

## 石油化工

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026570

zanglei@cjjs.cn

参与人：宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjjs.cn

### 6-12 个月目标价：

当前股价： 9.37 元

评级调整： 维持

### 基本资料

上证综合指数	2626.77
总股本(百万)	1201
流通股本(百万)	1201
流通市值(亿)	131
EPS (TTM)	0.55
每股净资产(元)	5.51
资产负债率	75.1%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
辽通化工	-18.31	-5.69	-5.69
上证综合指数	-6.86	-8.51	-9.40



### 相关报告

《辽通化工-3 季度大幅亏损，问题应该是原料定价》2010-10-22

《辽通化工-期间费用影响 EPS0.5，强周期标的》2010-8-9

《辽通化工-1 季报符合预期，2 季度会更好》2010-4-22

辽通化工

000059

推荐

炼油需精益求精，强周期大弹性提供阶段性机会

### 投资要点：

- **公司公布 3 季报：**前 3 季度，实现销售收入 277 亿，归属于上市公司股东的净利润 5.32 亿，基本每股收益 0.44 元，加权平均净资产收益率 7.78%。3 季度单个季度石化业务（炼油+乙烯）约亏 0.15 亿，尿素业务盈利 0.78 亿，单季度合计 EPS 为 0.05 元。
- **公司石化业务（炼油+乙烯）收入占比超 9 成，属于强周期业务。**炼油和乙烯属于石化产业中下游，又是基础化工的上游行业，因此（1）直接看，行业盈利要看加工产品与原油的价差（2）价差趋势性的变化与经济增长的速度紧密相关，一般来说经济增速快，下游需求旺盛，化工产品涨价往往快过原油涨价，价差趋势性扩大，反则反之（3）价差在趋势性变化里仍有阶段性波动，这种波动主要来自于库存规模、投资增速、新建产能投放时间和产品销售半径的限制。综合来看，单纯“炼油+乙烯”的强周期性质十分明显。
- **公司石化业务（炼油+乙烯）在 3 季度略有好转。**我们认为公司 7 月份亏损较多，8 月份可能盈亏平衡，9 月份实现盈利，当月对应加工每桶原油的毛利（收去减采购成本和操作成本）约 12 美元。4 季度按照 Brent 均价 105 美元以及目前的成品油和化工品价格计算，我们认为公司石化业务对应加工每桶原油的毛利在 13 美元/桶。
- **公司收购华锦乙烯，评估价 11.18 亿。**我们认为收购的意义主要是乙烯装置并入本公司将避免同业竞争，并扩大石化产品的生产规模，进而降低生产成本，提高石脑油等产品的附加值。兑现了公司在 2007 年定向增发时“收购盘锦乙烯”的承诺。从业务上看，相当于将之前外销的 45 万吨石脑油深加工，每年销售收入将增加 40-50 亿左右，相比较炼油而言，乙烯业务的估值要高一些。但同时也增加了公司石化业务的比重，进一步加强强周期和大弹性的特点。
- **作为仅 12 亿股本 500 万吨的炼油公司，业绩弹性大提供了阶段性机会。**石化业务决定公司业绩波动幅度。大周期上看，炼油乙烯将向大型化、规模化发展，需要精益求精，才能在高油价和受管制的政策环境下持续盈利，因此中长期投资需要看公司是否有上游业务整合来平抑业绩波动，以及炼油乙烯装置的经营水平；小周期上看，油价（主要 Brent 价格）下行阶段或者成品油价格市场化的每一步，都是公司业绩的上行区间。按照目前的油价水平和成品油定价改革预期计算，我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.69、0.84、1.08 元，给予推荐评级。

风险提示：油价大幅上涨

### 主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	23927	34167	34448	34669
同比(%)	729%	43%	1%	1%
归属母公司净利润(百万元)	413	826	1004	1301
同比(%)	99%	100%	22%	30%
毛利率(%)	16.5%	14.4%	14.8%	15.3%
ROE(%)	6.3%	11.2%	12.0%	13.6%
每股收益(元)	0.34	0.69	0.84	1.08
P/E	28.92	14.44	11.88	9.17
P/B	1.81	1.61	1.43	1.25
EV/EBITDA	11	9	8	8

