

沈阳化工(000698)

丙烯酸盈利能力大幅增强, CPP 项目产能逐渐发挥

研究员: 吴剑平

执业证书编号: S0570208080173

电话: 025-83290922(办公室)

E-mail: wujianping@mail.htsc.com.cn

地址: 南京市中山东路 90 号

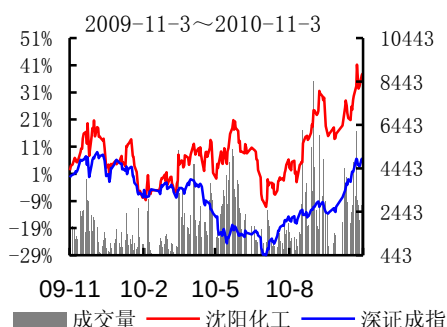
投资评级: 推荐(维持)

化学原料 II

当前价格(元): 10.85

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

1 《沈阳化工(000698):丙烯酸产品
盈利能力大幅增强》2010.10

投资要点:

- ◆ 沈阳化工股份有限公司目前运行三大类业务, 一是传统的糊树脂产品, 这是公司最早的业务; 二是炼油和大石化产品, 包括汽柴油产品以及树脂产品, 是公司近年来大力发展的业务; 三是丙烯衍生物产业链, 包括丙烯—环氧丙烷及聚醚、丙烯—丙烯酸及脂产品。
- ◆ 公司氯碱产业经过两年的逐级下滑, 2010 年景气度开始逐渐回升, 糊树脂产品盈利能力已经提升至 16%, 进入正常水平。烧碱产品盈利能力大幅下滑, 未来仍不容乐观。
- ◆ 2009 年是国内成品油加工利润最丰厚的一年, 从沈阳化工近几年汽柴油产品利润率变化情况来看, 2008 年之前基本上不超过 10%, 而 2009 年汽油利润率为 32.6%, 柴油利润率为 21.6%。2010 年以来由于国际油价不断上涨, 汽柴油价格的调整滞后于原油价格上涨, 汽柴油产品利润率大幅下滑 20 个百分点左右。
- ◆ 丙烯酸价格出现了大幅上涨, 丙烯酸产品的盈利能力大幅提升, 从今年上半年情况可以看出, 丙烯酸毛利率已经超过 20%, 比前几年平均水平上升 10 个百分点左右。预计全年丙烯酸高盈利能够维持, 这成为公司今年业绩增长的主要动力之一。
- ◆ CPP 项目主要产品为 20 万吨聚乙烯, 聚乙烯属大宗石化产品, 市场报价比较公开透明。由于公司采用了先进的催化裂解技术, 原料价格较低, 理论上讲生产利润率比普通的石脑油高, 但由于目前产能利用率不高, 实际利润率并不高。但随着产能利用率的逐渐提升, 该装置的技术优势将会逐渐发挥出来, 利润率将呈逐渐提升趋势。
- ◆ 盈利预测结果表明: 公司 2010 年、2011 年和 2012 年将分别实现每股收益 0.31 元、0.54 元和 0.70 元。对应目前股价, 市盈率分别为 34.9 倍、20.1 倍和 15.4 倍。从未来两年估值水平来看, 与化工行业整体水平相比偏低。我们仍给予公司“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	66092.85
流通 A 股(万)	62702.20
52 周内股价区间(元)	6.7-11.53
总市值(亿)	71.71
总资产(亿)	72.16
每股净资产(元)	4.43

主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	45.06	74.39	84.43	95.12
+/-%	-23.78	65	13	13
净利润(百万)	68.59	206	357	465
+/-%	-28.42	200	74	30
EPS(元)	0.10	0.31	0.54	0.70
P/E	104.56	34.86	20.08	15.44

