

强烈推荐-B (维持)**沈阳化工 000698.SZ**

目标估值: 11 元

当前股价: 9.13 元

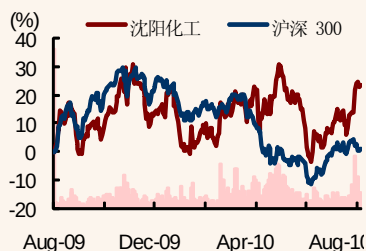
2010 年 8 月 30 日

化工用途燃料油消费税免征获批!**基础数据**

上证综指	2611
总股本(万股)	66093
已上市流通股(万股)	62702
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	56
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	5.2
资产负债率	58.6%
主要股东	沈阳化工集团有限公司
主要股东持股比例	33.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	15	8
相对表现	12	27	17

**相关报告**

- 1、《沈阳化工(000698)-下一个石化景气周期的齐鲁石化》2009/09/09
- 2、《沈阳化工(000698)-丙烯酸酯价格大涨促使盈利大幅提升!》2010/04/28

袁孝锋

021-68407559
 qiuxf@cmschina.com.cn
 S1090208070224

张啸伟 (研究助理)

事件: 财政部和国家税务总局联合发文, 2010 年 1 月 1 日起到 2010 年 12 月 31 日止, 对用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的国产燃料油免征消费税, 进口的燃料油则退还消费税。沈阳化工的 CPP 项目需要 50 万吨的燃料油做原料, 直接受益于这一政策。此外, 丙烯酸及酯价格近期重拾涨势。我们维持沈阳化工评级为强烈推荐-B, 目标价 11 元。

- **化工用途燃料油消费税免征尘埃落定** 财政部近日正式发文减免用作生产乙烯、丙烯、丁二烯及其衍生品等化工产品的国产燃料油消费税, 退还用作生产乙烯、丙烯、丁二烯及其衍生品等化工产品原料的进口燃料油消费税。目前沈阳化工 50 万吨的 CPP 项目和 DCC 项目满开各自都需要 50 万吨的渣油原料, 而公司常减压装置开满 85 万吨, 也就最多能够提供 60 多万吨的渣油。如果 CPP 和 DCC 开满的话, 公司至少要外购 30 多万吨的燃料油。
- **利好程度测算** 根据我们的计算, 公司每 10 万吨外购燃料油免掉消费税, 按照每吨渣油要交 812 元/测算, 业绩影响一毛钱。按照公司 CPP50 万吨的规模, 理论上可以免 50 万吨的消费税。当然实际的运作当中, 一方面量可能不会满负荷, 另外一方面炼油这一部分考虑消费税的话, 可能会亏损一部分。我们认为 3 毛钱的业绩贡献是可以预期的。
- **国际市场丙烯酸及酯供应紧张, 国内产品净出口增长环比快速增长, 丙烯酸及酯价格近一个月重拾涨势。** 8 月 11 日阿科玛宣布法国卡林的废物处理装置故障, 不能供应丙烯酸乙酯, 中国出口出现大幅增加, 7 月份丙烯酸甲酯净出口环比增长 108%, 丙烯酸乙酯环比增长 50%, 丙烯酸丁酯环比增长 71%; 另一方面陶氏宣布 9 月 1 日各种丙烯酸酯都将提价 250 欧元/吨 (329 美元/吨)。国内丙烯酸的价格经历前期调整后, 近期重拾涨势, 从八月初 12300 元/吨上涨至 17000 元/吨; 丙烯酸乙酯从 8 月初的 13000 元/吨上涨至 17200 元/吨; 丙烯酸丁酯从 8 月初的 15500 元/吨上涨至 18600 元/吨。
- **投资建议:** 消费税免征使得公司 DCC 和 CPP 装置的经济性得到了很大的恢复, 此外丙烯酸酯价格上涨也提供了公司股价的催化剂, 我们预期公司 10、11 的每股收益分别为 0.45、0.71 元, 我们维持沈阳化工评级为强烈推荐-B, 目标价 11 元。
- **风险提示:** 第一、化工价差低于预期; 第二、公司的业绩释放会跟公司的再融资进程密切相关。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5911	4505	8452	10418	10939
同比增长	8%	-24%	88%	23%	5%
营业利润(百万元)	110	40	347	554	606
同比增长	-40%	-64%	769%	60%	9%
净利润(百万元)	96	63	295	471	510
同比增长	-38%	-35%	369%	60%	8%
每股收益(元)	0.15	0.10	0.45	0.71	0.77
PE	62.8	95.8	20.4	12.8	11.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5

