

氮肥

芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

辽通化工

000059

推荐

3 季度大幅亏损，问题应该是原料定价

投资要点:

- 3 季度 EPS 为-0.19，前 3 季度为-0.01，大幅低于市场预期。
- 主要原因公司 3 季报披露了 2 点：第 1、辽河化肥由于天然气供应下降,产品产量下降,加之天然气从 5 月份始涨价,涨幅约为 0.36 元/立方米,导致单位生产成本比去年同期偏高,7-9 月增加亏损 5000 万元左右。第 2、7-8 月新建石化装置亏损,主要是因为这两个月企业内部装置大修停车 20 天左右,产量降低,消耗上升单位成本提高。
- 再补充 1 点:我们认为公司的原油采购定价可能有一定的问题,定价滞后造成成本偏高,因为中石化 3 季度炼油是不亏损的,而且由于存货滞后效应,炼油盈利还是不错的,辽通主要进口原油,周期应该和中石化差不多,所以不应该大幅亏损,所以定价模式可能和中石化不一样,细节我们还不清楚。
- 公司对炼油吨利的弹性大,所以好起来很好,差起来也很差,我们算了一下,原油采购成本差 1 美元/桶, EPS 变动 0.15。
- 总体来说公司的问题是:小公司(股本小,收入小)上了大项目,所以成本负担大,比如 1 年的营业税金附加就是 13 个亿左右,财务费用约 8 个亿,管理费用约 9 个亿,所以 3 季度毛利率是 11%左右的情况下亏损-0.19 (EPS),相对于 12 亿股本,这些项目影响 EPS 非常大。
- 预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.1、0.5 和 0.7,暂不调整评级,股价刺激因素为尿素扩建,炼厂扩建、汽柴油价格上调或者化工价差增大。
- 辽通是周期性很明显的公司,很难长期投资,更适合做波段操作,或中石化的平行标的,周期性的机会我们认为要到 11 年下半年。

风险提示:油价大幅上涨导致炼油亏损;化工品需求差。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2749	20829	23053	24440
同比(%)	-25%	658%	11%	6%
归属母公司净利润(百万元)	196	122	613	851
同比(%)	-49%	-38%	402%	39%
毛利率(%)	32.8%	13.0%	15.1%	17.3%
ROE(%)	3.2%	0.6%	5.5%	6.2%
每股收益(元)	0.16	0.10	0.50	0.71
P/E	59.63	100	20	14
P/B	1.88	1.72	1.51	1.31
EV/EBITDA	34	14	10	9

资料来源:中投证券研究所

6-12 个月目标价: 11 元

当前股价: 10.00 元

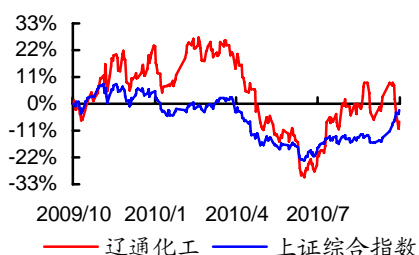
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3001.85
总股本(百万)	1201
流通股本(百万)	986
流通市值(亿)	99
EPS (TTM)	0.16
每股净资产(元)	5.18
资产负债率	71.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
辽通化工	2.04	19.05	-18.81
上证综合指数	15.51	21.27	0.72



相关报告

《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-关注开工率提高到 90%, 1 季报预计 0.09》2010-4-11

一、3 季报分析

3 季度 EPS 为-0.19, 前 3 季度-0.01, 3 季度大幅亏损, 大幅低于预期, 3 季度的数据如下:

