

辽通化工 (000059)

石油化工/化工

发布时间: 2012-11-28

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次覆盖

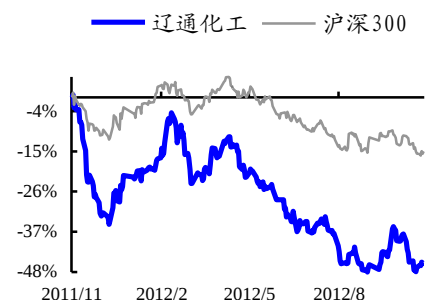
石化平台期待战略提升

报告摘要:

- 公司主营石化和化肥,是我国除四大油公司以外唯一拥有大乙烯的公司。目前,公司拥有 500 万吨/年炼油,63 万吨/年乙烯和 152 万吨/年尿素的生产能力。
- 我国氮肥行业的平均毛利率仅为 13%~15%,而尿素类上市公司的平均毛利率也仅为 20%左右。公司尿素产品的高毛利主要得益于较低的原料成本和能耗、物耗水平。
- 按营业收入计算,公司石化(含精细化工)业务占公司总收入的接近 90%,然而,该项业务盈利能力较低,甚至处于亏损状态。分产品来看,柴油、燃料油和丁二烯是公司石化产品中的主要盈利品种,而聚烯烃产品则是主要的亏损品种。
- 由于宏观调控的加强,以及中东等地区廉价乙烯衍生产品的冲击,化工行业的景气度出现较大的下滑。公司将着力于产业的差异化竞争战略,以市场为先导,突出产品的科技含量,选择合适的工艺路径,不搞简单的产能扩张,使得公司的石化平台能够为公司带来满意的回报。
- 基于对公司基本面逐步好转的预期,对公司 2012、2013 和 2014 年业绩预测(暂不考虑股本变化)EPS 分别为 0.06 元、0.34 元和 0.42 元。基于公司较大的成长空间,给予公司股票的目标价格为 7.50 元,对应 2012、2013 和 2014 年预期 P/E 值分别为 125.00 倍、22.06 倍和 17.86 倍。首次给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示:公司今后的成长路径仍存在一定的不确定性,由此会影响对公司的价值判断。

股票数据	2012-11-23
收盘价(元)	6.00
12个月股价区间(元)	5.56~11.27
总市值(百万元)	7,203
总股本(百万股)	1,201
A股(百万股)	1,201
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-15%	-13%	-42%
相对收益	-10%	-8%	-27%

相关报告

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	23927	37557	33050	36355	39991
(+/-)%	770.43%	56.96%	-12.00%	10.00%	10.00%
归属母公司净利润	413	842	75	406	500
(+/-)%	110.43%	104.04%	-91.11%	442.41%	23.18%
每股收益(元)	0.34	0.70	0.06	0.34	0.42
市盈率	17.57	8.61	96.86	17.86	14.50
市净率	1.10	0.97	0.96	0.91	0.86
净资产收益率(%)	6.27%	11.25%	0.99%	5.10%	5.91%
股息收益率(%)	0.00%	1.32%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	1201	1201	1201	1201	1201

证券分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004
(021)20361163 wangwg@nesc.cn

目 录

1. 化肥业务盈利能力强	3
1.1. 公司本部化肥业务.....	3
1.2. 锦天化.....	3
1.3. 阿克苏化肥.....	3
1.4. 公司化肥业务业绩.....	3
1.4.1. 公司尿素产品盈利能力强	3
1.4.2. 我国氮肥行业近况.....	4
2. 石化业务有望企稳.....	5
2.1. 炼油业务.....	5
2.2. 化工业务.....	6
2.3. 公司石化业务业绩.....	6
2.3.1. 公司聚烯烃产品亏损严重	6
2.3.2. 化工行业面临挑战.....	7
3. 公司发展平台将进一步扩展.....	9
3.1. 内蒙古华锦项目.....	9
3.2. 石化平台的扩展前景.....	9
3.3. 新一轮扩张有望启动.....	9
4. 估值与评级	10

1. 化肥业务盈利能力强

1.1. 公司本部化肥业务

公司本部的化肥业务由辽河化肥分公司运营。辽河化肥分公司的前身是辽河化肥厂。辽宁华锦化工集团是在辽河化肥厂的基础上发展起来的，辽河化肥厂是上世纪 70 年代我国首批引进的 13 套大化肥装置之一，1976 年投产。经过持续的技术工艺和装备的升级改造，公司的尿素装置依然运行良好。

