

## 园区一体化优势明显，受益尿素等涨价

### ——鲁西化工（000830）调研简报

2017 年 01 月 05 日

强烈推荐/维持

鲁西化工

调研简报

#### 报告摘要：

鲁西化工已经形成化肥、化工双主业发展格局，公司立足化工新材料产业园，打造了煤化工、盐化工、氟硅化工、化工新材料等产品链条。形成了一体化、集约化的生产格局。

- ◆ **退城进园项目进展顺利，2017 年下半年建成投产。**通过退城进园项目，公司将关停 90 万吨落后尿素产能，同时采用新工艺新建甲醇、合成氨以及尿素产能。预计该项目将在 2017 年下半年投产。投产后将有效降低公司尿素的生产成本，提升市场竞争力。
- ◆ **尿素行业关停落后产能，春耕涨价预期渐浓。**2015 至 2016 年 9 月，尿素行业陷入低迷，国内大量老旧尿素生产装置关停，陆续退出市场。2016 年 10 月以来，尿素价格从 1200 元/吨涨至 1600 元/吨，涨幅约 33%。目前流通渠道尿素库存处于低位，春耕需求即将到来，尿素涨价预期强烈。
- ◆ **聚碳酸酯一期顺利投产，后续将扩产至 20 万吨/年。**公司聚碳酸酯一期项目克服重重困难顺利投产，具备年产 6.5 万吨能力。我国聚碳酸酯市场长期被拜耳、LG 等公司控制，该产品技术门槛高，盈利好。鲁西化工计划在二期项目基础上再扩建两条生产线，最终形成 20 万吨/年产能。预计该项目将提升公司产品附加值，同时提升公司的利润空间。
- ◆ **建成网上销售结算平台，资金回笼快，应收账款少。**公司已经建成网上销售平台，组建了可实时监控的物流体系。由于公司采取先款后货的销售制度，使得公司现金回笼快，应收账款少。过去十年里，公司年均经营现金流净流入约 9.8 亿元。这表明公司现有业务的经营情况非常良好

**盈利预测及估值：**在供给侧改革持续推进、环保政策日趋严苛的大背景下，当技术落后、实力较小的企业被市场淘汰，鲁西化工将迎来较好的发展时期，前期的资本投入将逐步转化为盈利能力。预计公司 2016-2018 年净利润分别为 0.13 元，0.32 元和 0.48 元，给予公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	13,029	12,871	10,820	12,560	14,471
增长率（%）	17.8%	-1.2%	-15.9%	16.1%	15.2%
净利润（百万元）	361.1	289.3	197.5	470.7	709.4
增长率（%）	18.0%	-19.9%	-31.7%	138.4%	50.7%
净资产收益率（%）	6.0%	3.7%	2.4%	5.6%	7.9%
每股收益（元）	0.25	0.18	0.13	0.32	0.48
PE	23.1	32.1	42.9	18.0	11.9
PB	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9

#### 梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

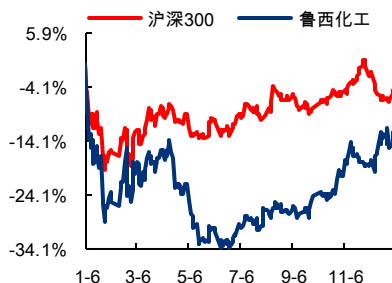
执业证书编号：

S1480510120014

#### 交易数据

52 周股价区间（元）	5.78-6.37
总市值（亿元）	84.67
流通市值（亿元）	84.62
总股本/流通 A 股（万股）	146486/146398
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.31

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. “退城进园项目”进展顺利，园区一体化优势明显，环保措施领先 .....	3
2. 化肥、化工双线并举，化工占比逐渐提高 .....	3
3. 尿素产品价格上涨主要受成本推动，库存低看好 2017 年尿素价格上涨 .....	4
4. 聚碳酸酯（PC）一期项目已经顺利生产，二期项目计划投资新建 2 条生产线 .....	5
5. 建成网上销售结算平台，资金回笼快，应收账款少 .....	6
6. 经营现金流持续流入，但投资支出较大 .....	7
7. 盈利预测及估值 .....	7

## 表格目录

表 1:公司主要产品产能情况 .....	4
表 2:公司盈利预测表 .....	9

## 插图目录

图 1:鲁西化工园区鸟瞰图 .....	3
图 2:煤炭涨价推动尿素价格上升 .....	5
图 3:2016 年 4 季度以来聚碳酸酯价格走高 .....	6
图 4:应收账款周转天数低 .....	6
图 5:存货周转天数在 60 天左右 .....	6
图 6:公司经营现金流及投资支出 .....	7