一、公司三大业务各有千秋，丙烯酸今年贡献业绩较大，未来的增长看聚丙烯项目

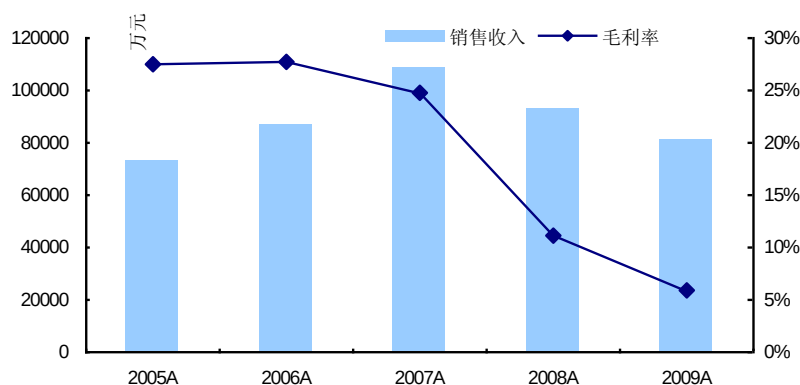
沈阳化工股份有限公司目前运行三大类业务，一是传统的糊树脂产品，这是公司最早的业务；二是炼油和大石化产品，包括汽柴油产品以及树脂产品，是公司近年来大力发展的业务；三是丙烯衍生物产业链，包括丙烯—环氧丙烷及聚醚、丙烯—丙烯酸及脂产品。

从 2009 年公司营业收入构成来看，氯碱产品占营业收入的 27%，汽柴油产品占营业收入的 40%，丙烯衍生品占 33%。从近几年各产业发展的情况来看，氯碱产业在 2007 年出现销售收入和盈利的高峰，其后两年逐级下滑，作为公司最早和基础的产业，能够扭转下滑态势并保持稳定是公司对该产业的战略打算。汽柴油产业也是公司较早介入的行业，虽然该产业收入比重较大，但在行业内公司无法与两大石油巨头抗衡，只有合作。2009 年炼油毛利率有较大幅度的上升，今年下降幅度较大，但总体而言比 2008 年之前盈利能力强。丙烯—环氧丙烷产业链并不是公司发展的重点，丙烯—丙烯酸及脂在 2006 年正式投产之后经营情况不佳，今年由于丙烯酸价格上涨，迎来高盈利时期。公司未来三年的增量来自 2009 年 8 月投产的 CPP 项目，主要产品聚乙烯有 20 万吨产能，将逐渐达产贡献业绩，是公司未来三年业绩增长的主要动力。

二、糊树脂结束连续两年下滑局面，景气度开始回升；烧碱产品盈利能力持续低迷

氯碱产业是公司最早的业务，主要包括糊树脂和烧碱。目前公司拥有 13 万吨糊树脂产能，是国内最大的糊树脂生产商，在行业内处于龙头地位。2007 年糊树脂销售收入首次突破 10 亿元大关，其后的两年由于行业内产能逐渐增加，竞争加剧，出现了销售收入和盈利能力双下降局面。

图表 1 沈阳化工糊树脂产品近年来的销售收入和毛利率



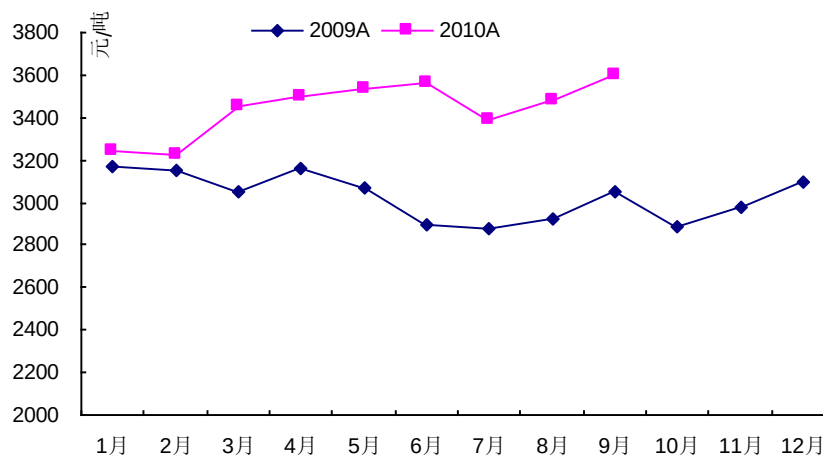
数据来源：公司年报

从今年上半年情况来看，氯碱行业景气度呈现从底部回升态势，糊树脂价格和盈利能力都有所增加。糊树脂价格的上涨主要由两个因素，一是节能减排政策使得一些污染严重

的落后产能减产甚至关闭，产量的增速回落；二是成本推动，糊树脂生产的主要原料电石出现了一定幅度的上涨。目前糊树脂价格已经突破万元大关，上涨幅度较大，高于成本上涨幅度，因此糊树脂毛利率也出现了大幅度回升，上半年糊树脂毛利率水平在 16%左右，同比增加 10 个百分点。

