

尿素筑底进行时

己内酰胺、新型煤气化项目值得期待

投资要点:

1. 事件

鲁西化工 (000830) 发布 2013 年半年度报告, 2013 年上半年公司实现营业收入 55.92 亿元, 同比减少 6.92%, 归属于上市公司股东净利润 2.36 亿元, 同比增加 23.20%, 对应每股收益 0.16 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、氮肥毛利率提升, 丁辛醇贡献大

化肥业务毛利率提升、丁辛醇顺利达产是 2013 年上半年业绩增长的主要原因; 其次在于, 公司园区建设日益成熟, 电、蒸汽、公用工程配套逐渐完善, 生产装置负荷得到提升。而在化工行业不景气下, 化工品、化肥价格同比下滑致使营业收入同比减少 6.92%。

氮肥业务毛利率为 21.65%, 同比增加 9.61 个百分点, 一方面由于煤炭价格的持续走跌, 其次在于航天炉技术带来合成气成本下降, 最后因为多功能尿素销量占比提升。

25 万吨丁辛醇于 3 月中下旬实现安全投运, 经过进一步的工艺优化, 目前运行质量和产量上都有大幅提升, 上半年共实现净利润 7220 万元。

(二)、尿素价格筑底

今年北半球低温干旱气候影响了化肥需求, 国际尿素价格大幅下跌, 拉低了国内价格。而国内春耕备肥也在极端天气的影响下一再推迟, 致使尿素价格一路下滑, 鲁西报价下调至 1610 元/吨。

煤炭价格有企稳迹象, 将对尿素价格形成一定的成本支撑; 气价的上调也使得占比近 20% 的气头企业加入到边际成本行列, 尿素价格继续下探的空间不大。

鲁西化工 (000830.SZ)**谨慎推荐** 评级

分析师

袁孝锋

✉: qixiaofeng@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 2013-8-20

A 股收盘价(元)	3.78
A 股一年内最高价(元)	5.17
A 股一年内最低价(元)	3.24
上证指数	2206
市净率	1.02
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)	55.34

(三)、己内酰胺、新型粉煤煤气化项目值得期待

丁辛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。

(四)、综合一体化雏形显现

公司发展的思路及未来的目标是打造一体化、集约化的化工园区，形成完善的原料、动力供应网络，最终实现产品的综合竞争优势。

化工园目前使用面积 4 平方公里，政府规划面积 13 平方公里，经过这几年不懈的发展，园区里水、电、汽供应网络逐渐完善，原料、产品互为关联，煤化工、盐化工、氟硅化工相互交织、循环发展的模式初步形成。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，有望成为化工标杆性企业之一。

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 2013-2014 年 EPS 分别为 0.36 元和 0.47 元，对应目前股价 PE 为 10.5x 和 8.0x，维持“谨慎推荐”的投资评级。

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
流动资产	2826	2778	2776	3126	3924
现金	884	730	927	1212	1532
交易性投资	49	0	0	0	0
应收票据	36	0	7	8	10
应收款项	2	1	5	5	6
其它应收款	23	11	9	11	14
存货	1450	1641	1445	1453	1816
其他	383	395	383	436	545
非流动资产	8456	10396	13148	13208	14277
长期股权投资	29	30	80	80	80
固定资产	6375	7724	9356	9875	10887
无形资产	471	483	474	133	140
其他	1581	2158	3238	3120	3170
资产总计	11282	13174	15924	16334	18201
流动负债	6394	5289	7860	9079	10094
短期借款	2910	2657	4124	5165	5115
应付账款	1416	1379	1857	1744	2180
预收账款	340	494	494	532	666
其他	1727	759	1385	1637	2134
长期负债	2298	2777	2760	2234	2284
长期借款	2193	756	674	210	260
其他	105	2022	2087	2024	2024
负债合计	8692	8067	10621	11313	12378
股本	1046	1465	1465	1465	1465
资本公积金	505	2185	2185	2185	2185
留存收益	0	0	1432	1698	2240
少数股东权益	2	2	0	2	2
归属于母公司所有者权益	2583	5105	5297	5347	5889
负债及权益合计	11277	13174	15918	16662	18270

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	7686	9316	10241	11240	14019
营业成本	6840	7965	8985	9687	12109
营业税金及附加	39	20	31	22	28
营业费用	213	186	245	236	294
管理费用	214	302	315	337	421
财务费用	154	267	295	301	312

资产减值损失	12	43	9	10	0
公允价值变动收益	(49)	0	0	0	0
投资收益	51	(2)	3	0	0
营业利润	216	531	364	646	854
营业外收入	117	58	74	60	75
营业外支出	34	5	3	10	20
利润总额	298	584	435	696	909
所得税	86	161	96	174	227
净利润	212	423	339	522	682
少数股东损益	(0)	0	(0)	0	0
归属于母公司净利润	212	423	339	522	682
EPS (元)	0.20	0.40	0.23	0.36	0.47

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动现金流	551	773	1527	2115	2277
净利润		423	339	332	622
折旧摊销		0	0	862	1001
财务费用		0	0	301	312
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	0	13	588
其它		350	1189	607	(246)
投资活动现金流	(1784)	(2164)	(2450)	(3456)	(1630)
资本支出		0	0	(3520)	(1630)
其他投资		(2164)	(2450)	64	0
筹资活动现金流	1152	1653	918	1748	(327)
借款变动		0	0	2144	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	(15)	(15)
其他		1653	918	(381)	(312)
现金净增加额	(80)	262	(4)	482	320

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