



获得原油进口配额，石化业务瓶颈打通

买入维持

目标价格：13.5 元

投资要点：

公司获得 70 万吨进口原油配额，石化业务瓶颈彻底打通

公司存在增发的可能

报告摘要：

- **公司获得 70 万吨原油进口配额，石化业务瓶颈彻底打通。**作为具有自主知识产权的烯烃生产技术，沈化 CPP 装置是《石化产业调整和振兴规划》和《乙烯工业中长期发展专项规划》的重点示范项目，项目于 10 年 4 月通过国家发改委组织的性能考核测试。CPP 装置的投运导致 DCC 装置开工不足，为确保 CPP 示范项目的成功推进，政府部门先后推出一系列扶持措施。此次进口原油配额的赋予使得公司石化业务发展的最大瓶颈被打通，公司石化装置可以实现满负荷生产，并且为后继高纯丙烯酸等项目的推进提供了可能。
- **公司定向增发的可能。**进口原油配额的获得使得乙烯、丙烯的产出会大幅度增加，为实现油头化尾，公司有必要进一步拓展化工产业链，同时为充分发挥现有石化装置的特点以及利用好进口原油，公司可能会改、扩建炼油装置，从公司的财务状况判断，存在定向增发的可能。
- **当前股价较低，给予“买入”评级。**公司 2010~2012 年的 EPS 分别为 0.34、0.68 和 1.23 元。当前公司股价 9.62 元，对应 2011 年市盈率 14 倍。考虑到公司具有较大的成长性，给予“买入”评级，短期目标价位 13.5 元。

祖广平（分析师）

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明（分析师）

电话：010-88085223

Email：zhangyanming@hysec.com

柴沁虎（联系人）

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

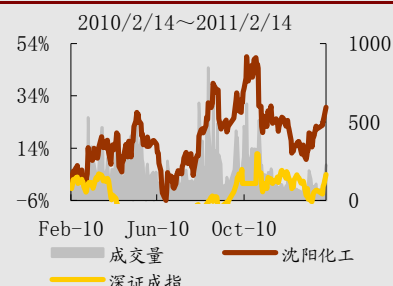
康铁牛（联系人）

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	5911.45	4505.81	7091.56	8419.98	9866.22
净利润(万元)	7.74%	-23.78%	57.39%	18.73%	17.18%
每股收益(元)	96.17	68.59	223.41	446.74	812.96
净资产收益率	-37.73%	-28.68%	225.73%	99.97%	81.98%
每股现金流量	0.146	0.104	0.338	0.676	1.230

市场表现



目录

一、事件描述	4
二、事件点评	4
(一) 取得进口原油配额快于市场预期.....	4
(二) 进口原油配额的获得打破了公司石化产业链发展的最大瓶颈.....	5
(三) 进口配额的获得导致公司后期石化业务存在一系列看点	5
三、财务预测和投资建议.....	6

表格

表 1：利润表	6
---------------	---

一、事件描述

2011 年 2 月 15 日，沈阳化工（000698）发布公告，公司于 2 月 12 日接到公司最终控制人中国化工集团公司转发的国家发展和改革委员会办公厅《关于沈阳石蜡化工有限公司催化热裂解（CPP）示范项目原料供应的通知》（发改办产业【2011】74 号）。

该文件指出，为保障 CPP 示范项目正常运转，同意在保证现有 48 万吨大庆原油年度指标的基础上，通过进口渠道解决 CPP 示范装置用油问题，进口原油配额为 72 万吨，具体进口事宜需要由中国化工集团公司按照现行规定向商务部提出申请。进口原油只能用于满足 CPP 装置和 13 万吨/年丙烯酸及酯装置的正常运行。

二、事件点评

（一）取得进口原油配额快于市场预期

CPP（Catalytic Pyrolysis Process，重油催化热裂解）是石科院开发成功的具有自主知识产权的技术，沈阳化工的 CPP 项目是《石化产业调整和振兴规划》和《乙烯工业中长期发展专项规划》的重点示范项目，项目实施对于实现乙烯原料多元化，降低乙烯当量对外依存度具有重要意义。

2010 年 4 月 27 日，沈阳化工 CPP 装置通过国家发改委组织的性能考核测试，正式投运。CPP 装置的投运导致公司炼油装置流程发生变化。大庆减压渣油优先满足 CPP 装置的运行，原先的 DCC 转而消化外购燃料油，由于 DCC（Deep Catalytic Cracking，重油催化热裂化）装置对燃料油品质有一定的要求，以及国内石化企业普遍致力于炼油轻质化，公司 DCC 业务实际上长期开工不足 5 成，装置经济性堪虞。

