

## 方正证券研究所证券研究报告

分析师：张正华

执业证书编号：S1220511020004

TEL: 010-68584812

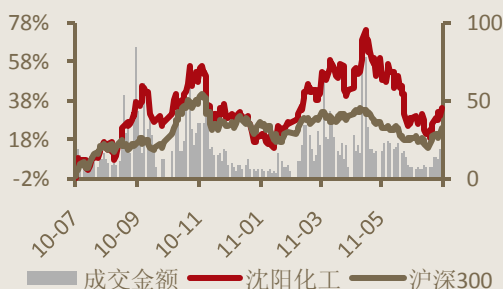
E-mail: zhangzh@foundersc.com

联系人：许忠海

TEL: 010-68584831

Email: xuzhonghai@foundersc.com

### 历史表现



### 盈利预测

| 单位:百万元  | 2010A   | 2011E   | 2012E    | 2013E    |
|---------|---------|---------|----------|----------|
| 主营收入    | 7484.08 | 9059.00 | 10105.00 | 10477.00 |
| (+/-)   | 66.10%  | 21.04%  | 11.55%   | 3.68%    |
| 净利润     | 214.84  | 421.19  | 528.51   | 632.70   |
| (+/-)   | 213.20% | 96.05%  | 25.48%   | 19.71%   |
| EPS (元) | 0.33    | 0.64    | 0.80     | 0.96     |
| P/E     | 29.38   | 14.99   | 11.94    | 9.98     |

数据来源：方正证券研究所

### 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 原料供应突破瓶颈，大沈化不是神话

## 沈阳化工(000698)

公司调研简报  
2011.07.05 增持

石油化工行业

### 投资要点

#### ※原料问题解决，值得期待

公司原来面临的主要问题是：DCC装置和新投产的CPP装置用的原料都是常减压渣油（原油一次加工后的产品），由于渣油供应不足，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。今年4月19日，公司公告称得到国家批复的72万吨原油配额，可以增加常减压装置增加原油加工量，解决了公司原料供应瓶颈，前5月DCC，CPP装置开工率达90%，公司总体负荷提高。下半年随着原油进口和新建蒸馏装置的顺利投产，公司的炼化和二次加工业务将进入佳境，值得期待。

#### ※丙烯酸及酯供需偏紧，公司丙烯链未来看好

2007年来没有大的新增产能，2010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。公司的丙烯年产量大约16万吨左右，公司自己生产丙烯酸、酯以及环丙外，其余大多外卖。随着原料问题的解决，公司的丙烯产能可以从现在的16万吨增加到20万吨。这给公司进一步发展丙烯及其下游衍生物成为可能。

#### ※CPP装置规模、技术优势明显

公司的CPP作为DCC的升级技术，属于世界首创，国际领先。目前公司CPP装置具有50万吨/年的产能；其中丙烯乙烯产率分别为20%、18%，对于解决我国现有炼化装置成品油过剩而化工原料不足的结构性矛盾有显著意义。此外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。

