



石油/能源

沈阳化工 (000698)

消费税调整促 CPP 装置经济性显现，发展向好

魏涛

0755-23976212

weitao@gtjas.com

S0880209050544

本报告导读：

燃料油免征消费税后，公司 50 万吨 CPP 装置经济性将得到发挥，成为未来几年公司扩张的看点所在。

投资要点：

- 目前公司拥有 13 万吨糊树脂、19 万吨烧碱、70 万吨常减压炼油、50 万吨 DCC、50 万吨 CPP 及 13 万吨丙烯酸及酯产能。公司 50 万吨 CPP 示范装置 2009 年 9 月建成，并于今年 4 月通过发改委验收，验收结论表面该装置达到预期技术、经济目标，是公司主要看点所在。
- 产品价格上涨使上半年公司丙烯酸及酯的毛利率同比增加 14.7 个百分点达到 23.41%，达到近 3 年的最好水平。虽然汽、柴油毛利率同比大幅下滑，但丙烯酸及酯、糊树脂的毛利率大幅回升促使净利润仍增长超过 5 倍。
- CPP 工艺为深度催化裂化，以重质油为原料生产汽柴油、丙烯和乙烯。CPP 的特点在于能够显著提升产品中烯烃比例，其中丙烯可达 20%，乙烯达 17%。相比成品油而言，烯烃的定价更为自由，附加值也更高，因此 CPP 装置的经济性优势在于生产了更多的高附加值烯烃。
- 8 月之前，采购燃料油需征收 812 元/吨消费税，造成成本过高，公司 DCC 装置开工不足。8 月底财政部、税务总局发文调整部分燃料油消费税政策，2010 年对用作生产乙烯、芳烃等化工产品的国产燃料油免征消费税，用作生产乙烯、芳烃等化工产品的进口燃料油退还消费税。这一政策的出台将从根本上改变公司 DCC 装置成本过高的现状，提升 DCC 装置的开工率和盈利能力。
- 按照外购原料油免征消费税的情况测算，2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.46、0.65、0.76 元。公司 50 万吨 CPP 装置经济性已经显现，未来将通过 CPP 扩产实现公司业务规模扩张和盈利增长，发展趋势向好，给予“谨慎增持”评级。

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：12.00

上次预测：

当前价格：10.07

2010.09.20

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.70-10.48
总市值 (百万元)	6,656
总股本/流通 A 股 (百万股)	661/627
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	95%
日均成交量 (百万股)	19
日均成交值 (百万元)	163

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,898
每股净资产	4.38
市净率	2.3
资产负债率	59%

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,911	4,506	8,136	8,794	9,537
(+/-)%	8%	-24%	81%	8%	8%
经营利润 (EBIT)	230	111	393	553	618
(+/-)%	-13%	-52%	254%	41%	12%
净利润	96	69	303	428	501
(+/-)%	-38%	-29%	341%	41%	17%
每股净收益 (元)	0.19	0.10	0.46	0.65	0.76
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	3.9%	2.5%	4.8%	6.3%	6.5%
市盈率	53.6	97.7	22.1	15.7	13.4
股息率 (%)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司业务转型，盈利改善中

1.1. 从氯碱向创新石化企业转型

沈阳化工是中国化工集团下属上市公司，曾是传统的外购电石法氯碱化工企业，经过多年发展主营业务已转变为氯碱+石化的组合。目前公司拥有 13 万吨糊树脂、19 万吨烧碱、70 万吨常减压炼油、50 万吨 DCC、50 万吨 CPP 及 13 万吨丙烯酸及酯产能。公司终端产品主要有丙烯酸及酯、汽油、糊树脂、柴油、聚乙烯、丙烯、环氧丙烷等众多品种。

表 1: 公司装置产能

项目	产能 (万吨/年)	备注
常减压装置	70	
重质渣油催化裂解 (DCC)	50	
渣油催化裂解制烯烃 (CPP)	50	
PVC 糊树脂	13	
丙烯酸及酯	13	1 万吨丙烯酸、8 万吨丙烯酸丁酯、2 万吨丙烯酸辛酯、1 万吨丙烯酸甲酯、1 万吨丙烯酸乙酯
烧碱	19	

资料来源：国泰君安证券

公司氯碱业务通过外购电石、原盐来生产销售 PVC 糊树脂、液碱、液氯，公司是国内领先的糊树脂生产企业，产品用于手套等行业。常减压装置主要生产汽、柴油，剩余渣油主要供应 CPP 装置，小部分供应 DCC 装置，而 DCC 装置所需原料油大部分外购。DCC 装置产品为汽、柴油和丙烯，进而继续生产丙烯酸及酯、环氧丙烷；CPP 装置产品为汽柴油、乙烯和丙烯，乙烯进而生产聚乙烯。

公司 50 万吨 CPP 示范装置 2009 年 9 月建成，并于今年 4 月通过发改委验收，验收结论表明该装置达到预期技术、经济目标，是公司主要看点所在。近期政府对用作生产烯烃的燃料油免征消费税，大大降低了成本，从根本上改变了公司 CPP 装置的盈利能力，未来公司预计会继续扩大 CPP 装置规模，从而打开发展空间。

