

氮肥

芮定坤

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

辽通化工

000059

推荐

大修影响 3 季度业绩，未来投资机会要看 2 个问题

投资要点：

- 辽通化工公布 3 季报每股收益 0.0178，基本符合预期，业绩较差的原因：第 1、化肥价格较低，3 季度在 1500-1600 元/吨之间，第 2、公司 2 年 1 次的大修在 3 季度停产 1 个月，实际生产 2 个月，这样产量下降，另外管理费用增加（新会计准则下大修费用在管理费用中体现）。
- 目前股价更多的反应的是对 10 年业绩的预期和估值，取决于 2 点：第 1 是天然气涨价对尿素业绩的影响，第 2 是新的炼油项目的 EPS。
- **第 1 个问题天然气涨价：**假设化肥用气每方涨 0.4 元，辽通化工每年用气约 8.1 亿方（注意这里面辽河化肥厂动力部分用煤代替气，实际吨耗只有 440 方/吨，年耗气 2.1 亿方），假设化肥价格在天然气涨价后没有上涨转移成本，天然气涨价影响 10 年 EPS0.21。
- 如果天然气价格涨幅小于 0.4 元/方，或者实行新气新价老气老价，对辽通 10 年业绩的影响小于 0.21，也就是说这是向下的最大影响。
- **第 2 个问题炼油新项目的盈利：**目前新项目仍然处于单车试车，联动试车没有完成，但已经产出部分合格产品（主要产品石脑油），我们认为炼油的盈利还需观察，1 是观察开工顺利稳定，2 是未来下游产品价格走势，我们认为中东化工产品对国内的价格压力在 11 年集中体现的可能性大，10 年盈利的压力短期不大（新建产能延期，开工率低）。
- 我们认为：在现在的时点辽通的业绩弹性和风险都较大，未来开工率在 70%-90%之间波动，业绩上下影响都相对较大，明确的投资机会要持续跟踪。
- 预测公司 09 年和 10 年 EPS 分别为 0.26 和 0.73，维持推荐的评级。（这里面没有考虑天然气涨价，假设开工率 75%）。

6-12 个月目标价： 13.00 元

当前股价： 10.64 元

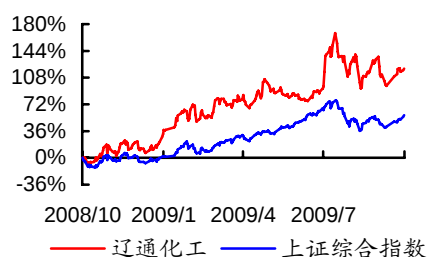
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3070.59
总股本(百万)	1201
流通股本(百万)	986
流通市值(亿)	105
EPS (TTM)	0.31
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	13.36	15.15	24.63
上证综合指数	10.48	-6.01	20.06



相关报告

《辽通化工-9 月投产在即，化工好转超预期上调业绩预测》2009-7-28

《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

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	312	876	1032
同比(%)	60%	-19%	181%	18%
毛利率(%)	30.8%	34%	19%	20%
ROE(%)	6.39%	5.3%	12%	14%
每股收益(元)	0.32	0.26	0.73	0.86
P/E	24.36	40	15	12
P/B	1.5	2.1	2	1.7
EV/EBITDA	7	8	7	6