目前，辽河化肥分公司拥有尿素产能 48 万吨/年，年创利超亿元。原先困扰公司的原料天然气供应问题已经得到了彻底的解决，中石油与公司签订了长期的、足量的供应协议，保证了公司装置的长周期运行。

1.2. 锦天化

锦西天然气化工有限责任公司是公司的全资子公司，位于辽宁省葫芦岛市。锦天化是我国第一个以海底天然气为原料的大型化肥生产企业。设计能力为年产 30 万吨合成氨，52 万吨尿素。其中合成氨装置采用美国布朗公司深冷净化工艺，尿素装置采用意大利斯那姆公司氨汽提工艺，整套装置由 DCS 系统控制，具有生产能力强，产品能耗低，自动化程度高三大显著特点，具有 20 世纪 90 年代初国际先进水平。

2011 年，锦天化实现净利润 2.40 亿元。而 2012 年中期，锦天化实现净利润更是高达 1.94 亿元，创出了历史同期的最好水平。

1.3. 阿克苏化肥

阿克苏华锦化肥有限公司是公司的全资子公司，位于新疆阿克苏地区库车县。2002 年，华锦集团决定以阿克苏地区丰富的天然气资源为依托，利用辽河化肥改造置换下来的设备和广石化的部分闲置设备相配套，在新疆库车建设大化肥项目。项目设计能力为年产 30 万吨合成氨，52 万吨尿素。2004 年 2 月，阿克苏华锦化肥工程破土动工，2006 年 1 月建成投产。

2011 年，阿克苏化肥实现净利润 1.75 亿元。而 2012 年中期，阿克苏化肥实现净利润达到 1.55 亿元，也创出了历史同期的最好水平。目前，阿克苏化肥正在进行扩能改造，预计明年完成后尿素产能将达到 80 万吨/年。

1.4. 公司化肥业务业绩

1.4.1. 公司尿素产品盈利能力强

2011 年，公司化肥业务实现营业收入 28.52 亿元，同比增长 20.27%，营业利润 8.93 亿元，同比增长 20.19%。2012 年中期，公司化肥业务实现营业收入 20.00 亿元，同比增长 55.56%，营业利润 7.47 亿元，同比增长 84.83%。近年来，公司化肥业务的毛利率始终保持在 30% 以上，盈利能力强。近年来公司化肥业务盈利水平如图 1 所示，尿素产品市场价格走势如图 2 所示。