表 1 2010~2012 年中东乙烯及合成树脂新增产能 单位: 万吨/年

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	同比	环比
营业收入	783.50	746.77	737.33	481.30	3376.06	6933.04	4996.57	578%	-28%
减: 营业成本	510.22	452.52	498.10	386.87	2610.67	5883.33	4406.96	785%	-25%
毛利率	34.9%	39.4%	32.4%	19.6%	22.7%	15.1%	11.8%	-64%	-22%
减: 营业税金及附加	0.44	0.52	2.03	0.13	271.26	437.87	375.16	18383%	-14%
减: 营业费用	10.18	5.80	7.78	3.39	23.65	31.63	22.41	188%	-29%
减: 管理费用	108.34	113.21	135.66	105.72	205.92	238.89	199.48	47%	-16%
减: 财务费用	44.73	41.36	48.11	28.10	137.31	215.09	223.92	365%	4%
营业利润	109.83	131.69	43.38	-38.83	112.70	135.19	-225.87	-621%	-267%
利润总额	109.68	131.06	41.60	-37.27	111.98	134.89	-225.78	-643%	-267%
减: 所得税	11.25	14.12	11.36	12.24	18.69	12.43	7.22	-36%	-42%
归属于母公司所有者净利润	98.43	116.94	30.24	-49.51	93.29	122.46	-233.00	-870%	-290%
基本每股收益	0.08	0.10	0.03	-0.04	0.08	0.10	-0.19	-870%	-290%

资料来源: 中投证券研究所

简单分析一下原因, 3 季报上披露了 2 个:

第 1、辽河化肥由于天然气供应比去年明显下降, 产品产量下降, 加之天然气从 5 月份始涨价, 涨幅约为 0.36 元/立方米, 导致单位生产成本比去年同期偏高, 7-9 月增加亏损 5000 万元左右。

第 2、7-8 月新建石化装置亏损, 主要是因为这两个月企业内部装置大修停车 20 天左右, 产量降低, 各项消耗上升单位成本提高, 外部市场进口原油价格偏高。

我们在补充一下:

我们认为公司的原油采购定价可能有一定的问题, 可能存在定价滞后造成成本偏高, 因为中石化 3 季度炼油是不亏损的, 而且由于存货滞后效应, 炼油盈利还是不错的, 辽通主要进口原油, 周期应该和中石化差不多, 所以不应该大幅亏损, 所以定价模式可能和中石化不一样, 不是完全市场采购。

公司对炼油吨利的弹性大，所以好起来很好，差起来也很差，也就是说原油采购成本差 1 美元/桶，业绩影响非常大，我们算了一下，原油成本变动 1 美元/桶，EPS 变动 0.15。这是目前较大的问题。

二、投资建议：推荐

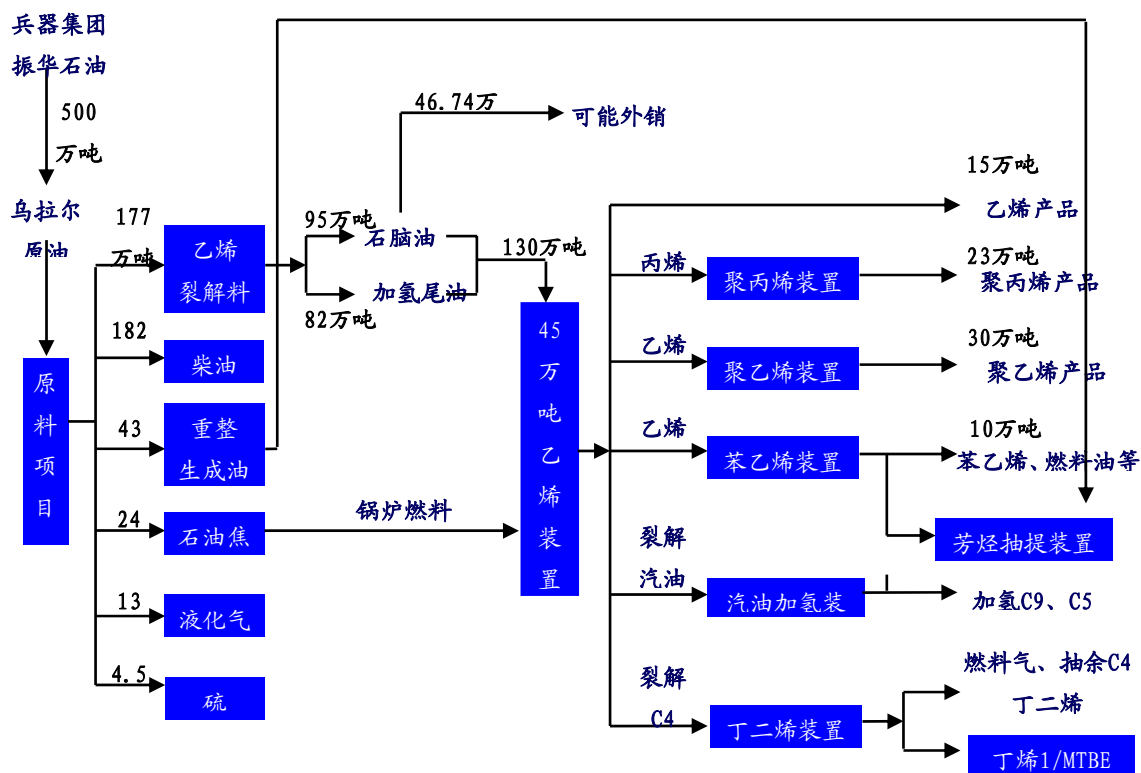
总体来说，公司的问题是：小公司（股本小，收入小）上了 1 个大项目，所以成本负担大，比如 1 年的营业税金附加就是 13 个亿左右，财务费用约 8 个亿，管理费用约 9 个亿，所以 3 季度毛利率是 11%左右的情况下亏损-0.19（EPS）。

