

# 沈阳化工：行业景气，增长可期

## 公司年度报告以及一季度预增公告点评

### 报告关键点：

- 行业景气，业绩保持大幅增长
- 原油进口获批，下半年成本下降
- 重申维持买入-A 评级，提高目标价至15.6元

### 报告摘要：

- **年报符合预期，一季度大幅预增：**2010 年，公司实现销售收入74.8 亿元，同比增长66.10%；实现净利润2.15亿元，同比增长213.20%。每股收益0.33元，符合我们的预期。尤其是去年四季度单季度每股收益达到0.13元，盈利出现拐点。公司同时公告预计2011年一季度增长50%~100%，每股收益0.11元。
- **行业保持景气，盈利增长可期：**公司的主导产品PVC糊树脂具有13万吨产能，去年达到满产，公司主要生产糊树脂高端产品，而糊树脂近期价格已经上涨到13500元/吨，原料电石却一直处于降价通道，盈利能力已经超过去年四季度。丙烯酸和酯价格已经创历史新高，主要原因是2010年国际企业因事故停产较多以及下游需求快速增长，进入2011年日本地震导致日本炼油和石化企业停工，丙烯酸和酯价格有望继续维持高位。2010年公司的丙烯酸和酯业务毛利率高达29%，由于原料丙烯全部自供，不受丙烯供应和涨价影响，毛利率有望维持。
- **CPP装置开工较好，产业链延伸：**渣油催化热裂解装置（CPP）2010年通过了发改委组织的专家鉴定，为中国中小型炼厂进入烯烃领域开辟了低成本道路。2010年CPP装置开工较好，目前维持在90%，聚乙烯开始对外销售，去年销量达到4.7万吨，丙烯除了满足丙烯酸和酯装置外，加大外销量。公司打算充分利用CPP装置提供的石化原料，向下游延伸产业链
- **原油瓶颈打通，下半年成本有望下降：**今年2月份发改委同意在保证现有48万吨大庆原油年度指标的基础上，增加72万吨原油进口指标。预计近期将获得商务部批准，下半年有望实施，进口原油的采购成本较公司目前外购的燃料油每吨低200~300元。公司与此配套的常减压从70万吨扩能到120万吨即将投产，届时CPP和DCC两套装置都将获得低成本的原料，进一步提高开工率，产量提升和成本下降将继续提高公司下半年的盈利能力。
- **维持买入-A评级，提高目标价：**我们预计公司2011、2012、2013年的每股收益分别为0.60元、0.78元、0.89元，我们维持“买入-A”评级，按照2012年20倍的目标市盈率，提高12个月目标价至15.6元。
- **风险提示：**公司的成品油价格受国家管制，随着原油价格的不断走高，以及国家控制通胀的决心，成品油调价的频率和幅度都将受控，成品油业务将拖累公司业绩。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E    | 2013E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入      | 4,505.8 | 7,484.1 | 9,474.3 | 10,371.3 | 11,145.2 |
| Growth(%) | -23.8%  | 66.1%   | 26.6%   | 9.5%     | 7.5%     |
| 净利润       | 68.6    | 214.8   | 397.6   | 512.8    | 590.7    |
| Growth(%) | -28.7%  | 213.2%  | 85.1%   | 29.0%    | 15.2%    |
| 毛利率(%)    | 18.1%   | 12.9%   | 17.5%   | 17.5%    | 17.9%    |
| 净利润率(%)   | 1.5%    | 2.9%    | 4.2%    | 4.9%     | 5.3%     |
| 每股收益(元)   | 0.10    | 0.33    | 0.60    | 0.78     | 0.89     |
| 每股净资产(元)  | 4.23    | 4.55    | 4.94    | 5.57     | 6.28     |
| 市盈率       | 106.0   | 33.8    | 18.3    | 14.2     | 12.3     |
| 市净率       | 2.6     | 2.4     | 2.2     | 2.0      | 1.8      |
| 净资产收益率(%) | 2.2%    | 7.0%    | 12.2%   | 13.9%    | 14.2%    |
| ROIC(%)   | 3.2%    | 7.0%    | 9.5%    | 13.3%    | 15.5%    |
| EV/EBITDA | 26.2    | 13.0    | 9.4     | 7.4      | 6.2      |