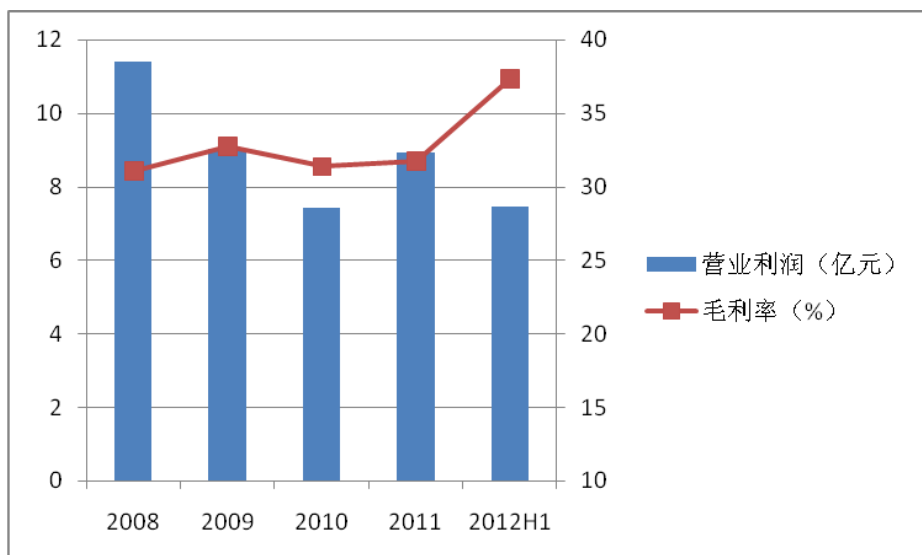


图 1 近年来公司化肥业务盈利水平示意图

数据来源：公司各期报告、东北证券

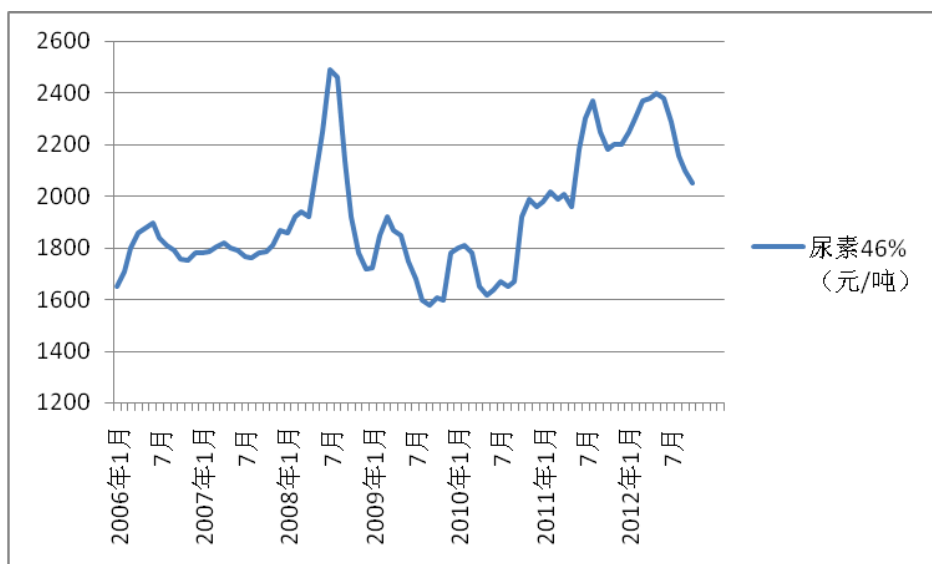


图 2 尿素市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

据统计，我国氮肥行业的平均毛利率仅为 13%~15%，而尿素类上市公司的平均毛利率也仅为 20%左右。公司尿素产品的高毛利主要得益于较低的原料成本和能耗、物耗水平。

1.4.2. 我国氮肥行业近况

近年来，我国尿素行业总体运行平稳，截至 2011 年底，我国尿素产能已达 7100 万吨/年（实物量），产能利用率为 81.3%。今年我国将有 18 个新建合成氨和尿素项目投产，合计合成氨产能 564 万吨，尿素产能 873 万吨。我国尿素产量（折纯）如图 3 所示。

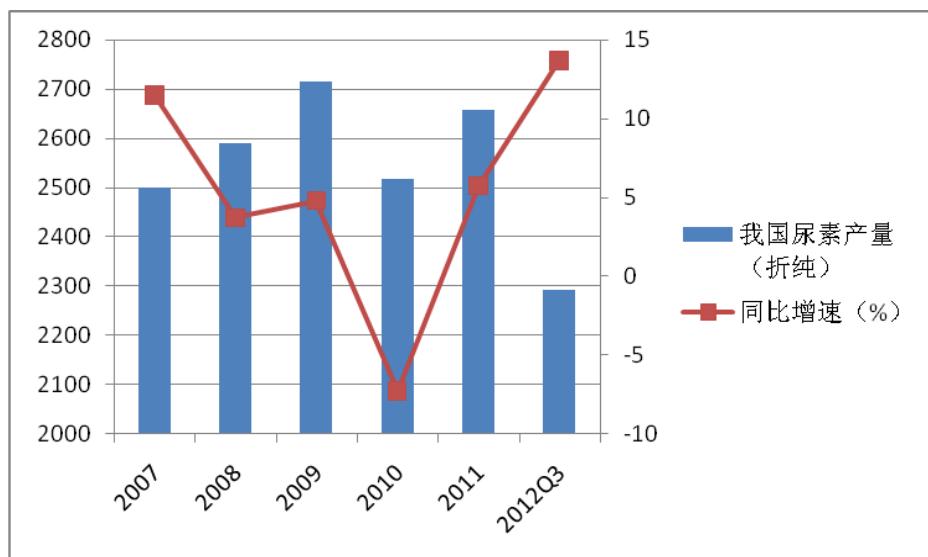


图3 我国尿素产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

最近5年多来，我国氮肥行业的固定资产投资平均增速不到20%，且有进一步减缓的迹象，这将有利于现有产能的释放，也有利于行业景气的提升。我国氮肥行业固定资产投资与行业景气状况如图4所示。