资料来源：中投证券研究所

## 一、石化业务收入占9成，强周期标的

公司已经完全从传统的化肥企业转变为石化产业为主导、化肥产业为辅助的企业，石化业务（炼油+乙烯装置）收入占比9成。

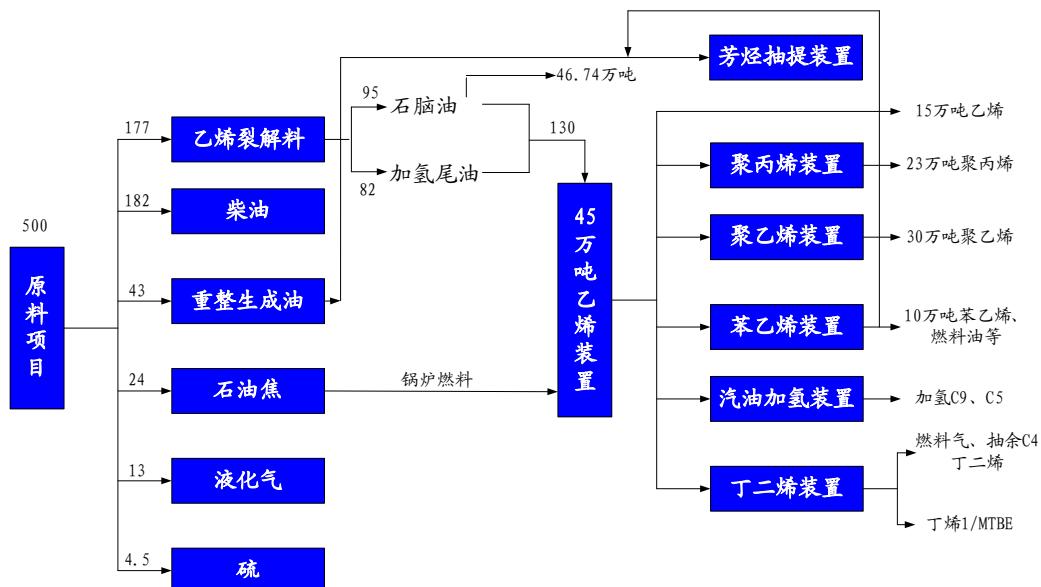
炼油和乙烯属于石化产业中下游，又是基础化工的上游行业，因此（1）直接看，行业盈利要看加工产品与原油的价差（2）价差趋势性的变化与经济增长的速度紧密相关，一般来说经济增速快，下游需求旺盛，化工产品涨价往往快过原油涨价，价差趋势性扩大，反则反之（3）价差在趋势性变化里仍有阶段性波动，这种波动主要来自于库存规模、投资增速、新建产能投放时间和产品销售半径的限制。综合来看，单纯“炼油+乙烯”的强周期性质十分明显。

表 1 辽通化工主要业务

装置	产能	开工率	2011 上半年
尿素	辽河化肥厂：48万吨 锦天化：52万吨 新疆阿克苏：50万吨 总产能达到150万吨以上（90万吨合成氨） 400万吨	辽河化肥、锦天化开工率较低，主要是供气不足	收入12.5亿 净利0.94亿
原油加工	由常减压、延迟焦化、加氢裂化、柴油加氢、制氢和PSA、连续重整、芳烃抽提、产品精制、硫磺回收等9套装置 45万吨	开工率110~120%， 柴油收率35%、蜡油收率21%、渣油收率20%	收入152亿 净利2.80亿
乙烯装置	由乙烯装置、汽油加氢、C4抽提、芳烃抽提装置、苯乙烯、高密度聚乙烯、聚丙烯装置等组成	满负荷	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 辽通化工炼油和乙烯工艺流程



资料来源：中投证券研究所

## 二、石化业务毛利分析，炼油需精益求精

辽通化工的石化业务（核算方法按照石化和乙烯装置整体来核算）盈利在3季度趋向好转，我们认为公司7月份亏损较大，8月份可能盈亏平衡，9月份实现盈利，当月对应加工每桶原油的毛利（收入减采购成本和操作成本）约12美元。

表 2 辽通化工炼化与乙烯装置收率

炼化装置		乙烯装置	
石脑油	21.6%，一半外销	乙烯	12%，产品
加氢尾油	18.6%	聚乙烯	22%，产品
柴油	41.4%，产品	聚丙烯	17%，产品
重整生成油	9.8%	甲苯二甲苯	7.2%，产品
石油焦	5.5%	苯乙烯	8%，产品
液化气	3.0%，产品	丁二烯	4%，产品
硫	1%，产品	MTBE	6%，产品

