

**湘财证券研究所**
**石油和化工研究小组**
**王 强**

Tel: 021-68634518-8221

 Email: [wq2835@xcsc.com](mailto:wq2835@xcsc.com)
**田 蓓**

Tel: 021-68634518-8221

 Email: [tb2848@xcsc.com](mailto:tb2848@xcsc.com)
**冯 舜**

Tel: 021-68634518-8020

 Email: [fs2855@xcsc.com](mailto:fs2855@xcsc.com)
**相关研究报告:**

《公司深度研究报告-广汇股份 (600256): 油气煤“三相”能源梦逐步拉开画卷》(2010.08.24)

《公司中报点评-中国石化 (600028): 2 季度环比炼油营销回升、化工下滑、勘探续主力》(2010.08.23)

《旺季将至推动油价重返高位, 成品油价近难调》(2010.06.29)

《2010 年中期策略报告\_石油化工行业-油价向上走、投资往上游》(2010.06.26)

《BP 墨西哥湾漏油的后续影响分析》(2010.06.23)

《成品油下调 vs 天然气上调, 短期压力 vs 中期利好》(2010.06.01)

《石化双雄估值优势显现, 战略建仓时机到来》(2010.05.13)

《公司季报点评-中国石化: 油气量价齐升、化工毛利恢复, 1 季增长符合预期》(2010.04.29)

《公司季报点评-中国石油: 一季度业绩同比大幅增长主要是低基数效应》(2010.04.28)

**事件:**

沈阳化工昨晚发布 2010 年半年报: 上半年实现销售收入 37.6 亿元, 同比增长 69%; 实现净利润 9,622 万元, 同比增长 563%; 每股收益 0.146 元, 符合我们预期。

**点评:**
**□ 由氯碱企业转型成专注于丙烯链的石化企业**

公司主营业务大致分成四块: 第一块是以生产 PVC 糊树脂为主的氯碱化工; 第二块是 DCC 炼油装置, 主要生产汽柴油和丙烯; 第三块是以自产丙烯为原料, 生产丙烯酸及酯和环氧丙烷; 最后一块是新投产的 CPP 装置, 主要生产乙烯和丙烯, 以及裂解石油气、燃料气、轻油、液化石油气和 MTBE 等; 随着 09 年 CPP 装置投产运营并于今年 4 月通过发改委验收后, 沈阳化工已由一个传统的氯碱企业彻底转变为“小油头、大化工”的石化企业。

**□ 上半年业绩同比飙升主要受益于丙烯酸及酯价格上涨和 CPP 装置运行良好**

公司四块业务中, 贡献业绩的主要是丙烯酸及酯、PVC 糊树脂、汽柴油和 CPP 装置, 业绩贡献比重分别约为 38%、23%、16%和 10%, 而 DCC 装置略亏。

受短期因素上半年国内外多家丙烯酸及酯生产厂家停产检修的触发、和深层原因近几年丙烯酸及酯缺乏增量产能而需求不断增长造成供求失衡的影响, 丙烯酸及酯价格从 10000 多翻番上涨至最高超 21000 元/吨, 公司上半年实现均价达 17000 元/吨, 毛利率几近去年的 2 倍。考虑近 2 年没有新的产能、丙烯酸及酯正处刚从行业周期低点回升, 我们认为下半年价格保持 17000 左右的问题不大。

CPP 装置自今年 2 月以来负荷保持在 100%, 这种催化热裂解技术将石蜡基重油最大限度转化为低碳烯烃, 丙烯乙烯收率达到了, 具有世界先进水平; 受益于轻烯烃价格的反弹, CPP 装置效益不错, 业绩贡献最高时达到 4 月单月超千万。

**□ 下半年渣油消费税免征获批的可能性较大**

公司 CPP 和 DCC 装置各需要 50 万吨渣油原油, 目前常减压装置只能保证供应 CPP 装置, 缺 30 万吨需进口来解决, 但要交 812 元/吨的消费税使原料价格缺少竞争力; 若免掉进口渣油消费税, 每 10 万吨配额可提升公司业绩约 0.1 元。

**□ 投资策略:** 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.46 元、0.63 元和 0.67 元, 对应 PE 分别为 19.7 倍、14.2 倍和 13.6 倍(8 月 23 日收盘价 9.02 元), 给予 2010 年 25 倍 PE, 目标价 11 元, 首次给予“增持”评级。

**□ 风险提示:** 油价大幅下跌致丙烯酸酯等产品价差回落、渣油消费税免征落空

| (百万元)   | 2007A       | 2008A       | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入    | 548,679     | 591,145     | 450,581     | 847,150     | 1,016,600   | 1,067,500   |
| 净利润     | 15,444      | 9,617       | 6,859       | 30,156      | 41,844      | 43,864      |
| EPS (元) | <b>0.23</b> | <b>0.15</b> | <b>0.10</b> | <b>0.46</b> | <b>0.63</b> | <b>0.67</b> |
| PE      | 38.5        | 61.8        | 86.7        | 19.7        | 14.2        | 13.6        |

表 1：利润表

| (万元)               | 2007A       | 2008A       | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入               | 548,679     | 591,145     | 450,581     | 847,150     | 1,016,600   | 1,067,500   |
| 营业成本               | 475,155     | 528,770     | 369,056     | 734,364     | 874,276     | 918,050     |
| 营业税金及附加            | 9,545       | 9,777       | 41,652      | 33,886      | 40,664      | 42,700      |
| 销售费用               | 8,427       | 7,945       | 7,676       | 11,860      | 14,232      | 14,945      |
| 管理费用               | 29,053      | 21,651      | 21,086      | 25,415      | 30,498      | 32,025      |
| 财务费用               | 7,658       | 9,603       | 6,207       | 8,472       | 10,166      | 10,675      |
| 资产减值损失             | 293         | 2,353       | 640         | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益              | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 营业利润               | 18,527      | 11,047      | 3,917       | 33,154      | 46,764      | 49,105      |
| 营业外收入              | 5,710       | 2,183       | 1,780       | 2,000       | 2,000       | 2,000       |
| 营业外支出              | 329         | 64          | 59          | 100         | 100         | 100         |
| 利润总额               | 23,908      | 13,166      | 5,638       | 35,054      | 48,664      | 51,005      |
| 所得税                | 8,498       | 4,437       | -610        | 5,258       | 7,300       | 7,651       |
| 净利润                | 15,411      | 8,729       | 6,248       | 29,796      | 41,364      | 43,354      |
| 少数股东权益             | -33         | -888        | -611        | -360        | -480        | -510        |
| 归属母公司净利润           | 15,444      | 9,617       | 6,859       | 30,156      | 41,844      | 43,864      |
| <b>摊薄后 EPS (元)</b> | <b>0.23</b> | <b>0.15</b> | <b>0.10</b> | <b>0.46</b> | <b>0.63</b> | <b>0.67</b> |

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。