

氮肥

芮定坤 芮定坤

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

辽通化工 000059

推荐

建议关注未来单月炼油数据以及 ABS

投资要点:

- 公司全年每股收益 0.163, 4 季度亏损 0.03, 低于预期主要是 3 个原因: 第 1、3 季度检修时间较长, 第 2、4 季度天然气短缺, 第 3、炼油装置试车费用。全年生产尿素 144 万吨, 同比减少 20.4 万吨, 主要是辽河化肥只有 35 万吨左右产量, ABS0.41 万吨, 同比少 2.95 万吨。
- 固定资产同比增长 19%, 每股净资产 5.18 元, 对应目前 PB 为 2.46 倍, 在化工股里并不算高, 所以向下的风险不大, 安全边际相对较高。
- 财务费用同比增加 28.8% 到 1.6 亿, 财务负担较大, 相当于影响 EPS0.1 左右。公司未来如果扩建炼油或者尿素产能, 有融资需求。
- **对 500 万吨炼油的看法:** 我们认为考虑到规模效应、技术水平、工艺差别等原因, 简单比较中石化吨毛利预测公司盈利的方法误差较大, 建议等待单月或季度数据。
- **未来有 2 个可能的项目值得关注:** 第 1、收购盘锦乙烯和北沥公司, 18 万吨乙烯加工能力的盘锦乙烯增加了深加工能力, 提高化工板块业绩在 0.03 左右, 北沥公司毛利每年在几千万影响不大; 第 2、扩大尿素产能: 公司规划新疆尿素扩为 90 万方, 增厚业绩 0.1 左右。
- 公司炼油装置上了以后, 可以提供原料给 ABS (产能已经扩到 20 万吨, 09 年产量不到 1 万吨), 这 1 块市场预期较少可能超预期, 我们**建议跟踪 ABS 的产量和毛利率。如果毛利率有 10%, 增厚 EPS0.1。**
- 投资建议: 上半年尿素春季行情较好, 化工业务毛利高, 加上低油价下炼油盈利的概率大, 因此如果单月业绩到 0.06 以上, 股价有进一步上涨的可能, 短期还要观察, 长期投资者建议买入。小幅调整盈利预测: 2010 和 2011 年对应 EPS 分别为 0.6-0.7 之间以及 0.89。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3669	2749	18931	21382
同比(%)	9.45%	-25%	589%	13%
归属母公司净利润(百万元)	385	196	725	1065
同比(%)	60%	-49%	270%	47%
毛利率(%)	30.8%	32.8%	10.5%	11.8%
ROE(%)	6.39%	3.2%	10.5%	13.4%
每股收益(元)	0.32	0.16	0.60	0.89
P/E	24	78.05	21.12	14.37
P/B	1.5	2.46	2.22	1.92
EV/EBITDA	7	39	16	11

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

- 《辽通化工-投资新项目影响不大, 未来是“类中石化”标的》2009-12-24
- 《辽通化工-大修影响 3 季度业绩, 未来投资机会要看 2 个问题》2009-10-22
- 《辽通化工-9 月投产在即, 化工好转超预期上调业绩预测》2009-7-28
- 《辽通化工-炼油项目进度良好, 业绩在安全边际上具有弹性》2009-3-10

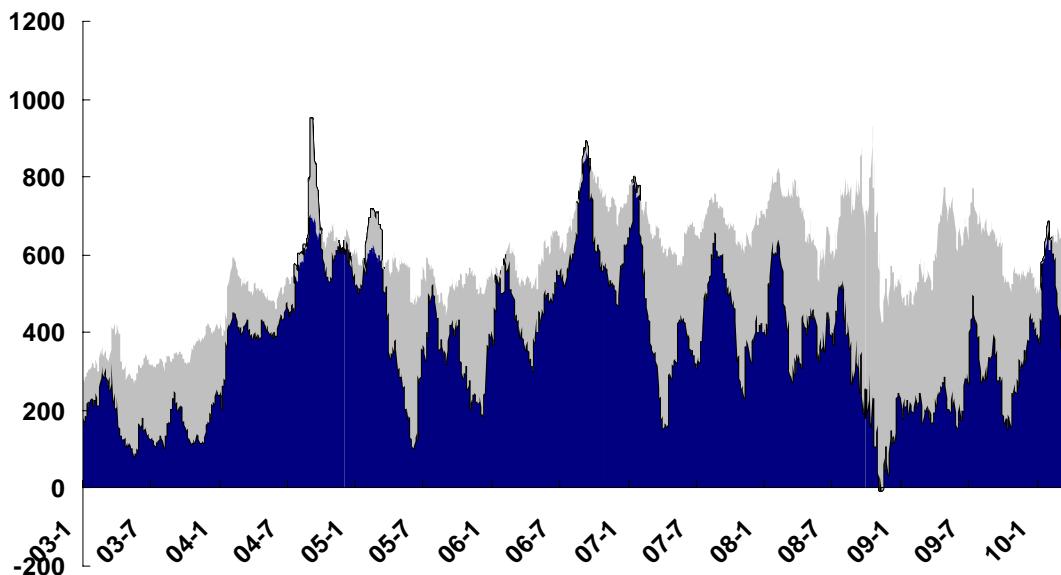
请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、炼油装置分析

