

从化肥向化工转型的优质公司

——辽通化工（000059）调研报告

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ wanggang@cgws.com

要点:

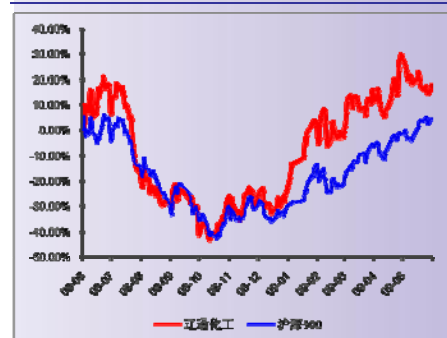
- 辽通化工大股东为辽宁华锦化工（集团）有限责任公司，持股51.14%。其实际控制人为中国兵器工业集团。06年，兵器集团重组了华锦集团60%的股权，并提出，要把辽通化工作为炼化平台，联系起集团的上下游业务。
- 从主业上看，辽通化工目前主营业务为化肥，并拥有三个尿素厂，分别位于辽宁盘锦、辽宁葫芦岛、新疆阿克苏。公司气头尿素具有一定成本优势，市场占有率较高，也使销售具有一定的保障。
- 辽通化工投资107亿元，建设了一条45万吨乙烯及400万吨炼油项目。炼油项目为乙烯项目提供原料，炼油需要的石油由兵器集团下属振华石油供应，炼油产出成品油也是由振华石油销售，乙烯等产品销售给摒弃集团下属企业等。目前该装置建设已经接近尾声，将于9月份试车投产。
- 我们认为辽通化工未来尿素业务将保持稳定发展的态势，在兵器集团的战略规划和支持下，石化业务将是公司的主要发展方向。
- 我们预测公司09、10年业绩分别为0.302、0.634元，对应30、14倍市盈率，短期内建议保持谨慎，但长期上是值得推荐的优质公司，综合来看，给予谨慎推荐投资评级。

投资评级：谨慎推荐

盈利预测

万元	08A	09E	10E
营业收入	366880	371500	1766976
营业成本	252840	266525	1556700
营业利润	46687	42610	89537
利润总额	45263	42610	89537
所得税	6779	6391	13431
净利润	38484	36218	76107
EPS	0.321	0.302	0.634

近日走势



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。



辽通化工目前主业为化肥

辽通化工大股东为辽宁华锦化工（集团）有限责任公司，持股 51.14%。其实际控制人为中国兵器工业集团。06 年，兵器集团重组了华锦集团 60%的股权，并提出要把辽通化工作为炼化平台，联系起集团的上下游业务。

从主业上看，辽通化工目前主营业务为化肥，并拥有三个尿素厂，分别位于辽宁盘锦、辽宁葫芦岛、新疆阿克苏。三个厂的基本情况如下表：

表 1：辽通化工 3 个化肥厂相关情况

	辽河化肥	锦天化	新疆化肥
产能（万吨）	48	52	50
08 产量（万吨）	48	59.2	57
08 销量（万吨）	47.5	57	53
单价（元/吨）	1703	1753	1626
供气来源	中石油	中海油	中石化
天然气消耗量（亿方）	2.1	4.2	4.9
吨耗（立方/吨）	438	705	886
供气价格（元/立方）	0.71	0.76	0.59

数据来源：公司年报，长城证券研究所

可以看到，公司的三个尿素厂都是天然气生产尿素。辽河化肥厂由于供气不足，因此每年还需要 35 万吨煤用于蒸汽和动力部分。

公司的气头尿素目前较具竞争力。

尿素的生产方法分为气头和煤头两种，在目前的天然气和煤炭的价格下，气头的生产成本要比煤头低。一般来讲，气头尿素吨耗 700 立方天然气和 150 度电，而煤头的吨耗为 0.87 吨煤和 400 度电。理论上，煤头尿素最佳用煤是中块无烟煤，但是无烟煤价格相当高，目前阳泉洗中块的价格为 1060 元，而电煤则在 550 元附近，因此一般的煤气化装置都是使用粉煤、烟煤等来生产尿素。

表 2：煤头、气头尿素比较

	煤头	气头
吨耗煤/气	0.87 吨	700 立方
吨耗电	450 度	150 度
煤/气单价	900/600 元/吨	0.8 元/方
电单价	0.5 元/度	0.5 元/度



原料成本	1008/747	635
------	----------	-----

数据来源：长城证券研究所

注：一般煤头尿素吨氨耗煤约 1.5 吨左右，每吨尿素耗氨约 0.58 吨。煤头尿素吨氨耗电由于装置不同从 300 度到 1100 度分布广泛，我们取了一个平均数。

公司的尿素销售也比较有保障。

东北是我国最重要的粮食生产基地，播种面积占全国约 12%，粮食产量占全国约 15%。同时，东北地区也是一个氮肥供给短缺的区域，辽宁、吉林、黑龙江的自给率分别为 91%、29%和 78%。因此，作为东北地区为数不多的大型尿素企业之一，辽通化工享有得天独厚的销售优势，公司的产品在辽宁的市场占有率超过 90%。

炼油乙烯新建项目即将投产

辽通化工投资 107 亿元，建设了一条 45 万吨乙烯及 400 万吨炼油项目。炼油项目为乙烯项目提供原料，炼油需要的石油由兵器集团下属振华石油供应，炼油产出成品油也是由振华石油销售，乙烯等产品销售给摒弃集团下属企业等。

表 3：乙烯及原料工程设计产能

400 万吨原料配套工程		45 万吨乙烯项目	
项目	年加工量	项目	年加工量
原料		原料	
乌拉尔原油	400.00	乙烯裂解料	130.00
产品		产品	
乙烯裂解料	176.74	聚合级乙烯	15.00
石脑油	95	高密度聚乙烯	29.11
加氢裂化尾油	81.74	聚丙烯	22.51
柴油*	182.07	氢气	2.03
重整生成油	42.53	丁二烯	5.65
石油焦	24.17	加氢碳九	3.69
商品液化气*	12.65	丁烯-1	1.51
硫*	4.49	MTBE	7.64
		苯乙烯	10.43
		甲苯	5.49
		二甲苯	3.82
		C6-C8 非芳烃	4.00
		裂解燃料油	5.76

数据来源：公司公告、长城证券研究所

目前该项目已经基本建设完成，预计 9 月份开始试生产。

兵器集团在上游拥有原油产能，下游拥有利用乙烯的生产企业，唯独缺少从石油



到乙烯的中间环节。辽通化工在兵器集团中，就起到了承上启下的重要作用，新建的炼油乙烯项目，也就成为了辽通化工从一个化肥企业变身为石化企业的关键。

乙烯是石化最基础的产品和原料，因此一个国家的乙烯产量是标志该国化工水平的指标之一。乙烯用量最大的是生产聚乙烯，约占乙烯耗量的 45%；乙烯不易储存运输，因此一般都会就近在乙烯装置附近建聚乙烯装置等生产后续产品。所以我国乙烯虽然表面上虽然似乎自给自足，需求量和产量大致相当，但我国仍大量进口聚乙烯等下游产品，实际上的乙烯当量自给率不到 50%。

2008 年全国乙烯产能 996.5 万吨、产量 1025.6 万吨，全年生产聚乙烯 689.47 万吨。进口乙烯单体 72.11 万吨，出口 1.63 万吨。进口聚乙烯（LLDPE、LDPE、HDPE 合计）449.68 万吨，出口 6.66 万吨。

目前国内有近 700 万吨的大型乙烯项目正在建设。

表 4：目前在建和已批准乙烯项目

项目	所属公司	产能设计
天津石化	中石化	100
镇海炼化	中石化	100
福建炼化	中石化	80
武汉石化	中石化	80
大庆石化	中石油	60
抚顺石化	中石油	80
独山子石化	中石油	100
四川彭州	中石油	80
沈阳石化	中国化工	20
辽通化工	兵器集团	45

数据来源：中国化工信息

公司未来发展还要看石化

就全国范围来看，尿素的产能处于过剩状态，主要原因是小型产能过多。同时由于供给化肥企业的天然气享受国家优惠，虽然保障了化肥企业的成本不会大幅提高，但却客观上造成了化肥企业用气困难。辽通化工作为一个大型的气头尿素企业，我们认为其尿素生产规模也也就都将保持一个稳定的状态。

前面我们提到了乙烯在化学工业中的重要性以及我国目前实质上供给不足的现状。再加上兵器集团从原料供给到产品销售提供的保障，我们认为，石化业务将成为公司未来的主要发展方向。

估值与投资建议



我们假设，辽河、锦西、新疆三个化肥厂的产销量稳定在 48、55、55 万吨。主要假设见下表：

表 6：盈利预测假设				
		2009	2010	2011
尿素产量	辽河	48	48	48
	锦西	55	55	55
	新疆	55	55	55
毛利率	辽河	30%	30%	30%
	锦西	39%	39%	39%
	新疆	39%	39%	39%
实现价格		1750	1850	1850

在石化产品方面，公司新建生产线 09 年竣工，9 月开始试车，我们假设 09 年无商品产出，10 年、11 年的开工率分别达到 70%和 90%。10 年的产销量和价格见下表：

表 7：盈利预测假设			
	10 年产销量 万吨	10 年均价 元/吨	毛利率
柴油	127.4	5500	8%
石脑油	32.7	4800	
液化气	8.9	3500	
硫	3.1	700	
乙烯	10.5	6000	3%
高密度聚乙烯	20.4	8000	
聚丙烯	15.8	8000	
丁二烯	4.0	4000	
苯乙烯	7.3	6000	
甲苯	3.8	5000	
二甲苯	2.7	5000	
燃料油	4.0	3000	
MTBE	5.3	6000	

毛利率分别假设炼油部分为 8%，化工部份 3%。

经过测算，得出 09、10 年辽通化工盈利预测如下：

表 8：盈利预测				
	2008	2009	2010	
主营业务收入	366880	371500	1766976	
营业利润	46687	42610	89537	
净利润	38484	36218	76107	
EPS	0.321	0.302	0.634	
PE	27.8	29.5	14.1	



考虑到宏观经济的逐渐回暖，以及原油价格的不断上涨，上述预测仍然是比较保守的预测。在公司新项目开工顺利的情况下，公司 2010 年业绩仍然有一定的提升空间。

如果我们能够按照 2010 年 20-25 倍估值的话，公司的股价区间将达到 12.68 元-15.85 元。

我们建议投资者密切关注该公司新项目投产情况，短期应保持一定的谨慎态度，但长期来看，辽通化工是值得推荐的优质股票，综合来看，我们给予谨慎推荐评级。

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E
营业收入	366880	371500	1766976	成长性			
营业成本	252840	266525	1556700	营业收入增长	9.4%	1.3%	375.6%
销售费用	2856	3715	17670	营业成本增长	7.3%	5.4%	484.1%
管理费用	45833	44580	53009	营业利润增长	40.3%	-8.7%	110.1%
财务费用	12605	13327	46525	利润总额增长	46.7%	-5.9%	110.1%
投资净收益	0	0	0	净利润增长	60.3%	-5.9%	110.1%
营业利润	46687	42610	89537	盈利能力			
营业外收支	-1424	0	0	毛利率	31.1%	28.3%	11.9%
利润总额	45263	42610	89537	销售净利率	10.5%	9.7%	4.3%
所得税	6779	6391	13431	ROE	6.4%	5.7%	10.7%
少数股东损益	0	0	0	ROIC	7.0%	5.0%	15.8%
净利润	38484	36218	76107	营运效率			
资产负债表（万元）				销售费用/营业收入	0.8%	1.0%	1.0%
流动资产	908493	981891	1474136	管理费用/营业收入	12.5%	12.0%	3.0%
货币资金	458731	931993	1192268	财务费用/营业收入	3.4%	3.6%	2.6%
应收帐款	246	372	1767	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	6686	5573	26505	所得税/利润总额	15.0%	15.0%	15.0%
存货	31377	33076	193186	应收帐款周转率	1188.75	347.44	871.39
非流动资产	767790	724761	684386	存货周转率	7.85	2.36	6.98
固定资产	705901	667083	630918	流动资产周转率	0.39	0.30	1.12
资产总计	1676283	1706652	2158522	总资产周转率	0.22	0.19	0.78
流动负债	284471	278622	654385	偿债能力			
短期借款	198500	198500	198500	资产负债率	64.1%	62.6%	66.9%
应付款项	33068	34858	203596	流动比率	3.19	3.52	2.25
非流动负债	789679	789679	789679	速动比率	3.08	3.41	1.96
长期借款	777086	777086	777086	每股指标（元）			
负债合计	1074150	1068301	1444064	EPS	0.321	0.302	0.634
股东权益	602133	638351	714458	每股净资产	5.02	5.32	5.95
股本	120051	120051	120051	每股经营现金流	0.68	4.06	2.32
留存收益	482082	518301	594407	每股经营现金/EPS	2.1	13.5	3.7
少数股东权益	0	0	0	估值	2008A	2009E	2010E
负债和权益总计	1676283	1706652	2158522	PE	27.8	29.5	14.0
现金流量表（万元）				PEG	0.80	0.48	0.58
经营活动现金流	81878	487937	278850	PB	1.8	1.7	1.5
其中营运资本减少	-395378	394015	143793	EV/EBITDA	22.11	18.10	10.55
投资活动现金流	-479247	-14675	-18575	EV/SALES	5.61	5.54	1.16
其中资本支出	-454678	-14675	-18575	EV/IC	1.75	2.78	2.85
融资活动现金流	391956	0	0	ROIC/WACC	0.85	0.60	1.92
净现金总变化	-5413	473262	260275	REP	2.07	4.63	1.49

研究员介绍及承诺:

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。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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		