

评级：强烈推荐（维持）

农用化工

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 张伟保 S1080110100004

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

鲁西化工(000830)

——尿素高盈利保证业绩稳步增长

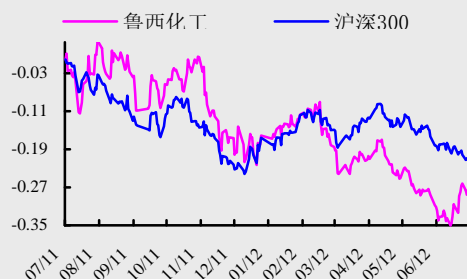
交易数据

上一日交易日股价（元）	4.64
总市值（百万元）	6,797
流通股本（百万股）	1,464
流通股比率（%）	99.95

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	5,153
每股净资产（元）	3.52
市净率（倍）	1.32
资产负债率（%）	65.02

公司与沪深300指数比较



相关报告

事件：公司发布半年报，半年报中显示期公司实现营业收入 600,749.01 万元，同比上升 19.98%，实现利润总额 25518.98 万元，同比上升 1.95%，公司实现净利润 19,155.15 万元，同比上升 5.92%，按照最新股本计算，上半年公司实现 EPS0.131 元，基本符合预期。

点评：

尿素高盈利保证公司上半年业绩增长。公司年俗上半年实现收入 21.06 亿元，相比去年同期 15.72 亿元增加了 33.97%，今年上半年尿素一直处于高位，尤其二季度的 4、5 月份公司的尿素出厂价更是达到了 2450 元/吨的高位，上半年尿素平均价格相比去年同期上涨了 10%左右，而原料煤价格相比去年同期有所下降，导致公司尿素盈利大幅提升，尿素毛利率由去年中期的 7.91%提升到 15.60%，从而使得公司上半年一半的利润来源于尿素，尿素盈利的大幅提升保证了公司上半年业绩的增长。

上半年化工产品价格低迷拖累公司的上半年业绩增长。国内上半年经济增速放缓，导致国内化工产品市场需求萎缩，再加上化工行业产能过剩严重，库存积压严重，国内化工产品价格一路阴跌，整个上半年都处于低位。公司生产的氯化苳、三聚氰胺、甲烷氯化物等化工产品盈利能力也大幅下滑，化工产品综合毛利率由去年同期的 15.31%下滑至 9.05%，虽然公司凭借较为完整的产业链降低其生产成本，但也难当行业低迷，公司化工产品盈利大幅下滑一定程度上拖累了公司上半年业绩增长的步伐。

公司航天炉的顺利运行以及产业链的逐步完善大幅降低公司主营产品成本，竞争优势明显。公司的航天炉顺利运行，使得公司生产合成氨的原料由原来老装置固定床的无烟煤改为现在的烟煤，合成氨成本每吨下降 400 元左右，尿素生产成本可下降 200 多元/吨，生产成本大幅降低。此外，公司投产的甲烷氯化物等精细化工项目原料大部分来自于上游煤化工中合成氨的副产物、氯碱化工中的副产物液氯以及有机硅生产中的中间体等产品，生产成本较低，可以获得超出行业平均毛利率水平 10%以上。可见，公司的尿素及化工产品在行业内具有较强的竞争优势。

继续维持“强烈推荐”评级。我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.29 元、0.37 元和 0.46 元，公司目前股价为 4.71 元，对应 PE 分别为 16 倍、12 倍和 10 倍，公司凭借完整的产业链，以及多



样化的产品优势，抵抗行业下滑风险能力较强，而且目前公司化工产品盈利处于底部，未来的业绩弹性较大，我们继续维持“强烈推荐”评级。

风险提示： 在建项目投产低于预期、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。

表 1：鲁西化工主要财务指标预测

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	768,576	931,645	1,130,792	1,413,490	1,738,593
同比 (%)	18.8%	21.2%	21.4%	25.0%	23.0%
营业毛利	84,614	135,189	130,706	145,992	170,398
同比 (%)	51.9%	59.8%	-3.3%	11.7%	16.7%
归属母公司净利润	21,203	42,339	42,979	54,145	66,951
同比 (%)	51.2%	99.7%	1.5%	26.0%	23.7%
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)	0.14	0.29	0.29	0.37	0.46
ROE	8.2%	8.3%	8.0%	9.1%	10.2%
P/E (倍)	33.6	16.8	16.6	13.1	10.6