## 1. “退城进园项目”进展顺利，园区一体化优势明显，环保措施领先

鲁西化工地处山东聊城，目前已经形成了化肥、化工双主业同步发展的良好局面。公司从 2004 年开始就意识到化工生产一体化、园区化的发展趋势，从而集中精力建设化工新材料产业园区。经过十几年的建设，公司已经在园区内形成了较为完整的煤化工、盐化工、氟硅化工、化工新材料的产品链条。园区内实现集约化管理，统一供电供气可有效降低能源成本，生产的部分副产品实现循环利用，一体化优势日益明显。

2015 年开始，公司为了淘汰落后产能，推出“退城进园项目”，该项目总投资 59 亿元，主要项目包括新建甲醇、合成氨、尿素和硝基肥产能，同时关停老厂区的 90 万吨尿素产能。“退城进园项目”的实施将提升公司的工艺水平，提高生产效率。截至 2016 年 6 月底，退城进园项目建设进度约 40%。预计到 2017 年下半年，该项目将全部建成投产。

公司现有园区占地面积约 7 平方公里，后续仍有约 11 平方公里的预留土地用于建设新增项目。公司在园区内建成了高度智能化的中央控制体系，对整个园区进行实时监控，同时公司有完善的应急处理体系。园区环保措施领先，给人留下深刻印象。

图 1:鲁西化工园区鸟瞰图



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

## 2. 化肥、化工双线并举，化工占比逐渐提高

公司在园区内形成了上下游一体化的生产格局，其中化肥业务形成合成氨、尿素、复合肥产业链，化工业务形成了己内酰胺、尼龙产业链；烧碱、氯化物、多元醇产业链等等。

但从公司的发展趋势看，上游原料匮乏是制约鲁西发展的短板，同时公司大部分产品技术门槛低，市场竞争激烈，利润空间较小。未来公司将重点发展聚碳酸酯等新材料

产品，同时提升老装置的生产效率，来保证公司盈利能力的提升。预计 2016 年公司生产化工产品约 460 万吨，化肥产品 330 万吨，未来化工产品的比重有望进一步上升。

表 1:公司主要产品产能情况

	产品名称	产能（万吨/年）
化肥板块	尿素	90
	复合肥	210
化工板块	烧碱	20
	甲烷氯化物	22
	氯磺酸	10
	氯化苄	8
	甲酸钠	20
	丁醇	20
	辛醇	17
	己内酰胺	10
	甲酸	20
	三聚氰胺	24
	双氧水	20
	尼龙	7
	聚碳酸酯	6.5

资料来源：东兴证券研究所

### 3. 尿素产品价格上涨主要受成本推动，库存低看好 2017 年尿素价格上涨

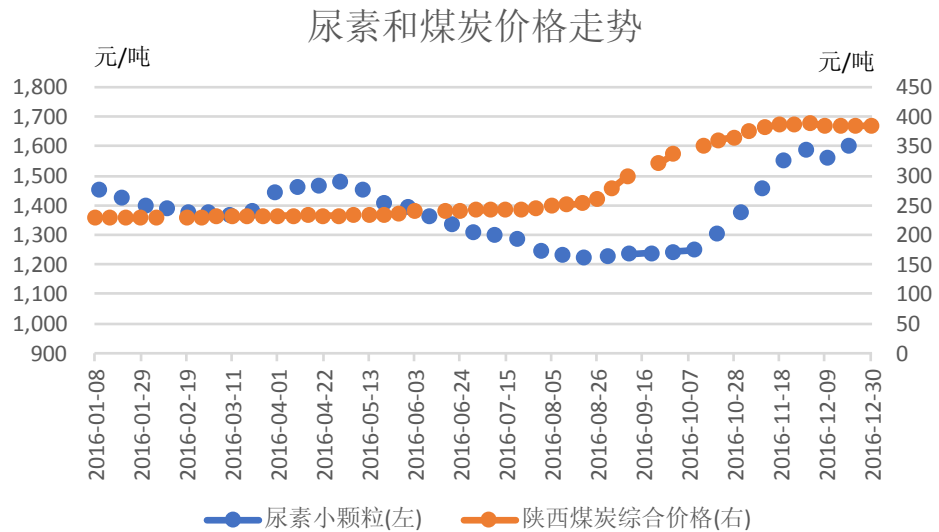
公司现有尿素产能 90 万吨，其中 40 万吨采用固定床工艺（老工艺），50 万吨采用航天炉工艺（新工艺）。目前处于满产状态。

