



陈志斌

021-53519888-1971

chenzhibin@sigchina.com

处在尿素企业向石化企业转型关键期

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	11.10
12mth A 股价格区间 (元)	4.26/12.94
总股本 (百万股)	1200.51
无限售 A 股/总股本	82.15%
流通市值 (百万元)	10947.03
每股净资产 (元)	5.20
PBR (X)	2.13
DPS (09H1, 元)	不分配、不转增

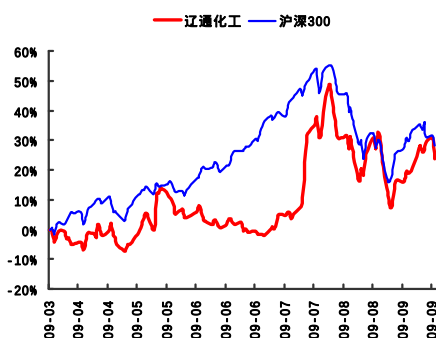
主要股东 (09H1)

华锦化工	51.04%
江南涤化	3.58%
纳爱斯	3.56%

收入结构 (09H1)

尿素	91.50%
其它	8.5%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：CZB09 - CT06

相关报告：

■ 主要观点：

尿素业务支撑公司业绩

辽通化工今年上半年共生产合成氨 44.5 万吨、尿素 77 万吨、甲醇 2200 吨、ABS2100 吨，实现营收 15.30 亿元，同比下降 23.72%；实现营业利润 2.42 亿元，同比下降 10.71%；净利润 2.15 亿元（每股收益 0.18 元），同比下降 8.12%。公司尿素的营收、利润占公司比重较 08 年均有大幅提高，占比分别为 92% 和 97%，说明尿素是公司主要产品及利润来源。由于公司控股子公司新疆阿克苏气头尿素具有天然气价格低廉的成本优势，导致公司上半年尿素毛利率达到 40% 左右，毛利率水平在行业内处于领先地位。

炼油、乙烯项目进入倒计时

公司 400 万吨炼油、45 万吨乙烯项目现在处于倒计时阶段。据了解，两个项目的主体装置已进入最后试车阶段（9 月底试车），污水处理、供电、试压等准备工作前期已完成。从目前公司安排看，公司在原油供给上有两个来源。1、国家发改委每年下拨给华锦集团的原油指标将会直接用在公司的项目上。2、公司控股公司兵总安排乌拉尔原油进口，通过引进海外油保障原油供给。在乙烯项目中，未来产能的 1/3 将供应给兵总，其余 2/3 市场销售。从表观消费量来看，近年我国乙烯自给率都在 93.55% 以上，但从当量消费来看，近年我国乙烯自给率仅为 38%~44.4%，还存在很大的缺口。因此，我们对公司乙烯未来盈利能力较为乐观。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持“跑赢大市”；

公司正处在从传统尿素生产公司向石化企业的转型关键时期，公司未来业绩增长具有确定性。预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.28 元和 0.60 元；对应的动态市盈率为 39.64 倍和 18.5 倍。维持“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008	2009E	2010E
营业收入	3352.14	3668.8	3,245.50	17,845.32
年增长率 (%)	33.28%	9.45%	-11.54%	449.85%
归属于母公司的净利润	240.1	384.84	336.14	720.31
年增长率 (%)	139.17%	60.28%	-12.65%	114.29%
每股收益 (元)	0.2	0.32	0.28	0.6
PER (X)	55.5	34.69	39.64	18.5

注：有关指标按最新总股本为 1200.51 百万股计算

我们于 9 月 9 日对辽通化工进行了实地调研,对公司目前经营状况及 500 万吨炼油项目进行了深入了解。

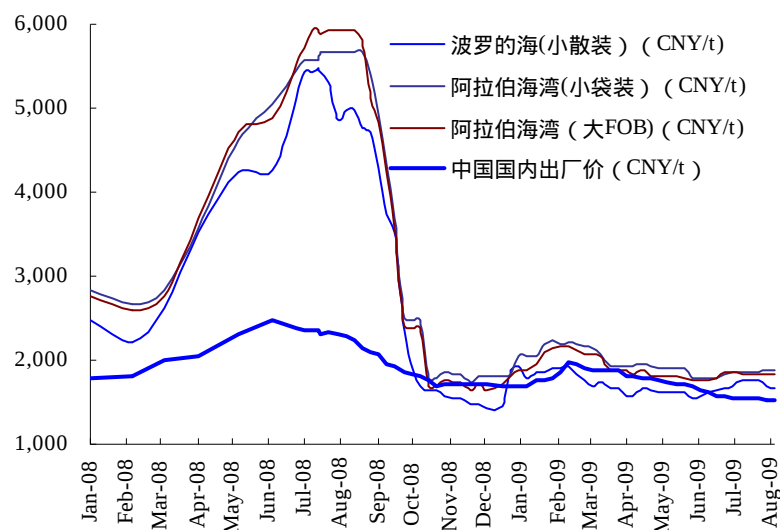
一、尿素业务支撑公司业绩

辽通化工今年上半年共生产合成氨 44.5 万吨、尿素 77 万吨、甲醇 2200 吨、ABS2100 吨,实现营收 15.30 亿元,同比下降 23.72%;实现营业利润 2.42 亿元,同比下降 10.71%;净利润 2.15 亿元(每股收益 0.18 元),同比下降 8.12%。