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

15.60 元

期限： 12 个月 上次预测： 12.00 元

现价（2011 年 04 月 08 日）： 11.00 元

报告日期：

2011-04-10

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 7,270.21     |
| 流通市值(百万元)  | 6,897.24     |
| 总股本(百万股)   | 660.93       |
| 流通股本(百万股)  | 627.02       |
| 12 个月最低/最高 | 6.70/11.53 元 |
| 十大流通股东(%)  | 33.11%       |
| 股东户数       | 85,796       |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月  | 三个月   | 十二个月  |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 1.42 | 21.44 | 28.95 |
| 绝对收益 | 1.85 | 27.34 | 28.19 |

刘军  
021-68766167  
执业证书编号

首席行业分析师  
liujun@essence.com.cn  
S1450511020010  
行业分析师  
tanzy2@essence.com.cn  
S1450511020017

### 报告联系人

贾鹏

021-68765906  
jiapeng@essence.com.cn

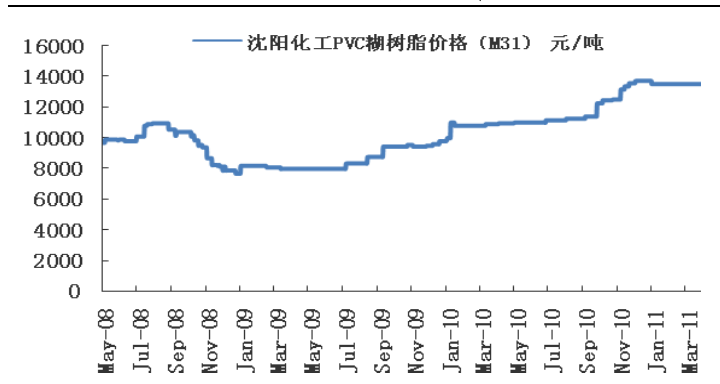
### 前期研究成果

沈阳化工：获批进口原油指标，原料瓶颈打通

2011-02-15

## 1. 主导产品价格

图 1 沈阳化工 PVC 糊树脂出厂价格 单位：元/吨



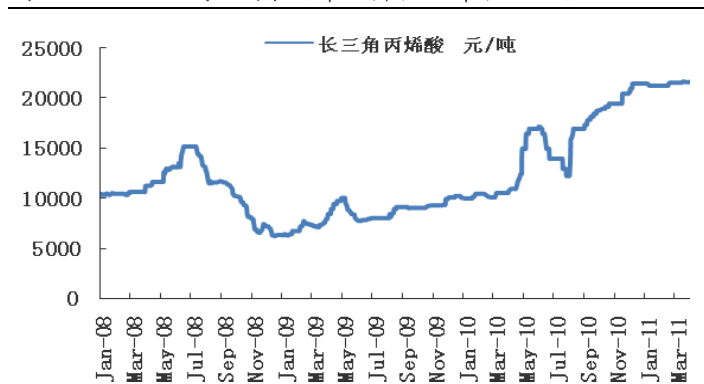
数据来源：安信证券研究中心

图 2 长三角电石价格 单位：元/吨

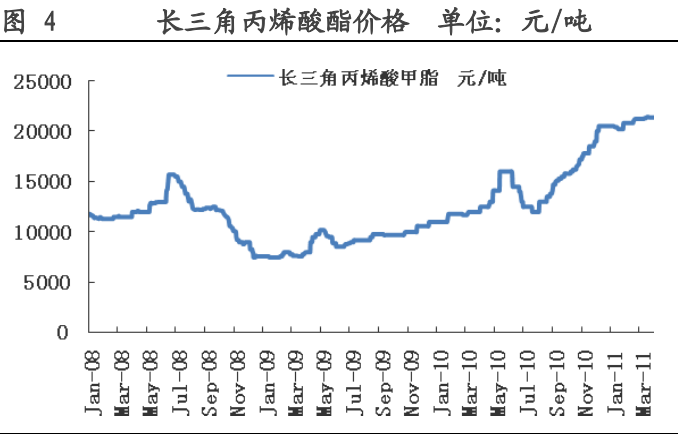


数据来源：安信证券研究中心

图 3 长三角丙烯酸价格 单位：元/吨



数据来源：安信证券研究中心



数据来源：安信证券研究中心

**财务报表预测和估值数据汇总**

|              |         |         |          |          |          | 单位             | 百万元    | 模型更新时间 | 2011-4-9 |         |         |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------------|--------|--------|----------|---------|---------|
|              |         |         |          |          |          | 财务指标           | 2009   | 2010   | 2011E    | 2012E   | 2013E   |
| <b>利润表</b>   |         |         |          |          |          | <b>成长性</b>     |        |        |          |         |         |
| 营业收入         | 4,505.8 | 7,484.1 | 9,474.3  | 10,371.3 | 11,145.2 | 营业收入增长率        | -23.8% | 66.1%  | 26.6%    | 9.5%    | 7.5%    |
| 减: 营业成本      | 3,690.6 | 6,517.0 | 7,814.5  | 8,552.2  | 9,151.5  | 营业利润增长率        | -64.5% | 389.2% | 175.6%   | 29.5%   | 15.0%   |
| 营业税费         | 416.5   | 300.4   | 473.7    | 518.6    | 557.3    | 净利润增长率         | -28.7% | 213.2% | 85.1%    | 29.0%   | 15.2%   |
| 销售费用         | 76.8    | 100.0   | 170.5    | 155.6    | 167.2    | EBITDA 增长率     | -25.1% | 96.4%  | 26.4%    | 18.1%   | 10.2%   |
| 管理费用         | 210.9   | 235.3   | 379.0    | 414.9    | 445.8    | EBIT 增长率       | -51.0% | 199.7% | 93.8%    | 24.8%   | 12.7%   |
| 财务费用         | 62.1    | 111.8   | 59.8     | 50.0     | 40.6     | NOPLAT 增长率     | -32.1% | 159.0% | 37.1%    | 24.4%   | 12.9%   |
| 资产减值损失       | 6.4     | 28.0    | 48.8     | -0.6     | -0.7     | 投资资本增长率        | 18.9%  | 0.1%   | -11.0%   | -3.0%   | -3.0%   |