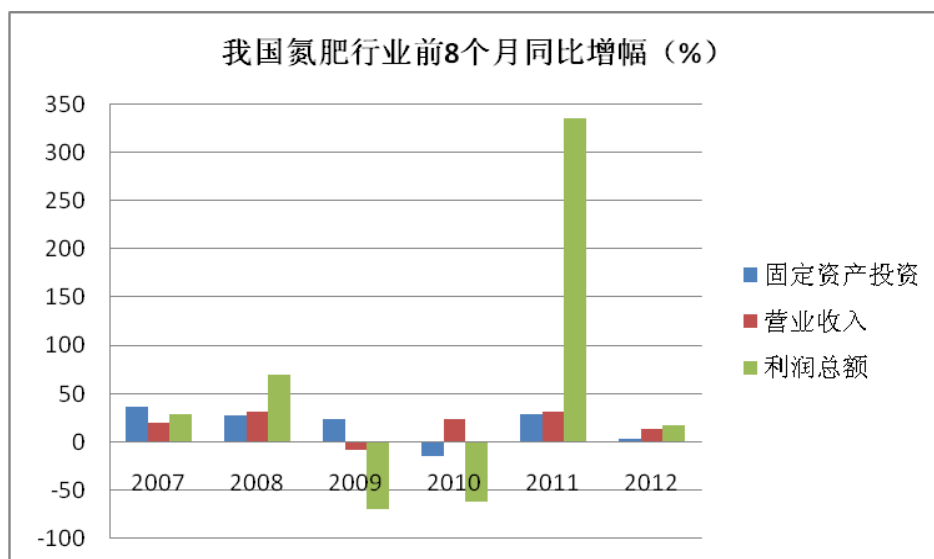


图4 我国氮肥行业固定资产投资与行业景气状况示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

我国氮肥行业在连续两年盈利下滑后，于去年出现强劲复苏。2011年，我国氮肥行业实现利润总额135.56亿元，同比增长334.83%。今年前三季度，行业景气度依然保持良好，实现利润总额101.59亿元，同比增长13.82%。

2. 石化业务有望企稳

2.1. 炼油业务

公司目前拥有年加工原油500万吨的能力，可年生产柴油189万吨，根据季节

性市场需求的不同，分别生产出 0#、-10#、-20#、-35#等 4 个不同柴油牌号，产品质量执行 GB252—2000 轻柴油标准，主要目标市场为东北、华北、华东地区，特别是负号柴油，以东北区域为主。

公司原油加工另一种产品石脑油（110 万吨/年）为公司乙烯生产装置主要原材料，此外加氢尾油（80 万吨/年）也可作为乙烯原料与石脑油混合使用。公司现有乙烯原料已经可以满足需要，无需外购。

2.2. 化工业务

公司现有 45 万吨/年和 18 万吨/年两套乙烯装置，产品主要包括乙烯、聚烯烃类产品（高密度聚乙烯、聚丙烯）、芳烃类产品（苯乙烯以及甲苯、二甲苯系列）等。此外，公司 12 万吨/年丁二烯既可作为产品，也可作为生产 ABS 塑料（20 万吨/年）的原料。公司 45 万吨/年乙烯装置工艺流程如图 5 所示。

