

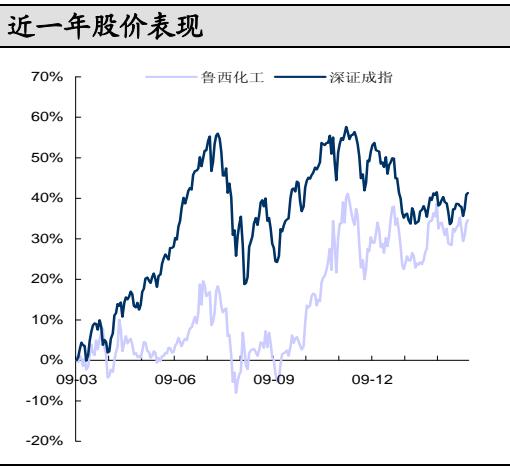


09 年业绩略低于预期，10 年增长仍可期

6 - 12 个月目标价	9.60 元
当前股价	6.43 元
投资评级	买入

分析师：卢全治
执业证书编号：S0640208090089
电话：0755-83689065
Email：luquanzhi@hotmail.com
报告日期：2009.3.31

基础数据	
上证指数	3128.47
总股本（百万）	1046.23
流通 A 股（百万股）	1046.23
流通 B 股（百万股）	0.00
流通 A 股市值（百万）	6727.28
总市值（百万）	6727.28
每股净资产（元）	2.27
ROE (TTM)	5.91
资产负债率	72.28
动态市盈率	20.27
动态市净率	2.49



相关报告：	
1.《航天炉技术助推公司跨越式发展》2009.12.22	
2.《多因素驱动公司持续向好发展》2010.3.8	

江南金融研究所	
联系人：	邝野、毛艳琼
联系电话：	0755-83778731
地址：	深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室 (518031)

2009 年 3 月 30 日，鲁西化工公布了 09 年年报，报告期内实现每股收益 0.13 元，同比下滑 38.80%，业绩略低于我们的预期。本年度不进行利润分配，也不进行资本公积金转增股本。

投资要点：

- **公司业绩同比下滑，略低于预期。** 2009 年公司实现营业收入 64.69 亿元，同比下滑 6.59%；实现利润总额 2.13 亿元，同比下滑 35.58%；实现归属于上市公司的净利润 1.40 亿元，同比下滑 38.90%；实现每股收益 0.13 元，略低于我们的预期。
- **产品毛利下降导致公司业绩下滑。** 2009 年对于处于化肥行业的企业而言是艰难的一年。受国际金融危机影响，化肥产品价格在 2009 年呈整体下降态势，而公司化肥产品的上游原料如煤炭、磷矿石等产品价格依然处于较高位置，挤压了公司化肥产品的毛利率空间，从而导致公司销售收入和净利润双双下滑。
- **行业回暖将推动公司 10 年业绩回升。** 化肥价格在经历了 09 年下滑的之后，10 年重拾升势，虽然化肥价格短期出现了小幅调整，但我们认为 10 年化肥价格的平均水平要高于 09 年，再者，目前煤炭、氯化钾等公司生产用原料价格有所回调，我们认为 10 年公司毛利率水平将会有所提升，从而公司业绩也会有一定幅度提升。
- **投资聊城煤矿，延伸产业链。** 目前公司与新汶集团就聊城煤矿的合作开发问题正在谈判之中，最终达成合作的可能性非常大。我们认为煤矿除了给投产后给公司带来的投资收益之外，更重要的意义在于公司的产业链的延伸。
- **航天炉技术将使公司华丽转身。** 由于公司目前合成氨装置采用传统的固定床间歇制气工艺，对山西无烟煤的依赖性较大，无烟煤价格高（目前公司到厂家约 1000 元/吨），导致合成氨成本较高，与国内外先进的煤气化工艺技术相比，毛利率水平存在一定的差距，对公司尿素产品的市场竞争力产生不利影响。目前公司拟非公开发行投资建设航天炉制气装置从而生产尿素等产品，航天炉技术的最大优势在于可以使用廉价的烟煤，可以大大降低产品成本，如果该技术应用成功，对公司未来的发展将具有里程碑式的意义，公司未来的业绩将大幅增长。
- **盈利预测与投资评级。** 我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.32、0.58 元和 0.72 元，对应的市盈率分别为 20.27 倍，11.11 倍和 8.93 倍，考虑到目前化肥行业的持续回暖以及未来航天炉技术的实施有可能推动公司进入快速增长阶段，公司盈利提升的空间很大，我们给予公司 30 倍的 PE，6-12 个月目标价为 9.6 元，维持“买入”的投资评级。

