



东兴证券
DONGXING SECURITIES

投资聚碳酸酯开启公司材料业务新纪元

——鲁西化工（000830）事件点评

2013 年 12 月 12 日

推荐/维持

鲁西化工

事件点评

事件：

公司拟投资建设聚碳酸酯项目一期年产 6.5 万吨工程，项目投资 8.5 亿元，15 个月建设完成。项目建成后预计新增年销售收入约 12 亿元，利润总额约 2 亿元。

主要观点：

1. 聚碳酸酯业务对公司意义重大

聚碳酸酯（PC）作为新型材料，被广泛应用于电器、光学媒介、汽车工业等领域。我国 PC 消费量近年来持续快速增长，表观消费量由 2005 年 62 万吨增长至 2010 年的 110 万吨，年均增长 15%，预计 2015 年需求量将达 178 万吨。我国 PC 严重依赖进口，2012 年产量只有 34 万吨，且其中大部分均来自于国际 PC 巨头在华建设的产能；进口量呈现持续增长态势，2011 年进口达 122.8 万吨，与表观消费量基本持平。

新材料业务是公司未来发展的重中之重，但近年来建设的己内酰胺与丁辛醇产品仅是新材料上游原料，并无真正新材料产品，此次投资建设 PC 将开启公司发展材料业务的新纪元，形成新的利润增长点。PC 目前市场价 18600 元/吨，是近五年最低点，因此公司所预计的项目达产后盈利数据较为可靠。

2、受益尿素价格上涨，产能有提升空间

目前尿素业务在公司主营中贡献业绩最大且最为稳定，仍有提升空间。第三套煤气化装置将于 2014 年初建成，尿素产能将在目前 195 万吨的基础上继续提升，主要销往聊城及周边 200 公里半径内的区域，南方地区开拓较快，销量占比已由 2010 年 15%提高至 2012 年的 35%，以终端销售为主。预计今年销量与去年 188 万吨基本持平。

春耕备肥期 11 月启动使年初以来持续跌价的尿素价格反弹，近一个月以来涨幅 110 元/吨，预计仍有小幅上涨空间，公司将显著受益。上游煤炭价格预计明年将持续低迷，环保标准趋严也将淘汰部分尿素中小产能，明年尿素行业景气度有望优于今年。

杨伟

010-66554034

yang_wei@dxzq.net.cn

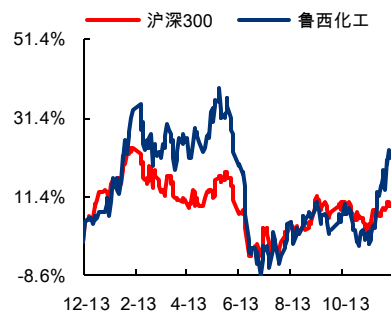
执业证书编号：

S1480512110002

交易数据

52 周股价区间（元）	4.41-3.75
总市值（亿元）	64.6
流通市值（亿元）	64.56
总股本/流通 A 股（万股）	146486/146392
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.11

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《鲁西化工（000830）中报点评：净利润增长 23.2%，化肥业务将回暖》2013-08-21
- 2、《鲁西化工调研快报：航天炉成本优势明显，新材料业务大有可为》2013-04-02
- 3、《鲁西化工（000830）调研快报：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》2012-03-19

3、新型肥料投产助推复合肥业务增长

普通复合肥目前产能 150 万吨，新型肥料陆续投产使复合肥未来两年产能年均增长 20%以上；60 万吨硝基复合肥项目将于 2014 年 7 月投产，预计销量 20 万吨左右，使明年复合肥销量增至 125-130 万吨。与日本片仓株式会社合作的包膜型缓控释肥项目顺利开展使公司缓控释肥产能增加，行业影响力进一步加强。

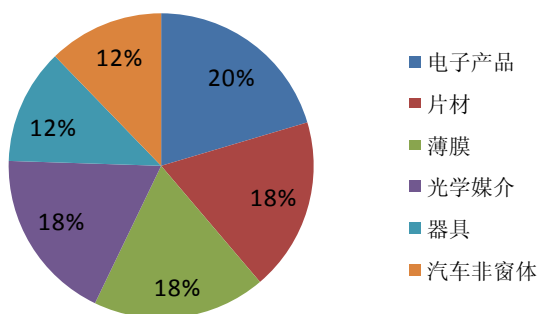
4、双氧水恢复生产，己内酰胺盈利回升

公司双氧水装置已于 12 月初恢复生产，双氧水属于 10 万吨己内酰胺项目配套装置，7 月 29 日发生起火事故以来，外购双氧水导致己内酰胺生产成本上升，此次生产恢复后既可保障己内酰胺原料供应，又可外销创造效益，有利于提升公司整体盈利水平。

结论：

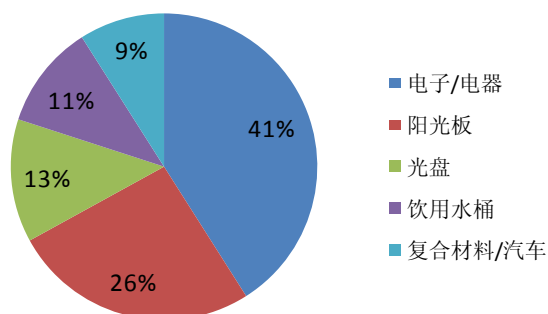
公司投资建设己内酰胺项目开启材料业务新纪元，达产后将使业绩大幅提升，且公司后续有增加产能规划，预计公司在新材料其它领域也会陆续有新动作；化肥业务中尿素与复合肥受益于价格上涨与产能增加，明年贡献业绩有望实现 20%左右的增长。预计公司 2013 年-2015 年每股收益分别为 0.26 元、0.39 元和 0.51 元，对应 PE 分别为 17 倍、11 倍、8 倍，继续给予“推荐”评级。

