%	3.7%	4.2%
总资产负债率	57.5%	60.3%	66.6%	65.5%
净资产负债率	49.4%	81.8%	43.0%	20.0%
流动比率	0.6	0.6	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7
应收帐款周转期	25.5	24.3	24.3	24.3
存货周转期	21.8	48.8	48.8	48.8
分红比例	20.0%	0.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 5：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			
				10-4-23	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
国内化肥公司																
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	22.83	20.5	174.3	37.6	23.9	3.7	3.0	2.9	2.7	12.0	17.2	11.4	9.4
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	47.99	27.0	30.0	17.3	16.0	12.8	12.2	8.3	6.8	12.9	16.6	11.1	9.9
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	8.54	21.2	31.0	18.4	15.8	2.6	2.5	2.4	2.2	5.7	n.a.	8.2	9.4
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	17.83	23.5	20.8	17.3	12.6	3.7	3.2	2.8	2.3	12.5	11.3	9.5	7.4
六国化工	600470 CH	CNY	中性	13.68	46.5	56.8	31.3	23.4	2.9	2.8	2.7	2.5	17.7	23.2	11.2	8.9
冠农股份	600251 CH	CNY	中性	23.67	298.1	187.3	34.4	27.5	10.5	10.5	8.0	6.2	214.9	263.1	623.6	581.1
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	10.23	15.0	20.0	13.1	9.2	4.2	1.8	1.6	1.4	16.8	19.3	11.5	7.9
玖源集团	827 HK	HKD	推荐	0.204	20.8	137.9	5.9	4.8	1.5	1.5	1.2	0.9	15.4	32.4	5.6	4.2
中化化肥	297 HK	HKD	回避	4.3	13.9	n.a.	25.0	16.0	1.9	2.2	2.0	1.7	12.5	n.a.	15.9	11.7
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	20.95	42.7	44.1	21.3	17.9	10.1	8.0	5.8	4.4	21.0	24.1	11.8	9.7
平均					52.9	78.0	22.1	16.7	5.4	4.8	3.8	3.1	34.1	50.9	72.0	66.0
中间值					22.3	44.1	19.9	16.0	3.7	2.9	2.7	2.4	14.1	21.2	11.3	9.4
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	21.63	23.8	30.1	24.1	16.5	7.5	6.0	4.8	3.7	18.5	25.7	15.1	10.8
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	40.37	7.4	42.3	25.6	19.6	4.2	3.2	2.9	2.6	4.9	26.6	14.1	11.3
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	13.63	n.a.	n.a.	42.6	26.7	2.4	2.6	2.4	2.2	35.0	30.3	11.9	8.8
三爱富	600636 CH	CNY	中性	9.28	n.a.	224.2	92.0	47.1	4.5	4.4	4.2	3.8	31.1	17.1	15.0	12.6
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	12.8	81.5	77.0	22.1	19.3	3.7	3.6	3.3	3.0	58.0	18.2	10.5	9.7
山西三维	000755 CH	CNY	中性	10.2	346.9	449.3	52.6	27.3	2.2	2.2	2.1	2.0	24.2	21.0	19.3	14.1
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	8.43	57.9	81.2	18.3	13.9	2.0	2.0	1.9	1.7	15.9	20.4	8.5	6.8
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	10.09	56.9	61.9	34.9	24.7	4.5	4.2	3.8	3.3	11.6	16.2	12.8	11.0
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	23.09	23.7	44.7	27.0	21.6	6.2	5.6	4.8	4.1	15.3	19.8	13.4	11.6
云维股份	600725 CH	CNY	中性	17.93	46.0	65.4	27.8	16.7	3.9	2.5	2.3	2.1	17.0	21.3	13.3	9.6
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	22.59	1045.7	n.a.	81.8	24.5	67.1	14.0	11.9	8.1	918.7	5684.2	33.8	12.3
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.290	407.8	n.a.	31.9	9.5	26.2	5.4	4.6	3.2	395.4	2744.8	16.9	6.6
平均					209.8	119.6	40.1	22.3	11.2	4.6	4.1	3.3	128.8	720.5	15.4	10.4
中间值					57.4	65.4	29.9	20.6	4.3	3.9	3.5	3.1	21.3	21.1	13.7	10.9

