



原油供应保障公司业绩

——沈阳化工（000698）调研简报

要点：

- 沈阳化工是蓝星集团旗下一家以石化、氯碱为主的企业。公司现有 13 万吨糊树脂、19 万吨烧碱，70 万吨常减压装置、30 多万吨成品油，40 万吨的 DCC 装置，17 万吨丙烯酸及酯，50 万吨 CPP 装置，产品包括 20 万吨乙烯、10 万吨丙烯以及石脑油、MTBE 等。
- 原料不足曾是制约公司发展的主要瓶颈。公司原有 48 万吨大庆原油配额，该配额无法满足 DCC 和 CPP 两套装置满负荷运转。公司采取外购部分燃料油的办法来进行补充。今年 4 月份，公司收到了商务部的批文，允许通过国营贸易企业进口 72 万吨原油满足公司生产需要。因此，公司每年一共有 120 万吨原油配额，可以满足 DCC 和 CPP 装置的满负荷运转需求。公司表示争取 6 月份进口原油能够到位，下半年争取能满负荷生产。
- 公司几种产品目前盈利状况均较好。PVC 糊树脂目前 13900 一吨，毛利率我们测算在 30%左右，公司 45%离子膜烧碱出厂价 1130 元、42%隔膜碱 950 元，我们测算原材料成本大概在 1600 左右，那么折百后烧碱的毛利也在 25%以上。这部分一直是公司盈利不很理想的部分。目前其他的石化产品多数表现也较好，只是成品油由于价格管制，略有亏损。
- 原油价格我们认为短期内会继续维持在较高位置震荡。由于中东地区局势，美元汇率等因素的不确定性，很难说国际原油会迅速回落，但是原油价格如果继续上涨，势必对经济复苏产生不良影响，产油国和消费国将采取适当措施控制油价继续上涨。所以我们认为原油价格短期内可能已经接近顶部区域。国内的成品油价格可能会进一步向上调整，沈阳化工成品油业务有改善的空间。其他化工产品价格原有价格支撑下也会比较平稳的运行。
- 我们假设公司下半年开始两套装置能满负荷生产，经过测算，公司 2011-2013 年业绩为 0.66、0.79、0.97 元，目前股价对应 16、13、11 倍市盈率，给予推荐的投资评级
- 风险提示：原油价格剧烈波动，公司产品价格下跌，原油不能按时到位风险。

报告日期：2011 年 5 月 5 日

分析师

王 刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

联系人

凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lxl@cgws.com

从业证书编号：S1070110040002

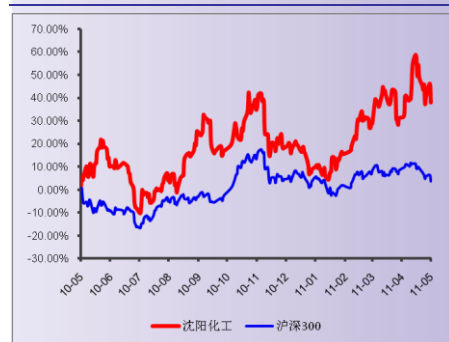
投资评级：推荐

当前股价：10.76 元

公司盈利预测（百万）

万元	11E	12E	13E
营业收入	782188	1038771	1286719
营业成本	656933	883239	1097811
营业利润	57957	69787	85022
利润总额	57957	69787	85022
所得税	14489	17447	21255
净利润	43468	52340	63766
EPS	0.658	0.792	0.965

股价表现图

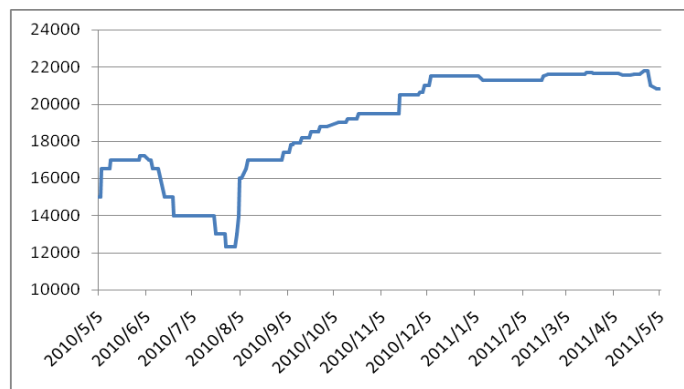


相关报告

独立声明

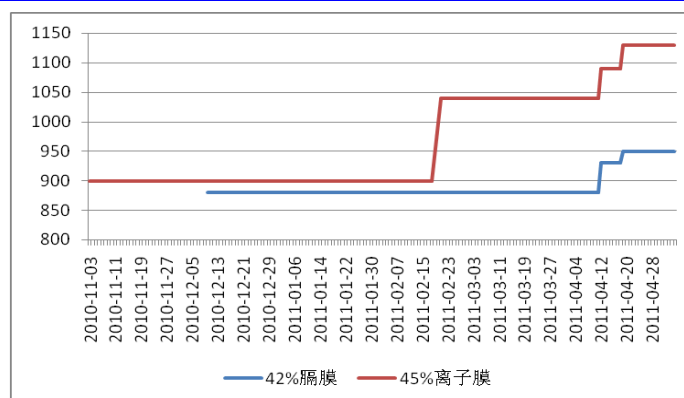
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1：近一年丙烯酸市场价格走势图