为保证 CPP 示范项目的成功推进，国家税务总局 2010 年 8 月发布《关于调整部分燃料油消费税政策的通知》（财税【2010】66 号），根据该通知的精神，公司采购的用于 CPP 装置的燃料油免征消费税。但实际上，公司采购的燃料油数量有限，品质不能满足 CPP 或者 DCC 装置的正常高负荷运行。

这样的背景下，国家同意公司通过进口原油，解决 CPP 装置长期稳定高效运行所需原料水到渠成，即便如此，实际进度仍快于市场预期。

（二）进口原油配额的获得打破了公司石化产业链发展的最大瓶颈

氯碱和石化业务是沈阳化工的两条主线。

公司的氯碱业务没有形成完整的产业链，电石需要外购，主要依靠糊树脂等产品维持经营。

公司致力于发展石化业务，但是原油一直是困扰公司石化业务发展的一大瓶颈。首先，公司的常减压装置适应性差，只能加工低硫优质大庆原油，年加工配额为 48 万吨，加工出的成品油必须由中石油东北分公司负责销售。其次，虽然公司的 CPP 装置于 10 年 4 月份打通流程，但是 CPP 装置同样对燃料油品质有一定的要求，公司的 DCC 装置和 CPP 装置合计大约可以消耗 120 万吨原油，但是公司 10 年的原油以及外购燃料油总量大约只有 70 万吨左右。

进口原油配额的获得使得 DCC 装置和 CPP 装置可以满负荷运行，公司石化业务可持续发展的最大障碍被扫除。

（三）进口配额的获得导致公司后期石化业务存在一系列看点

如果不进行常减压装置的改造工作，从 CPP 装置和 DCC 装置的原料适应性看，公司进口原油应该为低硫轻质原油，品质至少应和 Minas 原油相当，这种原油价格较高，从最大限度发挥原油的特性和利用好 CPP、DCC 装置的角度看，公司可能会再建设一套常减压装置。

受制于丙烯及其下游衍生生物的规模的制约，公司的 CPP 装置运行模式为乙烯优先的模式，这种运行模式并不能最大限度发挥该类装置的特点。随着原油加工量瓶颈的消除，公司的 CPP 装置运行模式可能会调整为丙烯优先模式，公司发展高纯丙烯酸业务成为可能。

公司财务较为紧张，可能需要通过增发进行融资。

三、财务预测和投资建议

基本假设：

公司DCC和CPP装置与11年7月份实现满负荷运转，在此之前，DCC装置维持40%负荷；

CPP装置按照目前的乙烯优先方案运转，装置产出的乙烯用于生产聚乙烯，富余的丙烯（如果丙烯下游衍生物不能完全消化产出的丙烯）外卖。

暂不考虑常减压的扩容以及高纯丙烯酸等业务推进的可能。

按照我们的测算，公司2010~2012年的EPS分别为0.34、0.68和1.23元。当前公司股价9.62元，对应2011年市盈率14倍。考虑到公司具有较大的成长性，给予“买入”评级。

表 1：利润表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5486.79	5911.45	4505.81	7091.56	8419.98	9866.22
减：营业成本	4751.55	5287.70	3690.56	5743.91	6569.20	7422.94
营业税金及附加	95.45	97.77	416.52	655.55	778.35	912.04
营业费用	84.27	79.45	76.76	120.81	143.43	168.07
管理费用	290.53	216.51	210.86	331.87	394.04	461.72
财务费用	76.58	96.03	62.07	0.00	56.19	30.19
资产减值损失	2.93	23.53	6.40	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.22	0.00	-3.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	185.27	110.47	39.17	239.43	478.77	871.25
加：其他非经营损益	53.82	21.19	17.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	239.08	131.66	56.38	239.43	478.77	871.25
减：所得税	84.98	44.37	-6.10	35.91	71.82	130.69
净利润	154.11	87.29	62.48	203.51	406.95	740.56
减：少数股东损益	-0.33	-8.88	-6.11	-19.89	-39.78	-72.39
归属母公司股东净利润	154.44	96.17	68.59	223.41	446.74	812.96
每股收益 (EPS)	0.234	0.146	0.104	0.338	0.676	1.230

资料来源：宏源证券

分析师简介：

祖广平：宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3 年化工行业工作经验，3 年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

张延明：宏源宏源证券研究所化工行业研究员，三年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。