

## 石化装置开工率好于预期

### 研究结论:

- 近期在市场整体估值水平下移和天然气涨价的双重负面因素作用下,辽通化工的价格出现了深幅调整。我们分析认为现在辽通的经营情况是喜忧参半,开车状况良好是一喜,天然气价格上调导致成本上升则是一忧,但随着股价的调整,公司估值的安全边际无疑在迅速提升。
- 随着十一五项目在 1 季度的正式投产,辽通的业务板块已经正式分为三个:尿素、炼油和乙烯。天然气价格的调整对尿素板块影响较大,依照发改委的《国产陆上天然气出厂(或首站)基准价格调整表》,新疆地区的供化肥的尿素价格将由 560 元/千立方米提高至 790 元/千立方米;东北地区的供化肥的尿素价格将由 710 元/千立方米提高至 940 元/千立方米,基本涨幅都在 30%以上,我们估计 10 年将增加公司的成本在 1.24 亿元左右,11 年的成本则在 2 亿元以上。应该说本次天然气价格的上调,虽在人们预期之内,但还是很大程度地影响了公司尿素板块的盈利能力,未来公司的盈利增量将更多的依赖于石化业务的贡献。
- 炼油和乙烯业务的盈利能力主要取决于油价、乙烯石脑油裂解差及开工情况。对于油价我们依然坚持我们前期的看法,今年油价中枢将维持在 75 美元/桶,全年油价大幅上涨的可能性很小。因此成品油定价机制基本可以得以正常执行,对应的炼油板块出现政策性亏损的可能性极小。目前炼油开车良好,已基本满负荷生产,产品柴油主要销售给中国石油。以三月的情况来看,基本是微利,4 月调价后情况稍有好转。考虑到近期发改委对成品油价格调整已经成为常态,所以我们预测全年炼油板块的盈利将保持在一个比较合理的水平上。
- 石化周期今年上半年整体运行良好,乙烯石脑油裂解差均值在 574 美元/吨,预计全年乙烯吨盈利也能维持在一个较高水平。据我们判断,石化设备开车良好,开工率目前稳定在 95%附近,应该说这个开工水平还是好于我们预期的。考虑到乙烯项目从 4 月份才开始满负荷生产,我们预测 2 季度的盈利会显著好于 1 季度。
- 考虑到天然气价格调整和石化设备开工率超预期的综合影响,我们将 10 年、11 年盈利预测调整为 0.53 元/股和 0.96 元/股。近期股价的大幅调整客观上提高了辽通化工估值的安全边际,并且考虑到公司在目前石化设备正常投产后可能有进一步扩大产能的需求,未来发展空间广阔,我们维持公司买入评级。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010013

赵辰

石油与化工行业助理分析师

8621-63325888 × 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860110040042

