



航天炉投产大幅提升尿素毛利率 园区化利于公司煤化工与盐化工 综合发展

2012年3月18日

强烈推荐/首次

鲁西化工

调研快报

——鲁西化工（000830）调研快报

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014 Email: yangmm@dxzq.net.cn
郝力芳	010-66554036	Email: haolf@dxzq.net.cn

事件:

近日我们实地调研了鲁西化工，与公司就生产经营、产品产销、新产品进展等情况进行了深入的交流。

主要观点如下:

1、公司传统主营业务为尿素、磷铵及复合肥，12年春耕期间尿素价格同比上涨200-300元/吨。

公司传统主营业务为化肥业务，产品主要为尿素、磷酸二铵及复合肥。公司尿素产能150万吨（固定床气化装置），公司尿素在山东、河南、河北及东北地区市场占有率高，“鲁西”牌尿素品牌效应明显，公司销售价格具备一定行业标杆效应。公司磷酸二铵在宁夏老厂生产，维持20万吨的产能。公司复合肥销售推行地区直营店，目前在山东省内推行，实行区域统一配送。未来将扩大直营店范围，复合肥毛利率有望在目前的13%左右基础上得到一定提升。

2012年春耕期间，尿素市场价格较11年整体高出200-300元/吨。公司尿素销售顺利，且价格维持2200-2300元/吨左右，市场反应经销商手中货源并不充裕，尿素价格依旧可以维持至4-5月份，如此公司尿素12年上半年毛利率将明显高于11年，我们预计一季报将有所体现。

2、航天炉投产可使用成本较低的粉煤，从而大幅提升尿素毛利率约8-10个百分点。

公司尿素生产为煤头，生产成本高于气头尿素。气头尿素的一般毛利率在20-30%左右，而煤头的一般在10-20%左右，公司10年中尿素毛利率约9%。公司原有150吨尿素配套合成氨为固定床气化装置，煤炭只能使用块煤，而块煤一般具有较高的价格，尤其煤炭价格经过一轮上涨后，煤头尿素具备较大的成本压力。

公司航天炉装置投产后，采用粉煤加压气化先进技术，与原有固定床制气工艺相比优势明显，使用价格相对较为低廉的烟煤为原料，生产合成氨、尿素及下游延伸化工产品。从近两年价格看，粉煤一般比块煤价格便宜400-800元，所以航天炉投产后公司合成氨的生产成本将得到明显的降低，从而尿素的生产成本降低。目前国内合成氨生产以固定床间歇气化炉为主，未来更换航天炉是大势所趋。

以下我们将分析合成氨的成本变化。合成氨主要成本体现在：煤、电、蒸汽、人力。

与固定床相比，使用航天炉后，电+蒸汽整体成本变化不大（航天炉蒸汽用量增加，耗电从1000度/吨降低到350-360度/吨），工作人员数量减少，人力成本减少暂不考虑。

使用航天炉后成本降低主要体现在用煤方面。固定床气化装置每吨合成氨用块煤 1.2 吨，航天炉吨合成氨用粉煤 1.4 吨，以块煤与粉煤的价格差 500 元/吨左右计算，使用航天炉后，吨合成氨成本降低约 400 元。（块煤与粉煤 08 年的差价在 300-500，去年差价 400-700，目前差价 500-800 元/吨）

一吨尿素需要合成氨 0.6 吨，那么吨尿素成本降低 240 元，固定资产折旧方面，航天炉折旧估计 100 元/吨，原装置折旧估算 75 元/吨，那么航天炉增加尿素折旧成本 25 元/吨。综合，吨尿素成本降低约 215 元/吨。2011 上半年公司传统固定床装置对应尿素毛利率 8%，那么使用航天炉后毛利率有望提升 8-10 个百分点。

3、公司在化工园区内积极拓展煤化工、盐化工相关产品，产品线丰富，未来 3 年内均有产品投放。

除化肥业务外，公司积极拓展煤化工产业链以及盐化工，产品线丰富，并伴随原有产品的产能扩张。化肥外产品主要包括三聚氰胺、烧碱、甲烷氯化物、氯磺酸、氯化苄、甲醇、甲胺、DMF、己内酰胺。其中，己内酰胺是目前国内市场上有缺口的产品。目前国内主要的己内酰胺生产企业有四家，包括南京东方 18 万吨、巴陵石化 20 万吨、石家庄化纤 16.5 万吨以及巨化集团 2.5 万吨（除石家庄化纤 6.5 万吨甲苯法外均为环己酮法），截止 2010 年底国内总产能 57 万吨，产量约 50 万吨，表观消费量 112 万吨，国内缺口高达 50% 以上。目前该产品毛利率高达 50% 以上。

