

鲁西化工 (000830.SZ)

因污染事件停牌，主营业务无大影响

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **7.38-8.20**

 联系人
李璇

 分析师
孙国东
S0740207010008

021-20315139

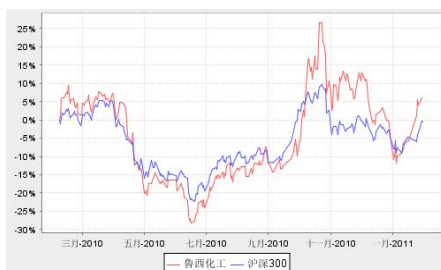
lixuan@qlzq.com.cn

2011年3月13日

基本状况

总股本(百万股)	1046.23
流通股本(百万股)	1046.23
市价(元)	6.42
市值(百万元)	6716.82
流通市值(百万元)	6716.82

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,925.44	6,469.32	7,296.72	10,277.0	12,589.5
营业收入增速	39.77%	-6.59%	12.79%	40.84%	22.50%
净利润增长率	2.18%	-38.90%	71.02%	141.39%	69.96%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.13	0.23	0.41	0.69
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	16.32	45.96	26.79	15.02	8.84
PEG	7.49	—	0.38	0.11	0.13
每股净资产(元)	2.22	2.27	2.50	3.70	4.39
每股现金流量	0.98	0.45	0.33	0.62	0.89
净资产收益率	9.88%	5.91%	9.18%	11.05%	15.81%
市净率	1.61	2.72	2.46	1.66	1.40
总股本(百万股)	1,046.23	1,046.23	1,046.23	1,416.23	1,416.23

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

事件: 因媒体报道公司的污染未披露信息, 3月11日临时停牌, 公司刊登澄清公告。

■ 2010年11月1日, 鲁西化工第三化肥厂脱硫液泄漏, 系工程未经平阴县环保局批准停运烟气脱硫设备(属环保设施)进行检修, 环保局认定该事件未对厂区周边环境造成影响, 对第三化肥厂做出了罚款伍万元的处理。平阴县环保局工作人员表示:“第三化肥厂泄漏事故已经过去一段时间, 环保局早处理完毕。”

观点: 适逢增发敏感期。但增发项目与第三化肥厂无关, 且在东阿化工园区, 不属于“不符合发行条件, 以欺骗手段骗取发行核准”。停产对主业EPS影响小于0.01元。悲观预期若有1%~5%的募资罚款(0.21~1.06亿元), EPS影响0.01~0.056元。

■ 报道中相关人员表示: 第三化肥厂18万吨尿素(公司总产能160万吨)2010年12月5日开始停产, 系常规的年度检修。未来我们认为第三化肥厂的高成本尿素产能可能由化工园区的航天炉尿素逐步替换, 厂区将用作公司氮肥与机械的试验基地, 增加研发与机械生产力度。预计2011年尿素EPS 0.09元, 本次事件实际对主营业务EPS的影响小于0.01元。

■ 2011~2012年化肥业务稳定增长与精细化工产能快速释放是业绩增长的主要来源。2011年尿素EPS 0.09元, 复合肥与磷肥EPS 0.11元。精细化工产品EPS 0.21元: 甲烷氯化物是2011年业绩弹性最大的产品, 是氟化工与制冷剂R22的重要原材料, 预计EPS 0.06元, 按目前价格计算EPS超过0.2元。

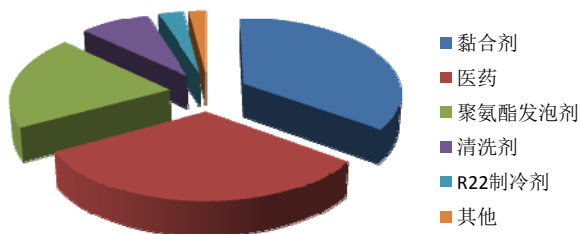
■ **维持前期的业绩判断: 2010-2012年全面摊薄EPS为0.23、0.41元和0.70元。**甲烷氯化物对业绩贡献的弹性大, 静态测算均价每上涨1500元/吨, EPS增厚0.10元。以目前甲烷氯化物价格计算的10年EPS超过0.55元, 我们给出目标价区间7.38~8.20元, 维持“买入”评级。

