



## 鲁西化工 (000830): 三季度业绩显著好转

行业分类: 化工

2010. 10. 25

研究员: 卢全治

(执业证书编号: S0640207100071)

电话: 0755-83689065

Email: luquanzhi@hotmail.com

联系人: 刁志学、毛艳琼

电话: 0755-83520492

Email: diaozhixue@163.com

6-12个月目标价	10.00元
当前股价	7.02元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	3051.42
总股本 (百万)	1046.23
流通 A 股 (百万股)	1045.88
流通 B 股 (百万股)	0
流通 A 股市值 (百万)	7342.08
总市值 (百万)	7344.54
每股净资产 (元)	2.40
ROE	7.90%
资产负债率	72.28%
动态市盈率	33.43
动态市净率	2.93



### 投资要点:

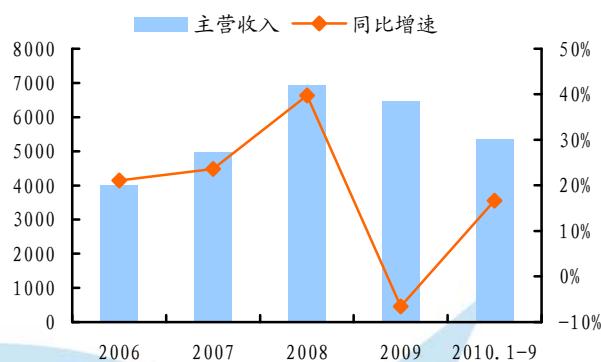
- 三季度业绩好转。**10 年前三季度公司实现主营业务收入 53.49 亿元, 同比增长了 16.70%; 实现利润总额 1.95 亿元, 同比增长了 4.33%; 实现归属于母公司的净利润 1.45 亿元, 同比增长 7.49%; 第三季度实现主营收入 20 亿元, 同比增长 48.38%; 实现归属于母公司的净利润 0.8 亿元, 同比增长 133.84%, 公司第三季度业绩出现了明显的好转。
  - 化肥价格上涨推动业绩回升。**10 年初公司的主营产品复合肥和尿素产品价格出现了逐步的下滑, 直到三季度, 复合肥和尿素的价格随着秋季用肥旺季的到来才出现逐步回升。产品价格的上涨推动了公司综合毛利率水平的上升, 从而带来了公司三季度业绩的好转。目前复合肥和尿素产品价格仍维持着上涨的态势, 10 月 16 日开始国家实施化肥出口淡季关税, 刺激了化肥的出口, 在国际国内需求共同拉动的作用下, 四季度化肥价格仍将出现一定幅度的上涨, 公司四季度业绩环比进一步提升的可能性较大。
  - 精细化工项目的投产也贡献了一部分利润。**10 年上半年, 公司的 6 万吨/年甲烷氯化物项目和 8 万吨/年三聚氰胺项目竣工投产, 新产品销售情况较好, 为三季度创造了一定得利润。目前公司的有机硅项目和 DMF 正处于试生产阶段, 预计四季度开始会为公司创造利润。
  - 航天炉技术将降低公司的产品成本。**目前公司的航天炉装置正在建设之中, 预计年底竣工, 明年 1 月份进行试生产。航天炉技术的最大优势在于可以使用廉价的烟煤生产合成氨, 从而可以大大降低公司的产品成本。航天炉装置建成之后, 对公司未来的发展具有里程碑式的意义, 公司的业绩将得到很大的改观。
  - 盈利预测与投资评级。**我们预测公司 10-12 年的每股收益分别为 0.21 元, 0.40 元和 0.49 元 (11 年和 12 年按增发后摊薄计算), 对应的市盈率分别为 39.51 倍, 26.00 倍和 20.54 倍。给予公司 11 年 25 倍的 PE, 6-12 个月内公司股票的目标价为 10.0 元, 我们给予“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) | 6469.32 | 7682.00 | 9323.00 | 9538.00 |
| 收入同比(%)    | -6.59%  | 18.75%  | 21.36%  | 2.31%   |
| 净利润 (百万元)  | 140.22  | 216.74  | 612.54  | 755.34  |
| 净利润同比(%)   | -38.90  | 54.57   | 182.61  | 23.31   |
| 每股收益(元)    | 0.13    | 0.21    | 0.40    | 0.49    |
| P/E        | 54.00   | 33.43   | 17.55   | 14.33   |
| P/B        | 3.09    | 2.93    | 2.17    | 2.01    |