| 加: 公允价值变动收益  | -       | -       | -        | -        | -        | 净资产增长率         | -0.3%  | 7.5%   | 8.6%     | 12.6%   | 12.8%   |
| 投资和汇兑收益      | -3.5    | -       | -        | 3.0      | 3.0      |                |        |        |          |         |         |
| 营业利润         | 39.2    | 191.6   | 528.1    | 683.8    | 786.6    | <b>利润率</b>     |        |        |          |         |         |
| 加: 营业外净收支    | 17.2    | 24.6    | 2.0      | -        | 1.0      | 毛利率            | 18.1%  | 12.9%  | 17.5%    | 17.5%   | 17.9%   |
| 利润总额         | 56.4    | 216.3   | 530.1    | 683.8    | 787.6    | 营业利润率          | 0.9%   | 2.6%   | 5.6%     | 6.6%    | 7.1%    |
| 减: 所得税       | -6.1    | 5.5     | 132.5    | 170.9    | 196.9    | 净利润率           | 1.5%   | 2.9%   | 4.2%     | 4.9%    | 5.3%    |
| 净利润          | 68.6    | 214.8   | 397.6    | 512.8    | 590.7    | EBITDA/营业收入    | 7.7%   | 9.1%   | 9.1%     | 9.8%    | 10.1%   |
| <b>资产负债表</b> |         |         |          |          |          | EBIT/营业收入      | 2.2%   | 4.1%   | 6.2%     | 7.1%    | 7.4%    |
| 货币资金         | 220.2   | 381.4   | 1,080.3  | 1,684.4  | 2,337.9  | <b>运营效率</b>    |        |        |          |         |         |
| 交易性金融资产      | -       | -       | -        | -        | -        | 固定资产周转天数       | 190    | 171    | 183      | 166     | 153     |
| 应收账款         | 77.2    | 149.3   | 311.5    | 341.0    | 366.4    | 流动营业资本周转天数     | -64    | -24    | -25      | -31     | -30     |
| 应收票据         | 223.3   | 138.5   | -        | -        | -        | 流动资产周转天数       | 112    | 67     | 69       | 89      | 106     |
| 预付帐款         | 236.0   | 109.3   | 117.1    | 125.6    | 134.8    | 应收帐款周转天数       | 10     | 5      | 6        | 9       | 10      |
| 存货           | 493.8   | 583.7   | 642.3    | 702.9    | 752.2    | 存货周转天数         | 32     | 26     | 23       | 23      | 24      |
| 其他流动资产       | 134.3   | 53.6    | 53.6     | 53.6     | 53.6     | 总资产周转天数        | 545    | 335    | 275      | 274     | 275     |
| 可供出售金融资产     | -       | -       | -        | -        | -        | 投资资本周转天数       | 341    | 223    | 167      | 141     | 127     |
| 持有至到期投资      | -       | -       | -        | -        | -        | <b>投资回报率</b>   |        |        |          |         |         |
| 长期股权投资       | -       | -       | -        | -        | -        | ROE            | 2.2%   | 7.0%   | 12.2%    | 13.9%   | 14.2%   |
| 投资性房地产       | -       | -       | -        | -        | -        | ROA            | 0.9%   | 3.1%   | 5.2%     | 6.3%    | 6.7%    |