截至目前，糊树脂仍处于上升态势，我们预计公司全年糊树脂产品销售收入将增加 26%左右，毛利率水平维持在 15.7%左右。相比去年有较大幅度的改善。

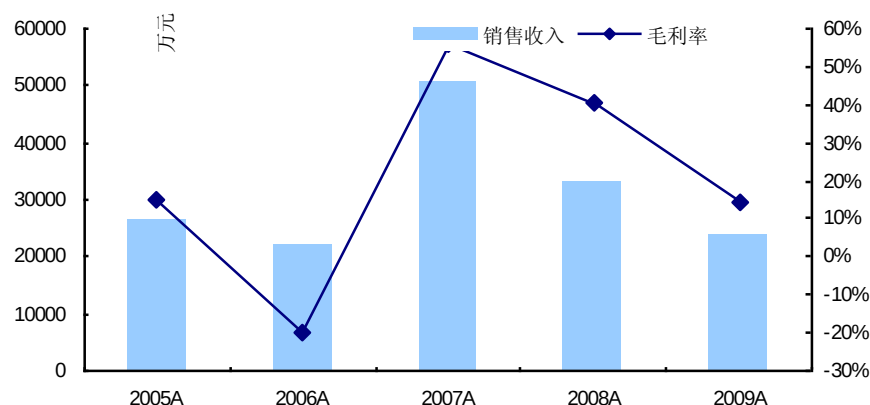
图表 2 电石产品价格走势



数据来源：化工在线

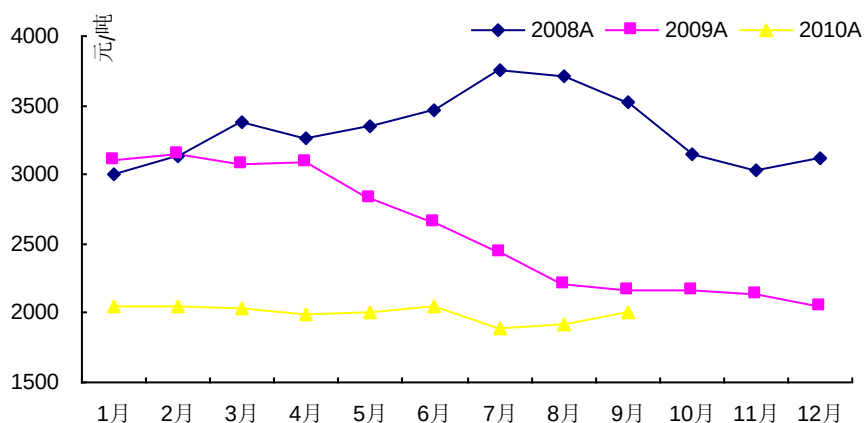
烧碱产品近两年下滑幅度较大，今年上半年情况仍不容乐观。从全国范围来看，烧碱产品都呈下滑态势，相对去年价格下降 30%左右。2010 年成为烧碱行业最差的一年。烧碱产品在公司营业收入中占比不大，对主营利润的贡献更少，烧碱产品的下滑对公司整体情况不会造成太大的影响。