2016 年下半年煤炭价格上涨，导致尿素生产成本上升，推高了近期尿素价格。目前公司尿素完全成本约 1200 元/吨，含税价约 1350-1400 元/吨（增值税率 13%）。出厂价约 1500 元/吨。

公司判断，当前尿素涨价主要由成本推动。下游需求端当前处于淡季，且淡储的意愿也较弱。看好 2017 年春耕启动后，尿素价格在需求推动下继续上行。

据了解，由于固定床工艺（老工艺）生产成本高于新工艺，大于高 100 元/吨，在尿素行业微利的情况下，不少老装置停车。公司也关停了 90 万吨老旧产能。尿素行业产能过剩情况有所好转。

图 2:煤炭涨价推动尿素价格上升



资料来源：国家统计局，陕西煤炭交易中心，东兴证券研究所

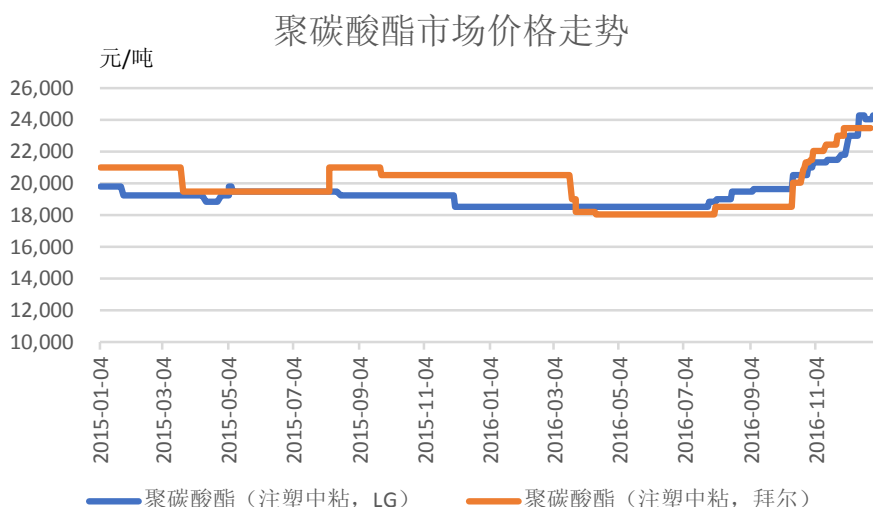
## 4. 聚碳酸酯（PC）一期项目已经顺利生产，二期项目计划投资 新建 2 条生产线

公司在国内率先投建了 PC 项目，一期于 2015 年 7 月建成 6.5 万吨产能。经过 1 年左右的调试，目前“PC 一期”项目已经顺利产出合格产品。鉴于一期项目运行良好，公司已经公告称将启动“PC 二期”，新建 2 条生产线，单条产能约 6.5 万吨。建成后，将形成年产 20 万吨聚碳酸酯的能力。

目前我国聚碳酸酯年表观消费量约 150 万吨，其中 85%左右依赖进口或由跨国公司在华生产，国内厂商的竞争力略有不足。鲁西作为国内第一批聚碳酸酯生产商，已经解决了生产工艺的难题，进入了这个附加值较高的市场。预计随着生产工艺的不断优化、生产规模的扩大，以及下游需求的增长，公司聚碳酸酯业务的盈利能力将明显提升。

2016 年 4 季度以来伴随着原油价格回升，聚碳酸酯市场价格也出现了明显上涨，下游需求呈现稳步增长的态势。如果鲁西化工建成 20 万吨聚碳酸酯产能后，预计每年可贡献收入约 35-45 亿元，按毛利率 20%测算，每年可贡献毛利约 7-9 亿元。