资料来源：公司公告、中投证券研究所

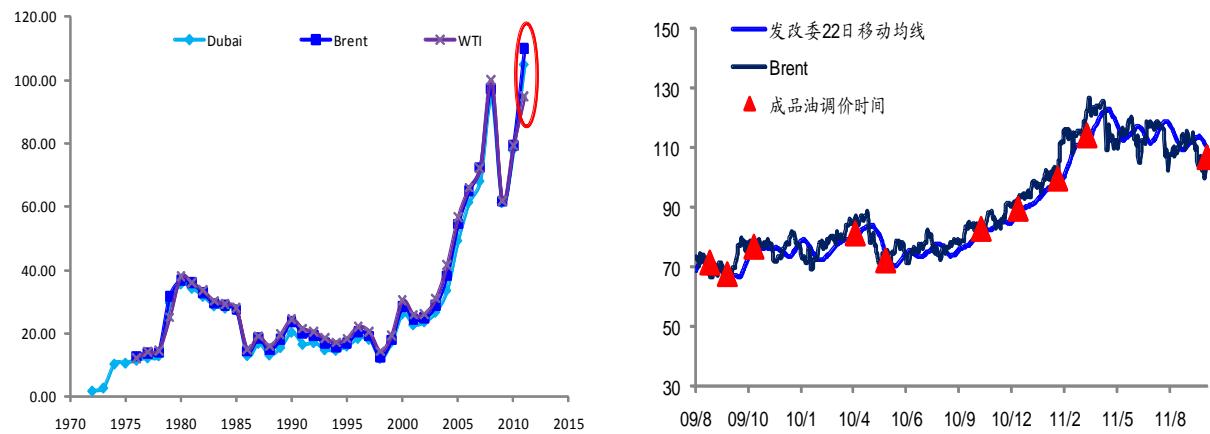
公司原油全部进口，从进口地点来看参考 Brent 价格更为合适，中途运输需要30天左右，通过港口管道运送到炼厂。公司每月加工原油约300万桶，基本上需要三艘油轮（一艘装船、一艘途中、一艘到港）不间断运送才能满足需求，我们假定运费在5美元/桶，进行了相关敏感度分析如下（不含华锦乙烯）：

表 3 辽通化工石化业务毛利敏感度分析

		Brent 价格						
		90	95	100	105	110	115	120
柴	7400	26.21	21.90	17.60	13.29	8.98	4.67	0.37
油	7600	27.70	23.39	19.09	14.78	10.47	6.16	1.86
含	7800	29.19	24.88	20.58	16.27	11.96	7.65	3.35
税	8000	30.68	26.37	22.07	17.76	13.45	9.14	4.84
价	8200	32.17	27.86	23.56	19.25	14.94	10.63	6.33

资料来源：中投证券研究所

图 2 国际原油年均价及成品油调价时点

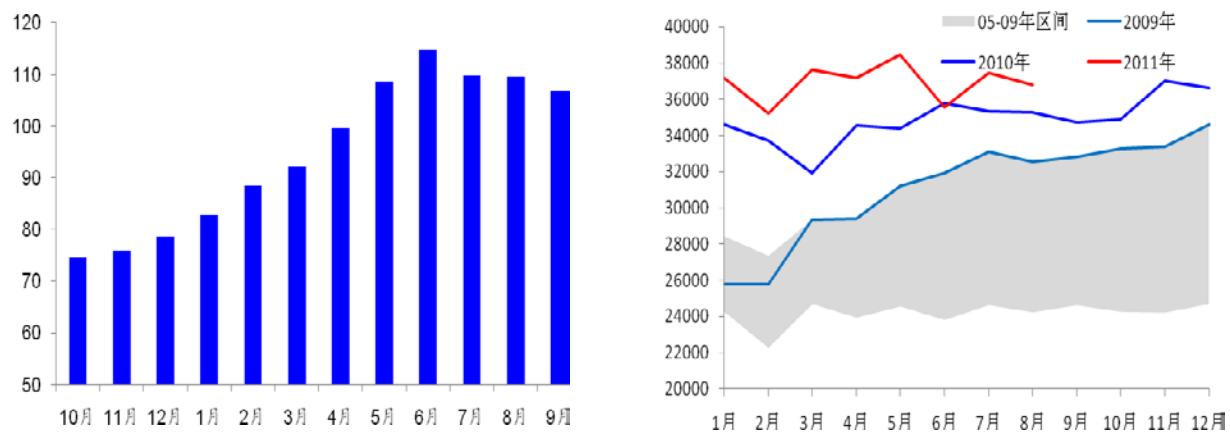


资料来源：BP 能源、Bloomberg、中投证券研究所

简单来看：

- 1 季度 Brent 均价 105 美元/桶，部分低价油库存，公司单季 EPS 0.34 元；
- 2 季度 Brent 均价在 117 美元/桶，油价大幅上涨，公司单季 EPS 0.05 元；
- 3 季度 Brent 均价在 112 美元/桶，油价小幅回落，公司单季 EPS 0.05 元；
- 4 季度按照 Brent 均价 105 美元，成品油和化工品价格稳定在目前价位，我们认为公司石化业务（核算方法按照石化和乙烯装置整体来核算）对应加工每桶原油的毛利在 13 美元/桶（单算炼油的话，我们认为依然是亏损的），预计单季 EPS 0.26 元。