财务数据与估值

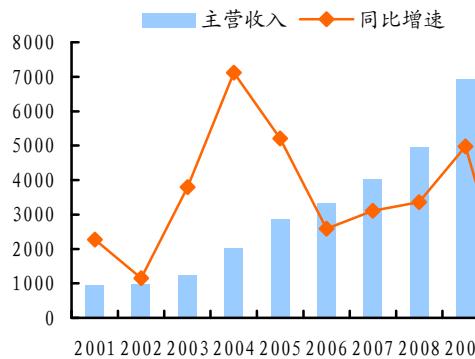
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6469	7682	9243	9338
收入同比(+/-%)	-7%	19%	20%	1%
净利润(百万元)	140	332	605	753
净利润同比(+/-%)	-39%	137%	82%	24%
EPS(元)	0.13	0.32	0.58	0.72
P/E	47.98	20.27	11.11	8.93
P/B	2.84	2.49	2.08	1.72

资料来源：江南金融研究所

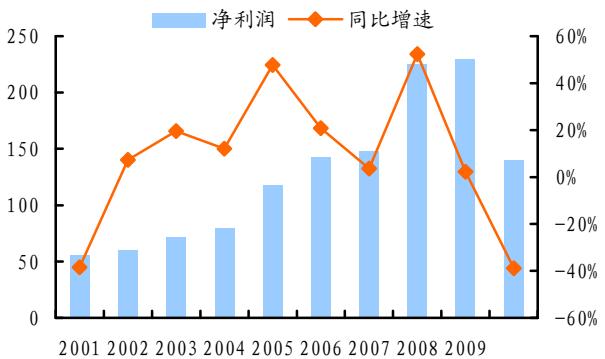
一、公司 09 年业绩回顾

2009 年公司实现营业收入 64.69 亿元，同比下滑 6.59%；实现利润总额 2.13 亿元，同比下滑 35.58%；实现归属于上市公司的净利润 1.40 亿元，同比下滑 38.90%；实现每股收益 0.13 元，略低于我们的预期。2009 年对于处于化肥行业的企业而言是艰难的一年。受国际金融危机影响，化肥产品价格在 2009 年呈整体下降态势，而公司化肥产品的上游原料如煤炭、磷矿石等产品价格依然处于较高位置，挤压了公司化肥产品的毛利率空间，从而导致公司销售收入和净利润双双下滑。

