

延伸产业链打造多元化化工企业

鲁西化工 (000830)

评级：增持（维持）

基础化工行业

股价：6.50元 目标价：7.4元

公司调研

2010年 12月 9日 星期四

袁舰波

执业证书编号：

S0630208010052

联系人：刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

胡昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

重要数据

总股本 (亿股)	10.46
流通股份 (亿股)	10.46
总市值 (亿元)	68.01
流通市值 (亿元)	68.01

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	-15.03	-6.40
3个月	22.64	15.02
6个月	31.57	5.91

个股相对上证综指走势图



投资要点

q 航天炉即将投入运营，明显降低产品成本

公司园区新建合成气装置采用国内自主研发的航天炉技术，适用煤种广泛，能够明显降低公司合成气生产成本，从而从源头上提升公司下游产品的竞争能力。

q 氯循环产业打造形成公司新的利润增长点

公司目前在建 20万吨甲烷氯化物产能将使用公司自产液氯和甲醇。该项目副产物盐酸可用于公司 20万吨有机硅项目生产，通过项目之间的原料和副产品循环利用降低公司产品生产成本。

q 三聚氰胺快速扩展，消化公司尿素产能

预计在明年底三聚氰胺产能能够达到 30万吨，将完全消化全区内 100万吨尿素。由于公司三聚氰胺产品生产所需的尿素直接以溶液形式通过管道输送到三聚氰胺生产装置，能够有效减少生产过程中的损耗，提高转化效率。

q 非公开发行股票项目保障公司长期发展

为了实现园区经济产业链封闭循环，公司计划非公开发行不超过 42700万股，不低于 20000万股的股票，此次非公开发行价格不低于 5.00元/股，募集资金不超过 21.35亿元。该项目实施后将有效解决公司发展所需资金，降低公司财务成本，保障公司长期发展。

我们认为由于多项在建工程明年正式投产将明显提升公司利润，随着产能完全释放，业绩会快速增长。预计公司 2010Q4、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.17 元、0.37、0.65 元，对应的 PE 为 38.23、17.56 和 10 倍，维持公司“增持”评级。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万)	6469.32	7017.33	9425.67	11574.33
主营收入增长率	-6.6%	8.5%	34.3%	22.8%
净利润 (百万)	140.22	172.70	383.22	684.66
净利润增长率	--	23.2%	121.9%	78.7%
EPS(元)	0.13	0.17	0.37	0.65

目 录

1.公司概况介绍	1
2.受制于成本高企，化肥盈利能力不尽人意.....	2
2.1受制于煤炭价格上涨和技术劣势，尿素成本高于行业领先水平	2
2.2尿素价格将小幅下降，拉低公司盈利水平.....	2
2.3复合肥行业持续低迷，产品盈利能力有限.....	3
3.延伸煤化工产业链，打造循环工业园区.....	3
3.1航天炉即将投入运营，明显降低产品成本.....	4
3.2三聚氰胺快速扩展，消化公司尿素产能.....	5
3.3氯循环产业打造形成公司新的利润增长点.....	5
3.4煤炭项目短期内无法贡献业绩，长期将增强公司竞争能力	6
4.假设及盈利预测	7

图形目录

图 1 2010年上半年公司主营业务收入构成.....	1
图 2公司尿素毛利率对比.....	2
图 3尿素价格持续上涨.....	3
图 4尿素出口同比大幅上涨.....	3
图 5公司复合肥出厂价格.....	3
图 6园区一体化产业链.....	5
图 7今年以来三聚氰胺价格.....	5
图 8 2010年以来三氯甲烷价格.....	6

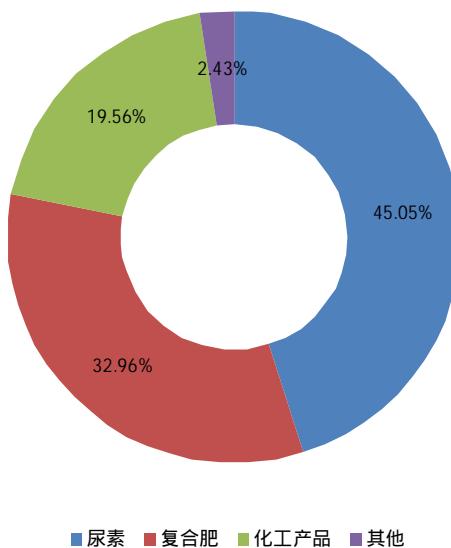
表格目录

表 1鲁西化工现有产能分布情况.....	1
表 2园区在建项目明细.....	4
表 3自有资金在建项目明细.....	4
表 4公司主营产品未来三年假设.....	7