图 3 海关进口原油均价（美元/桶）及国内原油月度加工量（千吨）

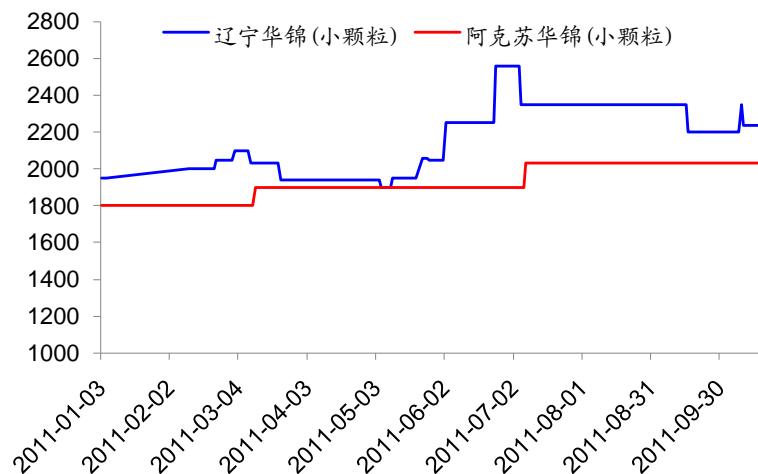


资料来源：BP 能源、Bloomberg、中投证券研究所

### 三、尿素业务盈利稳定，但难有超预期利润

公司尿素的市场销售不成问题，在辽宁市场占有率 90%、在南疆市场占有率为 50%，但因为是化肥类的销售，售价方面不会有大幅提升，因此，这块业务的盈利主要看成本控制和生产负荷是否够高。

图 4 辽通化工尿素出厂价（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯、中投证券研究所

从成本上看，目前公司三个厂采购天然气的价格在 0.9-1.0 元/立方米，但由于辽河油田的天然气供气不足（其自产天然气已经由 2005 年的 9.52 亿立方米降至 2010 年的 8.15 亿立方米），上半年辽河化肥停车时间较长。下半年西气东输的管网接通后，我们预计天然气价格将提升到 1.5 元/立方米以上。

我们认为，尿素业务占比公司收入的 10%，盈利空间在保持市场占有率和解决气源的情况下，将维持稳定，毛利率在 30~40% 之间，此项业务将每年贡献净利在 1.5~2 亿，对应 EPS 0.125-0.165 元。

但我们认为尿素业务难有超预期，主要原因是（1）工业用天然气价格上涨是趋势性事件（2）涉农产品的销售即使市场占有率高，也很难有售价大幅提高的可能或者持续性。因此，尿素以前是传统业务，现在是锦上添花的，已变成次要因素。

## 四、收购华锦乙烯、强化石化业务

华锦乙烯评估价 11.18 亿，辽通化工用自有资金分 5 年支付，议案通过后 10 天内支付 3.18 亿元，以后每年（12 年起）支付 2 亿元。

华锦乙烯主要装置包括年产 18 万吨乙烯装置、年产 14 万吨聚乙烯装置、年产 6 万吨聚丙烯装置、年产 7.5 万吨苯乙烯装置、年产 4 万吨聚苯乙烯装置、年产 11.2 万吨加氢汽油的加氢装置等 6 套生产装置。于 2011 年 6 月正式开工生产，6-9 月共生产聚乙烯 77423 吨，聚丙烯 33955 吨，苯乙烯 21485 吨，聚苯乙烯 22659 吨，实现销售收入 166395 万元，利润 5585 万元，静态年化利润 1.5 亿左右。

我们认为收购的意义主要是乙烯装置并入本公司将避免同业竞争，并扩大石化产品的生产规模，进而降低生产成本，提高石脑油等产品的附加值。兑现了公司在 2007 年定向增发时“收购盘锦乙烯”的承诺。