#### ※盈利预测

我们预测公司 11-13 年EPS 分别为0.64、0.80和0.96元，公司丙烯酸和糊树脂有一定安全边际，首次给与“增持”评级。

#### ※风险提示

油价大幅波动影响炼油盈利。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表     |         |         |          |          | 现金流量表     |         |          |         |         |
|-----------|---------|---------|----------|----------|-----------|---------|----------|---------|---------|
|           | 2010    | 2011E   | 2012E    | 2013E    |           | 2010    | 2011E    | 2012E   | 2013E   |
| 流动资产      | 1415.82 | 2301.29 | 1985.87  | 2252.40  | 经营活动现金流   | 587.67  | 1605.82  | 836.47  | 1790.05 |
| 现金        | 381.41  | 441.35  | 549.23   | 535.66   | 净利润       | 210.80  | 421.19   | 528.51  | 632.70  |
| 应收账款      | 77.57   | 192.22  | 78.09    | 172.54   | 折旧摊销      | 403.42  | 573.58   | 642.69  | 676.17  |
| 其它应收款     | 71.72   | 2.53    | 91.37    | 8.82     | 财务费用      | 111.77  | 135.75   | 147.18  | 155.35  |
| 预付账款      | 109.26  | 351.33  | 165.13   | 350.87   | 投资损失      | 0.00    | 1.16     | 1.54    | 0.90    |
| 存货        | 583.71  | 684.10  | 817.80   | 636.03   | 营运资金变动    | -141.21 | 473.77   | -482.24 | 324.23  |
| 其他        | 192.15  | 629.76  | 284.24   | 548.49   | 其它        | 2.89    | 0.37     | -1.21   | 0.68    |
| 非流动资产     | 5457.61 | 6198.23 | 6427.27  | 6128.51  | 投资活动现金流   | -203.62 | -1315.72 | -872.07 | -379.00 |
| 长期投资      | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 资本支出      | -138.78 | 724.23   | 270.19  | -322.01 |
| 固定资产      | 4825.92 | 5178.81 | 5222.90  | 4940.78  | 长期投资      | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 无形资产      | 421.02  | 492.01  | 541.25   | 540.99   | 其他        | -342.40 | -591.49  | -601.88 | -701.01 |
| 其他        | 210.66  | 527.40  | 663.12   | 646.74   | 筹资活动现金流   | -222.82 | -384.17  | -378.78 | -640.36 |
| 资产总计      | 6873.43 | 8499.51 | 8413.14  | 8380.91  | 短期借款      | -332.65 | 209.49   | -28.78  | -50.65  |
| 流动负债      | 2335.29 | 3613.99 | 3278.93  | 6601.74  | 长期借款      | -173.00 | -112.10  | -210.97 | -351.34 |
| 短期借款      | 277.25  | 581.57  | 1141.94  | 3861.08  | 其他        | 282.83  | -481.56  | -139.03 | -238.37 |
| 应付账款      | 286.80  | 509.74  | 363.66   | 463.79   | 现金净增加额    | 161.23  | -94.07   | -414.37 | 770.69  |
| 其他        | 1771.25 | 2522.68 | 1773.32  | 2276.87  |           |         |          |         |         |
| 非流动负债     | 1528.49 | 1397.24 | 1219.37  | 852.35   | 主要财务比率    | 2010    | 2011E    | 2012E   | 2013E   |
| 长期借款      | 1171.00 | 1058.90 | 847.93   | 496.59   | 成长能力      |         |          |         |         |
| 其他        | 357.49  | 338.34  | 371.45   | 355.76   | 营业收入      | 66.10%  | 21.04%   | 11.55%  | 3.68%   |
| 负债合计      | 3863.78 | 5011.23 | 4498.30  | 7454.09  | 营业利润      | 389.20% | 183.64%  | 26.24%  | 19.96%  |
| 少数股东权益    | -2.70   | -2.70   | -2.70    | -2.70    | 归属母公司净利润  | 213.20% | 96.05%   | 25.48%  | 19.71%  |
| 归属母公司股东权益 | 3012.36 | 3433.55 | 3923.53  | 4488.91  | 获利能力      |         |          |         |         |
| 负债和股东权益   | 6873.43 | 8442.08 | 8419.13  | 11940.29 | 毛利率       | 12.92%  | 17.50%   | 18.20%  | 19.30%  |
|           |         |         |          |          | 净利率       | 2.82%   | 4.65%    | 5.23%   | 6.04%   |
| 利润表       | 2010    | 2011E   | 2012E    | 2013E    | ROE       | 7.00%   | 12.28%   | 13.48%  | 14.10%  |
| 营业收入      | 7484.08 | 9059.00 | 10105.00 | 10477.00 | ROIC      | 3.90%   | 7.38%    | 5.89%   | 25.50%  |
| 营业成本      | 6517.02 | 7473.68 | 8265.89  | 8454.94  | 偿债能力      |         |          |         |         |
| 营业税金及附加   | 300.38  | 363.59  | 405.57   | 420.50   | 资产负债率     | 56.21%  | 58.96%   | 53.47%  | 88.94%  |
| 营业费用      | 100.02  | 137.70  | 151.58   | 154.01   | 净负债比率     | 67.77%  | 55.53%   | 57.85%  | 103.34% |
| 管理费用      | 235.25  | 375.95  | 419.36   | 434.80   | 流动比率      | 0.61    | 0.64     | 0.61    | 0.34    |
| 财务费用      | 111.77  | 135.75  | 147.18   | 155.35   | 速动比率      | 0.36    | 0.45     | 0.36    | 0.24    |
| 资产减值损失    | 28.00   | 27.60   | 27.65    | 33.26    | 营运能力      |         |          |         |         |
| 公允价值变动收益  | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 总资产周转率    | 1.08    | 1.18     | 1.19    | 1.25    |
| 投资净收益     | 0.00    | -1.16   | -1.54    | -0.90    | 应收帐款周转率   | 108.89  | 67.15    | 74.76   | 83.60   |
| 营业利润      | 191.64  | 543.58  | 686.24   | 823.24   | 应付帐款周转率   | 23.61   | 18.77    | 18.93   | 20.44   |
| 营业外收入     | 29.76   | 23.13   | 23.56    | 25.49    | 每股指标(元)   |         |          |         |         |
| 营业外支出     | 5.12    | 5.12    | 5.12     | 5.12     | 每股收益      | 0.33    | 0.64     | 0.80    | 0.96    |
| 利润总额      | 216.28  | 561.59  | 704.68   | 843.60   | 每股经营现金    | 0.89    | 2.43     | 1.27    | 2.71    |
| 所得税       | 5.48    | 140.40  | 176.17   | 210.90   | 每股净资产     | 4.55    | 5.19     | 5.93    | 6.79    |
| 净利润       | 210.80  | 421.19  | 528.51   | 632.70   | 估值比率      |         |          |         |         |
| 少数股东损益    | -4.03   | 0.00    | 0.00     | 0.00     | P/E       | 29.38   | 14.99    | 11.94   | 9.98    |
| 归属母公司净利润  | 214.84  | 421.19  | 528.51   | 632.70   | P/B       | 2.10    | 1.84     | 1.61    | 1.41    |
| EBITDA    | 619.70  | 1135.17 | 1347.38  | 1519.78  | EV/EBITDA | 13.43   | 7.14     | 8.01    | 2.48    |
| EPS（元）    | 0.33    | 0.64    | 0.80     | 0.96     |           |         |          |         |         |

数据来源：公司公告 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                             | 长沙                                |
|---------|--------------------------------|-----------------------------------|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037） | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015） |
| 电话：     | (8610) 68584820                | (86731) 85832351                  |
| 传真：     | (8610) 68584803                | (86731) 85832380                  |
| 网址：     | http://www.foundersc.com       | http://www.foundersc.com          |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com             | yjzx@foundersc.com                |