1.公司概况介绍

公司位于山东省聊城市，是全国最大的化肥生产企业之一，主营产品包括尿素、复合肥、磷酸二铵等。目前公司拥有 150万吨尿素、 150万吨复合肥、 20万吨磷酸二铵、 30万吨烧碱产能以及少量液氯、氯磺酸、氯化苄等产能。除磷酸二铵在宁夏销售外，产品主要销往山东及周边地区。

图 1 2010年上半年公司主营业务收入构成



资料来源：公司半年报，东海证券研究所

公司通过兼并整合周边企业和扩建已有装置，尿素和复合肥产能不断增加，形成了以东阿县为中心的企业布局，成为国内大型的化肥生产企业。但是由于下属子公司分散在各地，无法形成规模效益，公司正在聊城市东阿县建设鲁西化工园区，将新建产能集中在园区内，形成上下游一体产业链，充分发挥规模效应。

表 1 鲁西化工现有产能分布情况

子公司	地点	产能
一厂	聊城市	30万吨合成氨、 50万吨尿素、 10万吨甲醇
二厂	东阿县	30万吨合成氨、 40万吨尿素、 10万吨甲醇
三厂	平阴县	12万吨合成氨、 18万吨尿素、 5万吨甲醇
四厂	聊城市	60万吨复合肥（包括 10万吨复混肥）
五厂	阳谷县	80万吨复合肥
六厂	化工园区	4万吨甲烷氯化物（一期）、 10万吨氯磺酸、 5万吨氯化石蜡（一期）
七厂	宁夏银川市	20万吨磷酸二铵
氯碱分公司	化工园区	30万吨烧碱、 24万吨液氯、 8万吨氯化苄
本部	化工园区	30万吨合成氨、 50万吨尿素、 10万吨甲醇

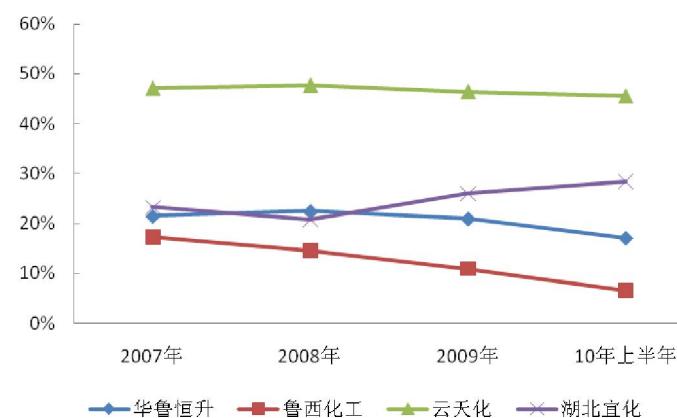
资料来源：东海证券研究所

2.受制于成本高企，化肥盈利能力不尽人意

2.1受制于煤炭价格上涨和技术劣势，尿素成本高于行业领先水平

公司目前拥有的 150万吨尿素产能均采用固定床技术，所需煤炭主要为块煤，兼用部分型煤。相比于国内先进 shell 粉煤加压气化技术和德士古水煤浆技术，生产成本明显较高。按照目前块煤到厂价 1300元/吨、粉煤到厂价 750元/吨计算，吨氨成本比煤头尿素领先企业高出 435元，吨尿素成本高出 260元。虽然公司不断改造生产装置，提升技术水平，目前也可使用部分型煤用于生产尿素，但是吨尿素生产成本仍较高，达到 1700元左右，相比于煤头尿素技术领先企业（如华鲁恒升）和气头尿素企业，尿素竞争能力不足，产品盈利能力明显低于其他上市公司。

