

新项目投产，业绩增长可期

推荐 上调评级

 分析师: 李国洪 ✉: liguhong@chinastock.com.cn ☎: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

4月1日公司公告，投资建设的年产12万吨甲烷氯化物一期工程6万吨项目、年产20万甲胺一期工程10万吨项目，经过近期单机调试和联动试运行，工艺流程全线打通，均生产出合格产品。

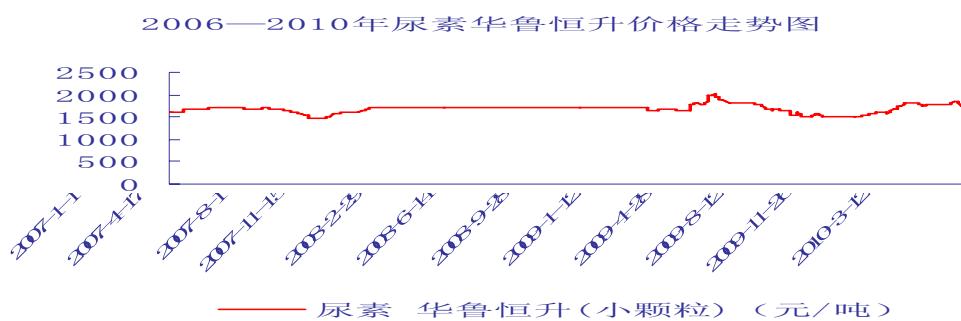
2. 我们的分析与判断

(一) 公司从尿素转向多元化化工企业

公司原有150万吨煤头尿素，即一厂40万吨（3套装置）、二厂45万吨（2套装置）、三厂20万吨（1套装置），本部45万吨尿素（1套装置），还有磷酸二铵20万吨。近期公司投资了48亿元在鲁西化工工业园新建了6万吨甲烷氯化物（扩建后12万吨），10万吨DMF（扩建后20万吨DMF，中间产品二甲胺、三甲胺），8万吨三聚氰胺（扩建后16万吨），有机硅5万吨（扩建后20万吨），粉煤气化30万吨尿素，6万吨甲醇，离子膜烧碱20万吨，另外还有危险品化学站和水库各一座。

鲁西化工工业园现占地面积2.5平方公里，具有合成氨、甲醇、尿素、烧碱、液氯、氯化苄、苯甲醇等十几种产品；已形成完善的园区内水、电、汽动力装置供应网络，并有足够余量可满足项目发展需要。具备了煤化工、盐化工以及煤化工和盐化工相结合综合延伸发展的条件。该工业园区位于东阿县城西部，北邻新聊滑路，距聊城火车站25km，距济邯铁路茌平站约30km。北距济馆高速公路25km，东距105国道5km，以公路运输为主，辅以铁路运输，交通十分便利。工业园建成后公司主要装置将在该园内，基本面随即发生了很大变化，从尿素转向多元化化工企业。

图1: 尿素价格走势图



资料来源: 百川咨询

(二) 6万吨甲烷氯化物（扩建后12万吨）2010年贡献3700万净利润，2011年贡献8000万净利润

甲烷氯化物是一氯甲烷、二氯甲烷、三氯甲烷、四氯化碳四种甲烷氯化物的总称，是重要的化工原料和溶剂。一氯甲烷主要作为有机硅的原料，近年来在医药、农药、甲基纤维素和季胺化合物等方面的需求迅速增长。二氯甲烷国外主要用于溶剂、金属清洗剂，还用于医药、电影胶片溶剂、聚氨酯等泡沫塑料的发泡剂；国内最早主要用于生产醋酸纤维素片基，近年来在金属清洗、脱漆剂、医药、发泡剂、化工产品等方面的用途增长很快。三氯甲烷重要用作R22的原料，在医药工业中用于甲基三乙酯、氯化可的松、黄体酮、生物碱、天然咖啡因萃取剂，还可作兽药品的麻醉剂以及还原染料的溶剂等。四氯化碳主要用作生产R11、R12，还可以用作发泡剂、工业溶剂、用于生产农药、染料、医药等。

我国甲烷氯化物主要企业有江苏梅兰化工股份有限公司、浙江巨化集团、山东金岭化工股票有限公司、中国昊华集团西南分公司、山东东岳氟硅材料有限公司等。2007年国内甲烷氯化物装置能力达到102.2万吨/年，产量达到81.5万吨。

(1) 甲烷氯化物吨成本 3171 元，目前综合均价在 4000 元左右

成本估算（按人均工资福利30000元 / 年，蒸汽单价100元/吨；动力电0.5元/度;循环水0.2元/吨;管理费为工资福利的100%；项目按10年折旧;大修费为每年折旧费的50%;增值税为不含税销售收入的10%；其它小税为增值税的9%，销售费用按销售收入的1%，企业所得税为年利税的25%.）