图表 1：鲁西化工主营收入（百万元）



图表 2：鲁西化工净利润（百万元）

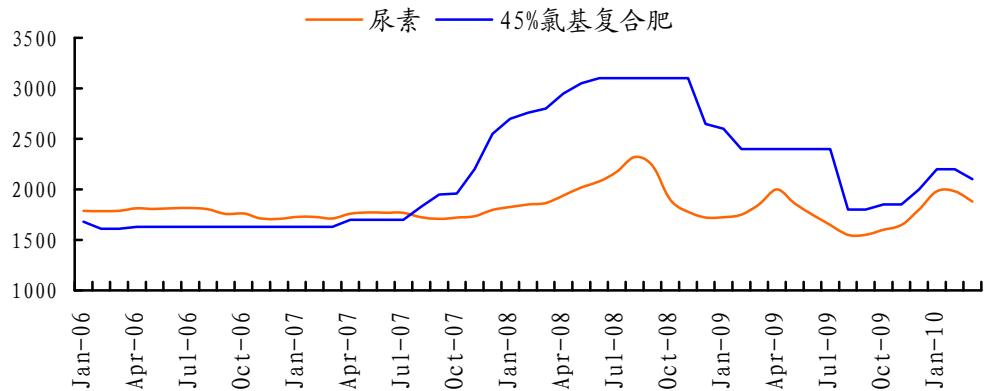


资料来源：江南金融研究所

二、行业回暖将推动公司 10 年业绩回升

2009 年以来整个化肥行业遭遇了景气度快速下滑的困境，企业经营压力骤然增大，10 月份行业进入了低谷，产品价格基本跌至成本线附近。随着冬季淡储的到来，以及下游经销商补充库存的需求释放，化肥行业呈现了逐步回暖的态势，产品价格触底回升。10 年初，化肥价格延续了 09 年底的升势，仍保持小幅上涨，虽然近期化肥价格出现了回调，但我们认为 10 年全年化肥平均价格将高于 09 年的水平。

图表 3：我国尿素与复合肥价格（单位：元/吨）



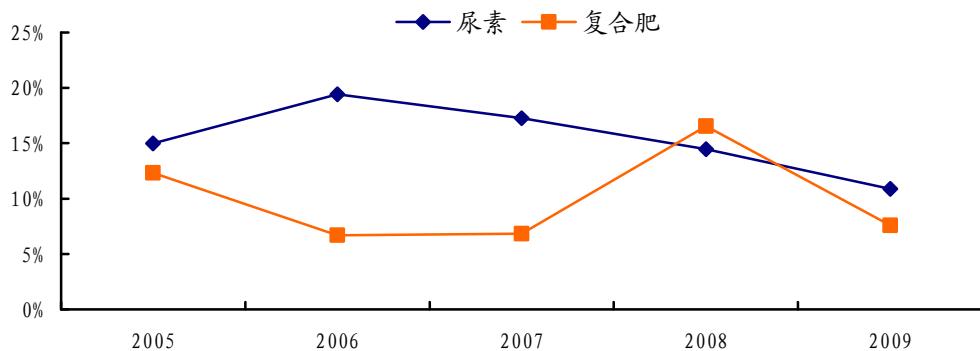
资料来源：百川资讯

公司的尿素产品和复合肥产品毛利率在今年上半年下降到了历史最低水平，盈利水平的下降主要是受行业低迷，产品价格下降的影响。公司毛利率与行业内其他尿素与复

合肥企业相比处于中下游水平，主要是由于公司煤气化装置不具有优势，使用的是价格较高的无烟煤，导致尿素毛利率较低；而公司生产复合肥所需的上游的原料磷矿石，氯化钾等均需外购，缺乏资源优势是导致复合肥毛利率较低的主要原因。

目前随着化肥行业的回暖，再加上上游主要原料煤炭、氯化钾等公司主要原料价格的下调，我们认为公司化肥产品10年毛利率水平较09年会有一定幅度的提升。

图表 4：公司尿素与复合肥毛利率



资料来源：Wind

三、投资聊城煤矿，延伸公司产业链

2009年10月29日，公司公告拟与聊城市昌润投资发展有限责任公司、山东信发集团有限公司、国电聊城发电有限公司共同组建聊城市润丰资源开发投资有限责任公司，其中公司持股35%，是润丰投资的控股股东。

润丰公司成立后，下一步拟与新汶矿业集团合作，共同成立煤炭开采公司（其中新汶矿业持股51%，润丰投资持股49%），拟开采优质的聊城煤田。政府相关部门目前正在与新汶矿业集团就与润丰投资合作方式等相关事宜均在洽谈过程中，此项目是聊城政府重点扶持的项目。

目前，聊城煤田的采矿权归属于新汶矿业集团，该煤田距公司所在东阿化工工业园约40公里，煤炭储量217亿吨，煤层埋藏深度800-1500米，煤种为烟煤，发热量为6000大卡，煤矿设计产能为300万吨/年，计划2012年建成投产，2013年开始为鲁西化工贡献稳定的投资收益，按坑口价500元/吨计算，完全成本350元/吨，吨煤净利润为112.5元，每年可为鲁西化工贡献投资收益约5800万元，增厚每股收益0.058元。