资料来源：Wind，中金公司研究部

图 6：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率				市净率				EV/EBITDA		
			10-4-23	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
国际化肥公司															
加拿大化肥公司	POT CN	CAD	109.02	9.59	35.49	17.52	13.76	7.01	5.06	4.12	3.13	7.98	24.37	12.18	9.39
Potashcorp	AGU CN	CAD	63.42	7.56	25.18	12.88	10.55	2.42	2.09	1.79	1.47	4.51	12.79	7.85	6.46
美国化肥公司															
Mosaic	MOS US	USD	54.08	10.22	24.77	13.48	11.43	2.83	2.66	2.24	1.80	7.32	13.35	7.99	6.53
Terra Industry	TRA US	USD	45.76	6.79	21.22	15.00	13.24	4.29	4.11	3.74	3.21	5.43	11.33	8.52	8.22
Terra Nitrogen	TNH US	USD	86.6	5.81	n.a.	n.a.	n.a.	7.12	n.a.	n.a.	n.a.	3.63	n.a.	n.a.	n.a.
欧洲化肥公司															
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	4.7	13.29	12.93	7.88	4.80	8.52	3.80	2.82	1.86	7.14	15.47	10.39	6.99
Yara	YAR NO	NOK	225	7.96	25.06	11.67	9.79	2.17	2.16	1.90	1.65	5.59	15.51	8.54	7.65
K+S	SDF GR	EUR	43.82	8.76	70.91	21.74	14.47	4.44	3.99	3.64	3.14	6.23	21.89	21.89	21.89
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	4600	8.00	20.10	14.84	12.19	6.60	5.46	4.72	4.07	1.72	13.67	10.41	8.85
平均				8.66	29.46	14.38	11.28	5.05	3.67	3.12	2.54	5.51	16.05	10.97	9.49
中间值				7.98	25.06	14.84	12.19	4.37	3.99	3.64	3.13	5.51	13.67	8.54	8.22
国际材料公司															
聚氨酯公司															
Bayer AG	BAY GR	EUR	50.83	22.90	15.26	12.92	11.34	2.39	2.25	2.15	1.99	8.25	8.12	7.30	6.82
BASF AG	BAS GR	EUR	47.37	15.13	23.64	17.64	14.13	2.48	2.58	2.49	2.33	5.63	8.24	6.99	6.26
Dow Chemical Co	DOW US	USD	30.28	48.84	63.08	22.40	12.36	2.07	1.98	2.00	1.90	13.53	11.18	8.51	6.87
平均				28.96	33.99	17.65	12.61	2.31	2.27	2.21	2.07	9.13	9.18	7.60	6.65
中间值				22.90	23.64	17.64	12.36	2.39	2.25	2.15	1.99	8.25	8.24	7.30	6.82
有机硅公司															
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	3660	49.12	78.35	28.55	19.53	2.26	2.22	2.09	1.94	11.38	16.68	11.77	9.55
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	1087	32.42	n.m.	18.91	16.29	1.76	1.76	1.65	1.55	6.31	8.42	6.71	6.54
Solvay SA	SOLB BB	EUR	75.9	15.43	13.20	15.63	17.61	1.40	1.34	1.07	1.05	6.23	6.95	9.80	8.32
3M Co.	MMM US	USD	86.05	17.38	18.88	17.22	15.35	6.04	4.82	4.25	3.69	9.96	10.48	9.78	9.06
平均				28.59	36.81	20.08	17.19	2.87	2.53	2.27	2.05	8.47	10.63	9.52	8.37
中间值				24.90	18.88	18.07	16.95	2.01	1.99	1.87	1.74	8.14	9.45	9.79	8.69
有机硅公司															
GE Co.	GE US	USD	18.95	11.02	18.87	19.91	16.28	1.91	1.80	1.73	1.61	19.99	26.73	25.99	20.24
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	5320	14.68	26.26	19.48	16.65	1.65	1.59	1.51	1.42	5.91	9.50	8.03	7.27
Rhodia SA	RHA FP	EUR	17.07	16.26	n.m.	16.48	10.54	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	4.36	6.72	4.79	4.45
Cabot Corp	CBT US	USD	32.3	23.58	23.68	18.03	n.a.	1.69	1.74	n.a.	n.a.	8.05	8.21	7.33	n.a.
平均				16.38	22.94	18.47	14.49	1.75	1.71	1.62	1.51	9.58	12.79	11.54	10.65
中间值				15.47	23.68	18.76	16.28	1.69	1.74	1.62	1.51	6.98	8.86	7.68	7.27
环氧树脂公司															
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	29.5	n.m.	n.m.	n.m.	12.07	1.64	3.06	2.36	1.98	n.m.	n.m.	14.97	n.a.
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	304	n.m.	n.m.	42.35	34.09	0.65	0.80	0.81	0.81	22.09	12.05	8.97	8.63
Sunoco Inc	SUN US	USD	30.31	4.57	n.m.	15.42	8.13	1.25	1.40	1.35	1.23	3.27	11.37	6.50	4.58
平均				4.57	n.m.	28.89	18.09	1.18	1.75	1.51	1.34	12.68	11.71	10.15	6.61
中间值				4.57	n.m.	28.89	12.07	1.25	1.40	1.35	1.23	12.68	11.71	8.97	6.61

