

沈阳化工 000698.SZ

消费税 11 月已开始免征，利好公司未来业绩

事件：

自国家税务总局 9 月份公告对用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的进口燃料油返还消费税后，我们就一直密切跟踪沈化的税收减免进度。从我们了解到的情况看，公司自 11 月以来，已开始免交消费税。这也印证了我们此前作出的沈化 CPP 项目为创新性工艺，最终享受国家燃料油消费税调整优惠政策的判断。

研究结论：

- 我们测算该通知如果严格执行，依照沈化今年的 30 万吨渣油加工量，每吨 812 元的消费税计算，则成本减少 2.4 亿元，每年增厚每股收益为 0.25 元。
- 展望未来，我们认为消费税减免事件的落实，会对沈化的业绩造成深远的影响：其一，现在沈化的 DCC 项目规划产能为 50 万吨，因为消费税的负担，成本上没有明显优势，因此没有实现满产。未来在渣油消费税解决后，则可以实现 50 万吨的额度产能，那么消费税减免对盈利的增厚可以达到 0.4 元；其二，消费税问题的解决，降低了沈化的成本，彻底打通了沈化的扩产空间。作为创新型的石化企业，未来沈化将有可能将现有的 50 万吨的 CPP 项目，扩产到 150 万吨，产能的增长也会成为未来的一大看点。
- 而对于市场上普遍担心的明年消费税减免是否继续的问题，我们认为国税总局将优惠定在今年为止，主要是考虑到当年对石脑油的优惠政策也是到今年年底为止，未来应该是燃料油依照石脑油的优惠政策统一执行，所以减免应是大概率事件。否则的话，10 月份新推出的政策，12 月份就停止执行，不合常理。
- 并且目前沈化的主要产品盈利能力在四季度皆有改善：1. 丙烯酸及酯的价格从三季度下跌后，在四季度开始上涨，目前已经从 9 月份的 16000 元/吨涨到了 20300 元/吨，期间涨幅达到了 25%。依照我们前期做出的丙烯酸紧张的供需结构将支持价格在 11 年继续维持强势的判断，公司 11 年在该业务板块的业绩还是相当可观的；2. 公司炼油业务在国家成品油调价后，盈利有了根本的好转，目前已经扭亏，并且盈利状况良好；3. 公司的糊树脂业务今年一直比较稳定，目前在拉闸限电的影响下，产品价格也非常坚挺，盈利状况也是不错的。
- 综合而言，我们依然看好公司的未来，维持今明两年的每股盈利预测为 0.41 元和 0.6 元，并维持沈化的买入评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888×6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

赵辰

石油与化工行业助理分析师

8621-63325888×5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110040042

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 11 月 17 日) 8.93 元

目标价格 12.00 元

总股本/A 股 (亿股) 6.6

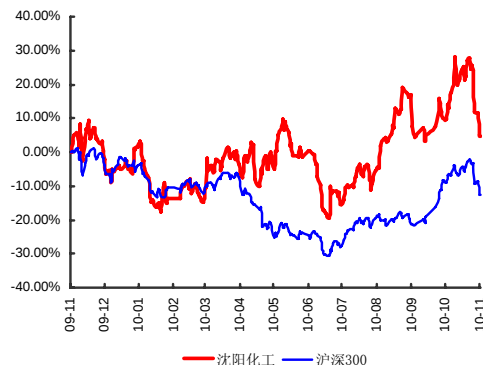
A 股市值 (亿元) 66

国家/地区 中国

行业 化工行业

报告日期 2010 年 11 月 17 日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标 (百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4506	8212	8801	9681
同比(%)	-24%	82%	7%	10%
归属母公司净利润	69	269	398	612
同比(%)	-29%	292%	48%	54%
毛利率(%)	18.1%	20.8%	20.5%	22.0%
ROE(%)	2.5%	8.8%	11.9%	15.5%
每股收益(元)	0.10	0.41	0.60	0.93
P/E (X)	86.73	22.11	14.95	9.73
P/B(X)	2.13	1.94	1.79	1.51

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

时间

完成转型与蜕变，沈化谱写“春天的故事” 2010-5-17

沈阳化工中报点评 2010-8-24

附表：财务报表预测与比率分析

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	1965	1926	2116	营业收入	4506	8212	8801	9681
现金	220	322	341	346	营业成本	3691	6502	6998	7551
应收账款	60	227	221	225	营业税金及附加	417	657	528	581
其它应收款	17	126	59	67	营业费用	77	164	176	194
预付账款	236	269	248	307	管理费用	211	411	440	484
存货	494	622	677	719	财务费用	62	168	204	186
其他	358	400	379	452	资产减值损失	6	10	11	12
非流动资产	5660	6051	6299	6363	公允价值变动收益	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	4096	5036	5460	营业利润	39	300	444	673
无形资产	139	150	164	158	营业外收入	18	10	10	10
其他	3245	1804	1099	744	营业外支出	1	4	3	2
资产总计	7045	8016	8225	8479	利润总额	56	306	451	681
流动负债	2484	3602	3496	3666	所得税	-6	46	68	102
短期借款	610	2148	1987	2072	净利润	62	260	383	579
应付账款	265	602	613	613	少数股东损益	-6	-9	-15	-33
其他	1609	852	896	981	归属于母公司净利润	69	269	398	612
非流动负债	1763	1344	1344	844	EBITDA	363	807	1165	1500
长期借款	1344	1344	1344	844	EPS (元)	0.10	0.41	0.60	0.93
其他	419	0	0	0					
负债合计	4246	4946	4840	4510	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2	-8	-26	-58	会计年度	4506	8212	8801	9681
股本	661	661	661	661	成长能力	3691	6502	6998	7551
资本公积	1352	1352	1352	1352	营业收入	417	657	528	581
留存收益	784	1094	1427	2043	营业利润	77	164	176	194
归属母公司股东权益合计	2797	3108	3440	4056	营业净利润	211	411	440	484
负债和股东权益	7045	8045	8254	8507	归属于母公司净利润	62	168	204	186
					获利能力				
现金流量表					毛利率	18.1%	21.4%	21.3%	22.0%
					净利率	净利率	1.5%	3.8%	5.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	2.5%	10.0%	13.5%	15.2%
经营活动现金流	183	-422	1278	1301	ROIC	2.0%	8.1%	11.1%	12.9%
净利润	62	300	447	584	偿债能力				
折旧摊销	262	339	517	641	资产负债率	60.3%	61.5%	58.6%	53.0%
财务费用	62	167	200	181	净负债比率				
投资损失	3	0	0	0	流动比率	0.56	0.55	0.55	0.58
营运资金变动	-203	-902	140	-93	速动比率	0.35	0.36	0.34	0.36
其它	-3	-327	-26	-11	营运能力				
投资活动现金流	-760	-769	-770	-708	总资产周转率	0.66	1.09	1.08	1.16
资本支出	755	746	744	702	应收账款周转率	35	37	29	33
长期投资	0	0	-0	0	应付账款周转率	14.37	14.90	11.40	12.32
其他	-5	-22	-26	-7	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	319	1292	-489	-588	每股收益	0.10	0.43	0.65	0.93
短期借款	37	1538	-161	85	每股经营现金流	0.28	-0.64	1.93	1.97
长期借款	339	0	0	-500	每股净资产	4.23	4.70	5.20	6.14
普通股增加	153	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-153	0	0	0	P/E	88.08	19.15	12.81	9.65
其他	-57	-246	-328	-173	P/B	2.16	1.91	1.73	1.47
现金净增加额	-259	102	19	5	EV/EBITDA	22	9	6	5

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn