

氮肥

芮定坤

0755-82026830

ruidingkun@cjis.cn

辽通化工

000059

强烈推荐

9 月投产在即，化工好转超预期上调业绩预测

6-12 个月目标价： 15.50 元

当前股价： 11.60 元

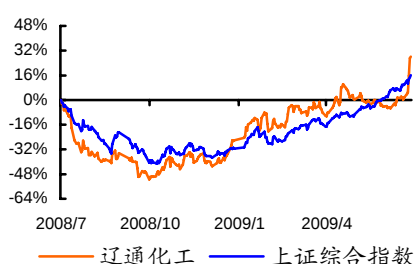
评级调整： 上调

基本资料

上证综合指数	3435.21
总股本(百万)	1201
流通股本(百万)	986
流通市值(亿)	114
EPS (TTM)	0.29
每股净资产(元)	5.02
资产负债率	64.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
辽通化工	36.15	45.00	76.56
上证综合指数	17.31	42.82	72.57



相关报告

《辽通化工-炼油项目进度良好，业绩在安全边际上具有弹性》2009-3-10

《辽通化工-兵器集团石化平台，2010 年业绩增长 1.5 倍》2009-2-27

投资要点：

- 主业中的尿素基本面没有变化，09 年 9 月 400 万吨炼油化工项目投产。
- 炼油盈利更确定。炼油的主要产品是 180 万吨柴油，发改委预期严格执行成品油新机制，市场对炼油板块的估值水平会有一个修复，不考虑财务费用，炼油板块对 EPS 的贡献在 0.2 元/股左右。
- 化工的盈利好转好于预期。6 月以来，石脑油和乙烯、丙烯以及 HDPE 价差，都恢复到 07 年左右的水平，上涨比较明显。我们调整了对化工产品价格的假设，上调化工板块的业绩预期到 0.2-0.3 元/股。
- 如果通过收购，集团的盘锦乙烯资产进入上市公司，化工板块的深加工能力增加，增加 20 万吨左右的聚乙烯生产能力，我们会考虑进一步调整 EPS 预测。
- 辽通化工的每股原油加工量和每股乙烯生产能力比中石化大，因此如果炼油和化工盈利好转，业绩弹性比中石化大，目前 PB 较低，兼具股价安全性和未来业绩弹性。9 月项目投产和乙烯链产品的盈利预期好转可能成为近期股价刺激因素。
- 预测公司 09 年中报业绩在 0.18 左右。09、10 年 EPS 为 0.3、0.73，给予强烈推荐的投资评级，6 到 12 个月目标价为 15.5 元。

风险分析：

- 天然气涨价，可能会影响尿素板块的业绩。
- 炼油化工项目还未正式投产，存在工艺技术风险。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3669	3990	19112	20134
同比(%)	9.45%	8.7%	379%	5.3%
归属母公司净利润(百万元)	385	360	876	1032
同比(%)	60%	-6%	143%	18%
毛利率(%)	30.8%	34%	19%	20%
ROE(%)	6.39%	5.3%	12%	14%
每股收益(元)	0.32	0.3	0.73	0.86
P/E	24.36	39	16	14
P/B	1.5	2.3	2	1.7
EV/EBITDA	7	8	7	6

资料来源：中投证券研究所

一、第 1 个变化：炼油盈利风险减小

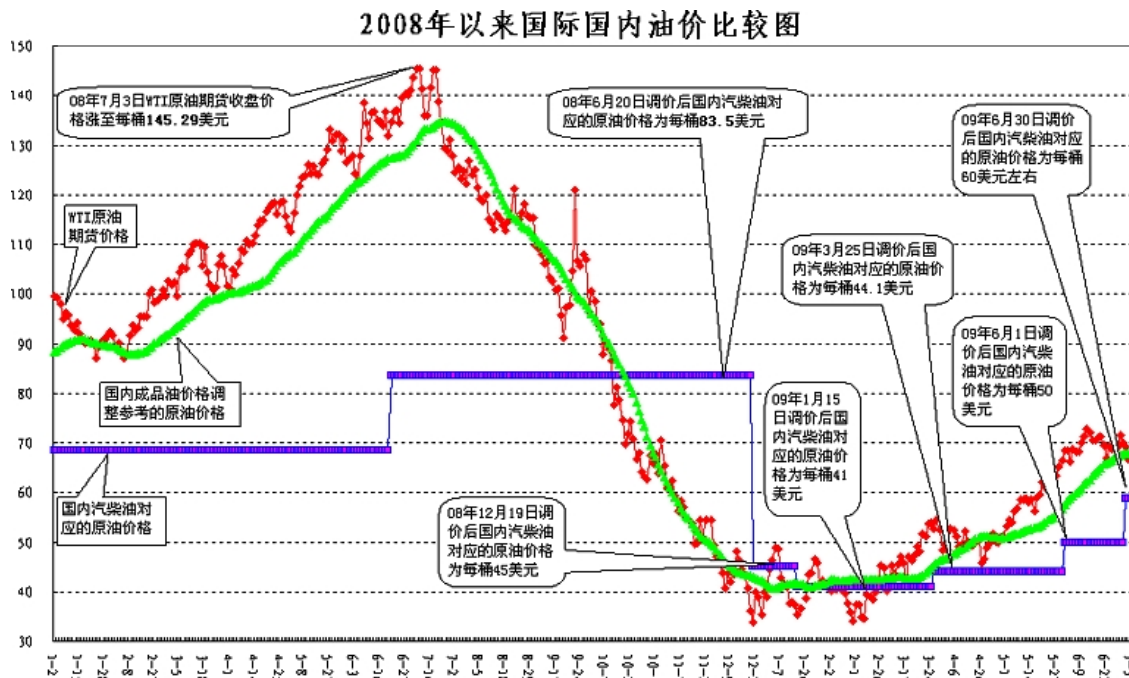
之前的主业是 150 万吨气头尿素，对 EPS 贡献在 0.3 左右，没有变化，我们主要讨论 9 月预计投产的炼化项目，我们分为炼油部分和化工部分讨论。

炼油的主要产品中为 180 万吨左右的柴油，这部分的盈利之前我们预计的较为保守，按每桶盈利 2 美元计算，主要原因是：柴油的盈利水平比汽油差，500 万吨炼油的规模效应比中石化中石油差，现金操作成本更高。

另外一方面，我们对于 10 年成品油定价机制仍然不能完全确定，炼油的盈利实际上存在政策性风险。

但是，从目前来看，我们认为：炼油在 10 年盈利确定性大，从国家 3 次上调成品油的时间和幅度来看，虽然调整不到位，但基本上时点比较及时。而且发改委第一次在网站上公开了汽柴油调整的标准，也显示了其执行新机制的决心。市场对炼油板块的估值水平会有一个修复。

图 1 发改委公布的数据显示：成品油定价按照国际油价 22 日均线 进行调整 单位：美元/桶



资料来源：发改委网站、中投证券研究所

这里面可以以沈阳化工为例，沈阳化工半年报预告扭亏，其中主要的盈利来自其汽柴油。

因此我们认为：辽通 10 年炼油部分柴油和石脑油的盈利确定性增大，单独核算，对 EPS 的贡献在 0.23-0.3 左右。（不考虑财务费用）

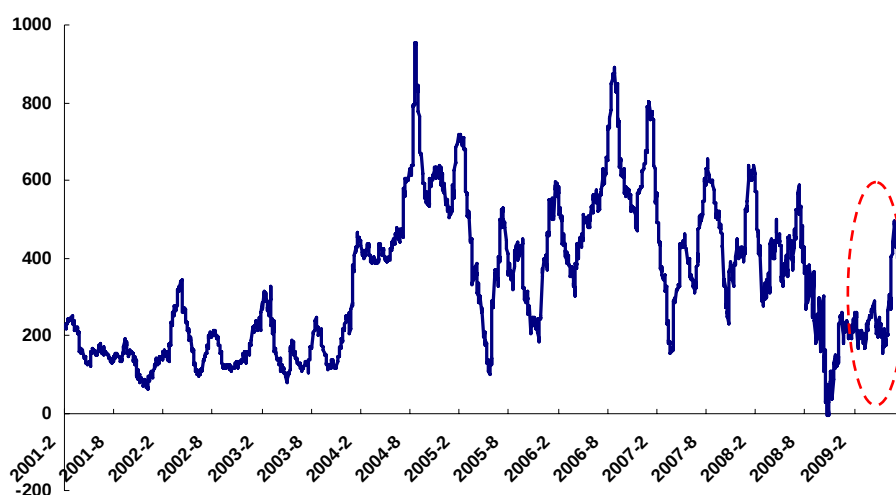
二、第 2 个变化：化工板块转好超预期

炼化项目的化工板块部分，也就是从石脑油加工生产乙烯、聚乙烯聚丙烯等下游产品的部分，**2 个原因我们上调了盈利预测。**

第 1 个是化工的利润率好转，之前我们预计这部分盈利对 EPS 的贡献只有 0.1 左右，主要是根据当时的乙烯和衍生品价格，但目前来看，化工板块的好转超出我们的预期。

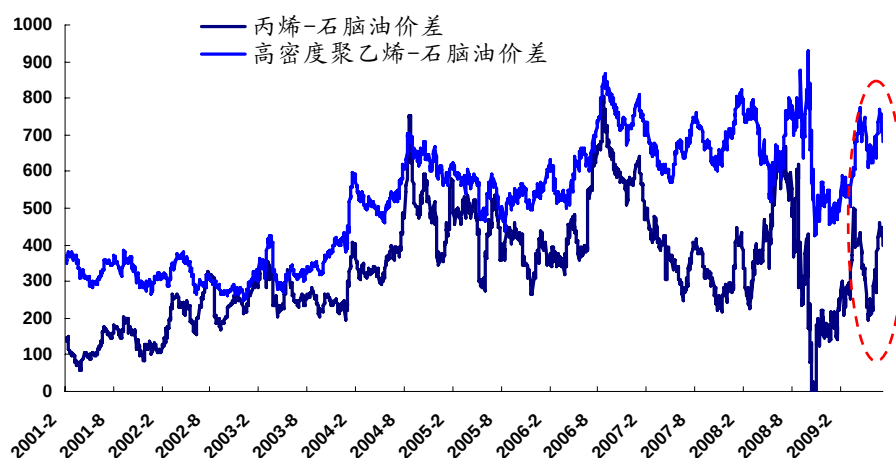
石脑油-乙烯价差，以及石脑油-丙烯价差，石脑油-HDPE 价差，都恢复到 07 年左右的水平，6 月以来，上涨比较明显。

图 2 石脑油-乙烯价差 单位：美元/吨



资料来源：中投证券研究所

图 3 石脑油-丙烯、石脑油-HDPE 价差 单位：美元/吨



资料来源：中投证券研究所

我们当时的预期是在化工板块最差的时候，以乙烯价格按 4200 元/吨左右计算，但目前乙烯价格已经约 7000 元，2010 年油价上涨后，成本推动乙烯价格会更高。

第 2 个是未来化工板块深加工的量可能增加。根据最近调研的情况，我们预计集团内部的“**盘锦乙烯**”有可能**破产成功**，未来如果上市公司收购，可以增加化工板块深加工能力，扩大聚乙烯产量。

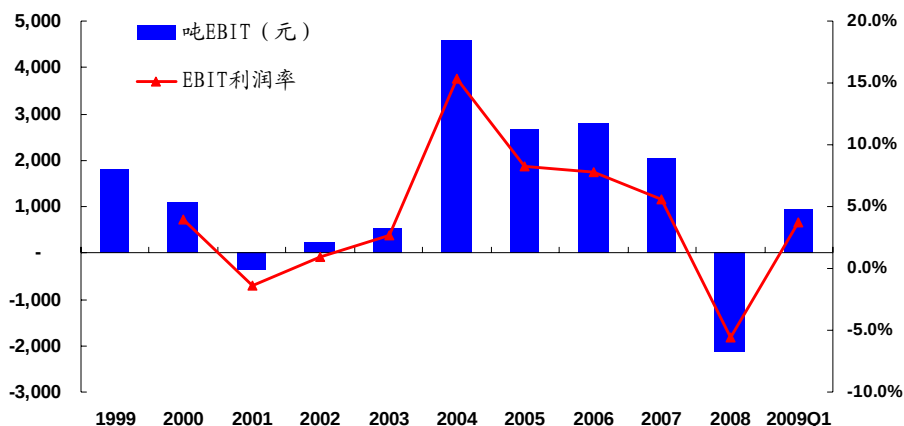
盘锦乙烯的问题是由于扩张过快，负债率过高而导致亏损，其生产装置等没有问题。前期盘锦乙烯的破产有一定困难在于负债剥离，目前来看，集团方面有一定进展，如果盘锦乙烯顺利破产，未来上市公司可以将其收购到公司内部，这对上市公司的意义在于：如果盘锦乙烯 20 万吨乙烯生产聚乙烯的能力全部进入上市公司，则辽通化工的石脑油可以全部自己消化，不生产乙烯，全部转化为聚乙烯。