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 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	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
美国特殊化学品	22.0	19.5	17.2	14.9	4.2	3.9	3.5	3.4	10.7	9.2	8.6	8.4
美国大宗化学品	17.9	25.4	25.4	14.5	5.5	3.4	2.7	2.2	7.7	8.6	7.5	6.6
欧洲化工	15.8	24.1	15.7	13.2	2.7	2.5	2.2	1.8	7.8	9.4	7.9	7.1
日本化工	112.8	46.2	23.7	16.5	1.3	1.3	1.2	1.2	8.5	9.4	7.1	6.4
亚太化工	33.8	16.1	15.0	13.9	2.1	2.1	1.8	1.7	31.3	15.0	14.0	11.7
平均	37.8	25.7	18.9	14.5	2.9	2.4	2.2	1.8	12.5	10.1	8.8	7.7
中间值	20.1	20.0	17.2	14.7	2.1	2.1	2.0	1.7	8.8	9.3	8.0	7.2

分类别估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
多元化化工	47.6	28.3	17.3	14.5	1.7	1.6	1.5	1.3	22.8	12.1	11.0	8.8
工业气体	17.5	19.6	13.1	11.2	2.1	1.8	1.6	1.5	10.4	10.8	7.5	6.5
大宗化学品	18.5	35.2	23.4	14.3	4.4	2.9	2.5	2.0	8.1	9.4	7.7	6.8
特殊化学品	43.0	19.7	18.8	15.3	3.4	3.1	2.7	2.3	10.0	9.5	8.3	7.8
平均	37.8	25.7	18.9	14.5	2.9	2.4	2.2	1.8	12.5	10.1	8.8	7.7
中间值	20.1	20.0	17.2	14.7	2.1	2.1	2.0	1.7	8.8	9.3	8.0	7.2

流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
大盘公司	34.3	25.5	17.5	14.8	3.0	2.7	2.4	2.2	13.7	11.8	10.2	8.3
中盘公司	46.3	28.6	20.4	14.0	3.0	2.3	2.0	1.5	12.6	8.6	7.6	7.5
小盘公司	18.1	17.8	20.3	15.3	2.3	1.7	1.4	1.3	8.6	8.3	6.8	5.5
平均	37.8	25.7	18.9	14.5	2.9	2.4	2.2	1.8	12.5	10.1	8.8	7.7
中间值	20.1	20.0	17.2	14.7	2.1	2.1	2.0	1.7	8.8	9.3	8.0	7.2

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
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。