

增持 维持

辽通化工 (000059)

2010 年 3 月 18 日

## 成功向石化产业转型

石化与基础化工行业核心分析师：邓勇  
SAC 执业证书编号：S0850200010381  
dengyong@htsec.com  
021-23219404

辽通化工公布 2009 年年报

2009 年公司实现营业收入 27.49 亿元，同比下降 25.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.96 亿元（折合每股收益 0.16 元），同比下降 49.04%。

利润分配方案。10 派 0.4 元（含税）现金红利，公积金不转增股本。

## 点评

## 尿素产品量价下跌是导致公司 2009 年业绩大幅下降的主要原因

2009 年尿素仍是公司主要收入和利润来源，当年公司尿素收入达到 24.38 亿元，占总收入的 90.63%；尿素产品在公司利润中的占比更是达到 98%以上。

2009 年，公司累计生产尿素 144 万吨，同比下降 20.39 万吨，降幅为 12.40%。导致产量下降的主要原因在于天然气供应不足。公司下属的辽河化肥厂 2009 年的供气同比减少 4800 万立方，从而导致该厂尿素产量由 2008 年的 48 万吨下降至 2009 年的 35.2 万吨。另外两家全资子公司（锦天化、阿克苏化肥）的尿素产量也有所下降。

2009 年国内尿素产品价格同比下降。2009 年（特别是下半年），国内化肥价格表现比较疲弱，当年国内尿素价格的均价只有 1735 元/吨，同比下降了 15.04%，为 2005 年以来的最低年均价水平。

表 1 辽通化工尿素经营数据

|        | 单位  | 2007  | 2008  | 2009   |
|--------|-----|-------|-------|--------|
| 尿素产量   | 万吨  | 154.4 | 164.2 | 144.35 |
| 尿素市场均价 | 元/吨 | 1797  | 2042  | 1735   |
| 尿素毛利率  | %   | 36.18 | 39.21 | 36.02  |

资料来源：公司财务报告，CEIC，海通证券研究所

作为公司主要的经营产品，尿素产销量和毛利率的下降导致公司净利润出现了较大幅度的下降。

从分季度的数据看，2009 年第三、四季度表现较差。作为传统意义上的销售旺季，第三季度公司经营收入和盈利能力同比和环比均有所下降。而第四季度的表现更是差强人意，当季公司实现的营业毛利率为 24.95%，不仅环比下降了近 5 个百分点，而且比受金融危机影响较大的 2008 年第四季度的毛利率低很多。

表 2 辽通化工分季度经营数据

|          | 1Q08   | 2Q08  | 3Q08  | 4Q08  | 1Q09  | 2Q09  | 3Q09  | 4Q09  |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（万元） | 105155 | 95435 | 89227 | 77063 | 78350 | 74677 | 64754 | 57108 |
| 营业成本（万元） | 73712  | 64844 | 61416 | 52868 | 51022 | 45252 | 45638 | 42859 |
| 营业毛利（万元） | 31443  | 30591 | 27812 | 24195 | 27329 | 29426 | 19116 | 14249 |
| 营业毛利率（%） | 29.90  | 32.05 | 31.17 | 31.40 | 34.88 | 39.40 | 29.52 | 24.95 |
| 营业利润（万元） | 14912  | 12146 | 16266 | 3363  | 10983 | 13169 | 3000  | -2545 |
| 营业利润率（%） | 14.18  | 12.73 | 18.23 | 4.36  | 14.02 | 17.63 | 4.63  | -4.46 |
| 净利润（万元）  | 12970  | 10472 | 13930 | 1112  | 9843  | 11694 | 2139  | -4065 |
| 营业净利率（%） | 12.33  | 10.97 | 15.61 | 1.44  | 12.56 | 15.66 | 3.30  | -7.12 |

资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

### 尿素业务：未来发展将以稳定为主

目前公司拥有三家化肥生产企业，即全资子公司锦西天然气化工、新疆阿克苏化肥，以及下属的辽河化肥厂。目前三家化肥企业的尿素年产能都是 50 万吨，且都是气头尿素企业。因而公司尿素生产受天然气供应和价格的影响较大。

辽河化肥由于受到天然气供应不足的影响，近几年装置利用率总是没有达到 100%，而且气价也较高，因而该企业应该是三个化肥生产公司中盈利最差的。

锦天化 2009 年的盈利有较大回落，净利润同比下降了 33.70%。由于天然气供应紧张，采购气价上涨，以及尿素价格回落等因素影响，锦天化在 2009 年实现的利润同比下降也在所难免。

阿克苏化肥盈利比较稳定，且有扩产计划。新疆气源丰富，从而能保证该公司供气需求，中石化西北分公司每年向公司供应 5.0 亿立方米天然气，单价 0.53 元/立方米。稳定的气源和销售市场，是保证公司盈利稳定的重要原因。依托丰富的天然气资源，公司计划将阿克苏化肥的生产规模进一步扩大。而根据 2009 年年报中的披露，阿克苏二期工程已开始启动，未来公司尿素产能有望进一步增长。