图 2 公司尿素毛利率对比

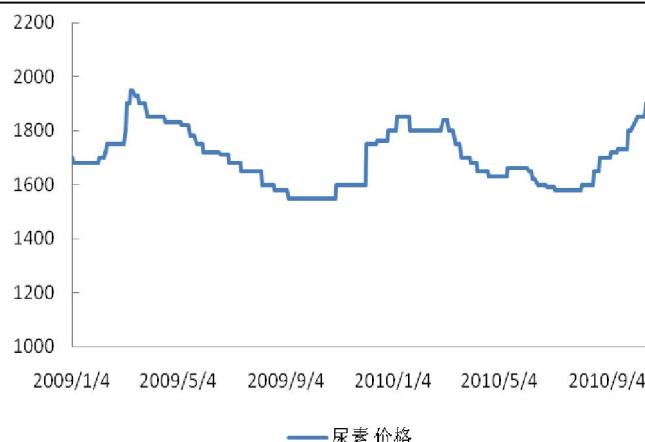


资料来源：东海证券研究所

2.2尿素价格将小幅下降，拉低公司盈利水平

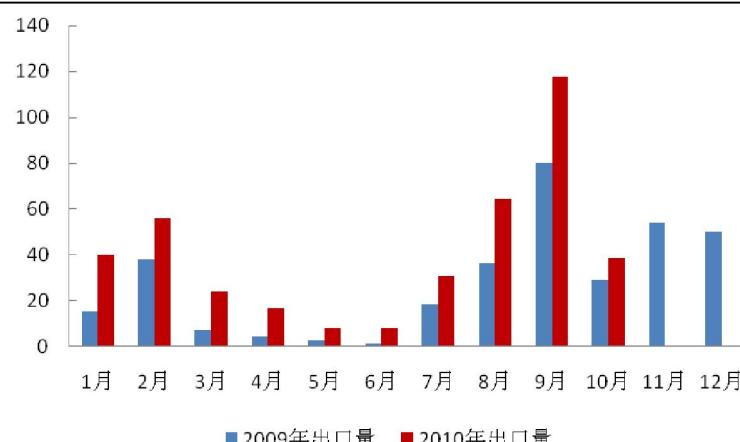
进入八月份后粮食价格上涨刺激了农业用肥需求，节能限电措施压制尿素开工率，同时国际尿素价格持续上扬带动国内尿素出口量明显增加，截止到 10月份出口量累积比去年同期上涨了 125.4%，另外国内天然气和煤炭价格上涨推高了尿素成本。在需求、供给、出口和成本四重因素影响下尿素价格在 8月份后即开始上涨，目前价格比 7月份高出近 400元，涨幅度达到 25% 但是我们认为如此高的价格是不可持续的。原因有以下几点：1) 国家为了保证国内农业生产安全，从源头降低农产品上涨趋势，调整尿素出口关税政策，将淡季关税时间从原先 6个月缩短到 4个月，从 12月份开始实施 110%的旺季出口关税，明显抑制尿素出口。2) 行政色彩浓厚的节能限电政策即将结束，在目前尿素价格下，厂家有较强的开工愿望，前期受政策压制的尿素产能将快速释放，供给大幅增加。全国尿素产能明显供过于求的情况将使尿素价格继续上涨的可能性较小。但是考虑到淡储和成本上涨对尿素价格有一定的支撑作用，我们认为明年尿素价格将小幅下降。由于公司尿素成本较高，因而尿素产品盈利能力将继续下降。

图 3 尿素价格持续上涨



资料来源：化工在线，东海证券研究所

图 4 尿素出口同比大幅上涨

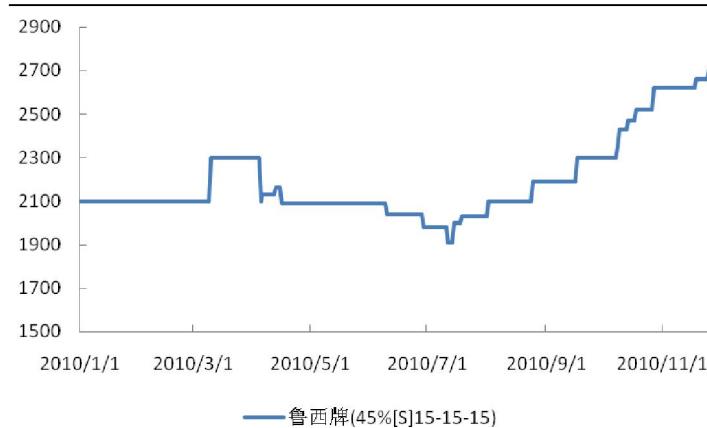


资料来源：百川资讯，东海证券研究所

2.3 复合肥行业持续低迷，产品盈利能力有限

公司目前拥有 150 万吨复合肥和复混肥产能，由于复合肥行业相比尿素行业技术和服务门槛更低，全国复合肥行业增长十分快速，产能明显处于供过于求的情况。公司的复合肥原料中尿素主要使用自产尿素，而磷矿石和氯化钾外购，由于大部分原料外购，公司复合肥成本较高，毛利率一直处于较低水平。下半年来复合肥原料价格上涨，复合肥价格在成本支撑下也随之上涨，公司毛利有所改善，但是受制于行业盈利水平较差，公司复合肥产能的盈利能力仍处于较低水平。

