

辽通化工 (000059)

兵器集团石化平台，盈利具备高弹性

魏涛

0755-23976212

weitao@gtjas.com

S0880209050544

本报告导读：

公司已由化肥企业转型为石化企业，盈利弹性非常高。如果未来兵器能够注入石油资产，股价还有一定空间。

投资要点：

- 公司主业已由化肥转变为石化为主，化肥为辅的化工企业。随着石化装置稳定运行，预计 2011 年尿素收入将下降到 10% 左右。公司“十二五”规划计划将炼油能力提升至 1000 万吨，乙烯产能达到 100 万吨，届时石化业务将占据绝对地位。
- 公司生产所需 500 万吨石油从国外进口，由兵器集团下属振华公司代为采购，定价机制为北海布伦特原油期货价加上水（贴水）和一定的采购费用，因此公司原油进口成本主要由北海布伦特油价决定。公司主要产品中的成品油是政府定价，乙烯和石脑油为市场定价。
- 公司盈利会随着原油价格波动而剧烈波动，弹性非常高。若全年公司原油平均采购价变动 1 美元/桶，EPS 将变化 0.153 元。
- 与安哥拉石油公司合作后仍将通过振华公司代理采购原油，定价模式也不发生变化，因此与安哥拉石油公司合作虽然不能降低原油采购成本，但对原油供应的稳定性有益。
- 兵器集团下属振华石油进行国际石油贸易业务，并且在伊拉克、叙利亚、巴基斯坦等国家拥有石油项目。2010 年振华石油海外油田产量将超过 500 万吨，原油进口量将达到 1000 万吨，这对辽通化工石油原料形成强有力的保障。
- 预测 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.22、0.52、0.65 元。由于兵器集团十二五期间计划打造千亿化工产业，辽通化工有望成为炼化平台，从完善产业链的角度看，如果兵器集团未来能够向辽通注入石油资产，则股价还有一定空间，给予公司“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,669	2,749	19,736	23,852	25,048
(+/-)%	9%	-25%	618%	21%	5%
经营利润 (EBIT)	647	408	940	1,403	1,538
(+/-)%	30%	-37%	130%	49%	10%
净利润	385	196	262	624	781
(+/-)%	60%	-49%	33%	138%	25%
每股净收益 (元)	0.32	0.16	0.22	0.52	0.65
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	17.6%	14.8%	4.8%	5.9%	6.1%
净资产收益率 (%)	6.4%	3.0%	4.0%	9.0%	10.4%
投入资本回报率 (%)	4.9%	1.8%	6.9%	10.5%	15.2%
EV/EBITDA	21.7	38.3	11.1	6.9	5.3
市盈率	38.7	76.0	57.0	23.9	19.1
股息率 (%)	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：

目标价格：13.00

上次预测：

当前价格：12.00

2010.11.17

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.19-13.59
总市值 (百万元)	14,406
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,201/986
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	82%
日均成交量 (百万股)	23
日均成交值 (百万元)	246

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,147
每股净资产	5.12
市净率	2.3
净负债率	212%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.08	0.08
Q2	0.10	0.1
Q3	0.03	-0.19
Q4	-0.04	0.23
全年	0.16	0.22

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	28%	12%
相对指数	2%	8%	16%

模型更新时间: 2010.11.17

股票研究

能源

石油

辽通化工 (000059)

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 13.00

上次预测:

当前价格: 12.00

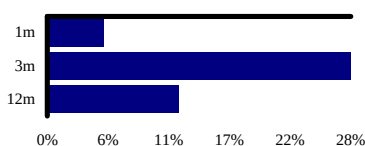
公司网址

www.lnhjchems.com

公司简介

公司为国内大型尿素生产商之一,主营化学肥料的生产与销售。公司主导产品为尿素,主要销售地区是辽宁省及周边地区并新疆大部,目前在辽宁省的市场占有率在 90%以上,且在新疆南疆地区占有近 50%的市场份额。公司控股股东辽宁华锦化工(集团)有限责任公司是一家跨地区经营的大型化工企业,是中国 500 强企业和中国石化百强企业之一,其实际控制人为中国兵器工业集团公司。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

7.19-13.59

市值 (百万)