在化工板块，深加工越长，盈利越好，因此，化工板块的盈利也会增加。

最后我们以中石化的化工板块为例，计算辽通化工化工板块的盈利。

图 4 中石化化工板块每吨乙烯加工的利润

单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

对应每吨乙烯加工量中石化化工板块的盈利 10 年预计在 1500 左右，即使考虑辽通的深加工能力差，假设辽通每吨乙烯的盈利在 600 元左右，化工板块对 EPS 的贡献在 0.2 左右，**而且这部分的弹性较大**，如果开工率高，可以达到 1000 元/吨的盈利，则对 EPS 的贡献可以达到 0.33。

按目前的石化产品价格和价差计算，**上调我们对化工板块对 EPS 的贡献到 0.2 左右。**

近期石脑油-乙烯价差大幅增加，增加了市场对辽通化工盈利的预期，我们认为：短期看，价差增大主要是由于中东炼化装置事故停车造成的，不具有可持续性，提示一下长期投资价值上的风险，但由于 9-10 月都是检修高峰，因此可能这样的价差趋势会持续一段时间，市场对此的预期可能持续，带来一定的阶段性机会。

综合 2 个基本面的变化，我们上调辽通化工 10 年的业绩预测从 0.63 到 0.73,如果收购盘锦乙烯，聚乙烯产能增加，我们再考虑进一步调整 EPS，预计 EPS 在好的情况下（开工顺利），可以达到 0.8。