甲 醇: $0.36 \times 2450 \text{ 元/t} = 882 \text{ 元}$

液 氯: $1.08 \times 1500 \text{ 元/t} = 1620 \text{ 元}$

硫 酸: $0.075 \times 500 \text{ 元/t} = 37.5 \text{ 元}$

烧 碱: $0.002 \times 2000 \text{ 元} = 4 \text{ 元}$

水: $8.85 \text{ t} \times 1.2 \text{ 元/t} = 10.62 \text{ 元}$

循环冷却水: $531 \text{ t} \times 0.2 \text{ 元/t} = 106.2 \text{ 元}$

电 : $441 \text{ kWh} \times 0.52 \text{ 元/kwh} = 229 \text{ 元}$

蒸 汽: $3.15 \text{ t} \times 100 \text{ 元/t} = 315 \text{ 元}$

装置气体按20元计算

小 计: 3224元；税前为: $3224 \text{ 元} / 1.17 = 2756 \text{ 元}$

工 资: 17.5元

机 物 料: (未计算包装桶成本) 30元

大修、折旧: 300元

管 理 费: 17.5元

销售费用: 50元

总计: 3171元

(2) 2010 年贡献 3700 万净利润，2011 年贡献 8000 万净利润

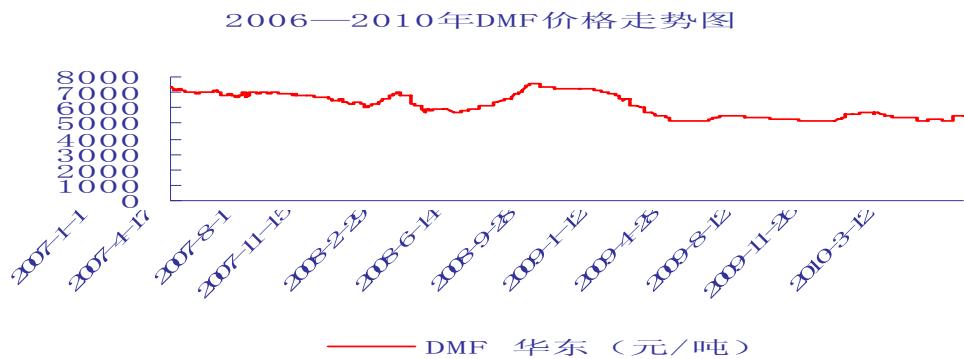
目前甲烷氯化物综合均价在 4000 元左右，吨成本 3171 元，吨盈利 829 元，6 万吨甲烷氯化物装置于今年年底投产，预计 2010 年产量为 6 万吨，2011 年产量为 12 万吨，考虑到全球经济逐步恢复，2011 年甲烷氯化物销售价格与成本同步上升 10%，按 25% 所得税，该项目 2010 年贡献 3700 万净利润，2011 年贡献 8000 万净利润。

(三) 年产 20 万甲胺一期工程 10 万吨项目可降低 DMF 生产成本

甲胺是 DMF 原料，DMF 扩建项目还未投产且存在不确定性暂不考虑甲胺盈利贡献。

DMF 即二甲基甲酰胺，分子式 C₃H₇NO，是一种重要化工原料和农药、医药中间体，也是性能优良的溶剂和气体吸收剂，在有机合成、无机化工、农药、石油、合成纤维、人造革、医药工业和其他行业都有着广泛的应用。DMF 主要原料为液氨、甲醇和 CO 等，中间产品为一甲胺、二甲胺和三甲胺，最终成品 DMF。

图 2: DMF 产品价格图



资料来源：百川资讯

(四)、未来还有三聚氰胺和有机硅项目陆续投产

1、三聚氰胺消耗了过剩的尿素，延长了化肥产业链

三聚氰胺用途十分广泛，是基本有机化工的中间产品，少数作为特殊医药原料，主要与甲醛缩合制成三聚氰胺-甲醛树脂。

成本估算（按生产一吨三聚氰胺计，人均工资福利30000元/年，蒸汽单价100元/吨；动力电0.5元/度；循环水0.2元/吨；仪表空气0.3元/Nm³；管理费为工资福利的100%；项目按10年折旧；大修费为每年折旧费的50%；增值税为不含税销售收入的10%；其它小税为增值税的9%。）