图表 3 沈阳化工烧碱产品近年来销售收入和毛利率



数据来源：公司年报

图表 4 烧碱价格走势



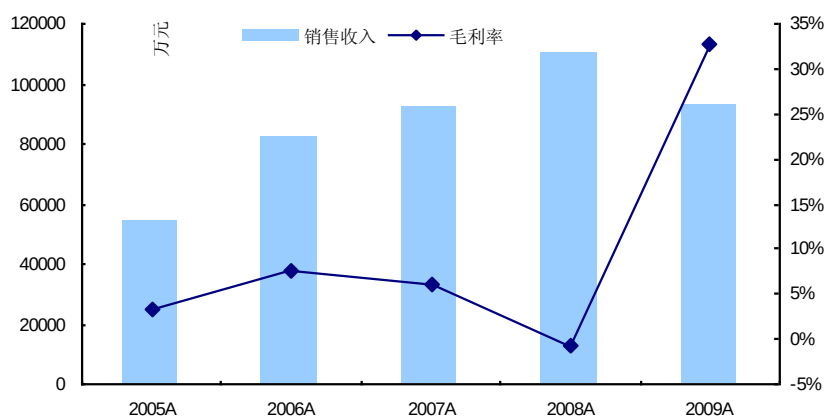
数据来源：化工在线

三、成品油毛利率大幅下滑，未来看定价机制如何转变

炼油是公司传统业务，公司拥有 50 多万吨原油加工能力，每年约生产 30 万吨左右的汽柴油。公司原油主要来自于中国石油大庆油田，成品油销售给中国石油所属销售公司，通过中国石油加油站销售。从本质上来看，公司炼油业务相当于中国石油的成品油加工厂，原料和销售要依靠中国石油，而加工利润控制在国家发改委对成品油价格的调控上，公司在炼油业务上的经营自主权不大。

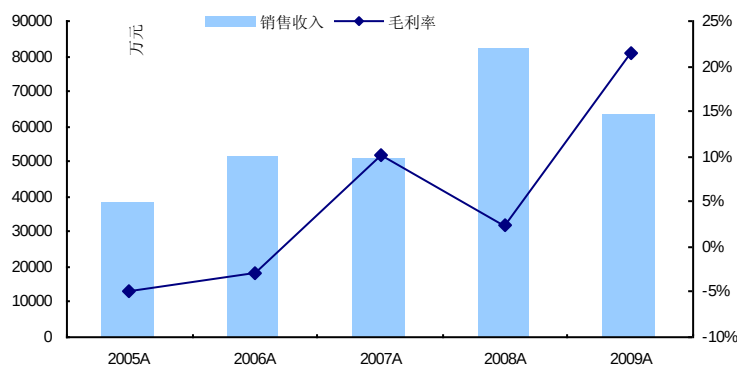
2009 年是国内成品油加工利润最丰厚的一年，从沈阳化工近几年汽柴油产品利润率变化情况来看，2008 年之前基本上不超过 10%，而 2009 年汽油利润率为 32.6%，柴油利润率为 21.6%。2010 年以来由于国际油价不断上涨，汽柴油价格的调整滞后于原油价格上涨，汽柴油产品利润率大幅下滑 20 个百分点左右。

图表 5 沈阳化工汽油产品销售收入及毛利率



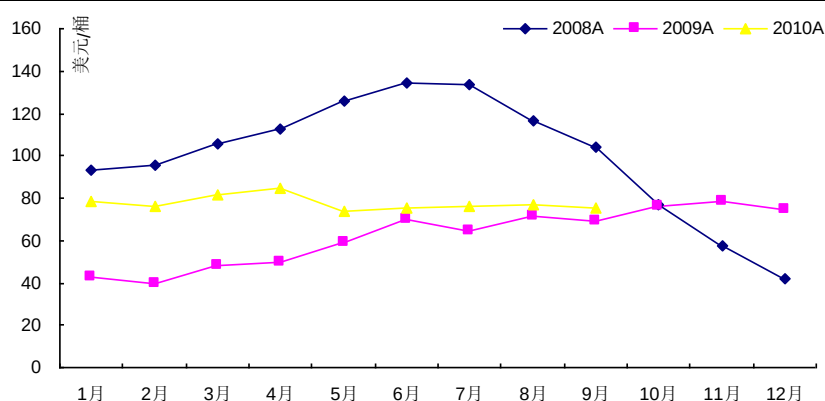
数据来源：公司年报

图表 6 沈阳化工柴油产品销售收入及毛利率



数据来源：公司年报

图表 7 原油价格走势



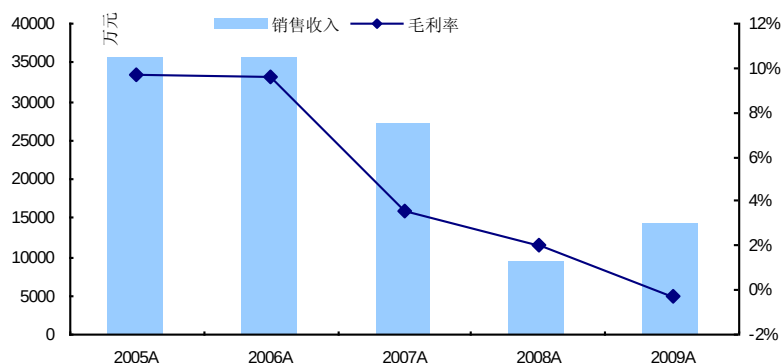
数据来源：化工在线

四、丙烯及其下游产业链：丙烯酸盈利能力大幅增强，成为业绩增长的主要动力

丙烯及其下游衍生物是公司近年来新开发的产品，其中丙烯—环氧丙烷及聚醚是公司传统产品，丙烯—丙烯酸及脂是 2006 年 10 月份投产的项目。目前公司拥有环氧丙烷和聚醚双 4 万吨产能，丙烯酸及脂 13 万吨产能。