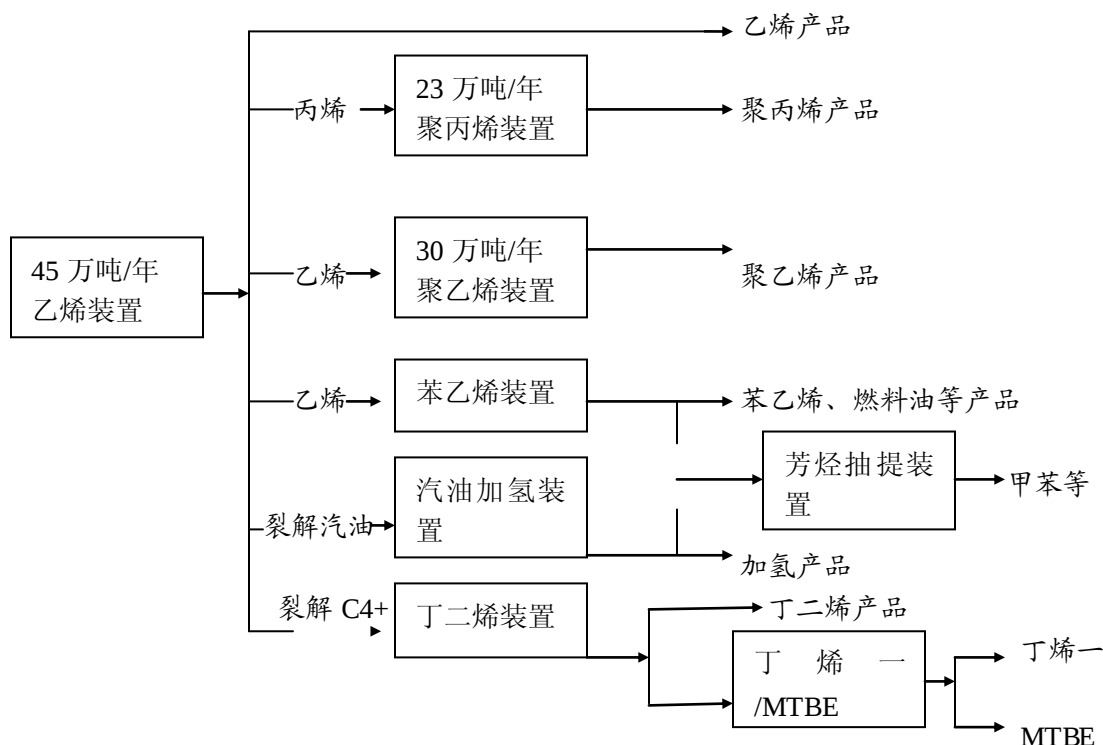


图 5 公司 45 万吨/年乙烯装置工艺流程图

数据来源：公司发行报告书、东北证券

2.3. 公司石化业务业绩

2.3.1. 公司聚烯烃产品亏损严重

按营业收入计算，公司石化（含精细化工）业务占公司总收入的接近 90%，然而，该项业务盈利能力较低，甚至处于亏损状态。公司主要石化产品营业利润如图 6 所示。公司主要石化产品市场价格与布伦特原油走势如图 7 所示。

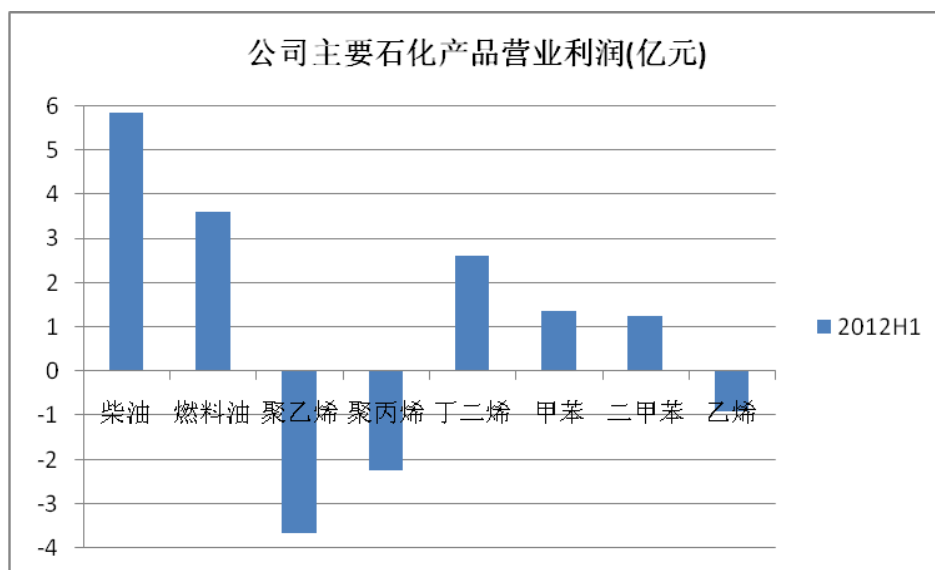


图 6 公司主要石化产品营业利润示意图

数据来源：公司报告、东北证券

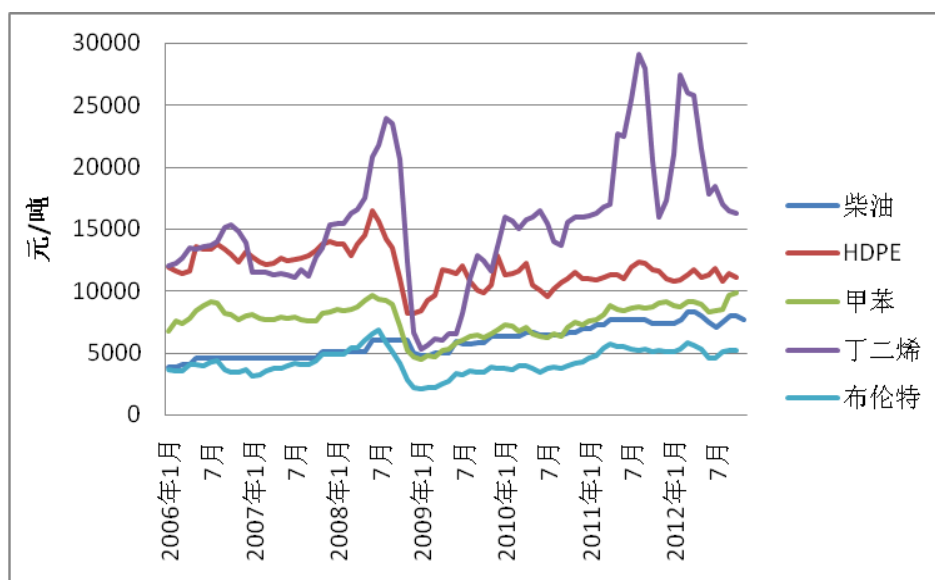


图 7 公司主要石化产品市场价格与布伦特原油走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

分产品来看，柴油、燃料油和丁二烯是公司石化产品中的主要盈利品种，而聚烯烃产品则是主要的亏损品种。

2.3.2. 化工行业面临挑战

根据美国《油气杂志》最新发布的全球乙烯产能分析报告显示，截至 2011 年底，全球乙烯生产能力达到 1.41 亿吨，比 2010 年增长了 250 万吨。美国的乙烯产能达 2759.3 万吨，位居全球首位。

2011 年，我国的乙烯产量为 1520 万吨，约占世界总产量的 12%，居世界第二位。今年前三季度，我国的乙烯产量为 1105.6 万吨，同比下降 2.9%。我国乙烯产量如图 8 所示。

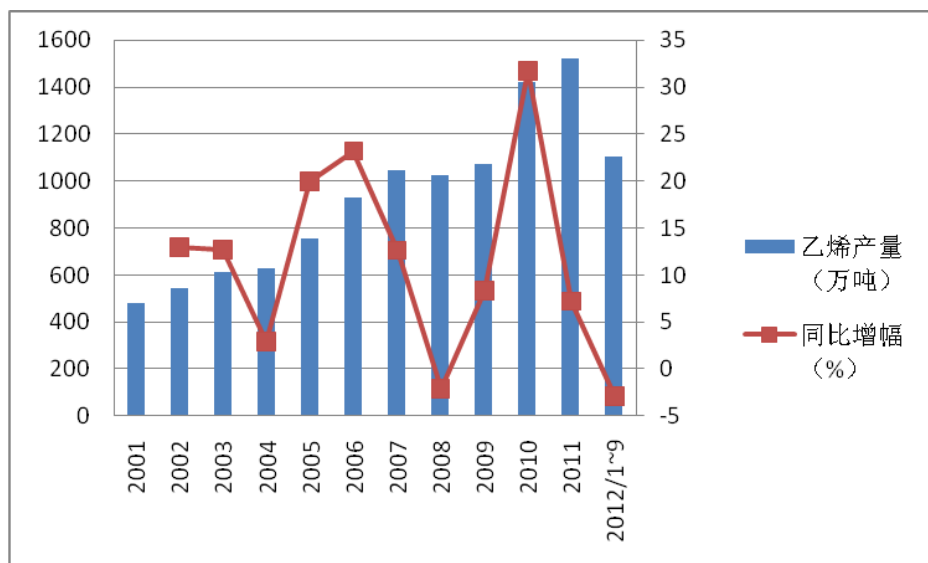


图 8 我国乙烯产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

我国的化工市场已经基本融入了全球的市场化体系。从过去 10 年的发展来看，我国乙烯产量的增速仅略高于 GDP 的增速，乙烯及下游衍生生物的对外依存度仍高达 30% 以上。而且从长远来看，由于资源禀赋和环境承受能力的限制，我国石化产品将长期保持一定水平的对外依存度。我国三大合成对外依存度如图 9 所示。

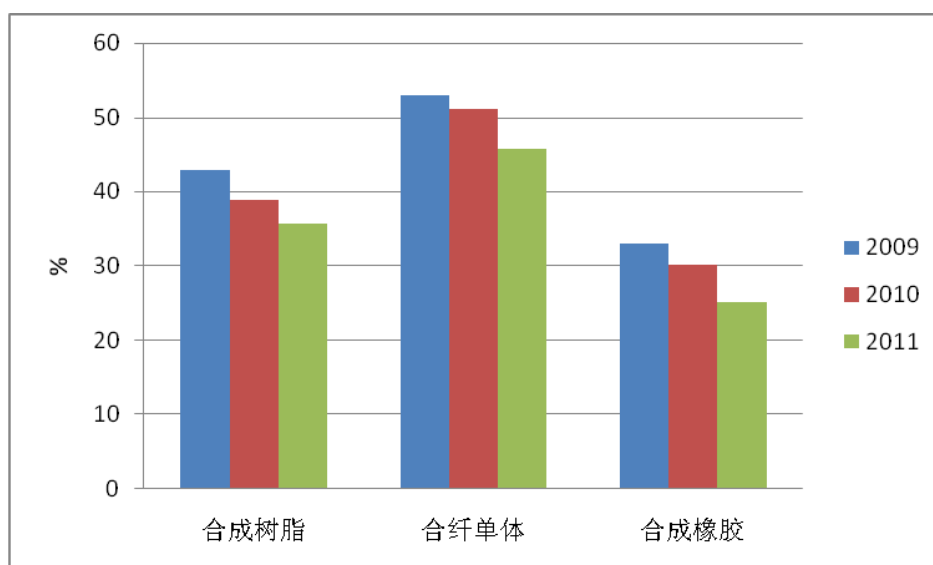


图 9 我国三大合成对外依存度示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

然而，由于宏观调控的加强，以及中东等地区廉价乙烯衍生产品的冲击，化工行业的景气度出现较大的下滑。三大合成材料制造业是石化行业最大的一个产品系列制造业，该子行业的景气状况基本能够反映整个行业的景气变化情况。近年来我国合成材料制造业的景气状况如图 10 所示。

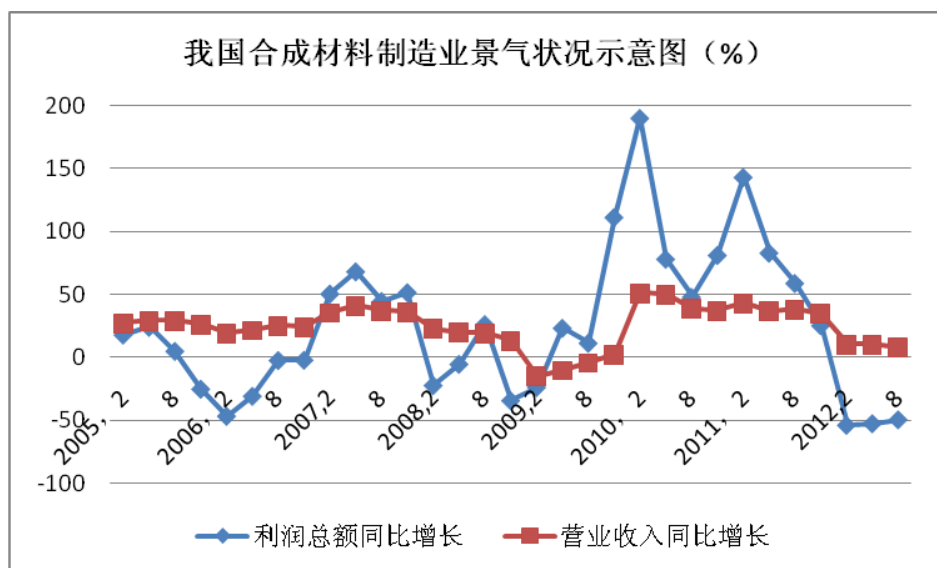


图 10 我国合成材料制造业景气状况示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

3. 公司发展平台将进一步扩展

3.1. 内蒙古华锦项目

公司的全资子公司内蒙古华锦化工公司已经启动大尿素项目。该项目以内蒙古廉价煤炭资源为原料，实现煤炭资源的就地转化。项目计划投资 81.11 亿元，建设 100 万吨/年合成氨、160 万吨/年尿素项目，建设期 3 年。公司预计，项目建成投产后，将年增加销售收入 28.74 亿元，净利润 5.10 亿元，成为公司一大利润增长点。

同时，该项目也是公司计划实施定向增发募集资金项目。公司计划发行 4 亿股，发行价格不低于每股 7.63 元，预计募集资金 30 亿元左右。该定增方案目前正处于运作之中。

3.2. 石化平台的扩展前景

公司现有的 500 万吨/年的炼油能力还有较大的扩展空间。公司作为兵装集团下属唯一的石化产业平台，将适时启动扩产战略，进一步做大做强石化产业。

公司将着力于产业的差异化竞争战略，以市场为先导，突出产品的科技含量，选择合适的工艺路径，不搞简单的产能扩张，使得公司的石化平台能够为公司带来满意的回报。

3.3. 新一轮扩张有望启动

本月，公司成功发行了 26.80 亿元公司债券，进一步优化公司的债务结构。结合即将启动的定增方案，预示着公司新一轮的扩张已经悄然启动。

纵观公司的发展轨迹，坚持化肥和石化双线发展是公司的既定方针。化肥产业具有良好的盈利能力，也是公司的立业之本。石化产业具有巨大的规模和广阔的发展空间，也是兵装集团重点发展的支柱产业之一。因此，可以预见，公司今后的发展路径也将延续这一思路，公司的扩张步伐不会停止。