资料来源: 中航证券金融研究所

## 一、三季度业绩好转

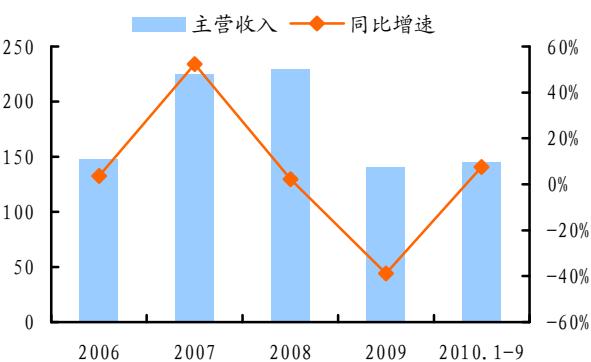
10 年前三季度公司实现主营业务收入 53.49 亿元，同比增长了 16.70%；实现利润总额 1.95 亿元，同比增长了 4.33%；实现归属于母公司的净利润 1.45 亿元，同比增长 7.49%；第三季度实现主营收入 20 亿元，同比增长 48.38%；实现归属于母公司的净利润 0.8 亿元，同比增长 133.84%，公司第三季度业绩出现了明显的好转。

图表 1：公司主营收入（百万元）及增长率



资料来源：Wind

图表 2：公司净利润（百万元）及增长率

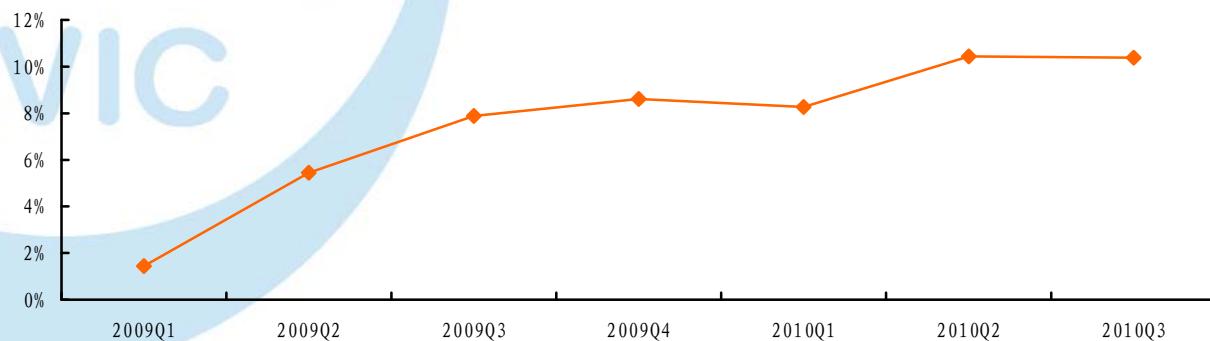


资料来源：Wind

## 二、化肥产品价格上涨推动公司业绩回升

今年上半年我国尿素和复合肥产品价格呈持续下滑的态势，在 7 月份尿素合肥复合肥价格下滑到了 1580 元/吨和 2050 元/吨，基本上跌到了产品的成本线附近。之后随着秋季用肥旺季的到来，化肥的需求逐步好转，在需求的拉动下产品价格出现了逐步的回升，目前尿素价格已经涨到了 1900 元/吨，复合肥价格涨到了 2470 元/吨。化肥价格的上涨提升了公司的毛利率水平，且提升了公司的销售收入，从而推动了三季度公司业绩的明显好转。