从近几年丙烯—环氧丙烷及聚醚经营情况来看，2005 年和 2006 年经营情况尚可，其后几年每况愈下，销售收入和盈利能力大幅减少。从我们调研了解到的情况来看，主要是由于环氧丙烷及聚醚的生产污染较为严重，环保治理成本较高，因此开工率逐渐下降，公司未来也不会把此产品作为发展的重点。

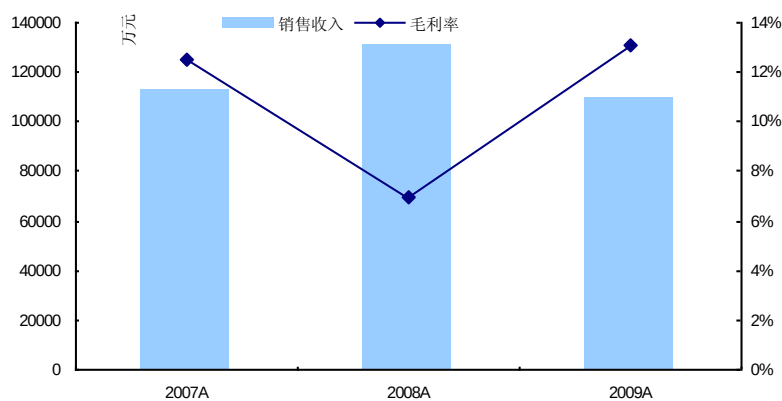
图表 8 沈阳化工环氧丙烷及聚醚产品销售收入及毛利率



数据来源：公司年报

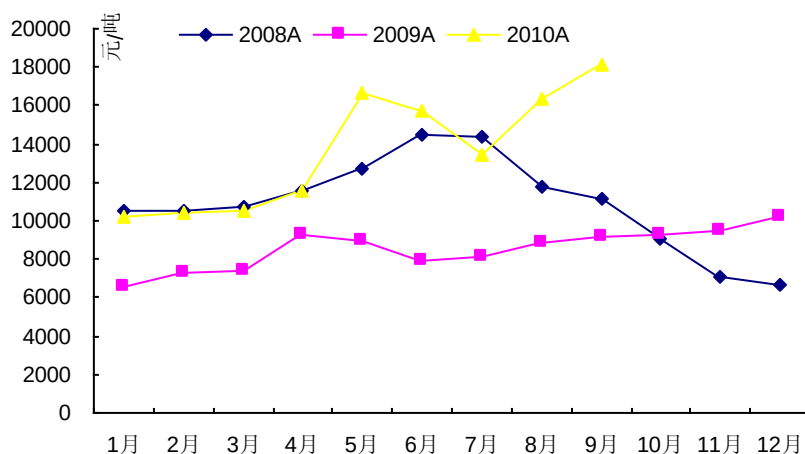
丙烯—丙烯酸及酯是 2006 年投产的项目，该项目于 2007 年达产，近三年运行较为稳定，产销量在 11 万吨左右。近几个月来，丙烯酸价格出现了大幅上涨，从丙烯酸三年来的价格走势图上来看，5 月、8 月和 9 月都创出三年来的新高，而丙烯的价格与去年基本持平。丙烯酸产品的盈利能力大幅提升，从今年上半年情况可以看出，丙烯酸毛利率已经超过 20%，比前几年平均水平上升 10 个百分点左右。预计全年丙烯酸高盈利能够维持，这成为公司今年业绩增长的主要动力之一。