图 5 公司复合肥出厂价格



资料来源：百川资讯，东海证券研究所

3 延伸煤化工产业链，打造循环工业园区

由于公司尿素和复合肥盈利能力不尽人意，公司也积极延伸煤化工产业链，投资建设多项下游精细化工产品生产产能，以提升公司盈利能力。同时公司为了充分发挥一体化产业链竞争优势，公司在东阿县西部建设了鲁西化工园区，所有新建项目均在该园区内建设。该园区紧邻交通干线，地理位置十分优越。该园区目前只有公司一家企业，并且电力和蒸汽均能够自供，降低公司生产成本。

为了降低生产成本，实现园区经济产业链封闭循环，公司计划非公开发行不超过 42700万股，不低于 20000万股的股票，此次非公开发行价格不低于 5.00元 / 股，募集资金不超过 21.35亿元，扣除发行费用后全部用于投资 1) 原料路线和动力结构调整年产 30万吨尿素项目 2) 20万吨 / 年有机硅项目。同时公司还计划用自有资金建设园区内相关项目，上述项目投产后将明显提升公司盈利能力，实现公司从化肥生产企业转型为综合性化工企业的发展战略。

表 2 园区非公开增发项目和自有资金在建项目明细

序号	在建项目	预计项目投资	产能	所需原料	进展情况
1	原料路线和动力结构调整年产 30万吨尿素项目	96158万元	36万吨合成氨	原料煤 50万吨	目前正在建设
2	有机硅项目	172000万元	20万吨有机硅	硅块 5万吨、甲醇 11.92 一期 5万吨已投产，二期 42.7万吨	目前正在建设

资料来源：东海证券研究所

表 3 自有资金在建项目明细

序号	在建项目	产能	所需原料	进展情况
1	离子膜烧碱项目	20万吨烧碱、 17万吨液氯	原盐 30万吨	已投产
2	甲烷氯化物项目	6 万吨二氯甲烷、 6 万吨三氯 甲烷	甲醇 4.32万吨、液氯 13万吨	一期 6万吨已投产，二期目前正在建设
3	三聚氰胺项目	16万吨三聚氰胺	尿素 50万吨、液氨 2.88万吨	一期 8万吨已投产，二期目前正在建设
4	DMF项目	20万吨甲胺、 20万吨 DMF	液氨 7万吨、甲醇 25万吨、 $CO_2 7 \times 10^6$	一期 10万吨甲胺已投产，二期目前正在建设