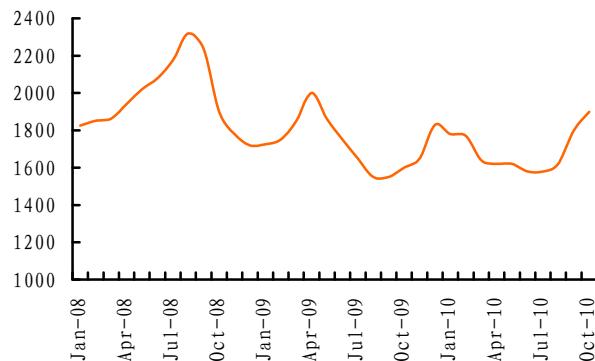
图表 3：公司单季度综合毛利率



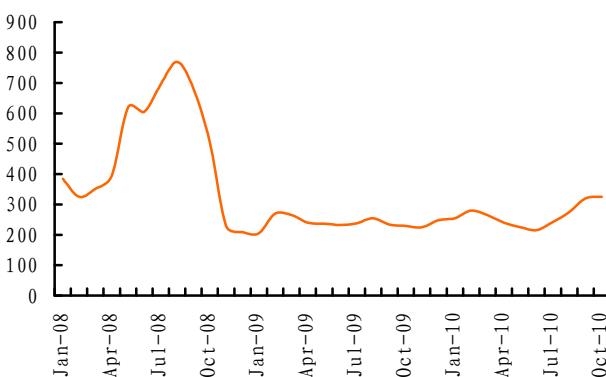
资料来源：Wind

进入四季度，化肥产品依然维持着上涨的态势。从 10 月 16 日开始至 12 月 31 日，我国化肥产品开始实施淡季出口关税政策，目前国际尿素和复合肥价格已经高于国内的产品价格，即使加上出口关税，产品

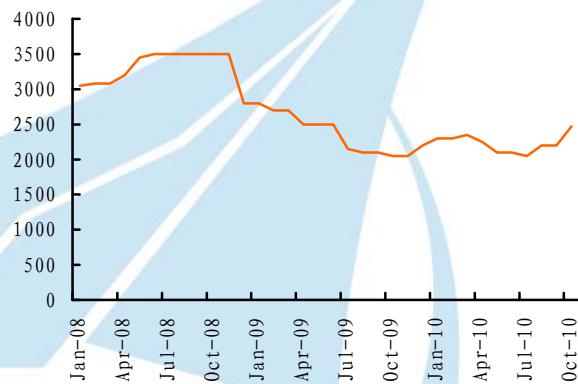
出口依然有利可图，在外部需求的拉动下，产品价格有进一步上涨的可能。在国内，每年的四季度都是国家实施淡储的时期，再加上一些经销商为了明年的春耕进行商品储备，化肥的需求依然会维持较好的态势。在内外需求的共同拉动下，尿素和复合肥产品价格在四季度维持上涨的可能性较大，公司四季度乃至明年一季度的业绩环比可能会出现进一步的上升。

**图表 4：我国小颗粒尿素价格（元/吨）**


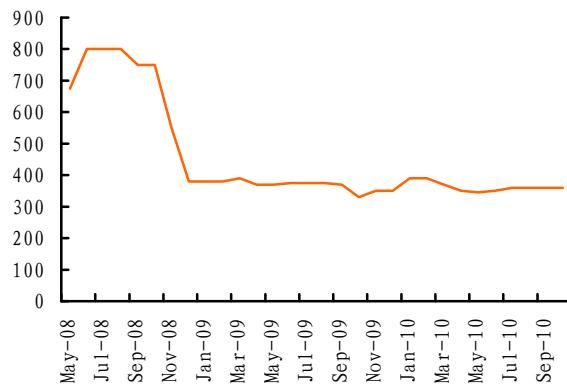
资料来源：百川资讯

**图表 5：波罗的海小颗粒尿素离岸价（美元/吨）**


资料来源：百川资讯

**图表 6：45%硫基复合肥价格（元/吨）**


资料来源：百川资讯

**图表 7：国际复合肥价格（美元/吨）**


资料来源：百川资讯

### 三、精细化工项目的投产也贡献了部分利润

公司去年开工建设的几个精细化工项目，其中6万吨/年氯甲烷项目，8万吨/年三聚氰胺项目已经建成投产，三季度已经开始对外销售。三季度氯甲烷和三聚氰胺的价格呈小幅上涨的态势，为公司创造了一个良好的开局，为公司的提升起到了锦上添花的作用。目前公司的有机硅项目和DMF项目正处于试生产阶段，预计年底就会正式投产。公司精细化工产品一期项目将在明年全面投产，也是明年公司业绩的增长点之一。

### 四、航天炉技术将降低公司产品成本

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。

公司投资的原料路线和动力结构调整年产30万吨/年尿素项目以烟煤为原料，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，Shell牌炉生产工艺类似，均是干法制气，但航天炉技术最大的优势在于投资较低，原料的适用范围广泛，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/年项目建成达产后，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，预计2010年底建成，明年一季度进行试生产，航天炉技术的应用将降低公司产品成本，推动公司业绩快速增长。

**图表 8：主要煤气化技术比较**

	航天炉	德士古炉	Shell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+H2 (%)	90	>80	>90	85	70
比氧耗 (m3/100m3 CO+H2)	360	≤ 380	≤ 380	360	/
比煤耗 (kg/100m3)	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》，中航证券金融研究所