然而，目前困扰公司发展的还是实力和平台，尤其是发展大石化的资金实力和平台承载能力。目前，公司总资产 291.22 亿元，净资产 68.46 亿元，资产负债率高达 76.49%。发展大石化需要数百亿的资金投入，公司现有的资产规模，以及过高的负债率都将阻碍公司发展的步伐。因此，更大规模的融资，尤其是股权融资显得格外必要。此外，引入战略投资者，建立一个第三方平台等也都是应该考虑的方案。

4. 估值与评级

基于对公司基本面逐步好转的预期, 对公司 2012、2013 和 2014 年业绩预测 (暂不考虑股本变化) EPS 分别为 0.06 元、0.34 元和 0.42 元。

基于公司较大的成长空间, 给予公司股票的目标价格为 7.50 元, 对应 2012、2013 和 2014 年预期 P/E 值分别为 125.00 倍、22.06 倍和 17.86 倍。首次给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示: 公司今后的成长路径仍存在一定的不确定性, 由此会影响对公司的价值判断。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1931	3000	3200	3500	净利润	842	75	406	500
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	22	0	0	0
应收款项	189	108	119	131	折旧及摊销	1201	912	935	983
存货	4400	4422	4803	5274	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	775	836	941	1018
流动资产合计	8125	10088	10902	11959	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	374	-4365	-216	-280
长期投资净额	5	5	5	5	其他	0	176	0	0
固定资产	17096	17096	18096	19096	经营活动净现金流量	3197	-2547	2060	2215
无形资产	1476	1419	1363	1310	投资活动净现金流量	-1483	-783	-2194	-2394
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-2101	4399	334	479
非流动资产合计	20401	20276	21541	22958	企业自由现金流	2822	-3536	-171	-219
资产总计	28526	30363	32442	34917					
短期借款	3763	7522	8797	10295	财务与估值指标				
应付款项	5492	1585	1721	1890		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	770	859	945	1040	每股指标				
一年内到期的非流动负债	213	2256	2256	2256	每股收益 (元)	0.70	0.06	0.34	0.42
流动负债合计	12163	14495	16168	18142	每股净资产 (元)	6.23	6.29	6.63	7.05
长期借款	8559	5315	5315	5315	每股经营性现金流量 (元)	2.66	-2.12	1.72	1.85
其他长期负债	121	221	221	221	成长性指标				
长期负债合计	8817	8248	8248	8248	营业收入增长率	56.96%	-12.00%	10.00%	10.00%
负债合计	20980	22742	24415	26389	净利润增长率	104.04%	-91.11%	442.41%	23.18%
归属于母公司股东权益合计	7481	7556	7962	8462	盈利能力指标				
少数股东权益	65	65	65	65	毛利率	14.33%	12.48%	13.62%	13.75%
负债和股东权益总计	28526	30363	32442	34917	净利率	2.24%	0.23%	1.12%	1.25%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	1.19	1.19	1.19	1.19
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	48.49	55.00	55.00	55.00
营业收入	37557	33050	36355	39991	偿债能力指标				
营业成本	32175	28926	31402	34492	资产负债率	73.55%	74.90%	75.26%	75.58%
营业税金及附加	1944	1711	1882	2070	流动比率	0.67	0.70	0.67	0.66
资产减值损失	22	0	0	0	速动比率	0.18	0.23	0.22	0.22
销售费用	206	198	218	240	费用率指标				
管理费用	1402	1322	1454	1600	销售费用率	0.55%	0.60%	0.60%	0.60%
财务费用	775	807	904	978	管理费用率	3.73%	4.00%	4.00%	4.00%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	2.06%	2.44%	2.49%	2.45%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	1034	86	495	611	分红比例				
营业外收支净额	6	6	6	6	股息收益率	1.32%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	1039	92	501	617	估值指标				
所得税	197	18	95	117	P/E (倍)	8.61	96.86	17.86	14.50
净利润	842	75	406	500	P/B (倍)	0.97	0.96	0.91	0.86
归属于母公司净利润	842	75	406	500	P/S (倍)	0.19	0.22	0.20	0.18
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	11.25%	0.99%	5.10%	5.91%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760