资料来源：中投证券研究所

一、主要数据分析

公司单季度数据和同比环比比较见下表。

管理费用增加主要是大修的原因，毛利率下降原因是大修已经产品价格较低。

表 1 辽通化工主要季度数据分析 单位：百万元

	08-3Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	3 季度环比	3 季度同比	
营业收入	892.27	783.50	746.77	647.54	-13.3%	-27.4%	
毛利率	31%	35%	39%	30%			← 毛利率下降
减：营业成本	614.16	510.22	452.52	456.38	0.9%	-25.7%	
减：营业税金及附加	1.61	0.44	0.52	0.88	70.9%	-45.2%	
减：营业费用	9.24	10.18	5.80	7.78	34.1%	-15.7%	
减：管理费用	81.21	108.34	113.21	115.78	2.3%	42.6%	↗ 大修
减：财务费用	41.68	44.73	42.20	35.18	-16.6%	-15.6%	
减：资产减值损失	0.00	0.00	0.60	1.54			
营业利润	162.66	109.83	131.69	30.00			
加：营业外收入	0.65	0.00	0.01	0.01			
减：营业外支出	1.00	0.15	0.65	0.92			
利润总额	162.31	109.68	131.06	29.09			
减：所得税	23.01	11.25	14.12	7.70			
净利润	139.30	98.43	116.94	21.39			
加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00			
归属于母公司所有者							
净利润	139.30	98.43	116.94	21.39	-81.7%	-84.6%	
基本每股收益	0.116	0.08	0.097	0.018			

资料来源：中投证券研究所

目前股价更多的反应的是对 10 年业绩的预期和估值，取决于 2 点：第 1 是天然气涨价对尿素业绩的影响，第 2 是新的炼油项目的 EPS。

第 1 个问题天然气涨价：假设化肥用气每方涨 0.4 元，辽通化工每年用气约 8.1 亿方（注意这里面辽河化肥厂动力部分用煤代替气，实际吨耗只有 440 方/吨，年耗气 2.1 亿方），假设化肥价格在天然气涨价后没有上涨转移成本，天然气涨价影响 10 年 EPS0.21。

如果天然气价格涨幅小于 0.4 元/方，或者实行新气新价老气老价，对辽通 10 年业绩的影响小于 0.21，也就是说这是向下的最大影响。

第2个问题是炼油新项目：目前仍然处于单车试车，联动试车没有完成，但已经产出部分合格产品（主要产品石脑油），我们认为炼油的盈利还需观察，1是观察开工顺利稳定，2是未来下游产品价格走势，我们认为中东化工产品对国内的价格压力在11年集中体现的可能性大，10年盈利的压力短期不大（新建产能延期，开工率低）。

表2 亚洲及中东之乙烯扩建 单位：千吨

地区	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
中国	390	1,125	1,340	1,125	100	1,725	4,600	1,200	1,450
日本	0	25	125	65	165	50	0	0	0
韩国	0	15	135	595	495	175	0	0	0
台湾	0	0	0	600	600	0	-230	600	0
印度尼西亚	0	0	0	40	40	0	0	0	0
新加坡	0	0	0	100	0	0	450	1,450	0
泰国	0	300	0	130	25	325	1,200	450	0
印度	0	0	150	0	0	400	400	1,120	500
SAUDI	250	870	505	355	435	4,585	675	2,575	1,900
Iran	0	520	0	800	2,720	0	500	2,000	0
UAE	0	0	0	0	0	0	700	700	0
OMAN	0	0	0	0	0	0	0	cancelled	
Kuwait	0	0	0	0	0	850	0	0	0
QATAR	0	0	0	50	150	325	975	1,200	1,300
Sub Total	250	1,390	505	1,205	3,305	5,760	2,850	6,475	3,200
Total	640	2,855	2,255	3,860	4,730	8,435	9,270	11,295	5,150

资料来源：中投证券研究所

下表是中东石化项目建设情况，30%的项目延迟或取消，也会减小中东产能的压力。

表 3 海合会国家石油、天然气和石化建设项目现状 金额单位：百万美元

	类别	项目数	金额	将实施%	正实施%	延迟%	取消%
沙特	天然气	21	19,000	38.2	61.8	0	0
	石油	84	159,489	57	31.1	9.9	2
	石化	74	109,559	36.2	27.3	32.8	3.7
卡塔尔	天然气	53	93,360	7	31.1	42.6	19.3
	石油	23	14,604	65.1	34.9	0	0
	石化	23	29,820	43.7	31.1	16.8	8.4
阿联酋	天然气	45	38,343	32.3	55.2	12.4	0
	石油	57	47,191	68.1	30.7	0.6	0.5
	石化	22	32,265	79.4	15.5	0.5	4.6
科威特	天然气	14	6,897	58	30.4	11.6	0
	石油	75	43,698	31.4	28.2	2.1	38.2
	石化	3	20,275	0	0.1	98.6	1.2
阿曼	天然气	17	16,700	8.4	21	64.7	6
	石油	33	27,003	8	29.1	63	0
	石化	17	12,974	8	30.8	61.2	0
巴林	天然气	5	4,220	99.5	0.5	0	0
	石油	9	12,650	43.9	16.6	0	39.5
	石化	3	2,900	100	0	0	0
合计	数量/总额	578	690,948	271,962	207,327	159,259	52,400
	百分比			39.40%	30.00%	23.00%	7.60%