图表 9 沈阳化工丙烯酸及酯产品销售收入及毛利率



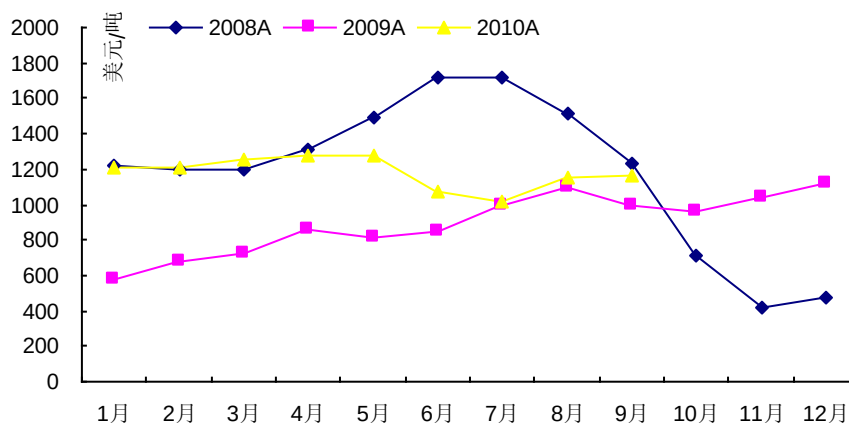
数据来源：公司年报

图表 10 丙烯酸价格走势



数据来源：化工在线

图表 11 丙烯价格走势



数据来源：化工在线

五、CPP 项目将逐渐达产并在未来两年内贡献业绩

CPP 项目是公司十一五期间建设并投产的重大项目, 对公司开拓石化产业链具有极其重要的意义。该项目总投资 26 亿元, 主要利用重质渣油催化裂解生产乙烯、丙烯及其它石化产品, 乙烯作为中间体, 最终产品为 20 万吨聚乙烯。丙烯产能约 11 万吨, 主要供应公司下游丙烯酸及脂所需。

由于该套装置技术难度较大, 并无成熟运营经验, 因此从投产至今, 小的技改不断, 影响了装置产能的发挥。随着运营经验的不断增加, 未来几年开工率有望逐步增加。该装置主要产品为 20 万吨聚乙烯, 聚乙烯属大宗石化产品, 市场报价比较公开透明。由于公司采用了先进的催化裂解技术, 原料价格较低, 理论上讲生产利润率比普通的石脑油高, 但由于目前产能利用率不高, 实际利润率并不高。但随着产能利用率的逐渐提升, 该装置的技术优势将会逐渐发挥出来, 利润率将呈逐渐提升趋势。

六、盈利预测与投资评级

盈利预测主要假设条件如下：

图表 12 沈阳化工盈利预测主要假设条件

产品	项目	2009A	2010E	2011E	2012E
糊树脂	销售收入	81145	102350	105600	108750
	销售毛利率	6.0%	15.7%	13.6%	12.6%
	销售成本	76292	86250	91200	95000
	产能	13	13	13	13
	产量	11.31	11.5	12	12.5
	销售均价	7175	8900	8800	8700
	成本价	6746	7500	7600	7600
汽油	销售收入	92546	120310	132341	145575
	增速%	-16%	30%	10%	10%
	销售利润率	32.6%	12%	12%	12%
	销售成本	62359	105873	116460	128106
柴油	销售收入	63247	82221	90443	99488
	增速%	-23%	30%	10%	10%
	销售利润率	21.6%	1%	2%	2%
	销售成本	49615	81399	88634	97498
丙烯酸及脂	销售收入	108952	156000	162500	169000
	销售毛利率	13.1%	23.1%	26.9%	26.9%
	销售成本	94718	120000	118750	123500
	产能	13	13	13	13
	产量	11.7	12	12.5	13
	销售均价	9312	13000	13000	13000
	成本价	8096	10000	9500	9500
聚乙烯	销售收入		45000	90000	135000
	销售毛利率		15%	16%	17%
	销售成本		38250	75600	112050
	产能		20	20	20
	产量		5	10	15
	销售均价		9000	9000	9000
	成本价		8000	8000	8000
销售收入合计		450581	743881	844284	951212
销售成本合计		369056	652072	732744	830854