14,406

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

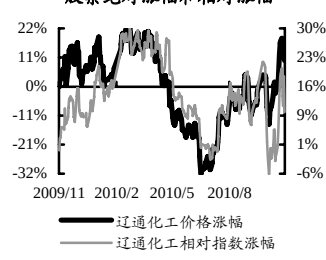
EV/EBITDA

P/S

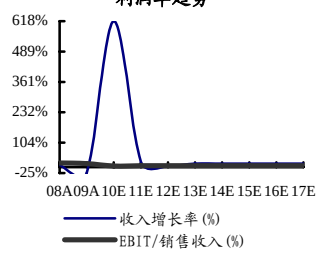
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	3,669	2,749	19,736	23,852	25,048
营业成本	2,528	1,848	16,490	19,856	20,813
税金及附加	7	3	1,358	1,479	1,528
销售费用	29	27	109	131	138
管理费用	458	463	839	983	1,032
EBIT	647	408	940	1,403	1,538
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	126	162	608	613	548
营业利润	467	246	332	790	989
所得税	68	49	70	166	208
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	385	196	262	624	781
货币资金、交易性金融资产	4,587	689	7,883	814,157	10,971
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产合计	7,059	15,318	18,040	17,906	17,703
无形资产及其他资产	602	617	635	653	671
资产合计	16,763	21,436	34,119	29,598	36,727
流动负债	2,845	5,113	17,867	12,960	19,546
非流动负债	7,897	10,106	10,013	10,015	10,018
股东权益	6,021	6,557	6,579	6,962	7,503
投入资本(IC)	11,317	18,120	10,730	10,593	8,003
NOPLAT	550	326	743	1,108	1,215
折旧与摊销	284	283	783	1,284	1,354
流动资金增量	-3,854	1,835	10,084	20	2,406
资本支出	-4,547	-5,925	-3,524	-1,169	-1,169
自由现金流	-7,567	-3,480	8,086	1,244	3,804
经营现金流	819	520	11,642	2,564	5,130
投资现金流	-4,792	-6,126	-3,524	-1,169	-1,169
融资现金流	3,920	1,707	-924	-1,136	-1,131
现金流净增加额	-54	-3,899	7,195	258	2,829
收入增长率	9.4%	-25.1%	617.9%	20.9%	5.0%
EBIT 增长率	29.9%	-36.9%	130.4%	49.3%	9.6%
净利润增长率	60.3%	-49.0%	33.5%	138.2%	25.2%
利润率					
毛利率	31.1%	32.8%	16.4%	16.8%	16.9%
EBIT 率	17.6%	14.8%	4.8%	5.9%	6.1%
净利率	10.5%	7.1%	1.3%	2.6%	3.1%
净资产收益率(ROE)	6.4%	3.0%	4.0%	9.0%	10.4%
总资产收益率(ROA)	2.3%	0.9%	0.8%	2.1%	2.1%
投入资本回报率(ROIC)	4.9%	1.8%	6.9%	10.5%	15.2%
存货周转天数	44	59	59	59	59
应收账款周转天数	2	0	2	2	2
总资产周转天数	1281	2536	514	(35)	52
净利润现金含量	2.13	2.65	44.48	4.11	6.57
资本支出/收入	124%	216%	18%	5%	5%
资产负债率	64.1%	71.0%	81.7%	77.6%	80.5%
净负债率	88.0%	176.4%	63.2%	52.2%	6.7%
PE	38.7	76.0	57.0	23.9	19.1
PB	2.5	2.3	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	21.7	38.3	11.1	6.9	5.3
P/S	4.1	5.4	0.8	0.6	0.6
股息率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

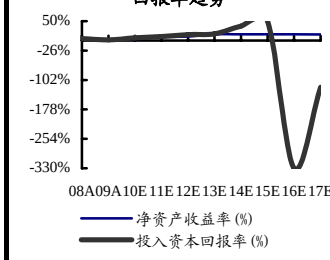
股票绝对涨幅和相对涨幅



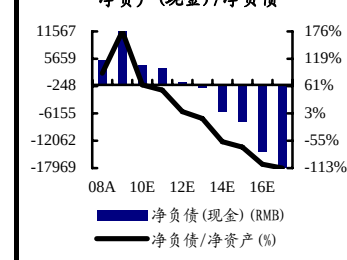
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 转型成为石化企业

1.1. 从化肥向石化转型

在 500 万吨炼油、45 万吨乙烯项目今年上半年投产后，公司主业已由化肥转变为石化为主，化肥为辅的化工企业。2010 上半年公司尿素收入从 2009 年的 88.7% 下降至 12.44%，随着石化装置稳定运行，预计 2011 年尿素收入将继续下降到 10% 左右。公司“十二五”规划计划将炼油能力提升至 1000 万吨，乙烯产能达到 100 万吨，届时石化业务将占据绝对地位。

1.2. 化肥产能仍将提升 20%

公司目前拥有尿素产能 150 万吨，分布于锦西天然气化工、新疆阿克苏化肥、辽河化肥，产能均为 50 万吨/年。由于以天然气为原料，公司尿素业务毛利率始终维持在 30% 以上，高于煤头尿素。公司准备将新疆阿克苏化肥产能由 50 万吨扩至 80 万吨，公司尿素总产能将扩至 180 万吨，收入达到 30 亿元。长期看，天然气价格存在上涨趋势，公司生产成本将上升，但仍将保持较好盈利能力。