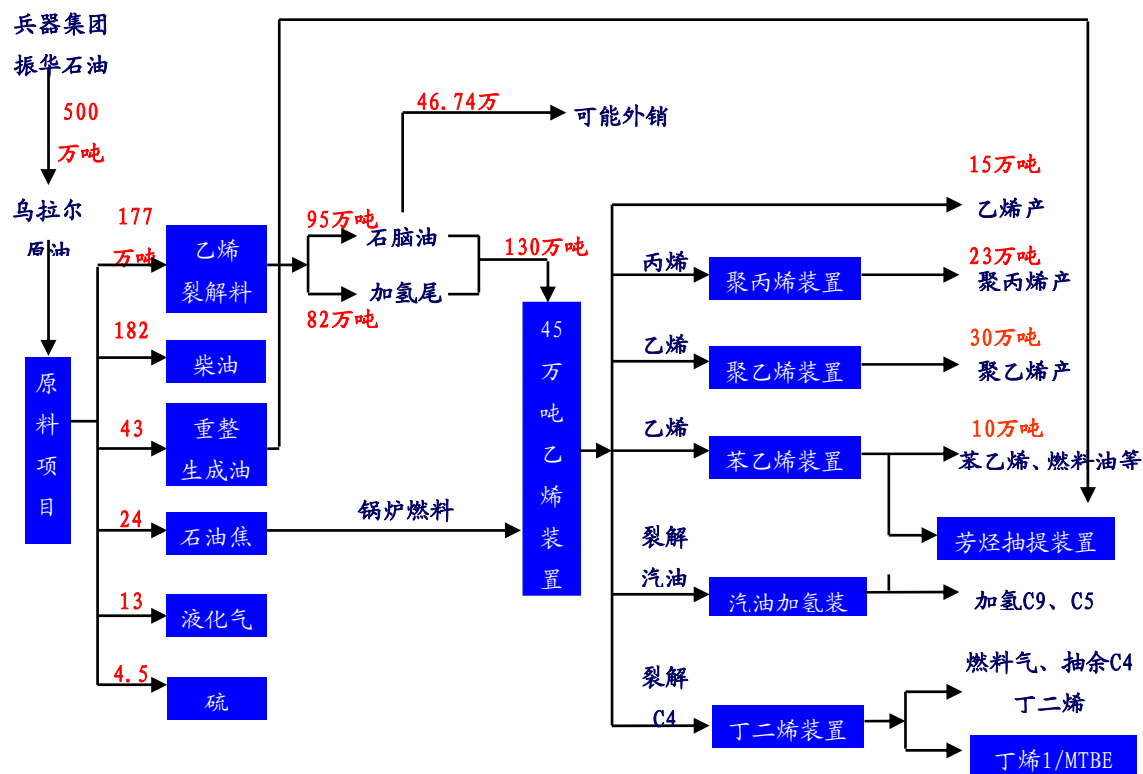
资料来源：中投证券研究所

二、投资建议：推荐

我们预测公司 09、10 年 EPS 为 0.26 和 0.73 元，给予公司推荐的投资评级，这里面没有考虑天然气涨价，假设开工率 75%。

如果 4 季度中石化上涨空间相对较大，作为类中石化的投资标的，辽通也有一些交易性上涨的可能。

图 1 辽通化工产品图



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、黑猫股份、黔轮胎 A、煤化工行业等。

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