3 季报存货价值是 34.8 亿，固定资产从年初 50 亿增加到现在的 171 亿，折旧也大幅增加。

预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.1、0.5 和 0.7，暂不调整评级，股价刺激因素为尿素装置扩建，炼厂扩建、汽柴油价格上调或者化工价差增大。

总体来说，辽通是**周期性很明显的公司，很难长期投资，更适合做波段操作，或中石化的平行标的。**

图 1 辽通化工产品图



资料来源：中投证券研究所

注：这个图是按可研设计做的，实际运行可能略有调整

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	5484	5887	5899	5841	营业收入	2749	20824	23053	24440
现金	689	1000	1000	1000	营业成本	1848	17357	19037	19887
应收账款	2	42	31	36	营业税金及附加	3	1555	1557	1558
其它应收款	19	134	78	8	营业费用	27	105	115	122
预付账款	4446	4326	4366	4353	管理费用	463	967	922	1128
存货	283	32	32	32	财务费用	162	658	684	662
其他	45	353	391	412	资产减值损失	0	19	19	16
非流动资产	15952	16408	16157	16264	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4556	8544	10379	11530	营业利润	246	162	719	1067
无形资产	609	1190	1190	1190	营业外收入	1	0	0	0
其他	10783	6669	4583	3539	营业外支出	2	11	9	22
资产总计	21436	22295	22055	22104	利润总额	245	150	710	1045
流动负债	5113	4876	3035	2229	所得税	49	22	107	188
短期借款	2140	6438	2146	4013	净利润	196	128	604	857
应付账款	1364	-1359	1365	-1359	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1609	-203	-475	-425	归属母公司净利润	196	128	604	857
非流动负债	10106	11122	12119	12118	EBITDA	692	1137	1828	2205
长期借款	10012	11012	12012	12012	EPS (元)	0.16	0.11	0.50	0.71
其他	94	110	107	106					
负债合计	15219	15998	15155	14347	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	1201	1201	1201	1201	成长能力				
资本公积	3914	3914	3914	3914	营业收入	-25.1	657.5	10.7	6.0%
留存收益	1103	1183	1786	2643	营业利润	-47.3	-34.4	345.2	48.4
归属母公司股东权益	6217	6297	6901	7758	归属于母公司净利润	-49.0	-34.9	372.9	42.0
负债和股东权益	21436	22295	22055	22104	获利能力				
					毛利率	32.8	16.6	17.4	18.6
					净利率	7.1%	0.6%	2.6%	3.5%
					ROE	3.2%	2.0%	8.7%	11.0%
					ROIC	1.8%	3.0%	5.9%	6.2%
					偿债能力				
					资产负债率	71.0	71.8	68.7	64.9
					净负债比率	80.53	110.0	94.29	112.6
					流动比率	1.07	1.21	1.94	2.62
					速动比率	1.02	1.20	1.93	2.61
					营运能力				
					总资产周转率	0.14	0.95	1.04	1.11
					应收账款周转率	1173	906	601	693
					应付账款周转率	2.18	7000.	7000.	7000.
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.16	0.11	0.50	0.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	-2.95	3.58	-0.51
					每股净资产(最新摊薄)	5.18	5.25	5.75	6.46
					估值比率				
					P/E	61.22	94.05	19.89	14.01
					P/B	1.93	1.91	1.74	1.55
					EV/EBITDA	34	21	13	11

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 $\pm 10\%$ 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, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

免责声明

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, 旨在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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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