尿 素： $3.1 \times 1600 \text{ 元/吨} = 4960 \text{ 元}$

液 氨： $0.18 \times 2800 \text{ 元/吨} = 504 \text{ 元}$

氮气仪表风： $200 \text{ Nm}^3/\text{t} \times 0.3 \text{ 元/Nm}^3 = 60 \text{ 元}$

催 化 剂：20元

循 环 冷 却 水： $40 \text{ t} \times 0.2 \text{ 元/t} = 8 \text{ 元}$

电： $1200 \text{ kWh} \times 0.52 \text{ 元/kWh} = 624 \text{ 元}$

蒸 汽： $0.8 \times 100 \text{ 元/t} = 80 \text{ 元}$

天 然 气 折 合 煤： $0.55 \times 550 \text{ 元} = 302.5 \text{ 元}$

小 计： $6559 \text{ 元} ; \text{ 税前为 } 6559 \text{ 元} / 1.17 = 5606 \text{ 元}$

工 资：24元

机 物 料：30元

大修、折旧：40元 管理费：20元

销售费用：26元 总计：5746元

目前国内三聚氰胺在7800元/吨左右，由于尿素没有增值税，用尿素生产三聚氰胺无法抵扣增值税，故需要扣除三聚氰胺增值税，即按 $7800/1.17=6666.7$ 计算三聚氰胺价格。对于三聚氰胺5746元的生产成本，每吨盈利920.7元，8万吨三聚氰胺装置于今年年底投产，预计2010年产量为8万吨，2011年产量为16万吨，考虑到全球经济逐步恢复，2011年三聚氰胺销售价格与成本同步上升10%，按25%所得税，该项目2010年贡献5524万净利润，2011年贡献11000万净利润。

2、有机硅项目前景看好

有机硅产品按其形态和应用方式大体分为硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂四大类，前三种是氯硅烷单体(主要为二甲基二氯硅烷)经水解、裂解，缩为聚硅氧烷(基础聚合物)，再与各种助剂、添加剂、改性剂以及填料等配合加

工而成，其用量占有机硅产品的 90%以上；硅烷偶联剂是有机官能基硅烷，一般为非聚合物。世界有机硅生产主要集中于北美、西欧和日本。目前，作为有机硅工业支柱的单体生产规模不断扩大，1996 年世界有机硅单体生产能力为 960kt/a，1998 年达到 1350kt/a，2000 年已超过 1780kt/a，2003 年达到 2230kt/a，按年均增长 7.8%计，预计 2010 年，世界有机硅单体生产能力将超过 3100kt/a。在销售方面，1996 年世界有机硅总销售额为 57 亿美元，1998 年突破 60 亿美元，2000 年接近 80 亿美元，2002 年达到 95 亿美元，预计 2010 年将达到 160 亿美元以上。

有机硅行业与其他行业相比具有明显的特殊性，其单体生产高度集中，而下游产品却非常分散。目前，世界上有五大有机硅单体生产商，即美国 Dow Corning 公司、GE 公司，德国 Wacker 公司，日本 Shin-Etsu（信越）公司和法国 Rhodia 公司。这五大有机硅单体生产商的生产能力已占世界有机硅总生产能力的 80%以上，处于垄断地位。国内有机硅工业起步晚且发展速度缓慢，20世纪80年代，吉林石化利用自行研究开发的技术，在吉林石化电石厂建设了流化床合成工艺的千吨级工业化装置。90年代，蓝星集团星火化工厂在国内率先建设了万吨级有机硅单体生产装置，标志着国内有机硅单体的生产已经开始迈向规模化、大型化。目前，国内只有蓝星集团星火化工厂、吉林石化电石厂、浙江新安化工集团、江苏梅兰集团四家有机硅单体生产厂。

表 1：国内有机硅产品消费领域

消费领域	建筑	电子电器	纺织	机械	造纸	涂料	化妆品	汽车	其他	合计
消费量 (kt)	62	29	29	15	15	15	15	10	18.3	208.3
比例 (%)	30	14	14	7	7	7	7	5	9	100

资料来源：淄博市工程咨询院

目前鲁西公司有机硅生产成本在 15000 元左右，市场价格为 21000 元，吨利润为 6000 元，5 万吨有机硅装置于 2010 年 5-6 月投产，预计 2010 年产量为 2.5 万吨，2011 年产量为 10 万吨，考虑到全球经济逐步恢复，2011 年有机硅销售价格与成本同步上升 10%，按 25% 所得税，该项目 2010 年贡献 11250 万净利润，2011 年贡献 45000 万净利润。

（五）、化肥行业政策面向好但基本面艰难

1、政策面向好

18 亿亩耕地红线形成化肥需求支撑位

《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》提出“坚持最严格的耕地保护制度，层层落实责任，坚决守住 18 亿亩耕地红线。”从 1997 年到 2007 年，我国的每亩施肥量从 40.8 斤增长到 56.6 斤，随着农业精细化程度加强和种植结构的转换，我们预计每年每亩施肥量将以超过 3% 的速度递增，在耕地面积距离 18 亿亩红线只剩 0.26 亿亩，下降空间几无的情况下，目前的施肥量也已经成为未来每年化肥需求的支撑位。

