

评级：强烈推荐
化工原材料
公司点评报告

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人：张伟保 S1080110100004

电 话：0755-82485029

邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间（元）	5.11-8.44
总市值（百万元）	10,385.86
流通股本（百万股）	1,045.45
流通股比率（%）	71.4%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	2,588.13
每股净资产	1.77
市净率	4.01
资产负债率	77.0%

相关报告

第一创业-鲁西化工-《在蜕变中成长》-20110503

鲁西化工（000830）
——上半年业绩大幅增长，下半年值得期待

事件：鲁西化工公布半年报，半年报显示报告期内，公司实现主营业务收入 500,715.23 万元，同比增长 49.53%；实现营业利润 236,967,914.30 元，同比增长 294.04%；归属于上市公司股东净利润 18,085.24 万元，同比增长 181.63%，上半年公司实现 EPS0.144 元，同比增长 136.07%。

点评

- **公司主营产品量价齐升，业绩大幅提升。**公司上半年实现净利润 18,085.24 万元，同比增长 181.63%，主要是除了因为公司主营产品尿素和复合肥同比去年价格有较大幅度上涨，其中尿素毛利率提高 1.42 个百分点之外，公司 12 万吨甲烷氯化物在报告期内投产，其销售量和价格比去年同期都有大幅增加为公司上半年业绩作出了重要贡献。公司上半年实现 EPS0.144 元，超出我们之前预测的 0.13 元，主要原因是公司甲烷氯化物的销量超出我们预期。
- **公司销售费用和管理费用控制良好，为公司业绩大幅提升提供了保障。**公司上半年尽管销售量与去年相比有较大幅度增加，油价也有较大幅度上涨，但公司的销售费用仍然控制良好，同比仅增加 48.77%，低于公司营收增速和利润增速。同时公司的管理费用也仅增长率 45.19%，远低于利润增速，体现了公司良好的管理能力。公司的管理费用和销售费用增长幅度都低于公司的营收增速和利润增速，为公司上半年业绩增长提供了保障，也是公司上半年业绩大幅提升的主要原因之一。
- **30 万吨航天炉尿素项目试运行，下半年业绩值得期待。**公司募集资金投资建设的原料路线和动力结构调整年产 30 万吨尿素项目，已进入全面联动试运行阶段。公司 30 万吨航天炉尿素项目投产后，不但能够大幅降低公司的尿素生产成本，更重要的是以其为原料的下游联产效应将提高其他产品的盈利能力。我们在今年 5 月 3 号的报告《在蜕变中成长》中提到，公司的众多产品是以原料煤生产尿素为基础建立起来的综合利用完整产业链，一旦 30 万吨尿素投产，将放大产品之间的协同效应，大幅降低产品的生产成本，提高综合利用效率，各产品的盈利能力也将远高于行业水平，因此，我们认为随着公司 30 万吨尿素项目进入全面联动生产状态，公司下半年不但有新产



品不断投产，销售量大幅增长，而且还将提高原有产品的盈利能力，综合来看，在不考虑宏观经济下滑导致需求下降的情况下，我们认为下半年公司盈利能力将超过上半年，下半年业绩有望达到 0.2 元左右，值得期待。

- **维持“强烈推荐”评级。**我们上调前期的盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.35 元、0.57 元、和 0.81 元，按照最新股价 6.91 元，对应的 PE 分别为 21 倍、12 倍和 8 倍，我们认为目前处于由化肥原料向精细化工转型期，未来公司成长性非常好，继续给予公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 1、公司主营产品价格大幅下滑；2、公司主要原料煤大幅上涨；3、募投项目进展低于预期等

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	646,932	768,576	1,094,916	1,445,289	1,878,876
同比 (%)	-6.6%	18.8%	42.5%	32.0%	30.0%
营业毛利	55,712	84,614	134,711	177,819	233,946
同比 (%)	-47.2%	51.9%	59.2%	32.0%	31.6%
归属母公司净利润	14,022	21,203	51,255	83,624	118,503
同比 (%)	-38.9%	51.2%	141.7%	63.2%	41.7%
总股本 (万股)	146,486.1	146,486.1	146,486.1	146,486.1	146,486.1
每股收益 (元)	0.10	0.14	0.35	0.57	0.81
ROE	5.9%	8.2%	9.8%	13.8%	16.4%
P/E (倍)	74.1	49.0	20.3	12.4	8.8