资料来源：东海证券研究所

3.1 航天炉即将投入运营，明显降低产品成本

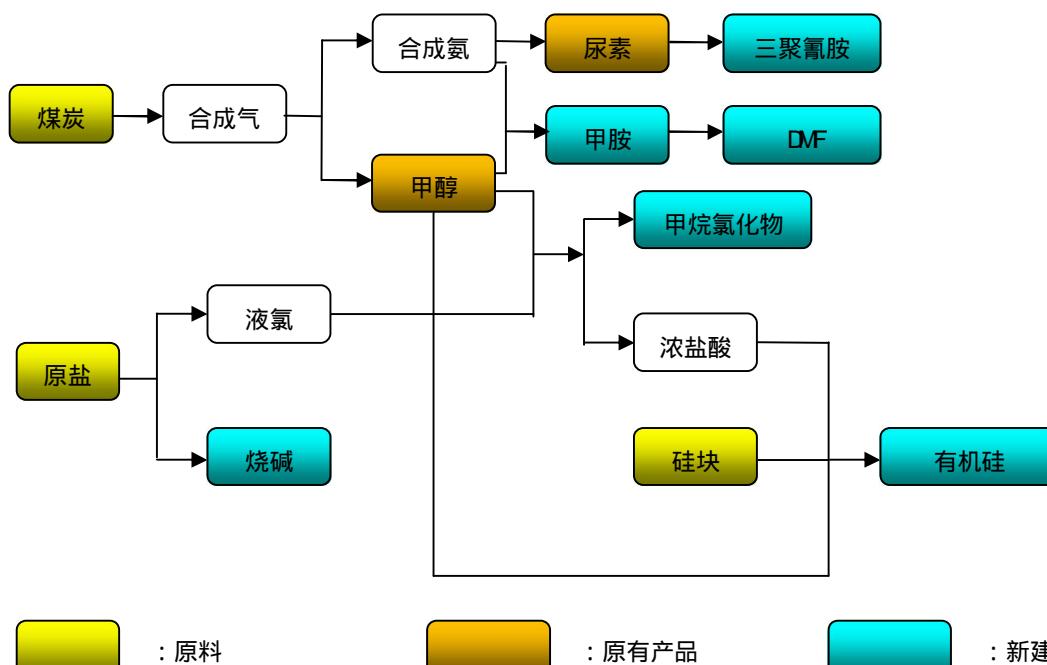
公司原有尿素产品由于使用固定床技术因而成本较高，竞争能力明显不足。公司在园区新建合成气装置将采用目前国内自主研发的航天炉技术，该技术吸收了 shell 和德士古技术的长处，适用煤种广泛，能够明显降低公司合成气生产成本，从而从源头上提升公司下游产品的竞争能力。公司目前在建两套航天炉，每套拥有 18万吨合成氨产能，下游各配有 30万吨尿素生产装置。同时还将可根据实际情况再建设一套航天炉。该项目建设完成后，吨尿素成本相比于目前园区内 50万吨固定床技术生产的尿素降低 200元，明显提升公司盈利能力。

3.2 三聚氰胺快速扩展，消化公司尿素产能

公司目前已建设完成一套 8万吨三聚氰胺生产装置，同时正在建设多套三聚氰胺生产装置，预计在明年年底三聚氰胺产能能够达到 30万吨，将完全消化全区内 100万吨尿素。由于公司三聚氰胺产品生产所需的尿素直接以溶液形式通过管道输送到三聚氰胺生产装置，生产过程中未消耗的原料和分解的氨等将通过管道重新回

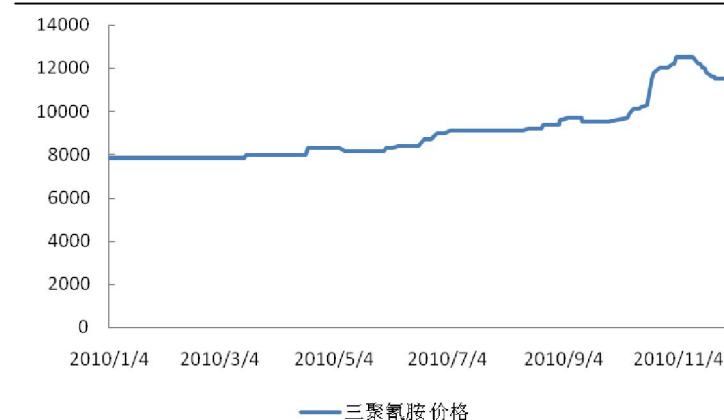
到合成氨装置，能够有效减少生产过程中的损耗，提高转化效率。三聚氰胺是一种用途广泛的基本化工品，主要用于生产三聚氰胺甲醛树脂的原料，目前由于环保意识的不断提升，装饰板等领域对三聚氰胺需求快速上升，年增幅达到 20%以上。而截止到 2009年，全国三聚氰胺产能达到 105万吨 /年，其中 30%左右用于出口。公司明年 40-50万吨三聚氰胺产能投产后虽然造成短期供给上升，对三聚氰胺销售和毛利造成一定影响。但是考虑到国内需求增长迅速并且公司所处山东地区是全国主要的复合板生产地区，公司三聚氰胺产能将能够被市场消化，提升公司盈利能力。