| 固定资产         | 2,276.3 | 4,825.3 | 4,823.3  | 4,763.1  | 4,690.3  | ROIC           | 3.2%   | 7.0%   | 9.5%     | 13.3%   | 15.5%   |
| 在建工程         | 3,159.8 | 146.7   | 146.7    | 146.7    | 146.7    | <b>费用率</b>     |        |        |          |         |         |
| 无形资产         | 138.6   | 420.9   | 392.8    | 366.6    | 342.2    | 销售费用率          | 1.7%   | 1.3%   | 1.8%     | 1.5%    | 1.5%    |
| 其他非流动资产      | 85.6    | 64.5    | 7.4      | 7.4      | 7.4      | 管理费用率          | 4.7%   | 3.1%   | 4.0%     | 4.0%    | 4.0%    |
| 资产总额         | 7,045.0 | 6,873.4 | 7,575.0  | 8,191.4  | 8,831.4  | 财务费用率          | 1.4%   | 1.5%   | 0.6%     | 0.5%    | 0.4%    |
| 短期债务         | 609.9   | 277.2   | 10.0     | 10.0     | 10.0     | 三费/营业收入        | 7.8%   | 6.0%   | 6.4%     | 6.0%    | 5.9%    |
| 应付帐款         | 948.2   | 782.5   | 2,033.9  | 2,225.9  | 2,381.9  | <b>偿债能力</b>    |        |        |          |         |         |
| 应付票据         | 116.0   | 27.5    | 149.9    | 164.0    | 175.5    | 资产负债率          | 60.3%  | 56.2%  | 56.9%    | 55.1%   | 53.0%   |
| 其他流动负债       | 154.5   | 144.7   | 87.8     | 92.8     | 92.8     | 负债权益比          | 151.7% | 128.4% | 131.8%   | 122.7%  | 112.8%  |
| 长期借款         | 1,344.0 | 1,171.0 | 1,171.0  | 1,171.0  | 1,171.0  | 流动比率           | 0.56   | 0.61   | 0.79     | 0.97    | 1.16    |
| 其他非流动负债      | 418.5   | 357.5   | 357.5    | 357.5    | 357.5    | 速动比率           | 0.36   | 0.36   | 0.56     | 0.74    | 0.92    |
| 负债总额         | 4,246.2 | 3,863.8 | 4,306.9  | 4,513.1  | 4,680.6  | 利息保障倍数         | 1.63   | 2.71   | 9.83     | 14.67   | 20.38   |
| 少数股东权益       | 1.8     | -2.7    | -2.7     | -2.7     | -2.7     | <b>分红指标</b>    |        |        |          |         |         |
| 股本           | 660.9   | 660.9   | 660.9    | 660.9    | 660.9    | DPS(元)         | 0.05   | -      | 0.21     | 0.16    | 0.18    |
| 留存收益         | 2,136.1 | 2,351.4 | 2,609.8  | 3,020.1  | 3,492.6  | 分红比率           | 44.5%  | 0.0%   | 35.0%    | 20.0%   | 20.0%   |
| 股东权益         | 2,798.8 | 3,009.7 | 3,268.1  | 3,678.3  | 4,150.9  | 股息收益率          | 0.4%   | 0.0%   | 1.9%     | 1.4%    | 1.6%    |
| <b>现金流量表</b> |         |         |          |          |          | <b>业绩和估值指标</b> | 2009   | 2010   | 2011E    | 2012E   | 2013E   |
| 净利润          | 62.5    | 210.8   | 397.6    | 512.8    | 590.7    | EPS(元)         | 0.10   | 0.33   | 0.60     | 0.78    | 0.89    |
| 加: 折旧和摊销     | 261.5   | 403.4   | 276.3    | 287.1    | 298.0    | BVPS(元)        | 4.23   | 4.55   | 4.94     | 5.57    | 6.28    |
| 资产减值准备       | 6.4     | 28.0    | 48.8     | -0.6     | -0.7     | PE(X)          | 106.0  | 33.8   | 18.3     | 14.2    | 12.3    |