图 3: 2016 年 4 季度以来聚碳酸酯价格走高



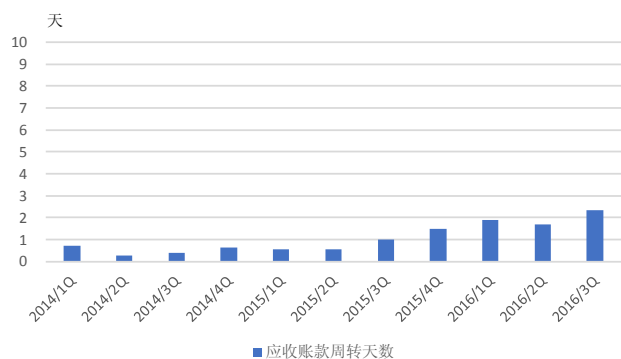
资料来源：中塑在线，东兴证券研究所

## 5. 建成网上销售结算平台，资金回笼快，应收账款少

公司已经建成网上鲁西商城，将产品销售、结算等环节放在网上进行。同时公司实施先款后货方式，保证了货款即时到账，保证了公司现金流的安全，使公司应收账款长期处于较低的水平。长期以来，公司将应收账款控制在非常低的水平，应收账款周转天数低于 3 天，这表明公司经营活动资金回笼非常好，应收账款产生坏账的可能性非常低。

同时，公司设立了鲁西物流平台，实现了物流运输车辆实时在线监测。销售网络体系的完善将带动公司产品的销售。随着销售和物流平台的不断完善，公司存货管理水平不断提高，存货周转天数控制在 60 天左右，好于行业平均水平。

图 4: 应收账款周转天数低



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5: 存货周转天数在 60 天左右



资料来源：Wind，东兴证券研究所



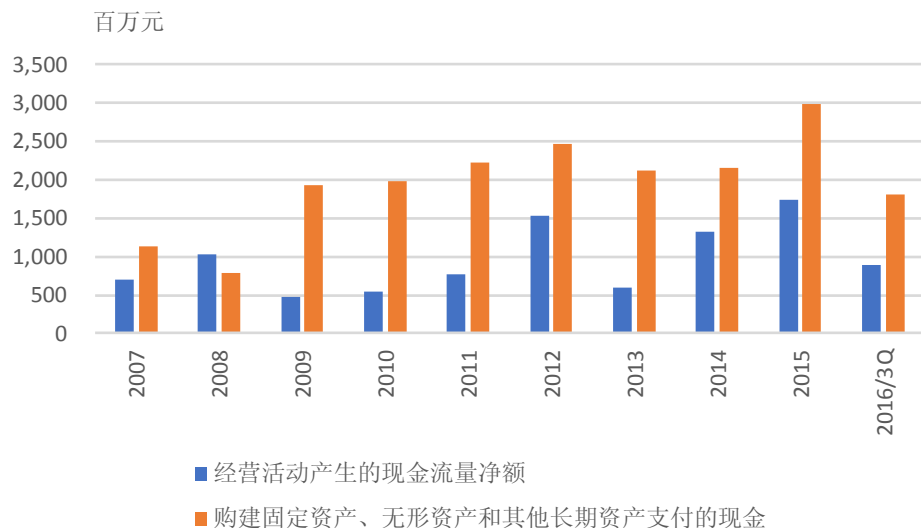
## 6. 经营现金流持续流入，但投资支出较大

上文我们分析了公司应收账款余额较小，与之相对于的是公司经营现金流持续净流入。2007年至2016年3季度末，公司经营现金流净流入总额为95.9亿元，年均净流入约9.8亿元。这表明公司现有业务的经营情况非常良好，具备持续的创造现金能力。

但过去10年里，公司在园区建设、新建项目方面投入了大量资金，总计约196亿元。在大部分的年份，投资所支出的资金高于经营活动净流入的资金，这导致了公司每年仍需要从外部融入资金。公司的负债率维持在65%左右，每年的财务费用约5.5-6亿元，给公司造成了较大的资金压力。

我们认为，持续的项目建设支出给公司造成了较大的资金压力，对公司业绩造成了负面影响。也在一定程度上拉低了公司的估值水平。公司当前PB为1倍，即使剔除20亿元永续债的影响，公司的PB也仅为1.4倍，在化工板块中处于非常低的水平。

图 6: 公司经营现金流及投资支出



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 7. 盈利预测及估值

鲁西化工的优势在于园区一体化运营带来的成本压缩和效率提升。虽然公司大多数产品附加值不高，尿素、复合肥等产品毛利率约15%左右，但公司过去十年中每年可产生约9.8亿元净现金流入，表明了公司具备良好的盈利能力。高额的资本支出给公司带来较大的资金压力，财务费用上升、折旧增加等因素拉低了公司业绩。

2017 年公司“退城进园项目”将建设完成，尿素价格春季涨价预期较强，有利于公司业绩的提升。近期化工品价格普涨，己内酰胺、聚碳酸酯等产品涨幅较大，利润空间扩大。我们认为公司具备优异的一体化优势，良好的环保措施。在供给侧改革持续推进、环保政策日趋严苛的大背景下，当技术落后、实力较小的企业被市场淘汰，鲁西化工将迎来较好的发展时期，前期的资本投入将逐步转化为盈利能力。预计公司 2016-2018 年净利润分别为 0.13 元, 0.32 元和 0.48 元, 给予公司“强烈推荐”评级。



