

正丁醇如期投产享受高盈利 后续项目值得期待

投资要点:

1. 事件

鲁西化工投资建设的 25 万吨丁辛醇项目，近期经过单机试车、联动试车及化工投料试运行，顺利打通丁醇单元流程，实现了安全投运，一次生产出丁醇优等品。辛醇单元也将于近期进行化工投料运行。

2. 我们的分析与判断

(一)、正丁醇如期投产享受高盈利

丁辛醇即正丁醇和辛醇，是重要的基本有机化工原料。正丁醇主要用于生产醋酸丁酯、丙烯酸丁酯等；辛醇主要用来生产增塑剂。

正丁醇（产能 25 万吨/年，其中正丁醇 10 万吨，辛醇 12.5 万吨，异辛醇 2.5 万吨）的顺利投产反映出公司项目建设一贯的高效，从之前的氯甲烷、航天炉项目就可见一斑，这种高效性主要体现在项目建设进度快，且达产快。一般来说，新建的化工项目，开车到最后的达产少则 2 个月，多则半年甚至更长，鲁西 1 个月左右负荷就能开起来。

丁辛醇的主要原料是丙烯和合成气，其中正丁醇单耗丙烯约 0.62，我们测算当前正丁醇的生产成本在 8000 元/吨左右，而当前华东市场报价 11300 元/吨，正丁醇单吨净利接近 2000 元/吨。公司正丁醇的顺利投产能享受较高的盈利。

(二)、齐鲁石化 4 月份检修，丁辛醇有望维持强势

齐鲁石化将在 2013 年 4 月份进行四年一度的大修，为期约 1 个月。目前齐鲁石化拥有丁辛醇产能 40 万吨，约占国内总产能的 20%，1 个月的停产检修势必会减少市场的供应量，丁辛醇的价格有望继续维持强势。

据我们统计，国内大部分丁辛醇产能将在 13 年下半年至 14 年投产，对市场的冲击至少要在 13 年年底才显现。因此，我们认为 13 年丁辛醇的盈利有保证。

鲁西化工（000830.SZ）

推荐 评级

分析师

袁孝锋

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511050001

王强

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511080002

胡 昂

✉: huang@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130512070003

市场数据

时间 2013-3-11

A 股收盘价(元)	4.55
A 股一年内最高价(元)	6.25
A 股一年内最低价(元)	3.24
上证指数	2311
市净率	1.27
总股本(亿股)	14.65
实际流通 A 股(亿股)	14.64
限售的流通 A 股(万股)	76.29
流通 A 股市值(亿元)	66.62

(三)、己内酰胺、新型粉煤煤气化项目值得期待

正丁醇的顺利开车坚定了我们对公司推进项目的信心，后续的己内酰胺、新型粉煤煤气化项目值得期待。

公司己内酰胺工艺采用的是环己烯法，较主流环己烷法相比，废水少、安全性高，可变成本要低 15-25%。按照当前己内酰胺价格测算，预计单吨毛利接近 2000 元，盈利好于市场预期。

合成气是公司产业链中最重要的原料，在很大程度上决定了后续产品的成本。原先公司采用的是固定床装置，而从航天炉运行的情况，合成气成本要降低 20%左右，后续新型粉煤煤气化项目装置的陆续投产，合成气成本有望系统性降低。

3. 投资建议

公司积极探索园区一体化建设、管理和运营模式，正逐步走向收获的季节。随着新增项目丁辛醇、己内酰胺以及航天炉的不断投产，盈利拐点到来，我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.23 元、0.42 元和 0.52 元，对应目前股价 PE 为 19.8x、10.8x 和 8.8x，维持“推荐”的投资评级。

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2826	2778	2978	3713	4740
现金	884	730	1212	1532	2075
交易性投资	49	0	0	0	0
应收票据	36	0	0	0	0
应收款项	2	1	1	1	1
其它应收款	23	11	10	13	16
存货	1450	1641	1349	1667	2037
其他	383	395	405	500	611
非流动资产	8456	10396	13158	14227	15815
长期股权投资	29	30	30	30	30
固定资产	6375	7724	9875	10887	12407
无形资产	471	483	133	140	158
其他	1581	2158	3120	3170	3220
资产总计	11282	13174	16136	17940	20555
流动负债	6394	5289	8234	8942	9871
短期借款	2910	2657	5165	5115	5166
应付账款	1416	1379	1619	2000	2444
预收账款	340	494	557	689	842
其他	1727	759	893	1138	1419
长期负债	2298	2777	2234	2284	2284
长期借款	2193	756	210	260	260
其他	105	2022	2024	2024	2024
负债合计	8692	8067	10468	11226	12155
股本	1046	1465	1465	1465	1465
资本公积金	505	2185	2185	2185	2185
留存收益	0	1256	1698	2240	2878
少数股东权益	2	2	2	2	2
归属于母公司所有者权益	2583	5105	5347	5889	6528
负债及权益合计	11277	13174	15818	17117	18685

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7686	9316	10226	12890	15679
营业成本	6840	7965	8995	11112	13580
营业税金及附加	39	20	20	26	31
营业费用	213	186	215	271	329
管理费用	214	302	307	387	455
财务费用	154	267	301	312	316

资产减值损失	12	43	0	3	0
公允价值变动收益	(49)	0	0	0	0
投资收益	51	(2)	0	0	0
营业利润	216	531	387	780	968
营业外收入	117	58	65	70	75
营业外支出	34	5	10	20	30
利润总额	298	584	442	830	1013
所得税	86	161	111	207	253
净利润	212	423	332	622	760
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	212	423	332	622	760
EPS (元)	0.20	0.29	0.23	0.42	0.52

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	551	773	2115	2277	2463
净利润	212	423	332	622	760
折旧摊销	0	0	862	1001	994
财务费用	0	0	301	312	316
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	620	341	394
其它	339	350	(1)	0	0
投资活动现金流	(1784)	(2164)	(3381)	(1630)	(1642)
资本支出	0	0	(3520)	(1630)	(1642)
其他投资	(1784)	(2164)	139	0	0
筹资活动现金流	1152	1653	1748	(327)	(279)
借款变动	0	0	2062	0	51
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(15)	(15)	(15)
其他	1152	1653	(299)	(312)	(316)
现金净增加额	(80)	262	482	320	542

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋、王强，胡昂，石油化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn