

新项目已正式开工，能否实现飞跃依赖经济周期

鲁西化工 (000830)

无评级

股价: 4.98 元

调研简报

2009 年 6 月 11 日 星期四

医药化工研究小组

毛伟, 袁舰波

021-50586660-8630

mw@longone.com.cn

基础化工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

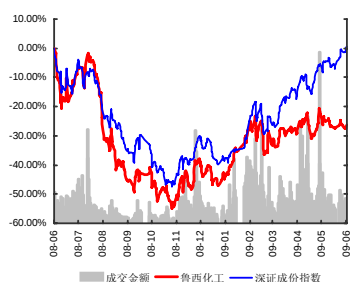
重要数据

总股本(亿股)	10.5
流通股本(亿股)	10.5
总市值(亿元)	52.29
流通市值(亿元)	52.29

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-4.96	-11.22
3 个月	7.10	-27.39
6 个月	21.17	-23.30

个股相对深圳成指走势图



投资要点

□ 公司看点

鲁西化工是国内大型化肥生产企业,拥有 150 万尿素,150 万吨复合肥,20 万吨磷酸二铵,30 万吨烧碱的生产能力。公司日前公告将在 3-5 年内新建 5 个项目,项目投资共计 48.5 亿元。在完成建设后,公司将从化肥生产企业发展成以煤化工,盐化工,硅化工为主,其他精细化工产品为辅的综合性化工企业。

□ 公司现有煤气化装置生产成本较高,新装置有望缓解部分成本压力

公司本部及下属一,二,三厂共有 4 套合成氨装置,7 套尿素造粒装置,基本都采用传统的固定床煤气化技术,原材料以块煤和无烟煤为主。公司的尿素生产成本要高于气头尿素企业和行业内技术领先的煤头尿素企业。以本部 30 万吨合成氨,40 万吨尿素的装置为例,该装置是 07 年 12 月份开始正式运行的,在公司所有装置中属于工艺最先进,物耗水平最低的装置。但据我们了解,以现在每吨尿素低于 1700 元的出厂价计算,该装置生产的尿素吨毛利不足 100 元。在生产方面,公司目前尿素装置负荷较足;销售情况正常,基本无库存。

公司的煤气化装置成本较高的问题是制约公司盈利能力提高的关键问题。在积极通过技改降低现有装置生产成本的同时,公司在新项目中规划投资 20 万吨合成氨,30 万吨尿素,副产 6 万吨甲醇(最高预计可扩产至 30 万吨合成氨,50 万吨尿素)的新型煤气化装置。该装置采用国内先进的航天炉技术,该技术在国内已有 2 例成功投产,生产成本处于国内一流水平。在新装置投产后,公司的煤气化高成本压力将得到部分缓解。

□ 新项目已正式开工,在行业内无明显竞争优势

公司投资的五个新项目已有四个开工建设,新的合成氨装置也已规划完成。预计四个项目的一期建设在一年之内就可以完成。届时公司将新增

5 万吨/年有机硅、10 万吨/年甲胺、10 万吨/年 DMF、6 万吨/年甲烷氯化物、8 万吨/年三聚氰胺的生产能力。

我们认为公司新上的项目基本都属于目前国内产能过剩或者未来几年内有大规模产能释放的品种，因此产品投产后将面临着残酷的市场竞争。虽然公司上述项目设计中既考虑到了现有产业链的延长，也考虑到了各产品线之间的物料循环利用；但由于有机硅单体生产有较高的技术难度，公司作为行业的新进入者，存在很大的不确定性；而煤化工路线的甲胺，DMF，三聚氰胺等产品受制于煤气化的高成本问题，所以总体而言公司的上述新项目不具备技术和成本优势。

□ 短期内资产负债率将进一步提高

一期项目投资预计超过 20 亿元，年内投资预计将在 10 亿元以上。由于公司在年初已发行 9 亿元的短期融资券，且目前资金成本较低，因此我们估计年内新项目所需资金将主要以银行借款的方式获得，公司的资产负债率在一季度末 62.21%的基础上将至少增加 5 个百分点。

□ 我们的观点

我们认为新项目对公司而言是一把双刃剑。公司在行业低谷期进行大规模的投资，建设成本和资金成本相对较低；但我们前文也已叙述，公司扩产的新项目没有明显的竞争优势。因此，我们认为公司能否有爆发性的增长机会主要依赖经济周期，取决于新产能投产时是否恰逢行业复苏期。

由于新项目尚存在太多的不确定性，因此我们暂时对公司不予评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 扬农化工, 华鲁恒升, 黄河旋风, 建峰化工, 金发科技, 诺普信, 升华拜克, 湖北宜化。
袁舰波, 医药及化工行业高级分析师, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

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 $\geq 20\%$
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、免责声明

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