



净利润增长23.2%，化肥业务将回暖

2013年08月20日

推荐/维持

鲁西化工

财报点评

——鲁西化工（000830）中报点评

杨伟 分析师

执业证书编号：S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn 010-66554034

事件：

公司2013年上半年营业收入55.92亿元，同比下降6.92%，归属于上市公司股东的净利润2.36亿元，同比增长23.2%，扣非后净利润2.28亿元，同比增长23.95%，基本每股收益0.16元。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	1869.98	2900.36	3107.13	2451.42	1781.91	2602.63	2989.13
增长率（%）	-19.96%	20.36%	19.63%	0.50%	-4.71%	-10.27%	-3.80%
毛利率（%）	19.98%	11.84%	10.52%	11.82%	16.60%	17.00%	11.74%
期间费用率（%）	11.85%	7.70%	6.36%	7.74%	13.70%	9.91%	7.08%
营业利润率（%）	5.85%	4.00%	4.18%	3.88%	1.30%	6.98%	4.74%
净利润（百万元）	102.67	90.82	100.70	89.00	58.01	137.38	98.61
增长率（%）	52.44%	22.68%	-5.50%	-36.50%	-43.50%	51.27%	-2.08%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.06	0.07	0.06	0.04	0.09	0.07
资产负债率（%）	61.23%	63.92%	65.02%	65.11%	66.69%	66.04%	65.53%
净资产收益率（%）	2.01%	1.75%	1.95%	1.70%	1.09%	2.52%	1.78%
总资产收益率（%）	0.78%	0.63%	0.68%	0.59%	0.36%	0.86%	0.61%

观点：

- 上半年氮肥收入20.28亿元，同比下降29.93%，毛利率21.65%，同比增长9.61个百分点，复合肥收入18.11亿元，同比下降6.18%，毛利率12.11%，增长2.24个百分点。尿素产品上半年处于内忧外患的不利局势，景气度下降，1-6月国内尿素产量1653万吨，同比增长10.11%，供过于需，海外需求低迷，13年宽松的出口政策未起到预期效果，煤炭价格持续下跌则使尿素市场雪上加霜，影响下游备货，导致尿素量价齐跌；尿素上半年均价同比下降11%，原料烟煤均价下降21%，是尿素毛利率明显提升的主要原因。近期印度与巴基斯坦开始尿素招标，预计尿素价格将逐渐企稳，公司化肥业务有望好转。
- 化工品收入17.17亿元，同比增长61.48%，毛利率7.33%，下降1.72个百分点。3月25万吨丁辛醇装置陆续投产，且开工率维持高位，是化工品收入大幅增长的主因；毛利率下降主要因公司其它化工产品需求不振，价格下跌所致。20万吨己内酰胺项目一期预计将于8月底进入试生产，己内酰胺国内供给不足，预计将销售顺畅，下半年化工品收入与毛利率均有提高空间。

- 新增项目较多导致三费均明显提高。销售费用率 3.02%，同比增长 0.81 个百分点，管理费用率 2.66%，增长 0.18 个百分点，财务费用率 2.71%，增长 0.39 个百分点，销售期间费用率 8.39%，增长 1.38 个百分点。
- 园区一体化优势明显。公司在园区内已构建煤化工、盐化工、氟硅化工、新材料化工产品网络，根据市场需求与经济效益优化产出结构，使效益最大化，而且充分利用水电气等公用工程及工艺副产品，协同效应明显。

结论：

公司具有园区一体化优势，可通过优化产出实现效益最大化；航天炉制尿素工艺具有成本优势，上半年化肥行业低迷背景之下仍实现高毛利率，预计下半年化肥业务将好转；化工业务开始发力，8月底己内酰胺项目投产后化工品收入将持续快速增长，新材料业务未来大有可为。预计公司13-14年EPS分别为0.33元、0.45元，对应PE11倍、8倍，维持“推荐”评级。