我们认为考虑到规模效应、技术水平、工艺不同等原因，简单比较中石化吨毛利预测公司盈利的方法误差较大，建议等待单月或季度数据。

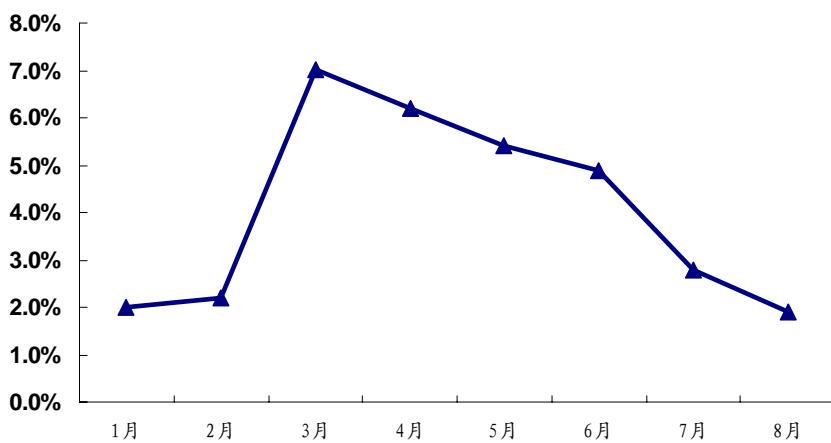
公司炼油装置上了以后，可以提供原料给 ABS（产能已经扩到 20 万吨，09 年产量不到 1 万吨），这 1 块市场预期较少可能超预期，我们建议跟踪 ABS 的产量和毛利率。如果毛利率有 10%，增厚 EPS0.1。

图 1 聚乙烯和乙烯同石脑油价差 单位：美元/吨



资料来源：中投证券研究所 注：深蓝色为乙烯-石脑油价差，灰色为聚乙烯-乙烯价差（不考虑单耗）

图 2 亚太区计划检修产能占全部产能的比例



资料来源：中投证券研究所

表 1 季度平均化工品价差 单位: 美元/吨

	07年	07年	07年	07	08年	08年	08年	08年	09年	09	09	09	10年
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
乙烯-石脑油	582	352	537	425	452	437	441	216	244	265	378	327	596
HDPE-乙烯	31.1	168	63.4	103	138	123	114	284	222	302	146	100	-117
HDPE-石脑油	671	571	661	589	655	633	627	529	499	606	572	477	544
丙烯-石脑油	539	404	389	326	369	489	533	249	258	349	452	387	507
PP-丙烯	102	180	280	238	218	143	190	232	169	198	65	44	35
PP-石脑油	663	605	691	586	612	662	753	493	440	564	538	452	566
苯-石脑油	429	431	353	228	195	197	222	133	13.8	171	246	197	278
苯乙烯-苯-乙烯	230	289	287	241	299	259	414	546	203	209	223	62	139
聚苯乙烯-苯乙烯	261	144	226	245	134	142	80.8	-13.6	191	193	189	205	176
乙二醇-乙烯	173	311	372	790	408	228	77	190	103	92	116	180	202
对二甲苯-石脑油	569	552	437	297	314	405	411	368	447	578	435	346	361
精对苯二甲酸-对二甲苯	111	91.6	218	144	81.2	25.8	277	400	93	84	161	177	235

资料来源：中投证券研究所

二、其他未来主要项目盈利分析

除了投产的炼油，未来可能有 2 个项目值得关注：

1、收购盘锦乙烯和北沥公司：

公司 07 年增发是为了减少同业竞争等问题曾经承诺收购集团相关资产盘锦乙烯和北沥公司。

盘锦乙烯有 18 万吨左右的乙烯加工能力，收购总体来看对公司是好事，增加公司深加工的能力，等于多赚了乙烯到聚乙烯等乙烯衍生品的利差。

北沥是 100 万吨小炼油，根据我们的了解盈利不多，在几千万左右，净资产 3 亿左右，收购价格在 3 亿左右。

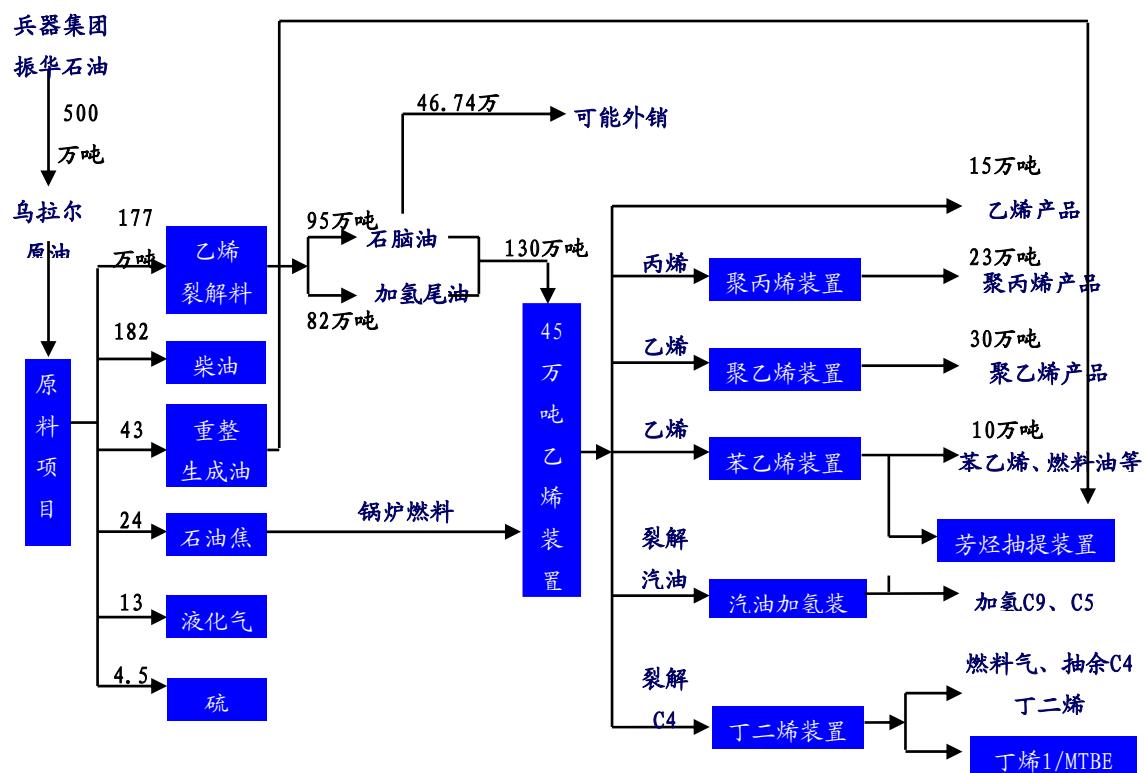
2、扩大尿素产能：新疆公司的产能有扩产计划：从目前 50 万方扩到 90 万方，新疆尿素厂的天然气供应价格低，气源稳定，同时当地政府也比较支持投资开发，因此公司远期规划可能会扩大尿素产能，业绩增厚 EPS 在 0.1 左右，投资大概 6 个亿，目前在做可研，如果开始建设周期一般来讲 1 年。

三、投资建议：推荐

上半年尿素春季行情较好，化工业务毛利高，加上低油价下炼油盈利的概率大，因此如果单月业绩达到 0.06 以上，股价有上涨的机会，短期还要观察，长期投资者建议买入。

小幅调整盈利预测：2010 和 2011 年对应 EPS 分别为 0.6-0.7 之间以及 0.89。

图 3 辽通化工产品图



资料来源：中投证券研究所

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

分析师简介

芮定坤，中投证券研究所石化行业分析师，清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士，4年化工行业经历。2008年加入中投证券，2009年获得证券市场周刊评选的石化行业最佳分析师第4名。

主要研究覆盖公司：中石油、中石化、中海油服、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、中化国际、煤化工行业等。

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。未经中投证券事先书面同意，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

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

北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心2号楼7层
邮编：100031
传真：(010) 66276939

上海

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