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010年6月8日) 9元

目标价格 14.5元

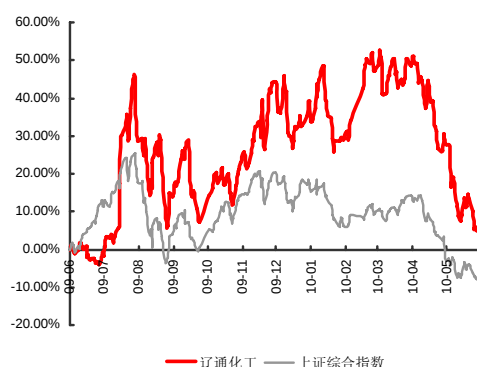
总股本/A股(万股) 98622/120050

国家/地区 中国

行业 石油化工

报告日期 2010年6月7日

### 股价表现



### 财务预测

| 主要财务指标   | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 2749  | 17612 | 22201 | 24422 |
| 同比(%)    | -25%  | 541%  | 26%   | 10%   |
| 归属母公司净利润 | 196   | 637   | 1198  | 1299  |
| 同比(%)    | -49%  | 225%  | 88%   | 8%    |
| 毛利率(%)   | 32.8% | 14.2% | 15.3% | 15.0% |
| ROE(%)   | 3.2%  | 9.4%  | 15.4% | 14.3% |
| 每股收益(元)  | 0.16  | 0.53  | 1.00  | 1.08  |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表       |       |       |       |       | 利润表       |        |        |        |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 单位:百万元      |       |       |       |       | 单位:百万元    |        |        |        |       |
| 会计年度        | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度      | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E |
| 流动资产        | 5484  | 9317  | 10416 | 10531 | 营业收入      | 2749   | 17612  | 22201  | 24422 |
| 现金          | 689   | 5165  | 5440  | 4993  | 营业成本      | 1848   | 15116  | 18799  | 20758 |
| 应收账款        | 2     | 178   | 135   | 127   | 营业税金及附加   | 3      | 35     | 44     | 45    |
| 其它应收款       | 19    | 98    | 115   | 134   | 营业费用      | 27     | 141    | 178    | 195   |
| 预付账款        | 4446  | 1512  | 1880  | 2076  | 管理费用      | 463    | 881    | 1110   | 1221  |
| 存货          | 283   | 2049  | 2478  | 2775  | 财务费用      | 162    | 625    | 518    | 475   |
| 其他          | 45    | 316   | 369   | 425   | 资产减值损失    | -0     | 55     | 4      | 4     |
| 非流动资产       | 15952 | 16230 | 15883 | 15421 | 公允价值变动收益  | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 长期投资        | 5     | 5     | 5     | 5     | 投资净收益     | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 固定资产        | 4556  | 8643  | 10280 | 10761 | 营业利润      | 246    | 760    | 1549   | 1723  |
| 无形资产        | 609   | 628   | 647   | 668   | 营业外收入     | 1      | 1      | 1      | 1     |
| 其他          | 10783 | 6955  | 4951  | 3987  | 营业外支出     | 2      | 12     | 14     | 15    |
| 资产总计        | 21436 | 25547 | 26299 | 25951 | 利润总额      | 245    | 749    | 1536   | 1710  |
| 流动负债        | 5113  | 8556  | 8347  | 8196  | 所得税       | 49     | 112    | 338    | 410   |
| 短期借款        | 2140  | 0     | 0     | 0     | 净利润       | 196    | 637    | 1198   | 1299  |
| 应付账款        | 1364  | 3472  | 3760  | 4152  | 少数股东损益    | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 其他          | 1609  | 5084  | 4587  | 4045  | 归属于母公司净利润 | 196    | 637    | 1198   | 1299  |
| 非流动负债       | 10106 | 10127 | 10130 | 8634  | EBITDA    | 692    | 1842   | 2752   | 3004  |
| 长期借款        | 10012 | 10012 | 10012 | 8512  | EPS (元)   | 0.16   | 0.53   | 1.00   | 1.08  |
| 其他          | 94    | 115   | 118   | 122   | 主要财务比率    |        |        |        |       |
| 负债合计        | 15219 | 18683 | 18477 | 16830 | 会计年度      | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E |
| 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 成长能力      |        |        |        |       |
| 股本          | 1201  | 1201  | 1201  | 1201  | 营业收入      | -25.1% | 540.7% | 26.1%  | 10.0% |
| 资本公积        | 3914  | 3914  | 3914  | 3914  | 营业利润      | -47.3% | 208.8% | 103.8% | 11.3% |
| 留存收益        | 1103  | 1692  | 2649  | 3949  | 净利润       | -49.0% | 224.7% | 88.1%  | 8.5%  |
| 归属母公司股东权益合计 | 6217  | 6806  | 7764  | 9063  | 获利能力      |        |        |        |       |
| 负债和股东权益     | 21436 | 25489 | 26241 | 25893 | 毛利率       | 32.8%  | 14.2%  | 15.3%  | 15.0% |
| 现金流量表       |       |       |       |       | 净利率       | 14.0%  | 7.1%   | 3.6%   | 5.4%  |
| 单位:百万元      |       |       |       |       | ROE       | 3.2%   | 9.4%   | 15.4%  | 14.3% |
| 会计年度        | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | ROIC      | 2.3%   | 11.7%  | 16.5%  | 17.2% |
| 经营活动现金流     | 520   | 8011  | 1367  | 1873  | 偿债能力      |        |        |        |       |
| 净利润         | 196   | 637   | 1198  | 1299  | 资产负债率     | 71.0%  | 73.3%  | 70.4%  | 65.0% |
| 折旧摊销        | 283   | 457   | 686   | 806   | 净负债比率     |        |        |        |       |
| 财务费用        | 162   | 625   | 518   | 475   | 流动比率      | 1.07   | 1.09   | 1.25   | 1.28  |
| 投资损失        | 0     | 0     | 0     | 0     | 速动比率      | 1.02   | 0.85   | 0.95   | 0.95  |
| 营运资金变动      | -120  | 6349  | -1030 | -708  | 营运能力      |        |        |        |       |
| 其它          | -2    | -56   | -4    | 1     | 总资产周转率    | 0.14   | 0.75   | 0.86   | 0.93  |
| 投资活动现金流     | -6126 | -671  | -347  | -350  | 应收账款周转率   | 1204   | 187    | 135    | 177   |
| 资本支出        | 5928  | 650   | 325   | 327   | 应付账款周转率   | 2.18   | 6.25   | 5.20   | 5.25  |
| 长期投资        | -202  | 0     | 0     | 0     | 每股指标 (元)  |        |        |        |       |
| 其他          | -399  | -21   | -22   | -23   | 每股收益      | 0.16   | 0.53   | 1.00   | 1.08  |
| 筹资活动现金流     | 1707  | -2863 | -746  | -1969 | 每股经营现金流   | 0.43   | 6.67   | 1.14   | 1.56  |
| 短期借款        | 155   | -2140 | 0     | 0     | 每股净资产     | 5.18   | 5.67   | 6.47   | 7.55  |
| 长期借款        | 2241  | 0     | 0     | -1500 | 估值比率      |        |        |        |       |
| 普通股增加       | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E       | 77.38  | 23.83  | 12.67  | 11.68 |
| 资本公积增加      | 0     | 0     | 0     | 0     | P/B       | 2.44   | 2.23   | 1.95   | 1.67  |
| 其他          | -690  | -723  | -746  | -469  | EV/EBITDA | 29     | 11     | 7      | 7     |
| 现金净增加额      | -3899 | 4477  | 275   | -446  |           |        |        |        |       |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)