风险提示：

原料价格上涨的风险；尿素及复合肥价格大幅波动的风险；化工安全事故的风险

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E			
流动资产合计	2778	2776	3678	4090	4314	营业收入	9316	10241	12285	14539	15539			
货币资金	730	927	1106	1018	932	营业成本	7965	8985	10787	12719	13616			
应收账款	1	5	2	2	3	营业税金及附加	20	31	37	36	31			
其他应收款	11	9	11	13	14	营业费用	186	245	221	262	264			
预付款项	390	376	484	611	747	管理费用	302	315	344	393	388			
存货	1641	1445	2069	2439	2611	财务费用	267	295	313	307	231			
其他流动资产	5	6	6	6	6	资产减值损失	42.95	8.61	8.00	5.00	3.00			
非流动资产合计	10396	13148	12525	11628	10588	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	30	80	30	30	30	投资净收益	-1.76	2.94	0.00	0.00	0.00			
固定资产	7724.1	9356.3	10113.	9999.3	9424.3	营业利润	531	364	575	818	1005			
无形资产	483	474	426	379	332	营业外收入	58.07	73.58	75.00	70.00	60.00			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.82	3.03	5.00	5.00	5.00			
资产总计	13174	15924	16203	15718	14902	利润总额	584	435	645	883	1060			
流动负债合计	5289	7860	7912	7096	5882	所得税	161	96	161	221	265			
短期借款	2657	4124	5069	3938	2521	净利润	423	339	484	662	795			
应付账款	1379	1857	1478	1568	1679	少数股东损益	0	0	0	0	0			
预收款项	494	494	617	762	918	归属母公司净利润	423	339	484	662	795			
一年内到期的非流	828	417	500	300	200	EBITDA	1450	1407	2048	2422	2577			
非流动负债合计	2777	2760	2744	2744	2744	BPS (元)	0.30	0.23	0.33	0.45	0.54			
长期借款	756	674	674	674	674	主要财务比率								
应付债券	1900	1900	1900	1900	1900		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E			
负债合计	8067	10621	10655	9839	8625	成长能力								
少数股东权益	2	0	0	0	0	营业收入增长	21.2%	9.9%	20.0%	18.4%	6.9%			
实收资本(或股本)	1465	1465	1465	1465	1465	营业利润增长	145.8%	-31.4%	57.9%	42.3%	22.9%			
资本公积	2185	2185	2185	2185	2185	归属于母公司净利润	99.7%	-20.0%	42.9%	36.9%	20.1%			
未分配利润	1256	1432	1505	1604	1723	盈利能力								
归属母公司股东权	5105	5304	5539	5870	6268	毛利率 (%)	15%	12%	12%	13%	12%			
负债和所有者权	13174	15924	16194	15710	14894	净利率 (%)	5%	3%	4%	5%	5%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	3%	2%	3%	4%	5%			
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE (%)	8%	6%	9%	11%	13%			
经营活动现金流	773	1527	346	2286	2363	偿债能力								
净利润	423	339	484	662	795	资产负债率 (%)	61%	67%	66%	63%	58%			
折旧摊销	651.46	747.76	1160.7	1296.9	1340.0	流动比率	0.53	0.35	0.46	0.58	0.73			
财务费用	267	295	313	307	231	速动比率	0.21	0.17	0.20	0.23	0.29			
应付帐款的变化	0	0	-380	90	111	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	123	145	155	总资产周转率	0.76	0.70	0.76	0.91	1.02			
投资活动现金流	-2164	-2450	-558	-405	-303	应收账款周转率	7461	3662	3661	6595	6286			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.67	6.33	7.37	9.55	9.57			
长期投资	30	80	30	30	30	每股指标(元)								
投资收益	-2	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.23	0.33	0.45	0.54			
筹资活动现金流	1653	918	390	-1969	-2145	每股净现金流(最新)	0.18	0.00	0.12	-0.06	-0.06			
短期借款	2657	4124	5069	3938	2521	每股净资产(最新摊	3.48	3.62	3.78	4.01	4.28			
长期借款	756	674	674	674	674	估值比率								
普通股增加	419	0	0	0	0	P/E	12.48	16.36	11.45	8.36	6.96			
资本公积增加	1680	0	0	0	0	P/B	1.08	1.04	1.00	0.94	0.88			
现金净增加额	262	-4	179	-88	-85	EV/EBITDA	7.55	8.34	6.14	4.68	3.84			

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

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，有五年化工行业研究经验。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，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。