

氮肥
芮定坤

执业证书编号: S0960109074123
010-63222951
ruidingkun@cjis.cn

6-12 个月目标价: 11 元

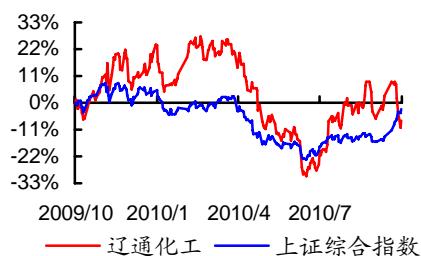
当前股价: 10.00 元
评级调整: 维持

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

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, 主要是因为这几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

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

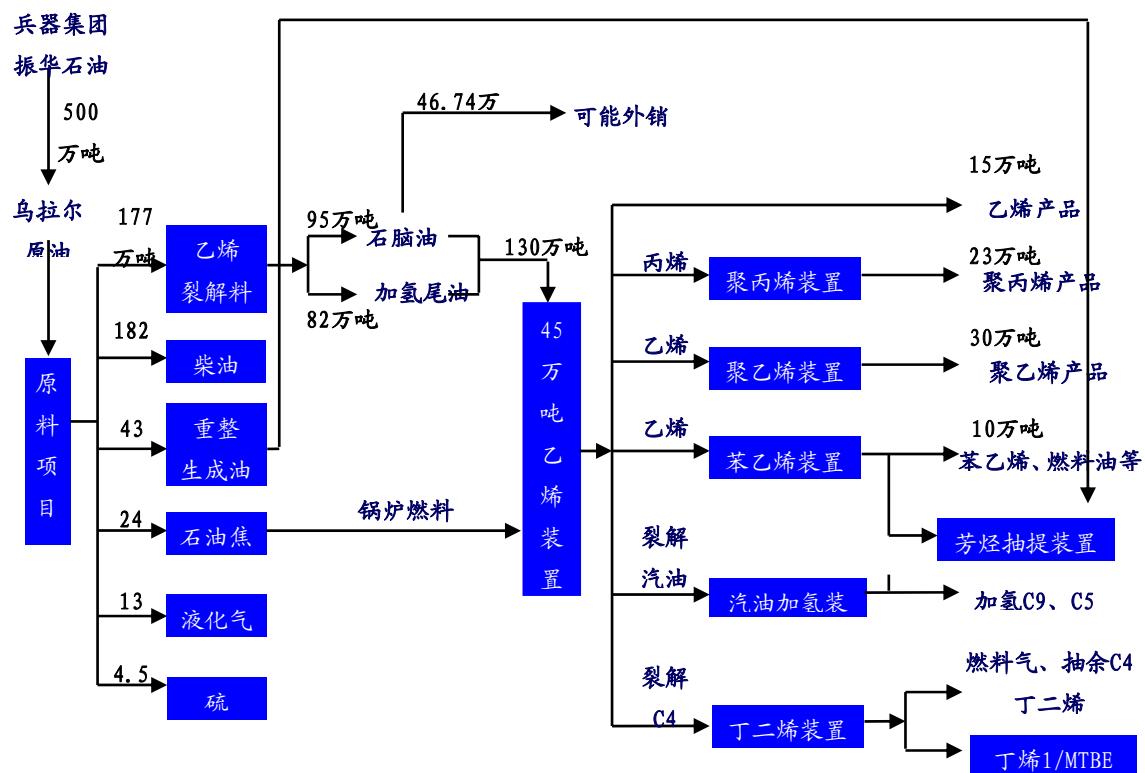
总体来说，公司的问题是：小公司（股本小，收入小）上了 1 个大项目，所以成本负担大，比如 1 年的营业税金附加就是 13 个亿左右，财务费用约 8 个亿，管理费用约 9 个亿，所以 3 季度毛利率是 11% 左右的情况下亏损 -0.19 (EPS)。

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

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	5484	5887	5899	5841
应收账款	689	1000	1000	1000
其它应收款	2	42	31	36
预付账款	19	134	78	8
存货	4446	4326	4366	4353
其他	283	32	32	32
非流动资产				
长期投资	15952	16408	16157	16264
固定资产	5	5	5	5
无形资产	4556	8544	10379	11530
其他	609	1190	1190	1190
资产总计	10783	6669	4583	3539
流动负债	21436	22295	22055	22104
短期借款	5113	4876	3035	2229
应付账款	2140	6438	2146	4013
其他	1364	-1359	1365	-1359
非流动负债	1609	-203	-475	-425
负债合计	10106	11122	12119	12118
长期借款	10012	11012	12012	12012
其他	94	110	107	106
负债和股东权益	15219	15998	15155	14347
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1201	1201	1201	1201
资本公积	3914	3914	3914	3914
留存收益	1103	1183	1786	2643
归属母公司股东权益	6217	6297	6901	7758
负债和股东权益	21436	22295	22055	22104

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	520	-3539	4301	-608
净利润	196	128	604	857
折旧摊销	283	318	425	476
财务费用	162	658	684	662
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-120	-4657	2569	-2613
其它	-2	14	20	10
投资活动现金流	-6126	-781	-200	-600
资本支出	5928	200	200	600
长期投资	-202	0	0	0
其他	-399	-581	0	0
筹资活动现金流	1707	4632	-4101	1208
短期借款	155	4298	-4293	1868
长期借款	2241	1000	1000	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-690	-666	-809	-660
现金净增加额	-3899	311	0	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	2749	20824	23053	24440
营业成本	1848	17357	19037	19887
营业税金及附加	3	1555	1557	1558
营业费用	27	105	115	122
管理费用	463	967	922	1128
财务费用	162	658	684	662
资产减值损失	0	19	19	16
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	246	162	719	1067
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	2	11	9	22
利润总额	245	150	710	1045
所得税	49	22	107	188
净利润	196	128	604	857
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	196	128	604	857
EBITDA	692	1137	1828	2205
EPS (元)	0.16	0.11	0.50	0.71

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	-25.1	657.5	10.7	6.0%
营业利润	-47.3	-34.4	345.2	48.4
归属于母公司净利润	-49.0	-34.9	372.9	42.0
盈利能力				
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

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，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