从业务上看，相当于将之前外销的 45 万吨石脑油深加工，每年销售收入将增加 40-50 亿左右，相比较炼油而言，乙烯业务的估值要高一些。但同时也增加了公司石化业务的比重，进一步加强强周期和大弹性的特点。

## 五、投资建议

作为仅 12 亿股本 500 万吨的炼油公司，业绩弹性大提供了阶段性机会。

石化业务决定公司业绩波动幅度。大周期上看，炼油乙烯将向大型化、规模化发展，需要精益求精，才能在高油价和受管制的政策环境下持续盈利，因此中长期投资需要看公司是否有上游业务整合来平抑业绩波动，以及炼油乙烯装置的经营水平；小周期上看，油价（主要 Brent 价格）下行阶段或者成品油价格市场化的每一步，都是公司业绩的上行区间。

按照目前的油价水平和成品油定价改革预期计算，我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.69、0.84、1.08 元，给与推荐评级。

## 附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	23927	34167	34448	34669
现金	7512	31542	24160	26713	营业成本	19984	29261	29352	29352
应收账款	2318	2153	1964	2086	营业税金及附加	1573	1845	1860	1872
其它应收款	57	62	69	67	营业费用	112	159	161	162
预付账款	11	85	62	71	管理费用	1030	1367	1378	1387
存货	891	23489	16144	18617	财务费用	756	538	507	365
其他	4148	5492	5704	5639	资产减值损失	4	22	11	13
<b>非流动资产</b>					公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19024	18218	17411	16575	投资净收益	467	975	1180	1520
固定资产	5	5	5	5	<b>营业利润</b>	10	5	6	6
无形资产	16908	16260	15355	14334	营业外收入	11	9	8	9
其他	1043	1315	1629	1925	营业外支出	466	972	1178	1518
<b>资产总计</b>	1069	639	422	311	利润总额	53	146	173	216
<b>流动负债</b>	26536	49760	41571	43288	所得税	413	826	1004	1301
短期借款	11060	33494	24364	24857	<b>净利润</b>	归属母公司净利润	2233	2637	2835
应付账款	4016	6343	2941	1469	8859	8823	8823	3045	
其他	2402	9285	7386	8028	长期借款	0.34	0.69	0.84	1.08
<b>非流动负债</b>	1069	17865	14037	15360	少数股东损益	负债合计			
长期借款	8693	8693	8693	8693	归属于母公司净利润	19919	42317	33187	33680
其他	166	130	130	130	EBITDA	少数股东权益			
<b>负债合计</b>	166	41	41	41	EPS (元)	股本			
少数股东权益	26536	49760	41571	43288	资本公积	41	41	41	41
<b>现金流量表</b>	经营活动现金流	413	826	1004	留存收益	1201	1201	1201	1201
净利润	1481	-1154	4046	2322	归属母公司股东权益	3843	3843	3843	3843
折旧摊销	413	826	1004	1301	负债和股东权益	1533	2360	3300	4524
财务费用	1010	1124	1148	1160	经营活动现金流	6576	7403	8343	9567
投资损失	756	538	507	365	投资活动现金流	26536	49760	41571	43288
营运资金变动	0	0	0	0	筹资活动现金流	净利润			
其它	-708	-3623	1387	-504	资本支出	折旧摊销			
<b>投资活动现金流</b>	10	-19	-1	1	长期投资	财务费用			
资本支出	-442	-298	-344	-329	其他	投资损失			
长期投资	407	0	0	0	筹资活动现金流	营运资金变动			
其他	-120	0	0	0	筹资活动现金流	其它			
<b>筹资活动现金流</b>	-155	-298	-344	-329	经营活动现金流	资本支出			
短期借款	567	1287	-3891	-1872	投资活动现金流	长期投资			
长期借款	1876	2328	-3403	-1472	筹资活动现金流	其他			
普通股增加	-1319	0	0	0	经营活动现金流	筹资活动现金流			
资本公积增加	0	0	0	0	投资活动现金流	筹资活动现金流			
其他	-71	0	0	0	筹资活动现金流	筹资活动现金流			
<b>现金净增加额</b>	82	-1041	-488	-400	筹资活动现金流	筹资活动现金流			
	1606	-165	-189	122	筹资活动现金流	筹资活动现金流			

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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±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

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师。

宋哲建，中投证券研究所石油化工行业分析师，清华大学化工系学士、硕士，2011年初加入中投证券。主要覆盖石化、油服、煤化工和部分化纤，重点关注中石化、辽通化工、中海油服、英力特、荣盛石化、通源石油、惠博普、宝莫股份、海默科技等公司。

## 免责条款

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，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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，但我们将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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	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