

无评级-无 (首次)

沈阳化工 000698.SZ

目标估值: - 元  
当前股价: 6.94 元  
2017年08月28日

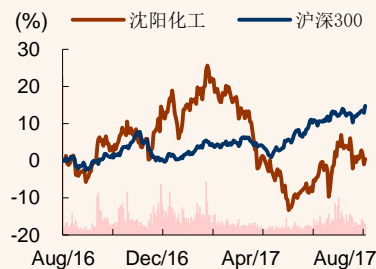
## 聚醚、丙烯酸及酯表现出色, 糊树脂盈利下滑

### 基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	81951
已上市流通股(万股)	43235
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	30
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	55.8%
主要股东	沈阳化工集团有限公司
主要股东持股比例	26.68%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-20	-0
相对表现	-4	-29	-15



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn  
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn  
S1090517070001

王亮

S1090517080005

研究助理

李舜

lishun2@cmschina.com.cn

### 事件:

公司发布 2017 年半年报, 报告期内实现营业收入 61.21 亿元, 同比增长 67.50%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.14 亿元, 同比下降 17.15%, 实现归属于上市公司股东的扣非后的净利润 7942 万元, 同比增长 69.44%, 实现 EPS 0.14 元; 其中 Q2 实现净利润 3157 万元, 同比下降 38.41%, 环比下降 61.83%。

### 评论:

#### 1、糊树脂盈利下滑和营业外收入减少导致公司业绩下滑

公司 2017H1 实现营业收入 61.21 亿元, 同比增长 67.50%, 分业务看, 2017H1 公司糊树脂营业收入达到 5.44 亿元, 同比增长了 308.64%, 这主要是公司糊树脂新厂 2016 年上半年才投产, 所以产销量还较低, 同时公司烧碱营业收入达到 2.17 亿元, 同比增长 316.41%; 丙烯酸及酯营业收入达到 5.18 亿元, 同比增长 119.49%, 主要是 2017H1 丙烯酸价差较好, 盈利好于去年同期, 公司产销量同比大幅提升, 同时价格也好于去年同期。

2017H1 公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.14 亿元, 同比下降 17.15%, 主要有两个方面的原因, 一是 2017H1 公司营业外收入下降, 2016H1 公司营业外收入达到 1.03 亿元, 2017H1 公司营业外收入仅 4044 万元, 同比下降 6900 万元, 这也使得虽然公司归属于上市公司股东的净利润下降, 但扣非后的净利润同比增长 69.44%; 二是公司糊树脂业务盈利下滑, 2017H1 公司糊树脂业务实现毛利为亏损 489 万元, 同比下降 2668 万元, 我们认为 2017H1 公司糊树脂盈利下滑主要还是原料电石的价格大幅走高, 导致公司糊树脂业务盈利下滑。

2017H1 公司期间费用率为 4.71%, 同比下降 3.34pct, 表明公司费用控制较好, 其中管理费用率下降最为明显, 从 4.33% 下降为 2.45%; 销售费用率下降 0.52pct, 财务费用率下降了 0.94pct。从期间费用的绝对值看, 同比变化不大。

#### 2、聚醚多元醇和丙烯酸及酯业务盈利大幅改善

2015 年公司通过发行股份的方式收购了山东蓝星东大 99.33% 的股权, 蓝星东大是我国聚醚多元醇领域的龙头企业, 拥有聚醚多元醇产能 25 万吨/年, 同时配套 9 万吨/年的环氧丙烷, 盈利较好。2017H1 公司聚醚多元醇实现营业收入 10.68 亿元, 同比增长 6.34%, 毛利率达到 16.69%, 同比提升 2.4pct, 盈利改善比较明显。2017H1 山东蓝星东大实现净利润 9244 万元, 同比增加了 3214 万元。2017H1 聚醚多元醇价格均价 12789 元/吨, 同比增长了 22.66%, 价差达到 957 元/吨, 同比 2016H1 的 820 元/吨, 提升了 137 元/吨。

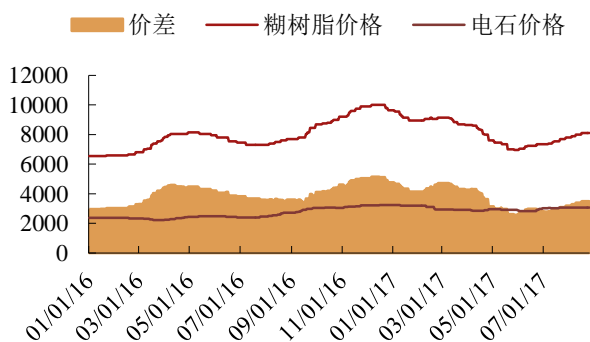
2017H1 丙烯酸及酯的价格同比大幅增长, 其中丙烯酸丁酯的均价达到 8746 元/吨, 同比增长 64.06%, 导致公司 2017H1 丙烯酸及酯的毛利率达到 6.53%, 同比提升 7.91pct。

表 1: 2017 年上半年公司主要产品价格情况

单位: 元/吨	聚醚多元醇	PO	烧碱	电石	糊树脂	丙烯酸丁酯
2016H1	10426	7935	775	2379	7371	5331
2016H2	12739	10258	835	2894	8535	7059
2017H1	12789	9892	1065	2988	8309	8746
H1 YOY	22.66%	24.66%	37.42%	25.60%	12.73%	64.06%

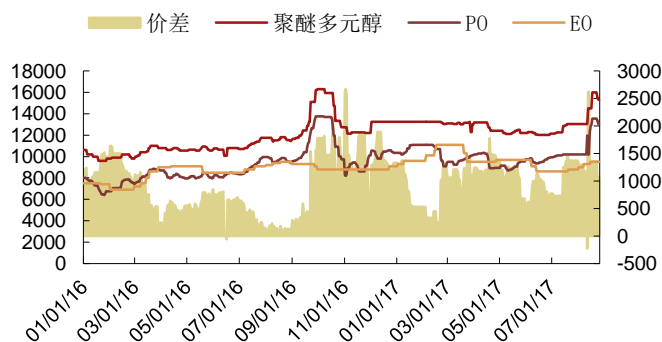
资料来源: Wind、招商证券

图 1: 糊树脂、电石及价差情况



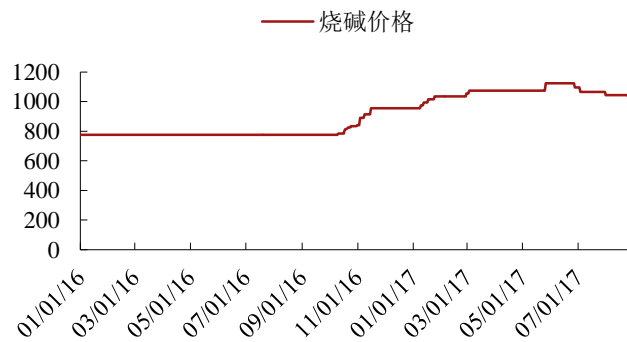
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 聚醚多元醇及价差情况



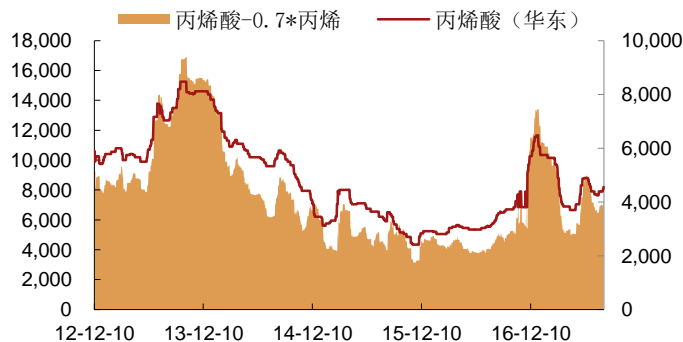
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 烧碱的价格情况



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 丙烯酸价格及价差情况



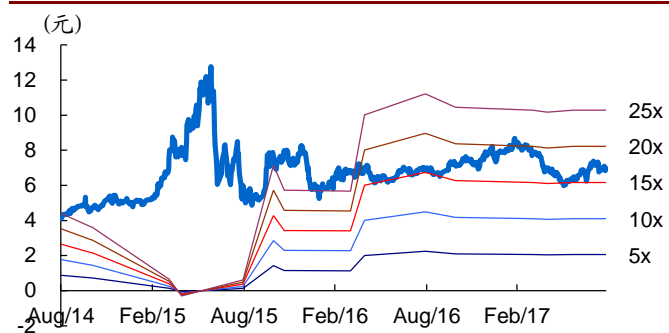
资料来源: Wind、招商证券

### 3、投资建议

预计公司 2017~2019 年净利润分别为 2.27、2.63、2.99 亿元, 对应 EPS 分别为 0.28、0.32、0.37 元, 当前股价 6.94 元, 对应 PE 分别为 25.0、21.6 和 19.0 倍, 首次覆盖, 暂不给予评级。

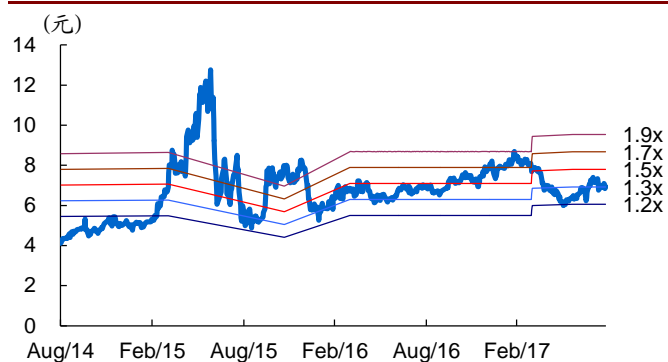
**风险提示:** 电石价格受环保影响居高不下, 国际油价大幅下滑

图 5: 沈阳化工历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 沈阳化工历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2718	3924	4152	4442	5005
现金	1192	1595	987	1054	1359
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	495	526	716	766	825
应收款项	33	21	15	16	17
其它应收款	79	246	335	358	386
存货	414	380	513	550	592
其他	505	1156	1586	1698	1827
<b>非流动资产</b>	6912	6673	6201	5780	5405
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4136	5396	5016	4677	4374
无形资产	866	795	715	644	579
其他	1910	483	470	460	452
<b>资产总计</b>	<b>9631</b>	<b>10598</b>	<b>10353</b>	<b>10222</b>	<b>10410</b>
<b>流动负债</b>	3825	4638	4576	4251	4220
短期借款	1740	1762	1981	1573	1444
应付账款	419	550	761	814	876
预收账款	114	308	425	455	490
其他	1552	2017	1409	1409	1410
<b>长期负债</b>	1933	1748	1748	1748	1748
长期借款	1662	997	997	997	997
其他	271	751	751	751	751
<b>负债合计</b>	<b>5758</b>	<b>6386</b>	<b>6324</b>	<b>6000</b>	<b>5968</b>
股本	820	820	820	820	820
资本公积金	1336	1336	1336	1336	1336
留存收益	1728	2069	1886	2081	2302
少数股东权益	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
归属于母公司所有者权益	3884	4224	4042	4237	4457
<b>负债及权益合计</b>	<b>9631</b>	<b>10598</b>	<b>10353</b>	<b>10222</b>	<b>10410</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	561	722	540	874	828
净利润	188	340	227	263	299
折旧摊销	507	566	673	622	576
财务费用	159	167	148	131	116
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(263)	(324)	(504)	(141)	(163)
其它	(31)	(29)	(5)	(0)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	(305)	(17)	(200)	(200)	(200)
资本支出	(573)	(514)	(200)	(200)	(200)
其他投资	268	497	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	335	(256)	(948)	(607)	(323)
借款变动	580	(176)	(390)	(408)	(129)
普通股增加	159	0	0	0	0
资本公积增加	(16)	0	0	0	0
股利分配	(330)	(410)	(410)	(68)	(79)
其他	(57)	331	(148)	(131)	(116)
<b>现金净增加额</b>	591	449	(608)	67	305

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	9664	8847	12031	12878	13860
营业成本	9029	7993	11044	11822	12723
营业税金及附加	106	160	218	233	251
营业费用	132	129	140	149	161
管理费用	362	337	295	316	340
财务费用	150	150	148	131	116
资产减值损失	50	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	(165)	41	186	227	269
营业外收入	463	344	80	80	80
营业外支出	104	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	194	383	264	305	348
所得税	8	44	37	43	49
<b>净利润</b>	186	339	227	262	298
少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>归属于母公司净利润</b>	188	340	227	263	299
<b>EPS (元)</b>	0.23	0.42	0.28	0.32	0.37

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>	-8%	-8%	36%	7%	8%
营业收入	-30%	-125%	352%	22%	19%
营业利润	900%	81%	-33%	16%	14%
净利润					
<b>获利能力</b>	6.6%	9.7%	8.2%	8.2%	8.2%
毛利率	1.9%	3.8%	1.9%	2.0%	2.2%
净利率	4.8%	8.1%	5.6%	6.2%	6.7%
ROE	-0.2%	2.2%	4.1%	4.5%	4.8%
ROIC					
<b>偿债能力</b>	59.8%	60.3%	61.1%	58.7%	57.3%
资产负债率	38.7%	31.8%	28.8%	25.1%	23.4%
净负债比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
流动比率	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率					
<b>营运能力</b>	1.0	0.8	1.2	1.3	1.3
资产周转率	19.2	20.1	24.7	22.2	22.3
存货周转率	325.0	324.2	671.1	842.6	844.8
应收帐款周转率	26.5	16.5	16.8	15.0	15.1
应付帐款周转率					
<b>每股资料 (元)</b>	0.23	0.42	0.28	0.32	0.37
每股收益	0.68	0.88	0.66	1.07	1.01
每股经营现金	4.74	5.15	4.93	5.17	5.44
每股净资产	0.50	0.50	0.08	0.10	0.11
每股股利					
<b>估值比率</b>	30.3	16.7	25.0	21.6	19.0
PE	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3
PB	25.1	15.6	10.9	11.3	11.5
EV/EBITDA	-8%	-8%	36%	7%	8%

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王强**，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

**石亮**，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

**王亮**，石化行业分析师，硕士、高工。清华大学、中科院6年能源化工实业经验，2年证券研究经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017年8月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

**李舜**，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。