我们认为煤矿除了给投产后给公司带来的投资收益之外，更重要的意义在于公司的产业链的延伸。公司目前的化肥产品均以煤炭为原料，现在所用的煤炭全部外购，如果聊城煤矿投产后，且该煤矿的煤质刚好适合正在建设中的航天炉使用，未来可以为公司提供稳定的原料来源，在能源价格不断高企的情况下，公司可以锁定原料成本，提升产品的竞争力。由于聊城煤矿位于阳谷县境内，距离鲁西化工园仅50公里，且规划中的聊泰（聊城-泰安）铁路正好经过鲁西化工园，将来可以通过铁路直接运至公司，未来原料煤的运费相较于目前100-200元/吨的水平可以忽略不计，公司产品的成本将进一步降低。

四、航天炉技术将使公司华丽转身

由于公司目前合成氨装置采用传统的固定床间歇制气工艺，对山西无烟煤的依赖性较大，无烟煤价格高（目前公司到厂家约1000元/吨），导致合成氨成本较高，与国内外先进的煤气化工艺技术相比，毛利率水平存在一定的差距，对公司尿素产品的市场竞争

力产生不利影响，采用新技术、新工艺、新装备提升改造公司的传统固定床间歇制气工艺已显得非常必要。

公司将通过定向增发募集资金投资原料路线和动力结构调整年产30万吨/年尿素项目。目前增发方案已经上报证监会，正等待审核。航天炉项目采用中国航天技术研究院开发的粉煤连续气化技术—HT-L 粉煤加压气化先进技术，选用Φ2800/3200 航天气化炉制气。航天炉技术与固定床，She11牌炉生产工艺类似，均是干法制气，但航天炉技术相较于She11牌等煤气化装置最大的优势在于投资较低，运转周期较长(可连续运转120天)，能耗低，原料煤的适用范围广泛。航天炉可以用廉价的烟煤作为制气原料，按烟煤到厂家580元/吨，公司吨尿素成本可较目前降低约400元，30万吨/年项目建成后，可为公司贡献1亿的净利润，增厚每股收益0.1元。虽然航天炉技术处于初步发展阶段，但在国内已经有成功应用的案例，如河南永煤集团濮阳化工和安徽临泉化工航天炉项目，目前两台炉子运行情况均比较平稳。我们认为鲁西化工航天炉项目的建设取得成功属于大概率事件，项目的成功对公司未来的发展具有里程碑式的意义，如果项目运行顺利，达到预期效果，公司尿素成本将大幅下降，未来公司可以用航天炉技术替代现有的固定床工艺，如果全部采用航天炉技术制气，按照年产190万吨尿素计算，可为公司贡献约6个亿的净利润，仅尿素业务这一块就可为公司带来每股收益0.60元（如果按增发后15亿股计算为0.40元），我们认为未来公司业绩翻番是值得期待的。

目前该项目正在建设之中，预期10年底建成，11年一季度试车。该项目的尿素建成后实际产能可能达40-50万吨年，我们将重点关注该项目的建设，期待航天炉技术推动公司业绩爆发性增长。