图表 13 盈利预测简表

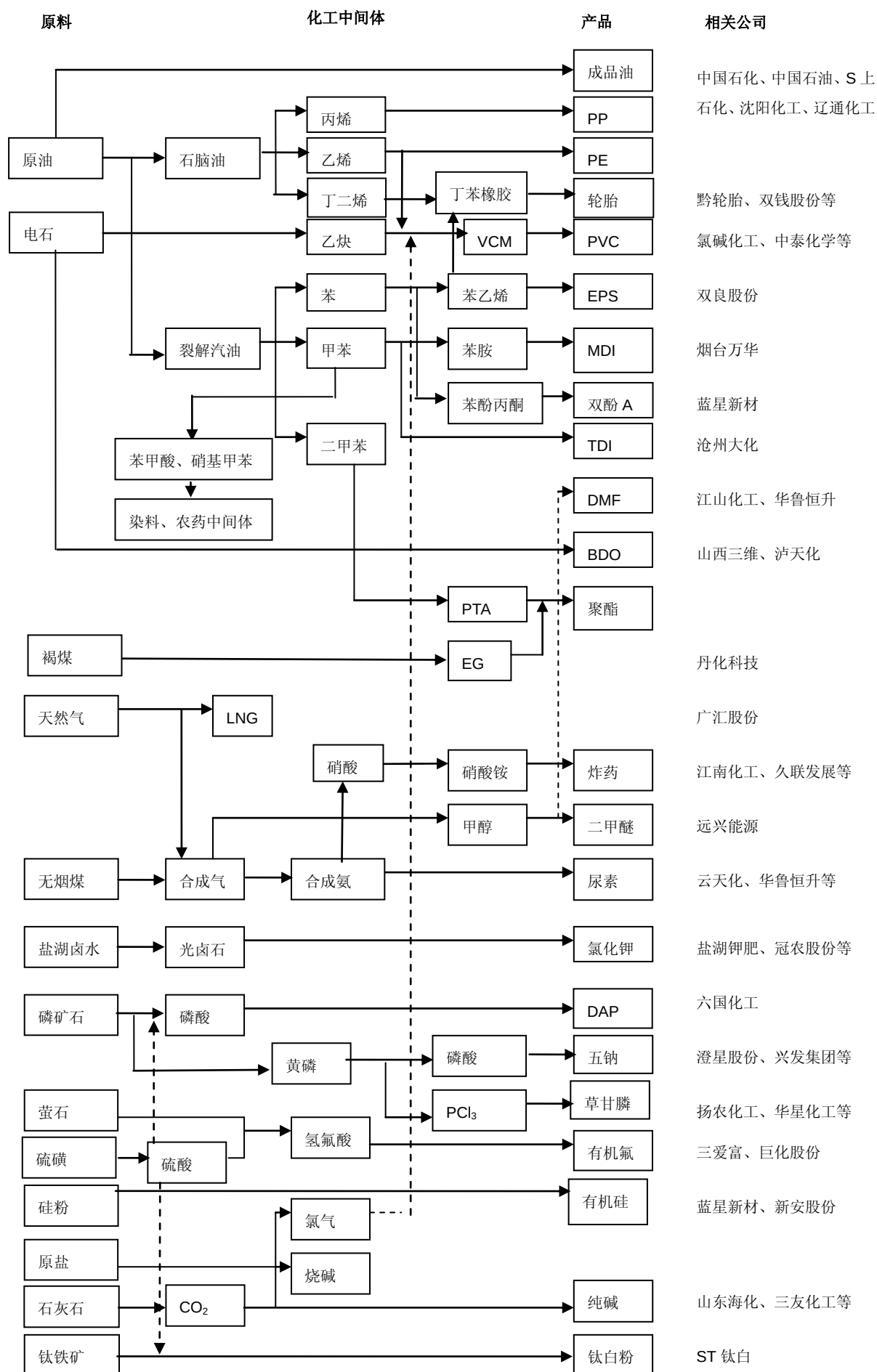
利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4506	7439	8443	9512
营业成本	3691	6521	7327	8309
营业税金及附加	417	310	346	334
营业费用	77	78	77	77
管理费用	211	212	211	212
财务费用	62	118	122	116
资产减值损失	6	0	0	0

公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	39	200	359	465
营业外收入	18	26	22	23
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	56	225	380	487
所得税	-6	26	30	30
净利润	62	199	350	458
少数股东损益	-6	-7	-7	-7
归属母公司净利润	69	206	357	465
EBITDA	363	636	921	1087
EPS (元)	0.10	0.31	0.54	0.70