1.2. 产品价格上涨促上半年盈利大幅增长

在公司收入中，丙烯酸及酯占比最高，2010 上半年达到 21.57%。今年上半年，国外陶氏化学关闭丙烯酸及酯生产厂，另有旗下丙烯酸及酯装置发生爆炸无限停产；国内厂商轮流停产检修减少了丙烯酸及酯的市场供应，但需求仍在不断增长，供需失衡推动丙烯酸及酯价格在 4 月份后大幅上涨。国内丙烯酸价格从 4 月初的 11000 元/吨上涨至 6 月的 17000 元/吨以上；丙烯酸丁酯从 4 月的 16000 元/吨上涨至 6 月的 20500 元/吨。

产品价格上涨使上半年公司丙烯酸及酯的毛利率同比增加 14.7 个百分点达到 23.41%，达到近 3 年的最好水平。虽然汽、柴油毛利率同比大幅下滑，但丙烯酸及酯、糊树脂的毛利率大幅回升促使净利润仍增长超过 5 倍。

图 1: 2005 年以来公司收入及增长率

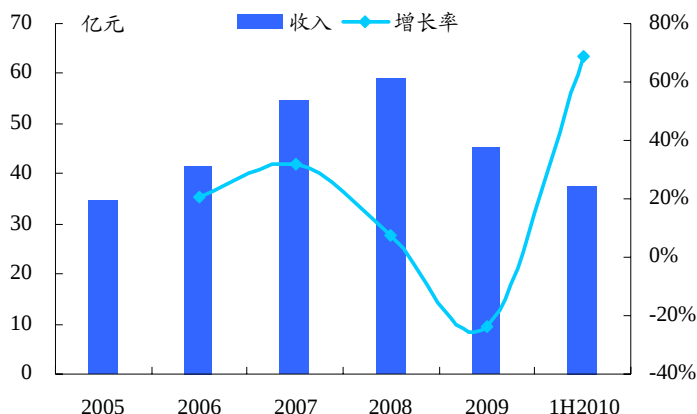


图 2: 2005 年以来公司净利润及增长率

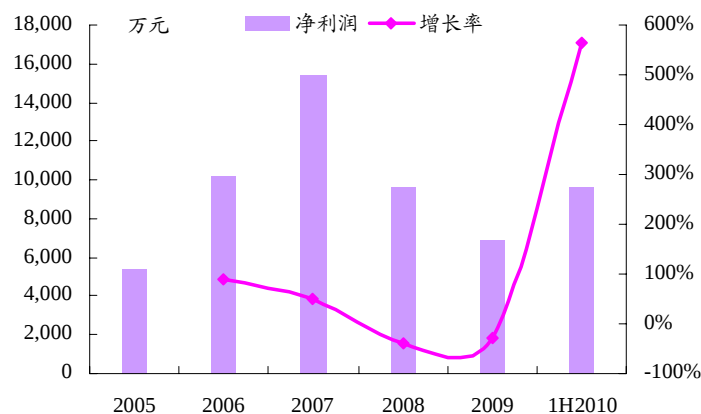


图 3: 2010 上半年公司收入构成

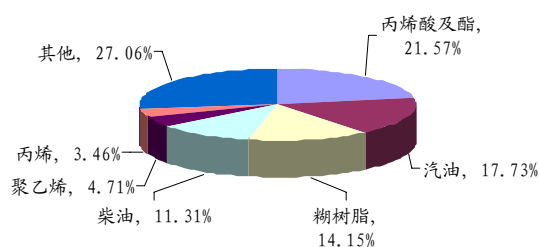
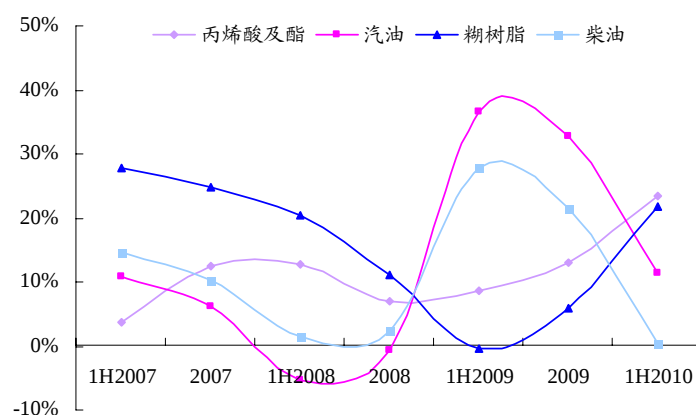