图表 5：主要煤气化技术比较

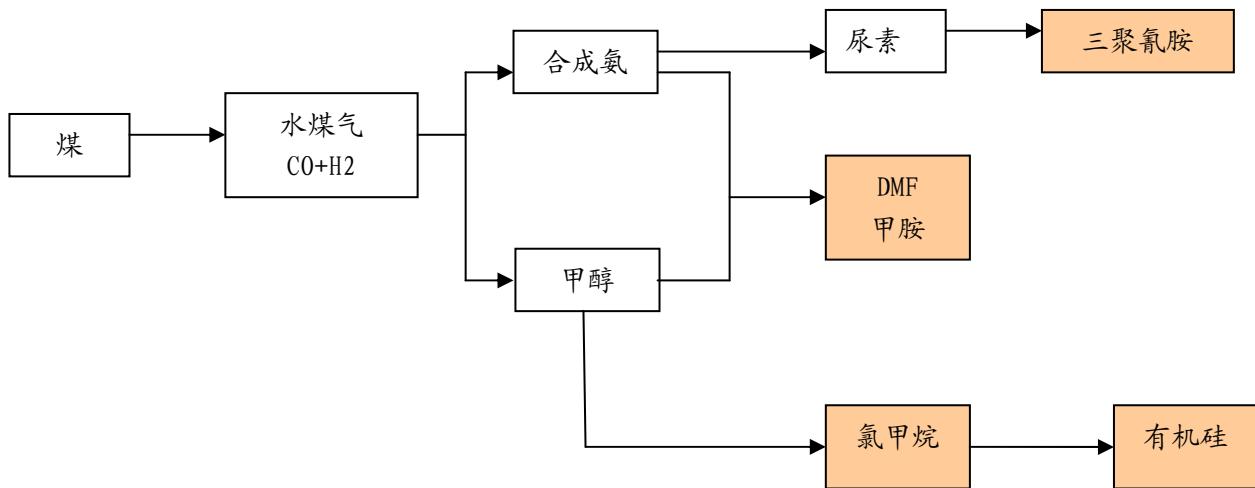
	航天炉	德士古炉	She11牌炉	国产化水煤浆气化炉	固定床
碳转化率 (%)	99	95	99	97	75
有效气含量CO+H ₂ (%)	90	>80	>90	85	70
比氧耗 (m ³ /100m ³ CO+H ₂)	360	≤ 380	≤ 380	360	/
比煤耗 (kg/100m ³)	600	550	520	560	/
投资 (亿元)	10	12	15	10	6
适用煤种	适用几乎所有煤种	较广泛，对煤质有一定要求	适用几乎所有煤种，但以无烟煤最佳	较广泛，对煤质有一定要求	无烟煤
运行效果	运行良好	运行良好	运行基本良好	运行良好	运行良好，但能耗高，污染大

资料来源：《煤炭加工与综合利用》，江南金融研究所

目前公司正在建设5万吨年有机硅项目，预计2010年5月建成投产，6万吨年氯甲烷项目，10万吨年甲胺项目，8万吨年三聚氰胺项目这三个项目预计明年初建成投产。

目前公司在建的这些产品都面临着产能过剩的压力，市场竞争都比较激烈，且产品的同质性较高，对新进入者来说取是较大的挑战。从这些产品的产业链来看，其所需主要原

料是合成氨和甲醇，都需要通过煤气化技术制取。可见，未来决定公司发展的就是煤气化技是否具有优势，如果航天炉技术能够成功实施，那么未来公司这些产品的成本优势就会体现出来，市场竞争力就会得到增强，企业的盈利水平也会大幅提升。

图表 6：煤化工产业链


资料来源：江南金融研究所（注：茶色表示计划新增产品）

五、盈利预测与投资评级

未来公司将以化肥生产为基础，不断向下游发展其他化工产品，延伸公司产业链。根据公司未来的发展和规划，我们对公司主要产品产量产销售进行了预测；同时根据各产品目前的价格水平以及我们对化工行业在未来景气度稳步回升的判断下，对未来两年我们认为化工产品会保持稳中有升的趋势，据此预测了未来两年公司主营产品的价格水平。

图表 7：公司主要产品盈利预测

	2010年	2011年	2012年
尿素(万吨)	150	190	190
价格(元/吨)	1800	1850	1900
成本(元/吨)	1500	1450	1400
毛利率	17%	22%	26%
复合肥(万吨)	140	140	140
价格(元/吨)	2000	2050	2050
成本(元/吨)	1750	1750	1750
毛利率	12.5%	12.5%	12.5%
氯甲烷(万吨)	4	6	6
价格(元/吨)	4000	4000	4000
成本(元/吨)	3500	3500	3500
毛利率	12.5%	12.5%	12.5%
有机硅(万吨)	1	2.5	2.5

价格(元/吨)	20000	20000	20000
成本(元/吨)	17500	17000	17000
毛利率	13%	15%	15%
DMF(万吨)	7	10	10
价格(元/吨)	4700	4800	4800
成本(元/吨)	4200	4200	4200
毛利率	11%	13%	13%
三聚氰胺(万吨)	6	8	8
价格(元/吨)	7300	7300	7300
成本(元/吨)	6000	6000	6000
毛利率	18%	18%	18%