盈利预测结果表明：公司 2010 年、2011 年和 2012 年将分别实现每股收益 0.31 元、0.54 元和 0.70 元。对应目前股价，市盈率分别为 34.9 倍、20.1 倍和 15.4 倍。从公司主营业务收入构成来看，氯碱、炼油和石化基本上各占三分之一，未来炼油和石化的比重会越来越大。如果把公司估值与中国石化相比，可比性并不高，公司石化产业与中国石化不在同一级别。我们把沈阳化工估值水平与化工行业整体水平相比，可以看出，2010 年估值水平与化工行业估值水平基本相当，但由于 CPP 项目逐渐发挥效益，未来两年业绩增速较快，从 2011 和 2012 年估值水平来看，与化工行业整体水平相比偏低。因此，我们仍给予公司“推荐”评级。

附录：盈利预测详表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1385	1636	2080	2872	营业收入	4506	7439	8443	9512
现金	220	469	818	1479	营业成本	3691	6521	7327	8309
应收账款	60	92	86	83	营业税金及附	417	310	346	334
其他应收款	17	26	31	35	营业费用	77	78	77	77
预付账款	236	280	319	389	管理费用	211	212	211	212
存货	494	422	427	436	财务费用	62	118	122	116
其他流动资产	358	346	399	451	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	5660	5478	5179	4813	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	2276	3601	4040	4031	营业利润	39	200	359	465
无形资产	139	119	100	80	营业外收入	18	26	22	23
其他非流动资	3245	1757	1040	702	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	7045	7113	7259	7685	利润总额	56	225	380	487
流动负债	2484	2153	1970	1963	所得税	-6	26	30	30
短期借款	610	795	596	597	净利润	62	199	350	458
应付账款	265	299	279	283	少数股东损益	-6	-7	-7	-7
其他流动负债	1609	1059	1095	1082	归属母公司净利润	69	206	357	465
非流动负债	1763	1963	1963	1963	EBITDA	363	636	921	1087
长期借款	1344	1544	1544	1544	EPS (元)	0.10	0.31	0.54	0.70
其他非流动负	419	419	419	419	主要财务比率				
负债合计	4246	4116	3933	3926	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2	-5	-12	-19	成长能力				
股本	661	661	661	661	营业收入	-23.8%	65.1%	13.5%	12.7%
资本公积	1352	1352	1352	1352	营业利润	-65.2%	411.2	79.1%	29.7%
留存收益	784	990	1325	1765	归属于母公司净利	-30.0%	200.0	73.6%	30.1%
归属母公司股东权益	2797	3003	3339	3778	获利能力				
负债和股东权益	7045	7113	7259	7685	毛利率 (%)	18.1%	12.3%	13.2%	12.7%
现金流量表					净利率 (%)	1.5%	2.8%	4.2%	4.9%
单位: 百万元					ROE (%)	2.5%	6.9%	10.7%	12.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	2.2%	5.2%	8.6%	11.1%
经营活动现金流	183	180	835	939	偿债能力				
净利润	62	199	350	458	资产负债率 (%)	60.3%	57.9%	54.2%	51.1%
折旧摊销	262	317	440	506	净负债比率 (%)	49.21	59.27	57.01	57.27
财务费用	62	118	122	116	流动比率	0.56	0.76	1.06	1.46
投资损失	3	0	0	0	速动比率	0.35	0.55	0.82	1.22
营运资金变动	-203	-477	-82	-145	营运能力				
其他经营现金	-3	23	5	5	总资产周转率	0.66	1.05	1.17	1.27
投资活动现金流	-760	-144	-144	-145	应收账款周转	28	51	53	61
资本支出	755	149	150	150	应付账款周转	14.37	23.12	25.35	29.54
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-5	6	6	5	每股收益 (最新)	0.10	0.31	0.54	0.70
筹资活动现金流	319	212	-341	-134	每股经营现金	0.28	0.27	1.26	1.42
短期借款	37	185	-200	2	每股净资产 (最	4.23	4.54	5.05	5.72
长期借款	339	200	0	0	估值比率				
普通股增加	153	0	0	0	P/E	104.56	34.86	20.08	15.44
资本公积增加	-153	0	0	0	P/B	2.56	2.39	2.15	1.90
其他筹资现金	-57	-173	-141	-135	EV/EBITDA	25	14	10	8
现金净增加额	-259	248	349	661					



资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。