值得关注的是,公司尿素的营收、利润占公司比重较 08 年均大幅提高,占比分别为 92%和 97%,说明尿素是公司主要产品及利润来源。由于公司控股子公司新疆阿克苏气头尿素具有天然气价格低廉的成本优势,导致公司上半年尿素毛利率达到 40%左右,毛利率水平在行业内处于领先地位。

据了解,公司在辽宁等北方地区化肥销售具有地域优势,由于尿素产品具有销售半径等特点,公司在未来的销售仍具有较强竞争力。而且销售价格要稍高于目前市场主流 1500 元/吨水平。我们对公司尿素业务盈利能力保持乐观预期。

图 1 国际国内尿素价格走势(元/吨)



资料来源:中国资讯网,上海证券研究所

二、炼油、乙烯项目进入倒计时

公司 400 万吨炼油、45 万吨乙烯项目现在处于倒计时阶段。据

了解，两个项目的主体装置已进入最后试车阶段（9 月底试车），污水处理、供电、试压等准备工作前期已完成。

如果设备装置试车成功，未来原油供给的及时、充沛与否将是非常关键的问题，将直接影响到新设备的运营绩效，对公司经营业绩有重大影响。从目前公司安排看，公司在原油供给上有两个来源。1、国家发改委每年下拨给华锦集团的原油指标将会直接用在公司的项目上。2、公司控股公司兵总安排乌拉尔原油进口，通过引进海外油保障原油供给。同时，公司还将扩建营口港基地的储油能力至 60 万吨的容量。公司所在地现有储油能力为 15 万吨。因此，我们对项目未来原油供给较有信心。

按照规划设计，公司将主要生产轻质油，如柴油、石脑油，以及部分煤油，不以成品油为主。

在乙烯项目中，未来产能的 1/3 将供应给兵总，其余 2/3 市场销售。国内目前乙烯消费现状是：从表观消费量来看，近年我国乙烯自给率都在 93.55%以上，但从当量消费来看，近年我国乙烯自给率仅为 38%~44.4%，还存在很大的缺口。因此，我们对公司乙烯未来盈利能力较为乐观。

表 1 近年我国乙烯当量消费及预测（单位：万吨，%）

年份	产量	当量消费	自给率
2000	470	1064	44.2
2001	481	1084	44.4
2002	541	1422	38
2003	612	1613	37.9
2004	627.5	1810	34.6
2005	770.2	1842	41.8
2006	941.2	1986	47.4
2007	1047.7	2141	48.9
2008	1025.6	2431	42.2
2010	1630.5	2684.2	60.7
2015	2119	3688.8	57.4
2020	2785	4936.4	56.4

资料来源：石油化工分析，上海证券研究所

表 2 我国乙烯供需预测（单位：万吨）

项目	2008 年	2010 年	2015 年
能力	998.5	1630	2119
当量需求量	2431	2684.2	3688.8
缺口	1479.5	1054.2	1569.8

资料来源：石油化工分析，上海证券研究所

三、投资建议

尿素业务在下半年仍然会是公司的主要盈利来源，而原油炼制、乙烯项目会是公司明年主要盈利增长点。公司正处在从传统尿素生产公司向石化企业的转型关键时期，公司未来业绩增长具有确定性。预计公司 09，10 年 EPS 分别为 0.28 元和 0.60 元；对应的动态市盈率为 39.64 倍和 18.5 倍。未来成长前景看好，维持“跑赢大市”评级。

四、风险因素

1、公司气头尿素原材料天然气价格上涨趋势明显，未来生产成本或会增加。

五、附表

附表 1 辽通化工损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008	2009 E	2010 E
营业总收入	3668.8	3,245.50	17,845.32
营业总成本	3201.93	2,850.04	16,997.90
营业税金及附加	6.77	7.5	15.9
营业费用	28.56	31.5	107.35
管理费用	458.33	500	674.3
财务费用	126.05	195.7	380.75
投资收益	-	-	-
营业外收入	21.83	-	-
营业外支出	1.04	-	-
利润总额	452.63	395.46	847.42
所得税费用	67.79	59.32	127.11
净利润	384.84	336.14	720.31
归属于母公司所有者的净利润	384.84	336.14	720.31
少数股东权益	0	0	0
每股收益（元）	0.32	0.28	0.6

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 1200.51 百万股摊薄计

分析师承诺

分析师 陈志斌

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。