**表 2:公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	3101	3411	3321	3706	4140	<b>营业收入</b>	13029	12871	10820	12560	14471
货币资金	544	973	1082	1256	1447	<b>营业成本</b>	11083	10966	9413	10676	12139
应收账款	37	70	59	69	79	营业税金及附加	23	34	32	38	43
其他应收款	10	17	14	16	19	营业费用	498	594	325	377	434
预付款项	258	157	176	197	221	管理费用	447	412	346	402	463
存货	1495	1485	1289	1463	1663	财务费用	541	552	435	505	445
其他流动资产	325	672	672	672	672	资产减值损失	3.50	5.70	16.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	16761	18955	20174	20692	20959	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	159	186	550	550	550	投资净收益	12.52	7.08	10.00	50.00	5.00
固定资产	13857.75	14918.88	15563.52	16378.15	16740.79	<b>营业利润</b>	446	314	262	608	946
无形资产	838	959	863	767	671	营业外收入	49.18	81.59	16.00	28.00	20.00
其他非流动资产	432	445	450	450	450	营业外支出	2.16	1.93	15.00	8.00	20.00
<b>资产总计</b>	19862	22367	23495	24399	25099	<b>利润总额</b>	493	394	263	628	946
<b>流动负债合计</b>	10741	11263	12130	12428	12439	所得税	132	105	66	157	236
短期借款	5374	4637	6096	6381	6188	<b>净利润</b>	361	289	197	471	709
应付账款	1792	1560	1315	1492	1696	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	509	370	397	428	464	归属母公司净利润	361	289	197	471	709
一年内到期的非	510	619	619	619	619	EBITDA	2818	3014	1849	2394	2724
<b>非流动负债合计</b>	3146	3140	3133	3385	3542	<b>EPS (元)</b>	0.25	0.18	0.13	0.32	0.48
长期借款	955	894	1294	1494	1594	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1900	1900	1900	1900	1900		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	13887	14404	15262	15813	15982	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	150	150	150	150	营业收入增长	17.8%	-1.2%	-15.94%	16.09%	15.21%
实收资本(或股	1465	1465	1465	1465	1465	营业利润增长	28.7%	-20.0%	-16.58%	131.67%	55.66%
资本公积	2184	2184	2184	2184	2184	归属于母公司净利润	18.0%	-19.9%	-31.75%	138.39%	50.70%
未分配利润	2053	1820	1918	2154	2508	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	5975	7813	8082	8436	8968	毛利率(%)	15%	15%	13%	15%	16%
<b>负债和所有者权</b>	19862	22367	23495	24399	25099	净利率(%)	3%	2%	2%	4%	5%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	3.82%	2%	1%	1%	2%
单位:百万元						ROE(%)	6%	4%	2%	6%	8%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	1320	1743	1494	2014	2450	资产负债率(%)	70%	64%	65%	65%	64%
净利润	361	289	197	471	709	流动比率	0.29	0.30	0.27	0.30	0.33
折旧摊销	1831.69	2147.45	0.00	1281.28	1333.28	速动比率	0.15	0.17	0.17	0.18	0.20
财务费用	541	552	435	505	445	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	-245	176	204	总资产周转率	0.69	0.61	0.47	0.52	0.58
预收账款增加	0	0	27	31	36	应收账款周转率	571	240	167	196	195
<b>投资活动现金流</b>	-2132	-2986	-2375	-1755	-1600	应付账款周转率	7.74	7.68	7.53	8.95	9.08
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减	159	186	550	550	550	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.18	0.13	0.32	0.48
投资收益	13	7	10	50	5	每股净现金流(最新	-0.04	0.14	0.07	0.12	0.13
<b>筹资活动现金流</b>	754	1441	990	-85	-659	每股净资产(最新摊	4.08	5.33	5.52	5.76	6.12
应付债券增加	5374	4637	6096	6381	6188	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	955	894	1294	1494	1594	P/E	23.12	32.11	42.88	17.99	11.94
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.42	1.08	1.05	1.00	0.94
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	5.91	5.16	9.36	7.35	6.36
<b>现金净增加额</b>	-58	199	109	174	191						

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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，有五年石油化工研究经验。

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

## 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。