

石油化工

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

010-63222985

songzhejian@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 10.62元

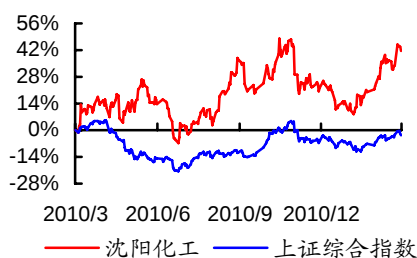
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2933.80
总股本(百万)	661
流通股本(百万)	627
流通市值(亿)	67
EPS (TTM)	0.25
每股净资产(元)	4.23
资产负债率	60.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
沈阳化工	13.58	15.81	3.41
上证综合指数	3.77	3.26	10.16



相关报告

《沈阳化工-丙烯酸涨价和消费税减免可能带来投资机会》2010-5-16

《沈阳化工-基本面好转, 消费税仍然是主要问题》2010-4-26

《沈阳化工-主要问题仍然是原料采购, 业绩存在改善可能》2010-3-31

沈阳化工

000698

强烈推荐

原料问题解决, 基本面变好

投资要点:

- **原料问题可能解决:** 公司原来的1个主要问题是: 原装置DCC和新投产的装置CPP用的原料都是常减压渣油(原油1次加工后的产品), 2套装置投产后渣油需求增加了, 而原油加工装置生产的渣油不够, 外购原料渣油要交每吨812的消费税(08年国家新规定)。公司近期得到国家批复的72万吨原油配额, 可以增加常减压装置增加原油加工量, 因此解决原料问题, 这是个好的变化。
- 2010年公司为了保证CPP原料, 减低了原老装置DCC的开工率到70%左右, 我们预计如果原料问题解决, 公司总体负荷提高, 12年业绩增厚。
- 丙烯酸及酯: 07年来没有大的新增产能, 10年底中海油惠州20万吨丙烯酸的投产可能会延后。从全球来看, 美国陶氏化学关闭了位于德州Clear Lake的丙烯酸及酯生产厂(32万吨/年), 所以丙烯酸及酯的供需偏紧。丙烯酸-原料价差每扩大1000元, 公司对应EPS增加0.09左右。
- **成品油价格是风险, 但我们预计问题不大:** 公司对应有大约18万吨汽油和12万吨柴油的产量, 如果炼油因为政策性亏损, 会对业绩有些影响, 但国家也一直表示要继续完善成品油定价机制, 我们认为亏损的可能小。如果成品油提价, 也是公司的股价刺激因素。
- **CPP工艺的规模效应明显,** 我们从经济性上判断, 在十二五期间如果公司能够拿到更多原油配额, 有继续扩大产能的可能性。
- 投资建议: 我们预测公司10-12年EPS分别为0.33、0.55和0.75, 公司基本面有一定变化, 业绩上丙烯酸和糊树脂有一定安全边际, 给与强烈推荐的评级, 6-12个月目标价15元。

风险提示:

- 油价大幅波动影响炼油盈利。

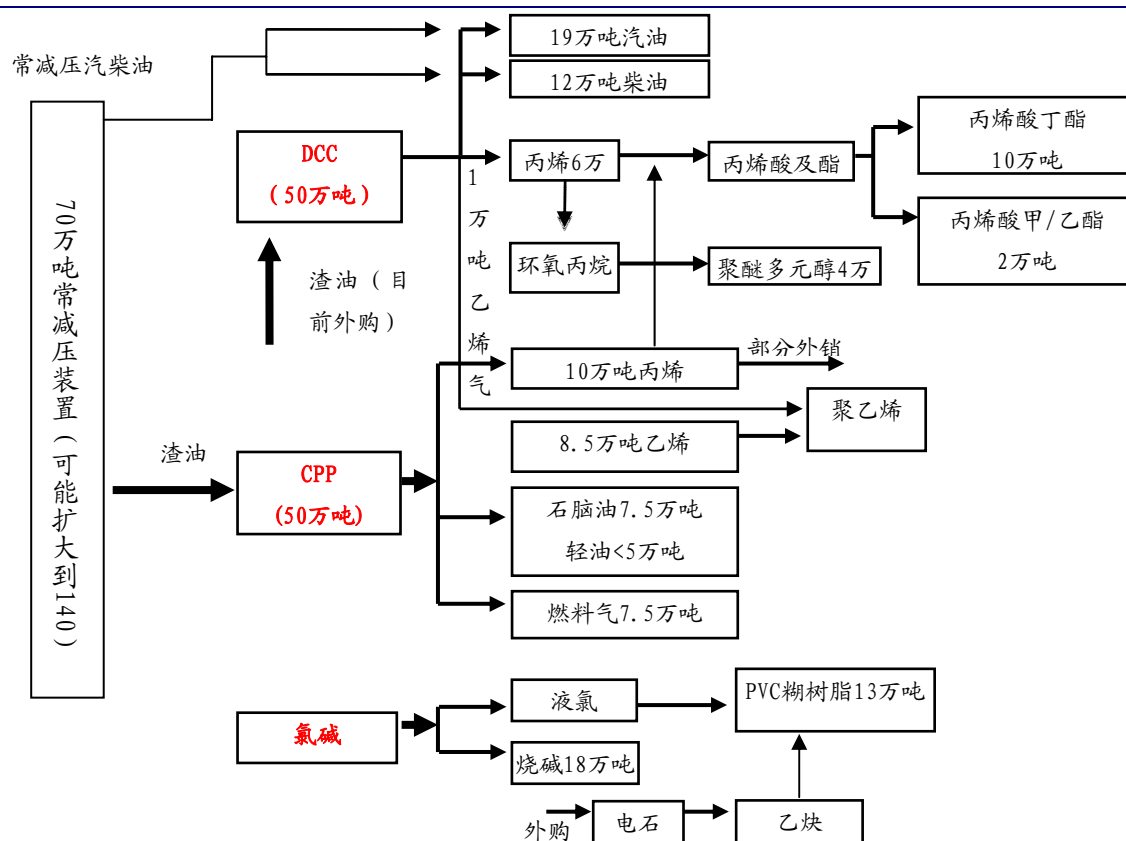
主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4506	7284	8628	10829
同比(%)	-24%	62%	18%	26%
归属母公司净利润(百万元)	69	216	362	498
同比(%)	-30%	215%	68%	38%
毛利率(%)	18.1%	13.8%	15.8%	17.6%
ROE(%)	2.5%	7.2%	10.7%	12.9%
每股收益(元)	0.10	0.33	0.55	0.75
P/E	102.34	32.51	19.37	14.08
P/B	2.51	2.33	2.08	1.81
EV/EBITDA	25	13	8	6

资料来源: 中投证券研究所

一、工艺路线是分析要点

图 1 沈阳化工目前工艺路线（DCC 采用 II 型方案，CPP 采用丙烯和乙烯方案的折中）



资料来源：中投证券研究所

原料问题可能解决：公司原来的 1 个主要问题是：原装置 DCC 和新投产的装置 CPP 用的原料都是常减压渣油（原油 1 次加工后的产品），2 套装置投产后渣油需求增加了，而原油加工装置生产的渣油不够，外购原料渣油要交每吨 812 的消费税（08 年国家新规定）。公司近期得到国家批复的 72 万吨原油配额，可以增加常减压装置增加原油加工量，因此解决原料问题，这是个好的变化。

2010 年公司为了保证 CPP 原料，减低了原老装置 DCC 的开工率到 70% 左右，我们预计如果原料问题解决，公司总体负荷提高，12 年业绩增厚。CPP 工艺的规模效应明显，我们从经济性上判断，在十二五期间如果公司能够拿到更多原油配额，有继续扩大产能的可能性。

二、投资建议

我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.33、0.55 和 0.75，公司基本面有一定变化，业绩上丙烯酸和糊树脂有一定安全边际，给与强烈推荐的评级，6-12 个月目标价 15 元。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

芮定坤, 中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师, 化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA, 4 年化工行业实业工作经历。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434