## 五、盈利预测与投资评级

按当前尿素价格1900元/吨，复合肥价格2470元/吨计算，我们预测公司10-12年的每股收益分别为0.21元，0.40元和0.49元(11年和12年按增发后摊薄计算)，对应的市盈率分别为39.51倍，26.00倍和20.54倍。给予公司11年25倍的PE，6-12个月内公司股票的目标价为10.0元，我们给予“买入”的投资评级。

<b>报表预测</b>						
<b>利润表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
营业收入	4954.85	6925.44	6469.32	7682.00	9323.00	9538.00
减: 营业成本	4287.17	5870.22	5912.20	6797.00	7855.00	7900.00
营业税金及附加	30.56	133.51	22.84	27.12	32.91	33.67
营业费用	73.58	106.40	136.82	162.47	197.18	201.72
管理费用	160.03	199.25	188.83	224.22	272.12	278.40
财务费用	113.33	172.92	105.27	176.96	134.26	98.83
资产减值损失	1.63	130.57	0.15	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	67.28	4.21	-0.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	57.83	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>355.83</b>	<b>316.78</b>	<b>160.55</b>	<b>294.23</b>	<b>831.54</b>	<b>1025.38</b>
加: 其他非经营损益	-9.22	14.38	52.78	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>346.61</b>	<b>331.16</b>	<b>213.33</b>	<b>294.23</b>	<b>831.54</b>	<b>1025.38</b>
减: 所得税	108.38	71.32	70.56	73.56	207.88	256.35
<b>净利润</b>	<b>238.24</b>	<b>259.84</b>	<b>142.77</b>	<b>220.67</b>	<b>623.65</b>	<b>769.04</b>
减: 少数股东损益	13.63	30.34	2.54	3.93	11.11	13.70
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>224.61</b>	<b>229.50</b>	<b>140.22</b>	<b>216.74</b>	<b>612.54</b>	<b>755.34</b>
<b>资产负债表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
货币资金	470.26	577.97	577.56	76.82	1452.91	1963.18
应收和预付款项	628.84	298.03	549.37	543.78	727.78	554.06
存货	796.78	1214.25	778.01	1505.04	1133.38	1520.15
其他流动资产	3.58	0.00	184.56	184.56	184.56	184.56
长期股权投资	0.61	1.17	30.05	30.05	30.05	30.05
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3821.03	4581.13	6064.62	5215.07	4365.52	3515.97
无形资产和开发支出	218.16	223.78	366.80	326.55	286.30	246.06
其他非流动资产	0.64	0.69	0.04	0.02	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>5939.90</b>	<b>6897.03</b>	<b>8551.01</b>	<b>7881.89</b>	<b>8180.50</b>	<b>8014.03</b>
短期借款	195.00	866.96	1237.39	535.01	0.00	0.00
应付和预收款项	916.90	1678.50	1521.59	1454.67	2005.17	1489.58
长期借款	2020.00	1892.00	2383.00	2383.00	2383.00	2383.00
其他负债	540.33	52.01	1035.18	1035.18	1035.18	1035.18
<b>负债合计</b>	<b>3672.23</b>	<b>4489.46</b>	<b>6177.16</b>	<b>5407.87</b>	<b>5423.36</b>	<b>4907.76</b>
股本	1046.23	1046.23	1046.23	1046.23	1046.23	1046.23
资本公积	492.17	492.17	505.00	505.00	505.00	505.00
留存收益	659.75	784.63	820.23	916.48	1188.48	1523.90
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2198.15</b>	<b>2323.03</b>	<b>2371.46</b>	<b>2467.71</b>	<b>2739.72</b>	<b>3075.13</b>
少数股东权益	69.52	84.54	2.39	6.32	17.43	31.13
<b>股东权益合计</b>	<b>2267.67</b>	<b>2407.57</b>	<b>2373.85</b>	<b>2474.03</b>	<b>2757.15</b>	<b>3106.26</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5939.90</b>	<b>6897.03</b>	<b>8551.01</b>	<b>7881.89</b>	<b>8180.50</b>	<b>8014.03</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
经营性现金净流量	702.05	1035.33	477.04	499.09	2385.90	1029.01
投资性现金净流量	-1059.45	-787.30	-2130.08	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	809.93	-276.01	1464.75	-999.83	-1009.80	-518.75
<b>现金流量净额</b>	<b>452.53</b>	<b>-27.98</b>	<b>-188.27</b>	<b>-500.74</b>	<b>1376.09</b>	<b>510.27</b>

## 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基准。

## 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月加入中航证券金融研究所，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。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：[www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

### 免责声明：

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中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，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。中航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，而中航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中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航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。中航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中航证券及关联公司的立场。

中航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。中航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。