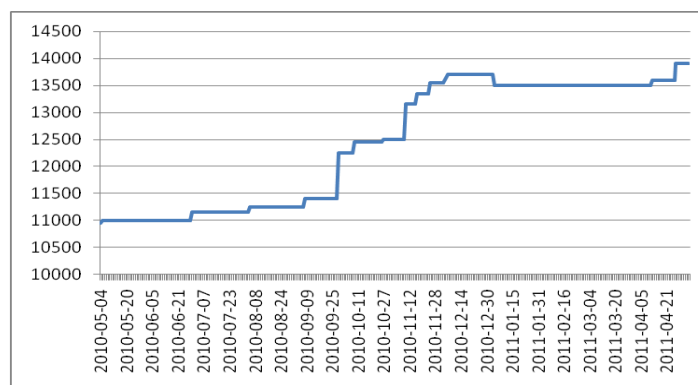
数据来源：化工在线、长城研究所

图 2：近一年沈阳化工液碱出厂价格走势图



数据来源：百川资讯、长城研究所

图 3：近一年沈阳化工糊树脂出厂价格走势图



数据来源：百川资讯、长城研究所

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	748408	782188	1038771	1286719	成长性				
营业成本	651702	656933	883239	1097811	营业收入增长	66.1%	4.5%	32.8%	23.9%
销售费用	10002	11733	15582	19301	营业成本增长	76.6%	0.8%	34.4%	24.3%
管理费用	23525	31288	41551	51469	营业利润增长	389.2%	202.4%	20.4%	21.8%
财务费用	11177	8634	7837	7382	利润总额增长	283.6%	168.0%	20.4%	21.8%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	213.2%	102.3%	20.4%	21.8%
营业利润	19164	57957	69787	85022	盈利能力				
营业外收支	2464	0	0	0	毛利率	12.9%	16.0%	15.0%	14.7%
利润总额	21628	57957	69787	85022	销售净利率	2.9%	5.6%	5.0%	5.0%
所得税	548	14489	17447	21255	ROE	7.1%	12.6%	13.2%	13.8%
少数股东损益	-403	0	0	0	ROIC	6.1%	9.6%	11.6%	12.8%
净利润	21484	43468	52340	63766	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
流动资产	141582	219697	355738	389800	管理费用/营业收入	3.1%	4.0%	4.0%	4.0%
货币资金	38141	109578	208198	206594	财务费用/营业收入	1.5%	1.1%	0.8%	0.6%
应收帐款	7757	7822	10388	12867	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	13850	15644	20775	25734	所得税/利润总额	2.5%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	58371	65693	88324	109781	应收帐款周转率	96.08	85.91	89.34	98.04
非流动资产	545761	534100	529023	633343	存货周转率	10.51	8.53	8.92	9.80
固定资产	497502	489003	487088	594569	流动资产周转率	4.14	2.72	2.79	3.47
资产总计	687343	753798	884761	1023143	总资产周转率	1.04	0.95	1.09	1.20
流动负债	233529	256516	335139	409755	偿债能力				
短期借款	27725	27725	27725	27725	资产负债率	56.2%	54.3%	55.2%	55.0%
应付款项	31430	48618	65366	81246	流动比率	0.61	0.86	1.06	0.95
非流动负债	152849	152849	152849	152849	速动比率	0.36	0.60	0.80	0.68
长期借款	117100	117100	117100	117100	每股指标（元）				
负债合计	386378	409365	487988	562604	EPS	0.325	0.658	0.792	0.965
股东权益	300965	344433	396773	460539	每股净资产	4.55	5.21	6.00	6.97
股本	66093	66093	66093	66093	每股经营现金流	1.09	1.53	2.08	2.33
留存收益	235143	278610	330951	394717	每股经营现金/EPS	3.3	2.3	2.6	2.4
少数股东权益	-270	-270	-270	-270	估值				
负债和权益总计	687343	753798	884761	1023143	PE	32.5	16.0	13.3	10.9
现金流量表（万元）					PEG	0.32	0.79	0.61	-
经营活动现金流	71718	101373	137729	154212	PB	2.3	2.0	1.8	1.5
其中营运资本减少	31441	16308	41203	38950	EV/EBITDA	11.95	8.11	7.21	6.10
投资活动现金流	-31626	-29936	-39109	-155816	EV/SALES	1.17	1.12	0.85	0.68
其中资本支出	-31957	-29936	-39109	-155816	EV/IC	1.65	1.72	1.78	1.49
融资活动现金流	-21696	0	0	0	ROIC/WACC	0.58	0.91	1.11	1.22
净现金总变化	18396	71436	98620	-1604	REP	2.85	1.88	1.60	1.22

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>