2010 年 4 月，我国商务部开始对进口欧盟和美国的己内酰胺进行反倾销立案调查，11 年 10 月作出反倾销终裁，对欧盟 8 家公司及美国 4 家公司征收 2.2%-25.5% 的反倾销税，为期五年。欧盟和美国是全球己内酰胺重要的生产地区，其中西欧地区己内酰胺产能达 120 万吨，占全球产能的 24%；北美产能达 111 万吨，占全球产能的 23%，中国进口己内酰胺中来自美国的占比超过 10%，所以五年期的反倾销为国内己内酰胺企业发展带来利好。

在高毛利率的吸引下，国内己内酰胺扩产冲动有所增加，预计 14 年前后国内产需将趋于平衡。不过一方面有反倾销大环境的保护，另一方面，公司也在加速投产，预计 13 年 6 月份左右将投产 10 万吨，14 年再投产 10 万吨，公司 13 年抢先投放市场具备重要意义。公司未来计划继续延伸至下游尼龙-6，进一步完善产业链。

表 1：公司主要产品产能及产量（万吨）

产品		2011E	2012E	2013E
尿素	产能	150	190	200
	产量	170	180	190
复合肥	产能	150	150	150
	产量	100	110	110
磷酸二铵	产能	20	20	20
	产量	18	18	18
三聚氰胺	产能	8	16	16
	产量	1.5	6	10
烧碱	产能	20	20	20
	产量	15	15	15
甲烷氯化物	产能	12	24	24

	产量	20	25	25
氯磺酸	产能	10	10	10
	产量	10	10	10
氯化苄	产能	8	8	8
	产量	7	7	7.5
甲醇	产能	35	41	41
	产量	/	/	/
甲胺	产能	20	20	20
	产量	8	10	10
DMF	产能	20	20	20
	产量	/	5	10
己内酰胺	产能	0	0	10 (14年达20万吨)
	产量	0	0	5 (14年达15万吨)

资料来源：东兴证券整理

4、公司拥有装备公司，目前主要满足公司自身新项目建设，后续有望承接外部业务。

公司拥有装备公司—鲁西工业装备有限公司，是公司全资子公司鲁西化工第一化肥有限公司和鲁西化工第二化肥有限公司共同出资成立，注册资本 6,500 万元，分别占其注册资本的 38.46%、61.54%。公司 2012 年 1 月发布公告，拟出资 23,500 万元向装备公司单方增资。增资后装备公司的注册资本将由 6,500 万元变更为 30,000 万元，公司持有其 78.34% 的股权，第一化肥公司持有 8.33% 的股权、第二化肥公司持有其 13.33% 的股权。本次增资目的在于扩大公司装备制造业规模，提高装备公司装备制造能力，利于公司长远发展。

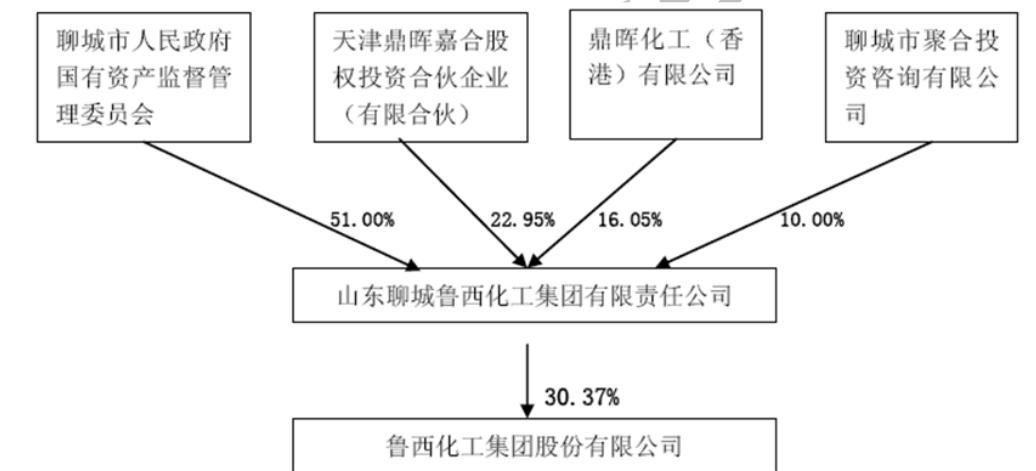
装备公司主要负责承揽工业设备制作安装、设施配套等，公司目前新项目不断上马，装备公司主要服务公司自身项目，2011 年 1-11 月累计实现营业收入 8.5 亿元，利润总额 2,685 万元。注资后随着装备公司实力的增强，以及公司自身业务的日后有所减少，装备公司将有望承接外部业务，其自身的盈利能力也将得到提升。