表 3 辽通化工下属三个尿素生产企业经营情况

|           | 产量（万吨） |       |       | 净利润（万元）  |          |          |
|-----------|--------|-------|-------|----------|----------|----------|
|           | 2007   | 2008  | 2009  | 2007     | 2008     | 2009     |
| 锦西天然气化工   | 57.20  | 59.20 | 56.60 | 24009.98 | 21466.56 | 14232.46 |
| 新疆阿克苏化肥公司 | 50.60  | 57.00 | 52.55 | 2145.60  | 22020.49 | 21076.13 |
| 辽河化肥厂     | 46.60  | 48.00 | 35.20 | -        | 280.00   | 691.41   |

资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

由于受到国内天然气价格可能上调的影响（我们认为 2010 年国内天然气价格改革的可能性很大），未来公司天然气业务将以稳定为主，虽有产能扩张，但在天然气价格上涨的大趋势下，公司利润很难有大幅增长。

### 石化业务：成功转型，将成为公司主要的收入和利润来源

石化项目（45 万吨乙烯及配套的 400 万吨原料工程项目）目前已竣工投产。2009 年 12 月 10 日，油化联合装置一次开车成功；2010 年 2 月 5 日，乙烯联合装置开车成功。石化项目有望成为公司 2010 年及以后主要的收入和利润来源。

公司发展石化项目的优势：（1）原油供应有保证，大股东兵器集团在海外有原油资源和产量，同时可以通过下属的振华石油为其进口石油，从而满足生产所需。（2）侧重于化工产品生产，成品油收率相对较低，从而可以有效规避政策性亏损的风险。

表 4 辽通化工 400 万吨原料工程项目情况（万吨）

| 原料     | 年加工量   | 备注       |
|--------|--------|----------|
| 乌拉尔原油  | 400.00 | 振华石油负责供应 |
| 产品     |        |          |
| 乙烯裂解料  | 176.74 |          |
| 石脑油    | 95.00  |          |
| 加氢劣化尾油 | 81.74  |          |
| 柴油     | 182.07 | 产品       |
| 重整生成油  | 42.53  | 至芳烃抽提装置  |
| 石油焦    | 24.17  | 锅炉燃料     |
| 商品液化气  | 12.65  | 产品       |
| 硫      | 4.49   | 产品       |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 辽通化工 45 万吨乙烯项目情况（万吨）

| 原料     | 年加工量   |
|--------|--------|
| 乙烯裂解料  | 130.00 |
| 产品     |        |
| 聚合级乙烯  | 15.00  |
| 高密度聚乙烯 | 29.11  |
| 聚丙烯    | 22.51  |
| 氢气     | 2.03   |
| 丁二烯    | 5.65   |
| 加氢碳九   | 3.69   |
| 丁烯-1   | 1.51   |
| MTBE   | 7.64   |
| 苯乙烯    | 10.43  |
| 甲苯     | 5.49   |
| 二甲苯    | 3.82   |
| 非芳烃产品  | 4.00   |
| 裂解燃料油  | 5.76   |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

石化项目规模将进一步扩大。在 45 万吨乙烯及配套的 400 万吨原料工程项目竣工投产后，公司将依托集团的原油资源，继续发展石化产业，从而实现从化肥产业向石化产业的华丽转型。在对石化装置及工艺流程进行充分消化吸收后，公司计划进一步扩大石化项目规模。

### 其他值得关注的事项

固定资产转固。2009 年年报显示，公司期末在建工程高达 82.66 亿元（主要是石化项目），而根据测算，公司石化项目的总投资将超过 100 亿元，在该项目于今年 2 月竣工后，将会在今年转为固定资产。如此庞大的转固将会引申出几个问题，即固定资产折旧费用的增加，开办费的一次性增加，财务费用的大幅提升，这都将会对公司 2010 年业绩产生一定影响。

资金缺口。石化项目投资巨大，因而公司计划发行 20 亿元可转债来弥补资金缺口，目前公司正在准备材料。如果公司还要进一步扩大石化装置规模，那么未来几年公司的资金压力将较大。

### 盈利预测与投资建议

今年 1 月国内石化产品盈利不错（从石化企业了解到，今年 1 月化工产品价差较大，从而石化企业的盈利超出预期，我们预计这一现象有望延续到今年上半年），石化产品盈利的提升将有助于公司 2010 年业绩的增长。在石化项目成为公司主要的收入和利润来源后，我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.64、0.79 元。

**维持“增持”投资评级。**400 万吨炼油项目的完成将成为公司新的利润增长点，业绩弹性更大的辽通化工在石化方面的优势将得以显现，因而我们仍维持前期的“增持”投资评级。

**可能存在的风险。**气价上涨的风险（我们预计今年国内天然气价格（包括化肥用气价格）可能上调）；石化装置生产负荷情况。

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥行业

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、辽通化工、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份、兴发集团

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

**增持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

**中性：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

**卖出：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

**中性：**我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。