图 6 园区一体化产业链



资料来源：东海证券研究所

图 7 今年以来三聚氰胺价格



资料来源：化工在线，东海证券研究所

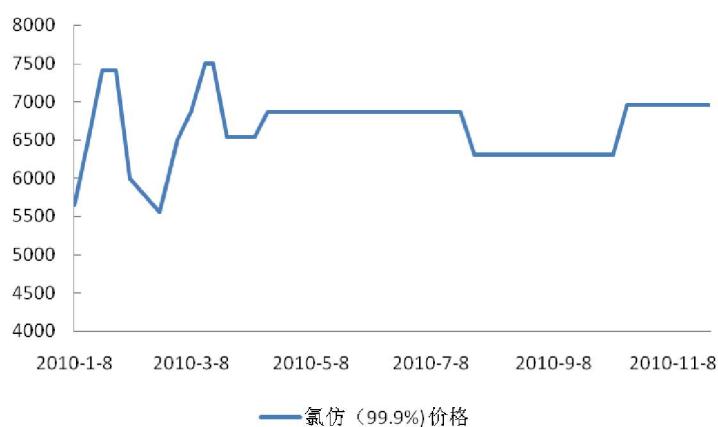
3.3 氯循环产业打造形成公司新的利润增长点

公司目前正在建设 20万吨甲烷氯化物产能，该项目将使用公司自产液氯和甲醇。所需原料由已投产的 20万吨离子膜烧碱装置和原有 10万吨隔膜烧碱装置副产的液氯和由公司合成氨联产的甲醇提供。而该项目副产物盐酸可用于公司 20万吨有机硅项目生产，通过项目之间的原料和副产品循环利用降低了公司产品生产成本，增厚公司利润。

有机硅单体主要用于硅橡胶、硅油、硅树脂和硅烷偶联剂的生产，其中硅橡胶和硅油占到全部消费量的 70%以上。由于硅橡胶增长强劲，2010年有机硅需求达到 110万吨，增速达到 10-15% 而目前国内有机硅单体的产能达到 110万吨，总体上保持供需平衡，但是目前规划和在建的有机硅单体产能建设项目增长十分迅速，预计到 2012年有机硅单体产能将达到 220万吨，整个行业将处于供过于求的状态，有机硅单体毛利率将逐步下降。公司也正在积极开发有机硅下游产品，正在开工建设生胶和混炼胶等下游产品的生产装置，力求不断延伸有机硅产业链，规避产能过剩对产品盈利能力的影响。

而公司另一在建项目甲烷氯化物盈利前景较为乐观，目前公司设计产能为 6 万吨二氯甲烷和 6万吨三氯甲烷，二氯甲烷主要用作溶剂或者清洗剂，而三氯甲烷主要用于下游制冷剂的生产，目前国内三氯甲烷产能约为 70万吨，剩余缺口尚需进口，而随着国外环保要求的不断加强 部分配套制冷剂的三氯甲烷产能逐步关停，而制冷剂需求稳步上涨，三氯甲烷产能缺口更加明显，我们预计甲烷氯化物盈利前景能够得到保障。

图 8 2010年以来三氯甲烷价格



资料来源：化工在线，东海证券研究所

公司同时也正在建设 20万吨 DMF项目，该项目投产后将有利于消化公司内部甲醇产能。目前国内甲醇产能严重供过于求，并且受到国际低价甲醇的冲击，甲醇行业开工一直较低，盈利能力较差，公司 20万吨 DMF项目可消耗 25万吨甲醇，占到公司自产甲醇产能的一半以上，有利于公司提升盈利能力。

3.4 煤炭项目短期内无法贡献业绩，长期将增强公司竞争能力

公司目前也正在和新汶矿业集团洽谈距公司 10公里的煤矿建设项目，该煤矿设计产能 300万吨，服务时间为 82年，该煤矿预计将于十二五期间建设完成。所供应的煤质符合航天炉的用煤要求，能够保障园区内原料煤和动力煤的需求，公司计划该煤矿建成后通过传输带直接输送到园区，减少运输成本，降低公司原料成本。

4.假设及盈利预测

表 4公司主营产品未来三年假设

年份	2010E	2011E	2012E
化工园区			
产量(万吨)	44	40	40
尿素(非航天炉) 单价(元/吨)	1750	1800	1850
成本(元/吨)	1620	1660	1660
毛利率	7%	8%	10%
三聚氰胺 产量(万吨)	2	15	20
单价(元/吨)	8119	7692	7692
成本(元/吨)	6149	5683	5683
毛利率	24%	26%	26%
甲烷氯化物 产量(万吨)	4	8	12
单价(元/吨)	5128	5213	5213
成本(元/吨)	3447	3536	3536
毛利率	32%	32%	32%
有机硅 产量(万吨)	1	4	10
单价(元/吨)	17948	18376	18376
成本(元/吨)	14479	15238	15238
毛利率	19%	17%	17%
DMF 产量(万吨)	--	12	20
单价(元/吨)	--	4786	4786
成本(元/吨)	--	4419	4419
毛利率	--	8%	8%
园区外			
尿素 产量(万吨)	44	40	40
单价(元/吨)	1750	1800	1850
成本(元/吨)	1670	1710	1710