| 公允价值变动损失     | -       | -       | -        | -        | -        | PB(X)          | 2.6    | 2.4    | 2.2      | 2.0     | 1.8     |
| 财务费用         | 91.6    | 61.0    | 107.8    | 59.8     | 50.0     | P/FCF          | -36.9  | 45.5   | 147.3    | 11.4    | 10.2    |
| 投资收益         | 3.5     | -       | -        | -3.0     | -3.0     | P/S            | 1.6    | 1.0    | 0.8      | 0.7     | 0.7     |
| 少数股东损益       | -6.1    | -4.0    | -        | -        | -        | EV/EBITDA      | 26.2   | 13.0   | 9.4      | 7.4     | 6.2     |
| 营运资金的变动      | 4.6     | -23.7   | 1,288.3  | 112.5    | 83.6     | CAGR(%)        | 101.7% | 41.0%  | 42.9%    | -100.0% | -100.0% |
| 经营活动产生现金流量   | 183.1   | 717.2   | 2,070.6  | 958.8    | 1,009.2  | PEG            | 1.0    | 0.8    | 0.4      | -0.1    | -0.1    |
| 投资活动产生现金流量   | -760.3  | -316.3  | -300.0   | -197.0   | -197.0   | ROIC/WACC      | 0.3    | 0.8    | 1.0      | 1.4     | 1.7     |
| 融资活动产生现金流量   | 318.5   | -217.0  | -1,057.6 | -152.6   | -158.7   | REP            | 5.7    | 2.5    | 1.9      | 1.3     | 1.1     |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

刘军、谭志勇分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;  
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;  
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;  
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;  
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;  
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 朱贤            | 上海联系人                   | 黄方祥           | 上海联系人                   |
| 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  | 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  |
| 张勤            | 上海联系人                   | 梁涛            | 上海联系人                   |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn | 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn |
| 凌洁            | 上海联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| 马正南           | 北京联系人                   | 李昕            | 北京联系人                   |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     | 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    |
| 周蓉            | 北京联系人                   | 李国瑞           | 深圳联系人                   |
| 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |
| 胡珍            | 深圳联系人                   |               |                         |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   |               |                         |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034