提高粮食最低收购价格，压缩化肥行业收入下行空间

虽然国际农产品价格处于下行周期，但国内粮食基本上自给自足。目前政府对国内粮价实行管制，2009 年国家继续提高粮食最低收购价格，其中白小麦和红小麦分别提高 13% 和 15%。政府承诺稻谷的收购价也将有较大幅度的提升。假设其在 2008 年基础上增长 14%，则小麦和稻谷最低收购价的提高将使 2009 年的农产品销售收入提升 648.22 亿元。据统计，化肥费用在粮食的成本构成中约占 30%，则理论上化肥行业可以在最低收购价上调中获得 200 亿元左右的收入增长空间。

土地承包权流转政策通过两个渠道提高化肥产品需求

荒地复耕，实现农业规模化经营，扩大化肥需求：化肥需求与耕种面积和农业生产规模高度正相关，虽然土地资源日益紧缺，农村土地撂荒问题却仍然严重。今年，十七届三中全会放开了对农业土地承包权流转范围的限制，允许农民以多种形式流转土地承包经营权，此举有助于土地生产资料的重新合理配置，从而提升农业经营效率，从根本上

解决撂荒问题。由于各地土地条件和经济发展情况存在巨大差距，撂荒程度也有着较大区别。以样本数据中的最低撂荒比例1.5%计算，若这些荒地复耕，将增加化肥需求77.72万吨。

农民财产性收入增加：农民收入水平是化肥需求的重要影响因素，放开土地承包权流转的限制，最直接的效果是提高农民财产性收入。目前我国城乡居民的财产性收入比例都很小，国家统计局数据显示仅为2%左右，相对美国等发达国家40%的比例仍然有巨大上升空间。假设农民新增收入全部投入粮食生产，化肥费用在粮食的成本构成中占30%，则农民财产性收入每增加1元，将增加化肥行业收入约2.2亿元。

2、化肥基本面艰难

化肥国际市场产能过剩导致化肥价格不看好

国际肥料工业协会（IFA）近日发布了《2009~2013年全球化肥及其生产原料供需形势与展望》报告，报告显示全球尿素产能将在未来五年内呈逐渐增加趋势，在2009~2013年期间，将有50套新建装置投产，其中20套位于东亚地区。世界尿素产能将增加4680万吨，在2013年达到2.103亿吨，每年增长900万吨左右。尿素需求将从2008年的1.3亿吨增长至2013年的1.75亿吨。虽然全球尿素产能将出现大幅盈余，但是南亚、北美、西欧、东亚（不包括中国）、拉美、西欧和大洋洲地区仍是尿素进口国，中国将成为主要的尿素供应国。化肥国际市场产能过剩导致化肥价格不看好。

（六）、新项目有利于降低公司单位产量劳务成本

由于目前公司已经有1万多人，而相同规模（原有）企业只需要0.2万人，上述新项目可以大量利用公司原有富余劳动力，目前公司已经将许多员工送往青岛培训，因此新项目有利于公司降低公司单位产量劳务成本。

（七）、煤炭产生效益至少要到2012年

公司出资8750万元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，占新成立公司股权35%，为第一大股东。开发当地新勘探的煤矿，由于正处于勘探初期，且只有新项目和动力用煤才能用上（由于煤质不同，新煤矿为褐煤，老装置需用无烟煤），到2012年以后才能有部分用煤省去山西到聊城的用费200元/吨。

3. 投资建议

近期公司投资了48亿元在鲁西化工工业园新建了6万吨甲烷氯化物（扩建后12万吨），10万吨DMF（扩建后20万吨DMF，中间产品二甲胺、三甲胺），8万吨三聚氰胺（扩建后16万吨），有机硅5万吨（扩建后20万吨），粉煤气化30万吨尿素，6万吨甲醇，离子膜烧碱20万吨，危险品化学站和水库等项目。6万吨甲烷氯化物和10万吨甲胺项目已经投产，其他项目将陆续投产。我们预测，6万吨甲烷氯化物（扩建后12万吨）2010年贡献3700万净利润，2011年贡献8000万净利润，8万吨三聚氰胺（扩建后16万吨）项目2010年贡献5524万净利润，2011年贡献11000万净利润。有机硅5万吨（扩建后20万吨）项目2010年贡献11250万净利润，2011年贡献45000万净利润。其它项目能否盈利具有较大不确定性。由于股本扩张5亿股及新增财务费用每年1.2亿元（23*0.052），我们预测公司2010-2011年EPS为0.18元、0.46元，给予推荐评级。

评级标准

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。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

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）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独立财务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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908