	毛利率	4%	5%	6%
复合肥	产量(万吨)	150	150	150
	单价(元/吨)	2100	2150	2150
	成本(元/吨)	1900	1950	1950
	毛利率	9%	9%	9%

资料来源：东海证券研究所

我们认为由于多项在建工程明年正式投产将明显提升公司利润，并且随着产能的完全释放，业绩会快速增长。预计公司2010、2011和2012年的EPS分别为0.17元、0.37、0.65元，对应的PE为38.23、17.56和10倍，按照目前煤化工上市公司平均PE估值20倍，我们给予公司6个月目标价为7.4元，维持公司“增持”评级。

资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	582	632	848	1042	营业收入	6469	7017	9426	11574
应收款项	48	69	73	94	增长率	-6.6%	8.5%	34.3%	22.8%
存货净额	778	951	1225	1428	营业成本	5912	6289	8225	9918
其他流动资产	501	494	623	806	营业成本/营业收入	91.4%	89.6%	87.3%	85.7%
流动资产合计	2094	2145	2769	3369	营业税金及附加	23	42	56	60
固定资产	6065	7092	7207	6803	销售费用	137	115	166	207
无形资产及其他	367	342	318	293	销售费用/营业收入	2.1%	1.6%	1.8%	1.8%
投资性房地产	9	9	9	9	管理费用	189	173	253	308
长期股权投资	30	30	30	30	管理费用/营业收入	2.9%	2.5%	2.7%	2.7%
资产总计	8565	9618	10334	10504	财务费用	105	175	239	227
短期借款	1317	2931	2865	2016	投资收益	(0)	0	0	0
应付款项	1026	1036	1365	1628	资产减值及公允价值				
其他流动负债	1395	948	1313	1674	变动	58	0	0	0
流动负债合计	3738	4916	5543	5319	其他收入	0	(0)	(0)	0
长期借款及应付债券	2383	2083	1783	1483	营业利润	161	225	487	854
其他长期负债	70	70	70	70	增长率	-49.3%	39.9%	116.9%	75.2%
长期负债合计	2453	2153	1853	1553	营业外净收支	53	0	0	0
负债合计	6191	7069	7395	6871	利润总额	213	225	487	854
少数股东权益	2	5	11	21	增长率	-35.6%	5.3%	116.9%	75.2%
股东权益	2371	2544	2927	3612	所得税费用	71	49	98	159
负债和股东权益总计	8565	9618	10334	10504	少数股东损益	3	3	6	10
					归属于母公司净利润	140	173	383	685
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	增长率	--	23.2%	121.9%	78.7%
每股收益	0.13	0.17	0.37	0.65	现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1257	106	1424	1790
每股净资产	2.27	2.43	2.80	3.45	资本开支	(1861)	(1555)	(840)	(448)
ROS	2%	2%	4%	6%	其它投资现金流	(185)	185	0	0
ROE	6%	7%	13%	19%	投资活动现金流	(2074)	(1370)	(840)	(448)
毛利率	9%	10%	13%	14%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	6%	8%	9%	负债净变化	491	(300)	(300)	(300)
EBITDA Margin	11%	14%	16%	17%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	-7%	8%	34%	23%	其它融资现金流	(253)	1614	(67)	(848)
净利润增长	--	23%	122%	79%	融资活动现金流	729	1314	(367)	(1148)
资产负债率	72%	74%	72%	66%	现金净变动	(88)	49	217	193
息率	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	671	582	632	848
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	582	632	848	1042
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	企业自由现金流	(428)	(1313)	774	1526
EV/EBITDA	5.2	12.8	8.2	5.3	权益自由现金流	(190)	(135)	217	193

附注：

一、行业评级

- 推荐 - Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 20%
增持 - Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10% - 20%
中性 - Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 - Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 > 10%

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122