三、低 PB 和高弹性

如果看好炼油盈利和化工板块盈利恢复，辽通化工的弹性比中石化大。以下表为例，每股对应的原油加工量和乙烯生产能力，辽通化工是大于中石化的。

表 1 辽通化工和中石化每股 炼油化工能力比较

		辽通	中石化
原油加工能力	桶/千股	25	14.3
乙烯	千克/千股	375	72.5

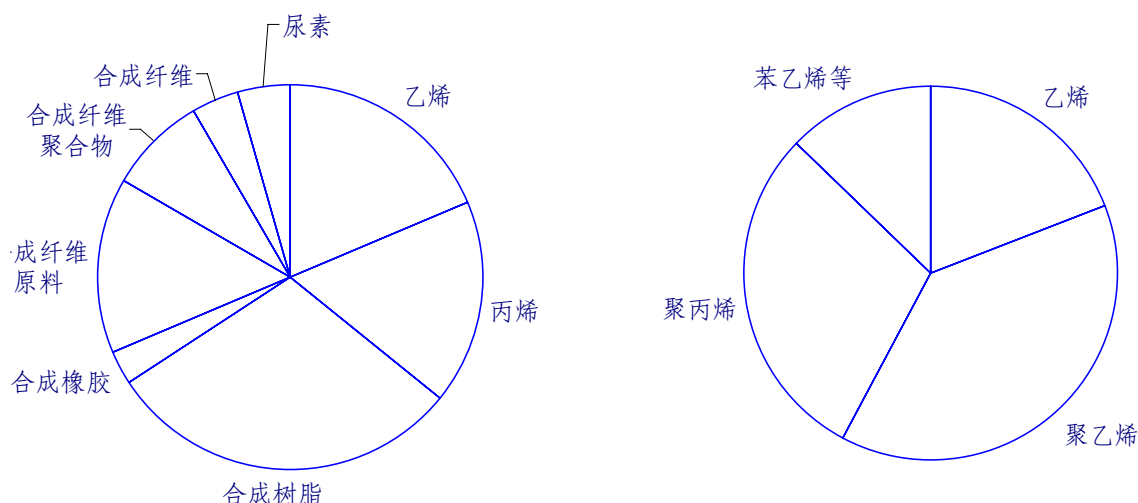
资料来源：中投证券研究所

另一方面，国家提倡的炼油项目普遍规模在 1000 万吨以上，新建项目原则上要符合这个标准，石化振兴方案里也明确了。

因此，辽通化工的炼油化工项目未来长期来看，还有扩大产能和规模的可能。

从下游来看，辽通化工和中石化化工板块的产品以及产品的比例有相似的地方。因此在投资逻辑上，和中石化有一定相似的地方。

图 5 中石化化工板块构成（左）和辽通化工化工板块组成（右）有类似的地方



资料来源：中投证券研究所

四、投资建议：推荐

我们预测公司 09、10 年 EPS 为 0.3、0.73，给予公司强烈推荐的投资评级，目标价格为 15.5 元。

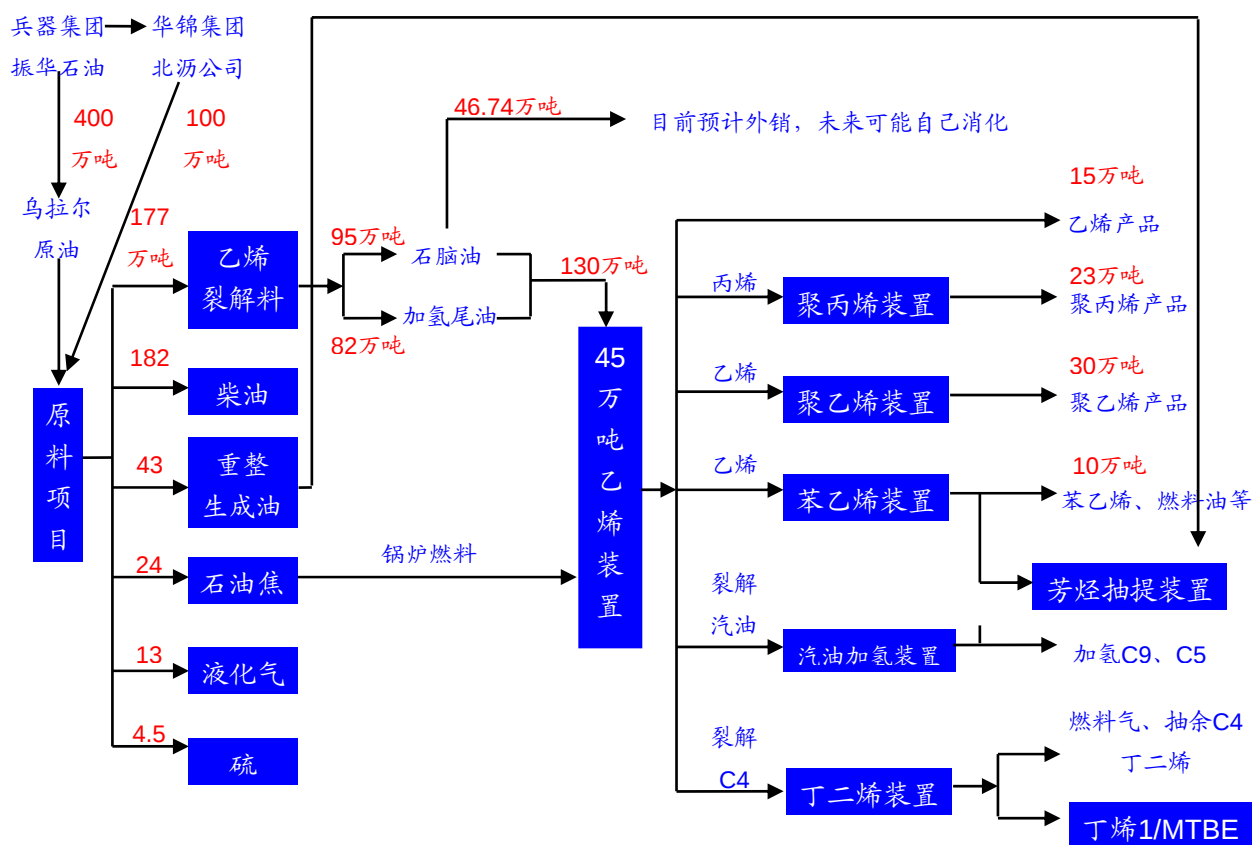
预计 09 年中报业绩在 0.18 左右。

风险提示：

- 1、天然气涨价，可能会影响尿素板块的业绩
- 2、炼油化工项目还未正式投产，存在工艺技术风险
- 3、炼化项目的投产增加了员工人数，公司管理费用可能会增加

五、附录

图 6 辽通化工炼油化工项目工艺产品图



资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黔轮胎 A、黑猫股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434