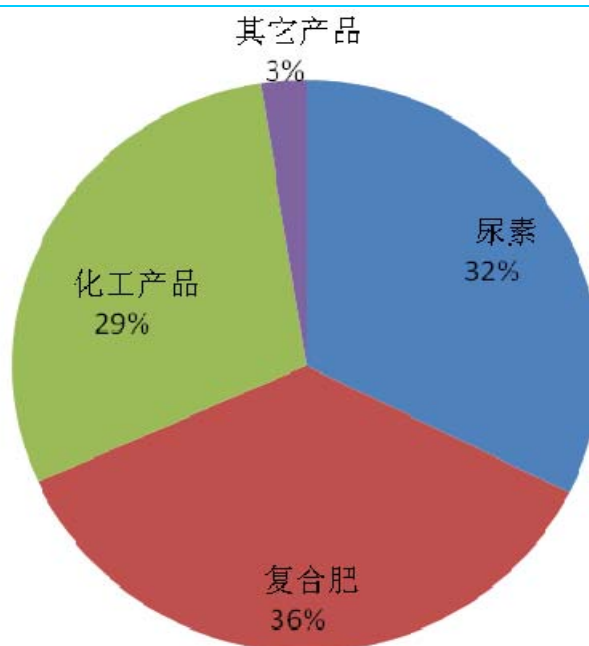
数据来源：公司公告、第一创业研究所



1，公司逐渐转型为精细化工企业

公司是全国最大的化肥生产企业之一，尿素产销山东省内第一，自 2009 年以来公司开始战略转型为新型煤化工为主、精细化工与盐化工并举的综合性化工集团。公司 09 年募投的精细化工项目甲烷氯化物等已基本在 2011 年全部投产，且所投产精细化工产品甲烷氯化物所需原料基本都是来自上游产业链，原料成本相对较低，在去年甲烷氯化物高景气周期下，2011 年部分化工产品毛利率高达 60%以上，导致公司业绩在 2011 年大幅增长，其中精细化工产品在公司利润占比中已超过 45%，可见公司转型非常成功。

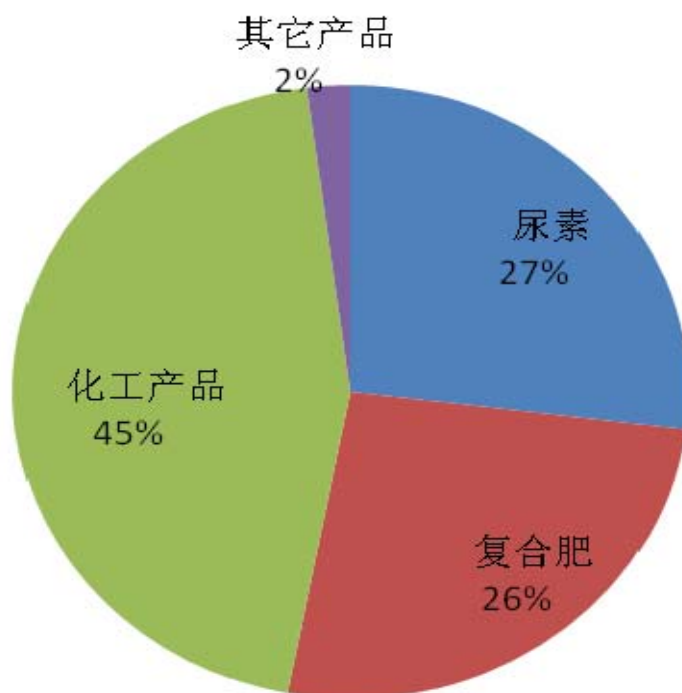
图 1：2011 年公司营收构成



数据来源：Wind、第一创业证券研究所



图 2: 2011 年公司利润构成



数据来源: Wind、第一创业证券研究所

2, 航天炉降低,尿素成本, 公司尿素盈利能力大幅提升

公司募投的航天炉项目自一月份运行以来一直都很稳定, 航天炉开车后可生产合成氨 30 万吨/年, 生产尿素 50 万吨/年, 所使用原料由原来老装置固定床的无烟煤改为现在的烟煤, 合成氨成本每吨下降 400 元左右, 尿素生产成本可下降 200 多元/吨, 老装置的尿素生产成本在 1800 元/吨, 航天炉装置生产的尿素成本在 1580 元/吨左右。公司计划 12 年由航天炉装置生产尿素 50 万吨, 预计可节省成本 1 个亿左右。

今年上半年尿素一直处于高位, 尤其第二季度的 4、5



月份公司的尿素出厂价更是达到了 2450 元/吨的高位，上半年尿素平均价格相比去年同期上涨了 10%左右，而原料煤价格相比去年同期有所下降，导致公司尿素盈利大幅提升，尿素毛利率由去年中期的 7.91%提升到 15.60%，从而使得公司上半年接近一半的利润来源于尿素，尿素盈利的大幅提升保证了公司上半年业绩的增长。

图 3：公司小颗粒尿素出厂价格走势（单位：元/吨）



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所

3、产业链逐步完善，精细化工产品盈利能力增强

公司现有产能：年产氨醇 150 万吨、尿素 150 万吨、复合肥 120 万吨、磷酸二铵 20 万吨、三聚氰胺 16 万吨、甲烷氯化物 20 万吨、氯化苄 10 万吨、烧碱 30 万吨、液氯 20 万吨、氯磺酸 20 万吨、氯化石蜡 5 万吨、甲胺/DMF10 万吨与有机硅 5 万吨等。

公司投产的氯化苄、甲烷氯化物等精细化工项目原料大部分来自于上游煤化工中合成氨的副产物、氯碱化工



中的副产物液氯以及有机硅生产中的中间体等产品，生产成本较低，可以获得超出行业平均毛利率的水平 10% 以上，不但实现了公司产业链的延伸，提高了各产品的利用率，更实现了公司产品的利润最大化。

图 4：公司二氯甲烷成本拆分

成本项目	单耗（吨）	单价（元/吨）	成本（元）
甲醇	0.4	2100	840
液氯	0.95	400	380
硫酸	0.05	400	20
烧碱	0.02	700	14
电	295	0.42	123.9
蒸汽	2.10	100	210
折旧			450
其他			700
合计			2527.9

数据来源：公司资料、第一创业证券研究所



图 5: 公司三聚氰胺成本拆分

项目	单耗 (吨)	单价 (元/吨)	成本 (元)
尿素	3.1	1900	5890
液氨	0.18	2900	522
氮气仪表风	200	0.3	60
电	2000	0.42	840
蒸汽	0.8	100	80
折旧			60
其他			190
合计			7642

数据来源: 公司资料、第一创业证券研究所



公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,778.1	3,287.6	4,895.9	6,735.3	一、营业收入	9,316.4	11,307.9	14,134.9	17,385.9
货币资金	730.1	1,291.7	2,365.1	3,605.1	减: 营业成本	7,964.6	10,000.9	12,675.0	15,682.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	20.4	7.4	5.8	6.8
应收款项	0.9	60.7	91.6	115.7	销售费用	186.3	221.5	236.1	290.4
预付款项	390.1	412.6	514.2	636.8	管理费用	302.2	327.4	368.3	410.6
存货	1,641.3	1,505.3	1,907.9	2,360.5	财务费用	267.3	279.9	280.9	278.2
其他流动资产	15.7	17.2	17.2	17.2	资产减值损失	43.0	-1.7	2.6	2.7
非流动资产	10,395.5	11,204.4	10,499.1	9,793.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	30.1	50.8	50.8	50.8	投资收益	-1.8	7.9	14.2	14.2
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	1.0	7.9	14.2	14.2
固定资产	7,724.2	7,346.5	6,536.0	5,725.5	二、营业利润	531.0	480.5	580.4	729.4
在建工程	2,139.0	3,290.9	3,396.2	3,501.4	加: 营业外收入	58.1	55.2	56.8	58.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	4.8	0.2	0.4	0.4
无形及递延性资产	483.0	484.9	484.9	484.9	三、利润总额	584.2	535.4	636.9	787.5
其它非流动资产	19.2	31.2	31.2	31.2	减: 所得税费用	160.8	105.7	95.5	118.1
资产总计	13,173.7	14,491.9	15,395.0	16,529.0	四、净利润	423.4	429.7	541.4	669.4
流动负债	5,289.3	6,282.8	6,644.5	7,109.1	归属母公司净利润	423.4	429.8	541.5	669.5
短期借款	3,485.4	4,234.3	4,234.3	4,234.3	少数股东损益	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
应付账款	1,390.4	1,389.2	1,727.4	2,143.0	五、总股本(百万股)	1,464.9	1,464.9	1,464.9	1,464.9
预收帐款	493.6	462.7	549.7	671.3	EPS (元)	0.29	0.29	0.37	0.46
其它流动负债	-80.2	196.6	133.1	60.4	主要财务比率				
非流动负债	2,777.4	2,817.6	2,817.6	2,817.6	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	2,655.6	2,628.2	2,628.2	2,628.2	成长能力				
专项及预计负债	38.0	36.8	36.8	36.8	营业收入	21.2%	21.4%	25.0%	23.0%
其它非流动负债	83.8	152.6	152.6	152.6	营业毛利	59.8%	-3.3%	11.7%	16.7%
负债合计	8,066.7	9,100.4	9,462.1	9,926.7	主业盈利	121.9%	-10.9%	13.2%	17.2%
少数股东权益	2.4	0.7	0.6	0.5	母公司净利	99.7%	1.5%	26.0%	23.7%
股本	1,464.9	1,464.9	1,464.9	1,464.9	获利能力				
资本公积与其它	2,369.7	2,371.6	2,371.6	2,371.6	毛利率	14.5%	11.6%	10.3%	9.8%
留存收益	1,256.3	1,539.6	2,081.0	2,750.6	主业盈利/收入	9.0%	6.6%	6.0%	5.7%
股东权益合计	5,090.8	5,376.1	5,917.5	6,587.1	ROS	4.5%	3.8%	3.8%	3.9%
负债和股东权益	13,173.7	14,491.9	15,395.0	16,529.0	ROE	8.3%	8.0%	9.1%	10.2%
现金流量表					ROIC	3.8%	3.5%	4.2%	5.0%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	61.2%	62.8%	61.5%	60.1%
经营活动现金流	773.1	1,434.4	1,445.3	1,609.2	利息保障倍数	1.6	1.5	1.9	2.4
净利润	423.4	429.7	541.4	669.4	速动比率	0.21	0.28	0.45	0.61
折旧摊销	689.8	761.6	813.2	813.3	经营净现金/当期债务	0.22	0.34	0.34	0.38
财务费用	288.3	287.0	280.9	278.2	营运能力				
投资损失	1.8	-7.9	-14.2	-14.2	总资产周转率	0.71	0.78	0.92	1.05
营运资金变动	-615.9	-23.4	-175.1	-136.9	应收款天数	0.03	1.93	2.33	2.40
其它变动	-14.1	-12.4	-0.8	-0.6	存货天数	74.19	54.19	54.19	54.19
投资活动现金流	-2,164.2	-1,424.0	-91.0	-91.0	每股指标 (元)				
资本支出	-2,221.7	-1,477.4	-105.2	-105.2	主业盈利/股本	0.58	0.51	0.58	0.68
长期投资	48.1	-22.6	0.0	0.0	每股经营现金流	0.53	0.98	0.99	1.10
其它变动	9.5	76.0	14.2	14.2	每股净资产	3.48	3.67	4.04	4.50
筹资活动现金流	1,652.9	417.3	-280.9	-278.2	估值比率				
债务融资	-22.4	871.5	0.0	0.0	P/E	16.81	16.56	13.15	10.63
权益融资	2,099.2	0.0	0.0	0.0	P/B	1.40	1.32	1.20	1.08
其它变动	-423.9	-454.2	-280.9	-278.2	P/S	0.76	0.63	0.50	0.41
汇率变动影响	-2.4	0.8	0.0	0.0	EV/EBITDA	8.26	8.52	7.15	5.92
现金净增加额	259.5	428.5	1,073.4	1,239.9					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（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

第一创业证券股份有限公司

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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135