5、公司是鲁西化工园区重要主体，15 年园区计划实现收入 600 亿收入，我们预计公司收入在 200-300 个亿，相比目前收入翻一番以上。

鲁西化工园区是聊城当地政府积极支持且重点发展的产业园区，聊城国资委是鲁西化工集团的控股股东。园区的发展目标是 2015 年实现销售收入 600 亿，公司作为园区的重要主体，预计 15 年收入在 200-300 个亿，相比目前收入翻一番以上（11 年预计收入 1100 亿元）。

2011 年 11 月 23 日，公司公告公司控股股东鲁化集团完成增资扩股，引入的战略投资者鼎晖投资持有鲁化集团 39% 股权，聊城国资委持有 51%，管理层公司持有 10%。鼎晖的入主也表明对园区规划及公司自身发展的看好。

图 1：公司与实际控制人关系图



资料来源：公司公告，东兴证券

结论：

公司是煤化工、盐化工重要企业，在发展尿素、复合肥化肥业务的基础上，产品逐步丰富，产能逐步扩大，逐步形成多元化发展的企业类型。我们预计公司 11-13 年 EPS 为 0.31、0.45、0.56 元，对应 PE 分别为 19、13、11 倍。我们看好公司所在化工园区的大力发展，公司管理层及主要技术人员均为多年扎根公司人员，管理经营稳健，是中长期的良好投资标的，目前市销率不足 1（市值 87 亿，11 年收入预计 100 亿），给予公司“强烈推荐”投资评级。

表 2：公司盈利预测表

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,469.32	7,685.76	10,073.70	12,516.00	15,007.94
营业成本	5,912.20	6,839.62	8,623.09	10,629.84	12,726.73
营业费用	136.82	212.80	251.84	312.90	375.20
管理费用	188.83	214.10	282.06	350.45	420.22
财务费用	105.27	154.29	357.91	420.81	485.20
投资收益	(0.49)	51.37	(10.00)	0.00	0.00
营业利润	160.55	216.03	503.50	751.94	940.55
利润总额	213.33	298.31	526.50	776.94	965.55
所得税	70.56	86.48	78.98	116.54	144.83
净利润	142.77	211.84	447.53	660.40	820.72
归属母公司所有者的					
净利润	140.22	212.03	447.53	660.40	820.72
NOPLAT	177.90	262.97	732.20	996.84	1,211.89
基本每股收益 (元)	0.130	0.200	0.306	0.451	0.560
资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E

货币资金	582.20	883.55	1,007.37	1,251.60	1,500.79
交易性金融资产	184.56	49.04	0.00	0.00	0.00
应收帐款	2.74	1.60	2.76	3.43	4.11
预付款项	501.24	383.42	469.65	575.95	703.22
存货	778.01	1,449.83	1,299.37	1,601.76	1,917.73
流动资产合计	2,094.14	2,826.25	2,858.79	3,531.68	4,244.49
非流动资产	6,470.50	8,456.21	9,956.62	11,295.81	13,547.17
资产总计	8,564.64	11,282.47	12,815.40	14,827.49	17,791.67
短期借款	1,237.39	2,910.39	4,218.05	5,068.41	6,446.66
应付帐款	699.38	1,416.04	1,417.49	1,747.37	2,092.07
预收款项	420.01	340.32	259.73	159.60	39.54
流动负债合计	3,738.15	6,394.09	6,634.02	7,879.07	9,654.30
非流动负债	2,452.64	2,298.29	2,396.43	2,498.66	2,602.98
少数股东权益	2.39	1.96	1.96	1.96	1.96
母公司股东权益	2,371.46	2,588.13	2,777.97	2,447.77	2,037.41
净营运资本	(1,644.01)	(3,567.83)	(3,775.23)	(4,347.39)	(5,409.80)
投入资本 IC	5,277.48	6,890.89	8,183.61	8,459.54	9,178.24
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	142.77	211.84	447.53	660.40	820.72
折旧摊销	458.11	526.22	0.00	645.81	743.64
净营运资金增加	(1,152.17)	(1,923.82)	(207.40)	(572.16)	(1,062.41)
经营活动产生现金流	471.08	551.42	493.59	1,693.04	1,982.92
投资活动产生现金流	(2,130.08)	(1,783.68)	(981.78)	(990.00)	(1,500.00)
融资活动产生现金流	1,464.75	1,152.44	612.01	(458.81)	(233.72)
现金净增 (减)	(194.24)	(79.82)	123.82	244.23	249.19

资料来源：东兴证券

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会从业经历，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。