图 1 2011 年世界 PC 消费结构



资料来源：东兴证券研究所

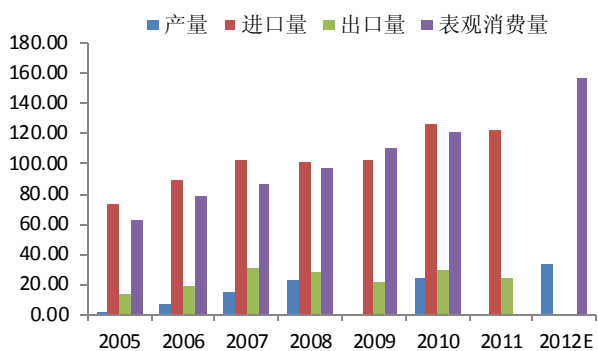
图 2 2010 年国内 PC 消费结构



资料来源：东兴证券研究所

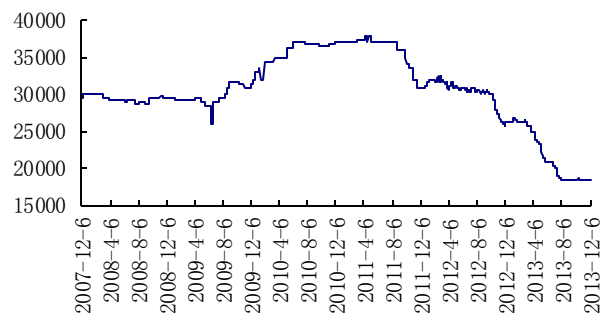
图 3 国内 PC 严重依赖进口（万吨）

图 4 PC 价格走势（元/吨）



资料来源：东兴证券研究所

聚碳酸酯（PC）通用价格走势图



资料来源：东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			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	3557	4182	4524	营业收入	9316	10241	11751	14804	16324
货币资金	730	927	1058	1036	979	营业成本	7965	8985	10429	13098	14418
应收账款	1	5	2	2	3	营业税金及附加	20	31	35	37	33
其他应收款	11	9	11	14	15	营业费用	186	245	212	266	278
预付款项	390	376	480	611	756	管理费用	302	315	329	400	408
存货	1641	1445	2000	2512	2765	财务费用	267	295	313	311	241
其他流动资产	5	6	6	6	6	资产减值损失	42.95	8.61	3.00	3.00	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	7724.16	9356.30	10113.57	9999.30	9424.34	营业利润	531	364	430	689	944
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	7.00	5.00	5.00
资产总计	13174	15924	16082	15810	15112	利润总额	584	435	498	754	999
流动负债合计	5289	7860	7846	7290	6218	所得税	161	96	125	189	250
短期借款	2657	4124	5072	4073	2720	净利润	423	339	374	566	749
应付账款	1379	1857	1429	1615	1778	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	494	494	611	759	923	归属母公司净利润	423	339	374	566	749
一年内到期的非	828	417	500	300	200	EBITDA	1450	1407	1904	2297	2525
非流动负债合计	2777	2760	2744	2744	2744	BPS (元)	0.30	0.23	0.26	0.39	0.51
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	10589	10034	8962	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%	14.8%	26.0%	10.3%
实收资本 (或股	1465	1465	1465	1465	1465	营业利润增长	145.8%	-31.4%	18.2%	60.2%	37.0%
资本公积	2185	2185	2185	2185	2185	归属于母公司净利	99.7%	-20.0%	10.4%	51.4%	32.4%
未分配利润	1256	1432	1488	1573	1685	获利能力					
归属母公司股东	5105	5304	5484	5767	6142	毛利率 (%)	15%	12%	11%	12%	12%
负债和所有者权	13174	15924	16074	15801	15104	净利率 (%)	5%	3%	3%	4%	5%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)	3%	2%	2%	4%	5%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE (%)	8%	6%	7%	10%	12%
经营活动现金流	773	1527	235	2175	2315	偿债能力					
净利润	423	339	374	566	749	资产负债率 (%)	61%	67%	66%	64%	59%
折旧摊销	651.46	747.76	1160.71	1296.94	1340.00	流动比率	0.53	0.35	0.45	0.57	0.73
财务费用	267	295	313	311	241	速动比率	0.21	0.17	0.20	0.23	0.28
应付帐款的变化	0	0	-429	186	163	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	118	148	163	总资产周转率	0.76	0.70	0.73	0.93	1.06
投资活动现金流	-2164	-2450	-553	-403	-303	应收账款周转率	7461	3662	3548	6783	6380
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.67	6.33	7.15	9.73	9.62
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	0.30	0.23	0.26	0.39	0.51
筹资活动现金流	1653	918	448	-1793	-2068	每股净现金流 (最新	0.18	0.00	0.09	-0.01	-0.04
短期借款	2657	4124	5072	4073	2720	每股净资产 (最新摊	3.48	3.62	3.74	3.94	4.19
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	14.29	18.74	16.97	11.21	8.46
资本公积增加	1680	0	0	0	0	P/B	1.24	1.20	1.16	1.10	1.03
现金净增加额	262	-4	131	-21	-57	EV/EBITDA	8.11	8.91	7.05	5.33	4.30

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。

联系人简介

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。