数据来源：公司公告、第一创业研究所



鲁西化工盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,826.3	4,389.6	6,731.4	9,668.6	一、营业收入	7,685.8	10,949.2	14,452.9	18,788.8
货币资金	883.6	2,153.4	3,745.1	5,788.3	减: 营业成本	6,839.6	9,602.0	12,674.7	16,449.3
交易性金融资产	49.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	39.4	21.6	19.5	25.7
应收款项	37.6	127.5	186.3	244.8	销售费用	212.8	257.5	338.8	440.4
预付款项	383.4	652.6	881.4	1,148.7	管理费用	214.1	275.7	319.8	367.8
存货	1,449.8	1,445.1	1,907.6	2,475.7	财务费用	154.3	227.0	197.6	194.4
其他流动资产	22.9	11.0	11.0	11.0	资产减值损失	11.6	-1.4	3.5	4.0
非流动资产	8,456.2	8,877.8	8,303.0	7,728.2	加: 公允价值变动收益	-49.3	-8.6	0.0	0.0
股权投资	29.2	28.0	28.0	28.0	投资收益	51.4	7.5	7.8	7.8
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	-0.8	2.7	7.8	7.8
固定资产	6,374.9	6,177.1	5,533.2	4,889.2	二、营业利润	216.0	565.5	906.8	1,315.1
在建工程	1,571.9	2,162.8	2,232.0	2,301.2	加: 营业外收入	116.6	76.0	78.3	80.7
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	34.3	1.5	2.1	2.4
无形及递延性资产	470.7	499.1	499.1	499.1	三、利润总额	298.3	640.1	983.0	1,393.3
其它非流动资产	9.6	10.7	10.7	10.7	减: 所得税费用	86.5	128.2	147.4	209.0
资产总计	11,282.5	13,267.4	15,034.4	17,396.7	四、净利润	211.8	511.9	835.5	1,184.3
流动负债	6,394.1	5,887.3	6,818.8	7,996.8	归属母公司净利润	212.0	512.6	836.2	1,185.0
短期借款	3,070.4	2,665.5	2,665.5	2,665.5	少数股东损益	-0.2	-0.6	-0.7	-0.7
应付账款	2,122.8	2,773.9	3,649.9	4,742.5	五、总股本(百万股)	1,464.9	1,464.9	1,464.9	1,464.9
预收帐款	340.3	469.5	621.7	808.8	EPS (元)	0.14	0.35	0.57	0.81
其它流动负债	860.6	-21.5	-118.3	-219.9					
非流动负债	2,298.3	2,162.6	2,162.6	2,162.6	主要财务比率				
长期借款	2,193.0	2,059.5	2,059.5	2,059.5	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	19.6	19.6	19.6	19.6	成长能力				
其它非流动负债	85.7	83.5	83.5	83.5	营业收入	18.8%	42.5%	32.0%	30.0%
负债合计	8,692.4	8,049.9	8,981.4	10,159.4	营业毛利	51.9%	59.2%	32.0%	31.6%
少数股东权益	2.0	1.4	0.6	-0.1	主业盈利	82.1%	108.6%	38.9%	36.9%
股本	1,046.2	1,464.9	1,464.9	1,464.9	母公司净利	51.2%	141.7%	63.2%	41.7%
资本公积与其它	678.1	2,375.0	2,375.0	2,375.0	获利能力				
留存收益	863.8	1,376.4	2,212.6	3,397.6	毛利率	11.0%	12.3%	12.3%	12.5%
股东权益合计	2,588.1	5,216.2	6,052.4	7,237.4	主业盈利/收入	4.9%	7.2%	7.6%	8.0%
负债和股东权益	11,282.5	13,267.4	15,034.4	17,396.7	ROS	2.8%	4.7%	5.8%	6.3%
					ROE	8.2%	9.8%	13.8%	16.4%
					ROIC	2.7%	5.1%	7.7%	9.9%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	77.0%	60.7%	59.7%	58.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	利息保障倍数	1.4	2.3	4.2	6.1
经营活动现金流	551.4	1,946.4	1,850.6	2,299.0	速动比率	0.21	0.50	0.71	0.90
净利润	211.8	511.9	835.5	1,184.3	经营现金净额/当期债务	0.18	0.73	0.69	0.86
折旧摊销	537.9	629.5	647.5	648.0	营运能力				
财务费用	149.7	224.5	197.6	194.4	总资产周转率	0.68	0.83	0.96	1.08
投资损失	-2.1	1.1	-7.8	-7.8	应收款天数	1.76	4.19	4.64	4.69
营运资金变动	-362.9	583.0	178.5	280.7	存货天数	76.31	54.18	54.18	54.18
其它变动	17.0	-3.6	-0.7	-0.6	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-1,783.7	-799.2	-61.3	-61.3	主业盈利/股本	0.26	0.54	0.75	1.03
资本支出	-1,984.7	-850.6	-69.2	-69.2	每股经营现金流	0.38	1.33	1.26	1.57
长期投资	133.9	47.6	0.0	0.0	每股净资产	1.77	3.56	4.13	4.94
其它变动	67.0	3.9	7.8	7.8	估值比率				
筹资活动现金流	1,152.4	359.7	-197.6	-194.4	P/E	48.98	20.26	12.42	8.76
债务融资	1,563.0	-1,438.4	0.0	0.0	P/B	4.02	1.99	1.72	1.44
权益融资	0.5	2,098.8	0.0	0.0	P/S	1.35	0.95	0.72	0.55
其它变动	-411.0	-300.8	-197.6	-194.4	EV/EBITDA	13.01	9.21	6.61	4.43
汇率变动影响	8.0	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	-71.8	1,506.8	1,591.6	2,043.2					

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120