资料来源：江南金融研究所（注：以上价格为不含税价）

根据以上的预测，公司 2010-2012 年每股收益的分别为 0.32 元、0.58 元和 0.72 元（按增发后 15 亿总股本计算，摊薄后每股收益分别为 0.24 元、0.42 元和 0.53 元），摊薄前对应的市盈率分别为 20.24 倍，11.11 倍和 8.93 倍，考虑到目前化肥行业的持续回暖以及未来航天炉技术的实施有可能推动公司进入快速增长阶段，公司盈利提升的空间很大，我们给予公司 30 倍的 PE，6-12 个月目标价为 9.6 元，维持“买入”的投资评级。

附表：财务报表预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产					营业收入	6469	7682	9243	9338
现金	582	626	604	1813	营业成本	5912	6617	7795	7700
应收账款	3	2	3	3	营业税金及附加	23	38	39	43
其他应收款	12	14	17	17	营业费用	137	132	139	166
预付账款	501	429	583	538	管理费用	189	192	203	219
存货	778	1135	1186	1247	财务费用	105	267	224	146
其他流动资产	218	216	43	40	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	6470	6017	5476	4912	公允价值变动收益	58	0	0	0
长期投资	30	19	25	22	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	4254	4682	4601	4259	营业利润	161	437	843	1063
无形资产	367	367	367	367	营业外收入	91	42	0	0
其他非流动资产	1819	949	484	264	营业外支出	39	3	0	0
资产总计	8565	8441	7913	8571	利润总额	213	475	843	1063
流动负债	3738	3274	2188	2118	所得税	71	119	211	266
短期借款	1237	1416	91	0	净利润	143	357	632	797
应付账款	699	912	998	1023	少数股东损益	3	25	27	44
其他流动负债	1801	946	1099	1095	归属母公司净利润	140	332	605	753
非流动负债	2453	2437	2437	2437	EBITDA	725	1169	1599	1775
长期借款	2383	2383	2383	2383	EPS (元)	0.13	0.32	0.58	0.72
其他非流动负债	70	54	54	54					
负债合计	6191	5710	4626	4555					
少数股东权益	2	27	54	98					
股本	1046	1046	1046	1046					
资本公积	505	505	505	505					
留存收益	820	1152	1682	2366					
归属母公司股东权益	2371	2703	3233	3917					
负债和股东权益	8565	8441	7913	8571					
主要财务比率									
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入					-6.6%	18.7%	20.3%	1.0%	
营业利润					-49.3%	171.9%	93.1%	26.1%	
归属于母公司净利润					-38.9%	136.7%	82.4%	24.4%	
获利能力									
毛利率 (%)					8.6%	13.9%	15.7%	17.5%	
净利率 (%)					2.2%	4.3%	6.5%	8.1%	
ROE(%)					5.9%	12.3%	18.7%	19.2%	
ROIC(%)					3.3%	9.3%	15.5%	19.8%	
偿债能力									
资产负债率 (%)					72.3%	67.7%	58.5%	53.1%	
净负债比率 (%)					59.77%	66.53%	53.49%	52.31%	
流动比率					0.56	0.74	1.11	1.73	
速动比率					0.35	0.38	0.56	1.12	
营运能力									
总资产周转率					0.83	0.90	1.13	1.13	
应收账款周转率					1236	1262	1315	1186	
应付账款周转率					7.29	8.21	8.16	7.62	
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)					0.13	0.32	0.58	0.72	
每股经营现金流(最新摊薄)					0.45	0.20	1.35	1.45	
每股净资产(最新摊薄)					2.27	2.58	3.09	3.74	
估值比率									
P/E					47.98	20.27	11.11	8.93	
P/B					2.84	2.49	2.08	1.72	
EV/EBITDA					13	8	6	5	
现金净增加额	-194	44	-22	1209					

资料来源：江南金融研究所

分析师简介

卢全治, SAC 执业证书号: S0640208090089

中国科学技术大学经济学硕士, 2007 年 8 月加入江南证券金融研究所, 从事化工行业的研究。

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, 本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考。

免责条款:

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。