图 4: 2007 年以来公司主要产品毛利率



资料来源: WIND 资讯、国泰君安证券

图 5: 2005 年 9 月以来国内丙烯酸价格

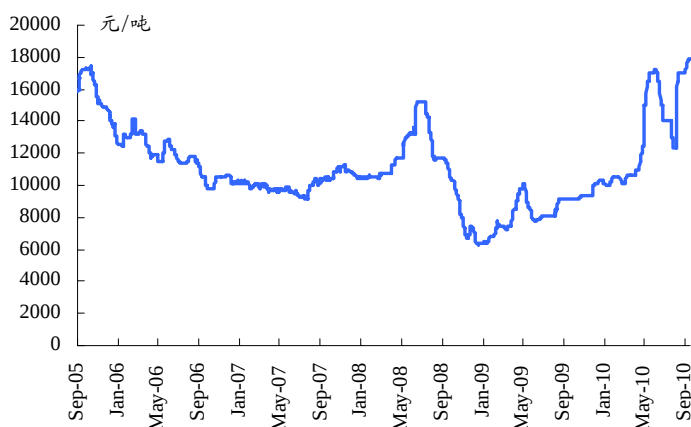
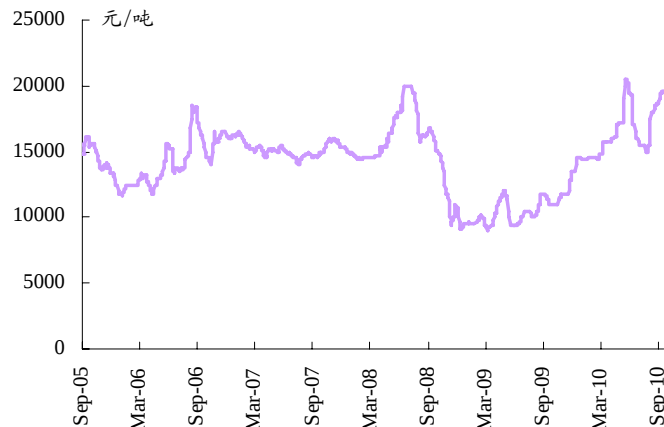


图 6: 2005 年 9 月以来国内丙烯酸丁酯价格



资料来源: 化工在线、国泰君安证券

2. 免征燃料油消费税大幅降低 CPP/DCC 运营成本

CPP 工艺为深度催化裂化, 以重质油为原料生产汽柴油、丙烯和乙烯。CPP 的特点在于能够显著提升产品中烯烃比例, 其中丙烯可达 20%, 乙烯达 17%。相比成品油而言, 烯烃的定价更为自由, 附加值也更高, 因此 CPP 装置的经

济性优势在于生产了更多的高附加值烯烃。

公司拥有 50 万吨 CPP 和 50 万吨 DCC 装置，所需原料都为渣油，但公司 70 万吨常减压装置所产的渣油不够 CPP 和 DCC 装置所用，还需外购部分渣油，目前公司常减压装置所产渣油供给 CPP 装置使用，DCC 装置主要外购原料油。8 月之前，采购燃料油需征收 812 元/吨消费税，造成成本过高，公司 DCC 装置开工不足。8 月底财政部、税务总局发文调整部分燃料油消费税政策，2010 年对用作生产乙烯、芳烃等化工产品的国产燃料油免征消费税，用作生产乙烯、芳烃等化工产品的进口燃料油返还消费税。这一政策的出台将从根本上改变公司 DCC 装置成本过高的现状，提升 DCC 装置的开工率和盈利能力。

如果按照公司一年外购 30 万吨渣油，则简单计算可减少消费税支出 2.4 亿元，可见消费税的免征无疑能够大幅提升公司盈利，增强装置的竞争力，但也需注意到公司 DCC 和 CPP 装置在 2010 年开工不满，外购渣油量也到不了 30 万吨，因此不能简单的认为消费税的免征能够让公司 2010 年盈利在目前的基础上增加 2.4 亿元。2011 年公司装置开工率将高于今年水平，免征消费税带来的成本降低将会体现得更加明显。

3. CPP 装置是未来几年发展看点

4 月 27 日，公司 CPP 项目通过发改委验收，专家组认为主要设备性能和技术经济指标等已达到工业示范装置的预期目标。该技术可将石蜡基重油最大限度的转化为低碳烯烃，为乙烯、丙烯等基础化工原料的生产拓展了原料来源。该技术为国内首创，具有世界先进水平和一定的适用性，在我国具有一定推广价值。

公司 50 万吨 CPP 装置能够生产出 18 万吨左右的丙烯+乙烯，并且烯烃产出比例仍有提升一定空间，而 50 万吨 DCC 装置仅能生产 7 万吨丙烯，可见 CPP 装置的经济性优于 DCC，因而继续发展 CPP 是公司必然的发展方向。本次消费税的免征使公司 CPP 装置相比一般炼油项目具备更高的经济性，因而也具备了市场竞争力，可以预见未来公司将围绕 CPP 工艺继续做大规模，发展石化业务。

4. 盈利预测和估值

按照外购原料油免征消费税的情况测算，2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.46、0.65、0.76 元。公司 50 万吨 CPP 装置经济性已经显现，未来将通过 CPP 扩产实现公司业务规模扩张和盈利增长，发展趋势看好，给予“谨慎增持”评级。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		