

氮肥

芮定坤

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

辽通化工 000059

推荐

关注开工率提高到 90%，1 季报预计 0.09

投资要点：

■ 辽通的业绩分 3 块：尿素、炼油和乙烯。其中业绩的主要增量在炼油和乙烯，而这 2 块取决于油价、化工周期和装置开工率 3 个因素。

■ 分析这 3 个因素：1、油价上半年预计大幅上涨概率不大，对应的炼油可以不亏，如果成品油上调受益；2、化工周期上半年处于高点，乙烯-石脑油价差高（由于检修、产能投放慢以及需求好转等原因）；3、最后 1 个因素装置开工率，我们了解到目前开工率已经到 90% 附近，其中 1 次装置更高 90%-100%，上半年我们之前担心的工艺风险现在看来不大，装置的调试时间和开工率好于我们的预期。**3 月份公司炼油化工盈利预计在 2000 万左右，相当于 EPS 约 0.02。**

■ 目前炼化装置产品开始销售，柴油主要销售给中石油，公司没有单独核算炼油的数据，但根据中石化的情况估计，3 月炼油微利，4 月要看成品油是否上调。如果成品油上调，考虑到弹性和资金等因素我们认为：短期看辽通化工是优于中石化的 1 个标的。

■ 尿素业务由于今年提前预期春耕涨价，现在价格有所回落，加上目前西南干旱的影响，今年还有天然气涨价的影响，盈利能力同比下降。

■ 对于市场关心的公司关联交易亦即从集团购买原油的问题，根据我们的了解，现在的方式是按照购买协议签订当日的 Brent 国际油价，原油的来源包括伊拉克、安哥拉等，品质较轻应该和 Brent 接近。

■ 预计**1 季报业绩在 0.09 左右，2 季度应该比 1 季度好。**维持全年 EPS 在 0.6-0.7 之间的判断，对应目前的估值基本合理，但我们认为：公司开工正常以后，生产逐渐进入正常，如果炼油不亏，业绩有提高的可能，另外公司在 1 期 500 万吨炼化正常投产后，有扩大产能的计划，加上成品油可能上调，开工率提高等催化剂，短期存在机会，维持推荐，目标价 15 元，市场关注业绩的同时也要考虑业绩弹性。

风险提示：油价大幅上涨，炼油亏损，天然气涨价。

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

一、分析

目前国内炼油对应的炼油成本在 75 美元左右，如果 4 月不上调成品油价格，可能提高到 78 美元，按此幅度，成品油如果“合理”调价，幅度应该在 400 元左右，但我们估计，考虑到 CPI 等因素，实际幅度可能会没有那么大。

如果成品油上调，短期来说，我们认为：辽通化工是优于中石化的 1 个标的，这也是我们短期推荐辽通而没有推荐石化的因素，我们认为石化的的机会要到 2 季度末。

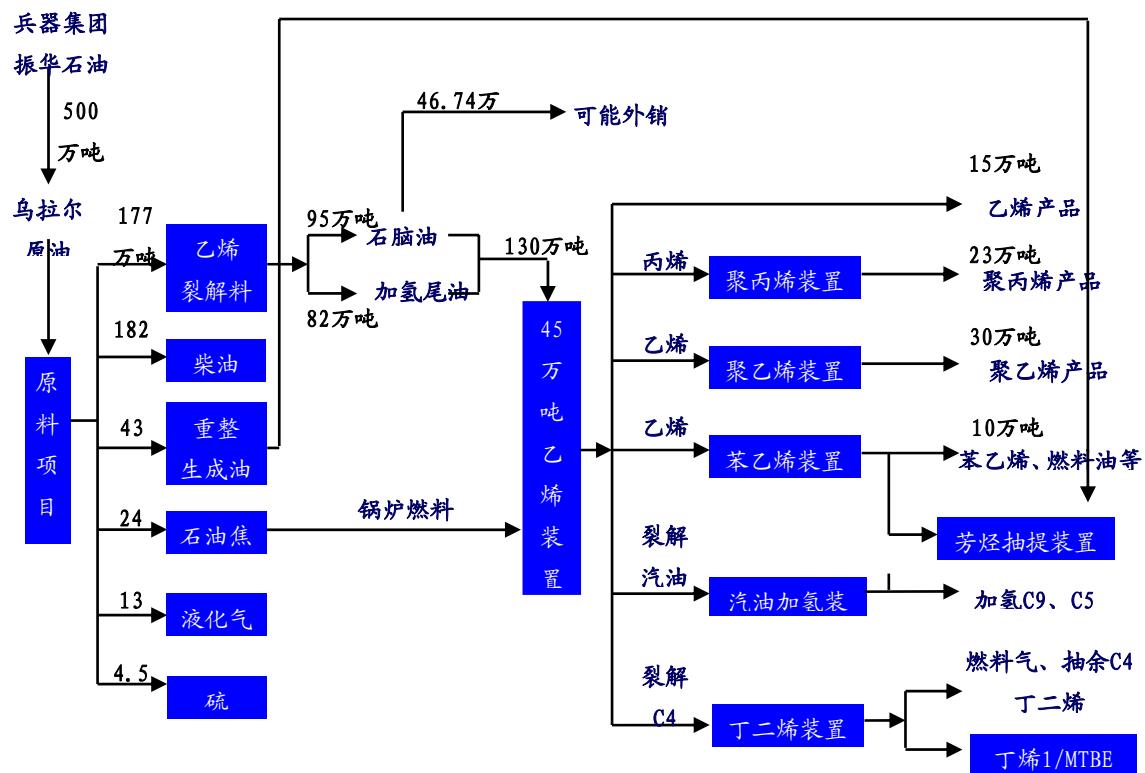
目前辽通炼油估计微利，主要利润来自化工。预计 1 季报业绩在 0.09 左右，3 月份公司炼油化工盈利预计在 2000 万左右，相当于 EPS 约 0.02。但 3 月份只计入了炼油部分的折旧，化工装置的折旧没有计算（第 1 个月不计算折旧），因此实际盈利比这个略低（化工折旧不大），年化后炼化的盈利在 0.3 左右，但目前我们认为还有提高的可能，3 月销量可能并不大，公司现在还没公布相应的销量数据，1 季报中的核算可能也是初步核算。

二、投资建议：推荐

预计 1 季报业绩在 0.09 左右，维持全年 EPS 在 0.6-0.7 之间的判断，对应目前的估值基本合理，但我们认为：公司开工正常以后，生产逐渐进入正常，如果炼油不亏，业绩有提高的可能（3 月销量偏低），另外公司在 1 期 500 万吨炼化正常投产后，有扩大产能的计划，因为 1000 万吨是目前炼油规模经济的最低产能，我们认为兵器集团也会支持其继续扩大产能。另外，兵器集团可能会成立子公司或部门专门负责石化业务。

加上成品油可能上调，开工率提高等催化剂，近期存在交易性机会，维持推荐，目标价 15 元，市场关注业绩的同时也要考虑业绩弹性，从这个角度，辽通是优于石化的标的，PB 也低。

图 1 辽通化工产品图



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	10年	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
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

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