图 1: 2004 年以来国内尿素价格

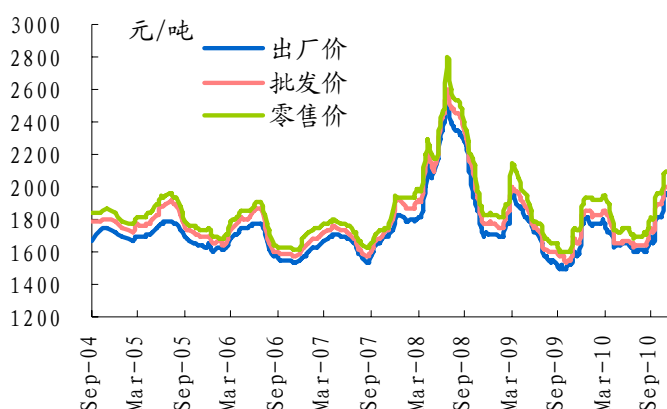
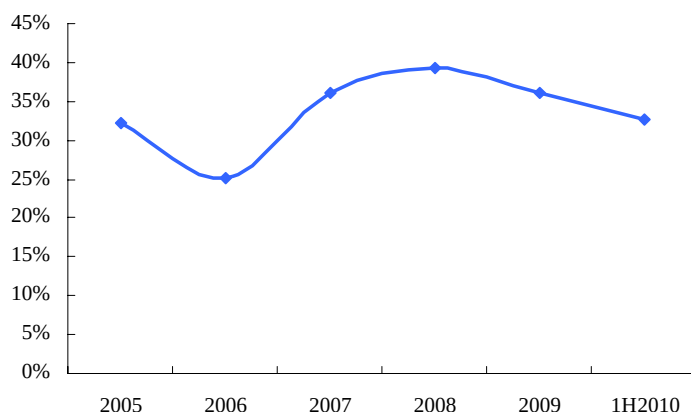


图 2: 2005 年以来公司尿素毛利率



资料来源: 中国资讯网、财务报告、国泰君安证券

2. 炼油业务高弹性，受油价波动影响较大

2.1. 500 万吨炼油规模使得公司盈利弹性非常高

公司投资 160 亿元建设 500 万吨炼油和 45 万吨乙烯产能今年上半年投产，产品主要有 180 万吨柴油、30 万吨煤油、45 万吨乙烯和 50 万吨石脑油。其中 50 万吨石脑油出售给集团的 18 万吨小乙烯作为原料。

公司生产所需 500 万吨石油从国外进口，由兵器集团下属振华公司代为采购，定价机制为北海布伦特石油期货价加上升水（贴水）和一定的采购费用，因此公司原油进口成本主要由北海布伦特油价决定。公司主要产品中的成品油是政府定价，乙烯和石脑油为市场定价。可见公司炼油盈利的主要影响因素为：成品油定价、布伦特油价和乙烯、石脑油价格。在国际油价下跌而国内

成品油不调价的情况下公司炼油毛利上升，反之亦然。今年三季度由于原油采购成本较高且装置停车，造成大幅亏损。而 10、11 月公司所用原油采购成本较低，柴油价格 10 月 26 日上调 220 元至 6680 元/吨，因而一改三季度大幅亏损的局面，获得较好盈利。

