

化学制品

鲁西化工 (000830.SZ) / 5.38 元

大幅向新领域拓展 新项目前景差别大

事项

2010年9月10日，华创证券化工行业研究员到鲁西化工进行了调研。

主要观点

1、原有产品集中在化肥领域，盈利能力一般

公司复合肥产能达到 100 万吨，按目前开工情况能达到 120 万吨/年；复合肥目前盈利情况尚可，毛利率在 14% 左右。

公司尿素生产能力 150 万吨，处于全国尿素单厂生产能力前列。公司主要原料烟煤到厂价格超过 800 元/吨，无烟煤到厂价格超过 1100 元/吨；在目前尿素厂家主要靠成本取胜的背景下，公司成本无优势，尿素竞争能力处于一般水平。

目前国内尿素厂家在尿素产能过剩的情况下，部分企业每年都进行装置改造和扩容，扩能速度远超过需求增长速度，未来相当长一段时间内，尿素价格上涨依赖于成本推动，尿素厂家盈利大幅提升的几率越来越小。

2、大幅向新领域拓展，新项目前景差别较大

公司已经大举向化工领域拓展，2010 年已有 6 万吨甲烷氯化物投产（11 月份再投产 6 万吨）；三聚氰胺投产了 8 万吨（将要扩到 16 万吨）；氯化石蜡投产了 5 万吨（将要扩到 10 万吨）；有机硅单体 5 万吨正在试车（将要扩到 20 万吨）；甲胺投产了 10 万吨（将要扩到 20 万吨）；公司 DMF 将建成 20 万吨产能。

公司大幅向化工领域拓展目前只是走出了第一步，公司储备的新项目较多，预计公司两年内还会开工建设一批新项目。

公司积极向化肥以外的领域拓展、谋求发展给未来业绩提升提供了可能。目前对于正在建设的 DMF 装置，由于产能过剩较明显，预计盈利能力不会很好；对于有机硅单体能否顺利开好我们还持谨慎的看法；但新开工装置三聚氰胺盈利情况较好；新开工甲烷氯化物装置盈利非常好，毛利率超过 40%。

3、盈利预测

预测鲁西化工 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 0.13 元、0.18 元和 0.25 元。公司向新领域拓展带来了希望，给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：何多粮 冀光坤

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

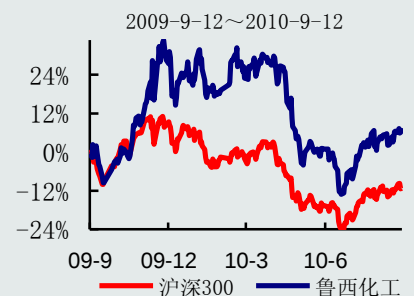
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	104623
流通 A 股/B 股(万股)	104588/0
资产负债率(%)	72.28
每股净资产(元)	2.27
市盈率(倍)	40.14
市净率(倍)	2.37
12 个月内最高/最低价	6.83/4.16

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2094	2090	3081	4133
现金	582	606	1578	2634
应收账款	3	28	11	14
其它应收款	12	15	13	13
预付账款	501	422	396	440
存货	778	930	974	894
其他	218	90	109	139
非流动资产	6470	6088	5755	5443
长期投资	30	11	14	18
固定资产	4254	3827	3407	2986
无形资产	367	414	475	557
其他	1819	1836	1859	1882
资产总计	8565	8179	8836	9577
流动负债	3738	2937	3204	3382
短期借款	1237	871	957	987
应付账款	699	727	783	736
其他	1801	1340	1464	1659
非流动负债	2453	2724	2950	3285
长期借款	2383	2675	2893	3227
其他	70	49	57	59
负债合计	6191	5661	6154	6667
少数股东权益	2	11	25	38
股本	1046	1046	1046	1046
资本公积金	505	506	508	511
留存收益	820	953	1102	1314
归属母公司股东权益	2371	2506	2657	2871
负债和股东权益	8565	8179	8836	9577

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	471	72	1085	1021
净利润	143	142	203	273
折旧摊销	459	429	429	430
财务费用	105	155	164	167
投资损失	0	1	1	1
营运资金变动	-250	-675	271	169
其它	14	20	17	-18
投资活动现金流	-2130	87	-91	-121
资本支出	1935	0	0	0
长期投资	-143	-19	3	4
其他	-338	67	-88	-117
筹资活动现金流	1465	-125	-1	185
短期借款	370	-367	86	30
长期借款	491	292	218	334
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	13	1	2	3
其他	590	-51	-308	-181
现金净增加额	-194	34	992	1086

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6469	7267	7859	8555
营业成本	5912	6492	6964	7535
营业税金及附加	23	83	90	75
营业费用	137	124	140	160
管理费用	189	219	231	253
财务费用	105	155	164	167
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	58	0	0	0
投资净收益	-0	-1	-1	-1
营业利润	161	192	269	365
营业外收入	91	45	61	80
营业外支出	39	25	27	37
利润总额	213	213	303	408
所得税	71	70	100	135
净利润	143	142	203	273
少数股东损益	3	9	13	13
归属母公司净利润	140	133	189	260
EBITDA	725	776	862	961
EPS（元）	0.13	0.13	0.18	0.25

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-6.6%	12.3%	8.1%	8.9%
营业利润	-49.3%	19.9%	39.8%	35.6%
归属母公司净利润	-38.9%	-5.0%	42.1%	37.2%
获利能力				
毛利率	8.6%	10.7%	11.4%	11.9%
净利率	2.2%	1.8%	2.4%	3.0%
ROE	5.9%	5.3%	7.1%	9.0%
ROIC	3.3%	4.4%	6.3%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	72.3%	69.2%	69.7%	69.6%
净负债比率	59.77%	66.13%	64.07%	65.05%
流动比率	0.56	0.71	0.96	1.22
速动比率	0.35	0.38	0.64	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.87	0.92	0.93
应收账款周转率	3127	473	406	698
应付账款周转率	7.29	9.11	9.23	9.92
每股指标(元)				
每股收益	0.13	0.13	0.18	0.25
每股经营现金	0.45	0.07	1.04	0.98
每股净资产	2.27	2.40	2.54	2.74
估值比率				
P/E	40.14	42.24	29.71	21.66
P/B	2.37	2.25	2.12	1.96
EV/EBITDA	12	11	10	9

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801