资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1422	1443	2273	2960	3495
现金	495	818	968	1357	1812
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	264	203	380	469	492
应收款项	127	104	194	240	252
其它应收款	21	18	17	21	22
存货	316	219	572	700	734
其他	198	82	141	174	183
非流动资产	5188	4828	4661	4513	4383
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2482	4639	4491	4360	4244
无形资产	148	134	120	108	97
其他	2557	55	50	45	42
资产总计	6610	6271	6934	7473	7877
流动负债	2558	2165	2677	2916	2981
短期借款	573	500	500	500	500
应付账款	248	184	361	442	464
预收账款	42	30	58	71	74
其他	1694	1451	1758	1904	1943
长期负债	1244	1244	1144	1044	944
长期借款	1005	1005	905	805	705
其他	239	239	239	239	239
负债合计	3802	3409	3821	3960	3925
股本	508	508	508	508	508
资本公积金	1505	1505	1505	1505	1505
留存收益	746	800	1051	1451	1885
少数股东权益	49	49	49	49	54
母公司所有者权益	2760	2813	3064	3464	3898
负债及权益合计	6610	6271	6934	7473	7877

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	380	527	670	1026	1088
净利润	96	63	295	471	510
折旧摊销	0	378	567	548	531
财务费用	0	65	75	67	56
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	65	(271)	(61)	(15)
其它	284	(44)	4	1	6
投资活动现金流	(1529)	(16)	(400)	(400)	(400)
资本支出	0	(100)	(400)	(400)	(400)
其他投资	(1529)	84	0	0	0
筹资活动现金流	1339	(189)	(120)	(237)	(233)
借款变动	0	(115)	0	(100)	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	(9)	(44)	(71)	(77)
其他	1339	(65)	(75)	(67)	(56)
现金净增加额	190	322	151	389	455

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5911	4505	8452	10418	10939
营业成本	5288	3689	7219	8832	9274
营业税金及附加	98	418	422	497	522
营业费用	79	77	118	146	153
管理费用	217	210	270	323	328
财务费用	96	65	75	67	56
资产减值损失	24	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	110	40	347	554	606
营业外收入	22	17	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	132	57	347	554	606
所得税	44	(6)	52	83	91
净利润	87	63	295	471	515
少数股东损益	(9)	0	0	0	5
母公司所有者净利润	96	63	295	471	510
EPS (元)	0.15	0.10	0.45	0.71	0.77

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	8%	-24%	88%	23%	5%
营业利润	-40%	-64%	769%	60%	9%
净利润	-38%	-35%	369%	60%	8%
获利能力					
毛利率	10.6%	18.1%	14.6%	15.2%	15.2%
净利率	1.6%	1.4%	3.5%	4.5%	4.7%
ROE	3.5%	2.2%	9.6%	13.6%	13.1%
ROIC	3.1%	2.0%	7.8%	10.7%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	54.4%	55.1%	53.0%	49.8%
净负债比率	24.5%	24.0%	21.7%	18.8%	16.6%
流动比率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	1.2	1.4	1.4
存货周转率	14.1	13.8	18.3	13.9	12.9
应收帐款周转率	44.3	39.1	56.7	48.0	44.5
应付帐款周转率	14.1	17.0	26.5	22.0	20.5
每股资料(元)					
每股收益	0.15	0.10	0.45	0.71	0.77
每股经营现金	0.58	0.80	1.01	1.55	1.65
每股净资产	4.17	4.26	4.64	5.24	5.90
每股股利	0.06	0.01	0.07	0.11	0.12
估值比率					
PE	62.8	95.8	20.4	12.8	11.8
PB	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.2	12.7	6.2	5.3	5.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

袁孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

张啸伟：南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券化工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。