总而言之，公司盈利会随着原油价格波动而剧烈波动，可能大赚也可能大亏，弹性非常高。若全年公司原油平均采购价变动 1 美元/桶，EPS 将变化 0.153 元。

图 3: 2009 年以来公司单季收入和净利润

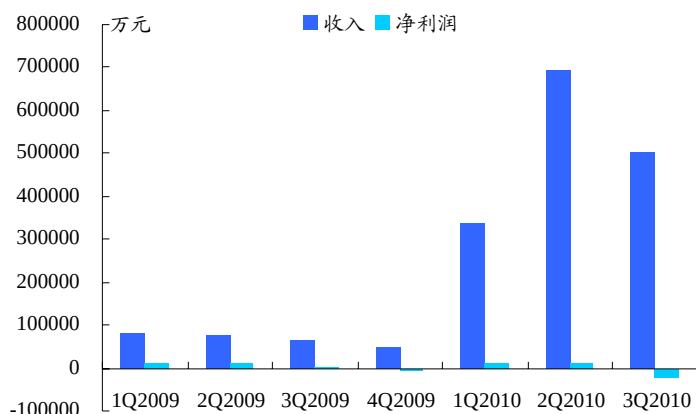
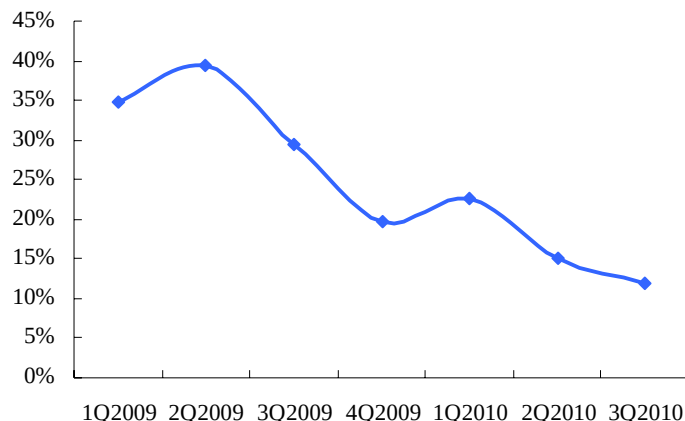


图 4: 2009 年以来公司单季度综合毛利率



资料来源: 财务报告、国泰君安证券

2.2. 与安哥拉石油公司合作扩大炼油规模，有利长期发展

公司以现有石化资产作为出资，安哥拉石油公司以现金出资，分别为合资公司的第一、第二大股东。预计安哥拉石油公司出资不超过 40 亿元，获得 40% 股权。公司计划在“十二五”期间将炼油规模扩至 1000 万吨，按股权比例测算权益炼油规模为 600 万吨，相比目前的 500 万吨提升 20%。

与安哥拉石油公司合作后仍将通过振华公司代理采购原油，定价模式也不发生变化，因此与安哥拉石油公司合作虽然不能降低原油采购成本，但对原油供应的稳定性有益。

2.3. 资金紧张，未来有股权融资要求

炼油业务投资巨大，一期 500 万吨炼油和 45 万吨乙烯项目耗资 160 亿元，造成公司财务负担很重，资产负债率高达 77%，进一步提升负债率来获得资金的潜力小。公司计划在“十二五”期间将炼油能力从 500 万吨扩至 1000 万吨，预计投资额在 150 亿元左右。考虑安哥拉石油公司注入资金及固定资产折旧回收资金，仍存在不小缺口，可估计公司未来有股权融资的要求。

3. 兵器集团拥有海外石油资产

兵器集团下属振华石油进行国际石油贸易业务，并且在伊拉克、叙利亚、巴基斯坦等国家拥有石油项目。2010 年振华石油海外油田产量将超过 500 万

吨,原油进口量将达到 1000 万吨,这对辽通化工石油原料形成强有力的保障。

振华石油海外油气项目:

振华石油伊拉克艾哈代布项目

艾哈代布油田位于伊拉克中南部,石油储量 4.27 亿吨。该合同期限 23 年,全部建成后每天将出产原油 11.5 万桶,年产量超过 600 万吨。

振华石油巴基斯坦勘探项目

2007 年 3 月 29 日,振华石油获得了巴基斯坦巴斯卡和东巴哈瓦普尔两个区块的石油天然气勘探权。巴斯卡区块位于巴基斯坦中部,区块面积为 2442 平方公里,该区块内共识别出六个圈闭,其中一个圈闭已有油气发现。测试天然气产量为 45.76 万方/天,凝析油为 709 桶/天。东巴哈瓦普尔区块位于巴基斯坦东部,区块面积 2496 平方公里,区块内共识别出五个圈闭。

振华石油哈萨克斯坦 K&B 油田项目

哈萨克斯坦 K & B 油田位于哈萨克斯坦中南部突而盖盆地,油田剩余可采储量约 1509 万吨 (11300 万桶),当前产量约 1.3 万桶/天。

振华石油叙利亚戈贝贝油田项目

叙利亚戈贝贝 (Gbeibe) 油田位于叙利亚东北部吉比萨油区,剩余可采储量约 890 万吨 (6355 万桶),当前产量超过 1.2 万桶/天。

资料来源:国泰君安证券

4. 盈利预测及评级

预测 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.22、0.52、0.65 元,目前股价合理。由于兵器集团十二五期间计划打造千亿化工产业,辽通化工有望成为炼化平台,从完善产业链的角度看,如果兵器集团未来能够向辽通注入石油资产,则股价还有一定空间,给予公司“谨慎增持”评级。

5. 风险提示

- 1、如果国际油价上涨而国内成品油价格不调,公司盈利将受到较大影响。
- 2、兵器集团海外石油资产多在政治不稳定地区,存在一定风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		