图表 1: 甲烷氯化物盈利预测与业绩敏感性分析

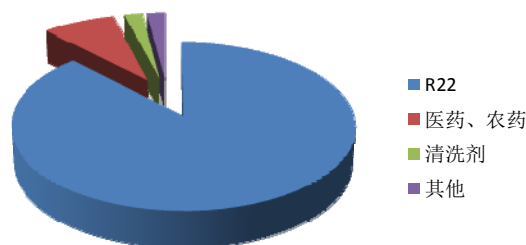
CMS甲烷氯化物	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均售价（元/吨）	5625.0	5362.0	3790.0	5010.0	5450.8	5926.9
增长率（YOY）				32.2%	8.8%	8.7%
销售量（万吨）				3.5	12.0	18.0
增长率（YOY）					242.9%	50.0%
销售收入（百万元）				175.35	654.10	1066.84
增长率（YOY）					273.0%	63.1%
毛利率				44.1%	36.6%	35.6%
销售成本（百万元）				98.00	414.72	687.46
增长率（YOY）					323.2%	65.8%
毛利（百万元）				77.4	239.4	379.4
增长率（YOY）					209.5%	58.5%

CMS(万吨)	2500	3250	4000	4750	5500	5945	6500	7250	8000	8750	9500
6	-0.10	-0.08	-0.06	-0.04	-0.01	0.00	0.02	0.04	0.06	0.08	0.11
8	-0.14	-0.11	-0.08	-0.05	-0.02	0.00	0.02	0.05	0.08	0.11	0.14
10	-0.17	-0.14	-0.10	-0.06	-0.02	0.00	0.03	0.07	0.10	0.14	0.18
12	-0.21	-0.16	-0.12	-0.07	-0.03	0.00	0.03	0.08	0.12	0.17	0.21
14	-0.24	-0.19	-0.14	-0.08	-0.03	0.00	0.04	0.09	0.14	0.20	0.25
16	-0.28	-0.22	-0.16	-0.10	-0.04	0.00	0.04	0.10	0.16	0.22	0.29
18	-0.31	-0.24	-0.18	-0.11	-0.04	0.00	0.05	0.12	0.19	0.25	0.32
20	-0.35	-0.27	-0.19	-0.12	-0.04	0.00	0.06	0.13	0.21	0.28	0.36

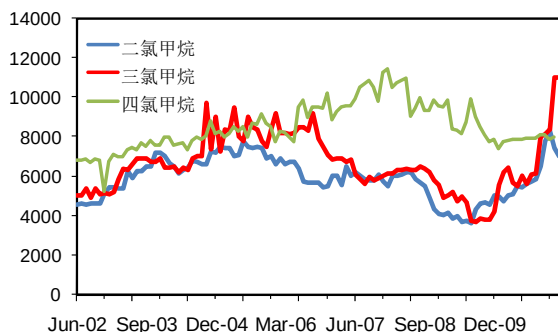
来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 国内二氯甲烷消费结构


来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 国内三氯甲烷消费结构


来源：齐鲁证券研究所

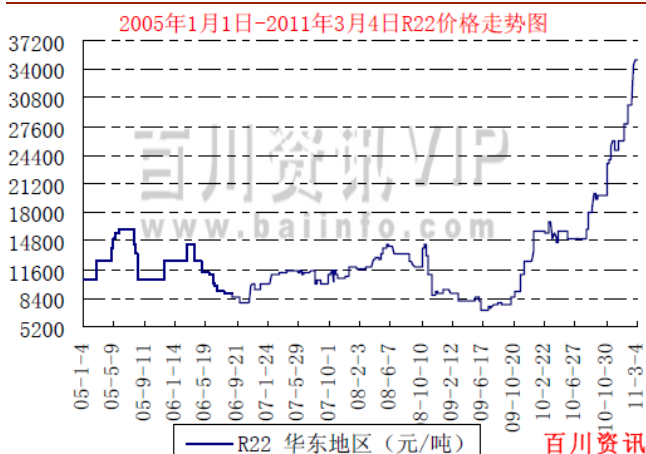
图表 4：国内甲烷氯化物价格走势


来源：齐鲁证券研究所

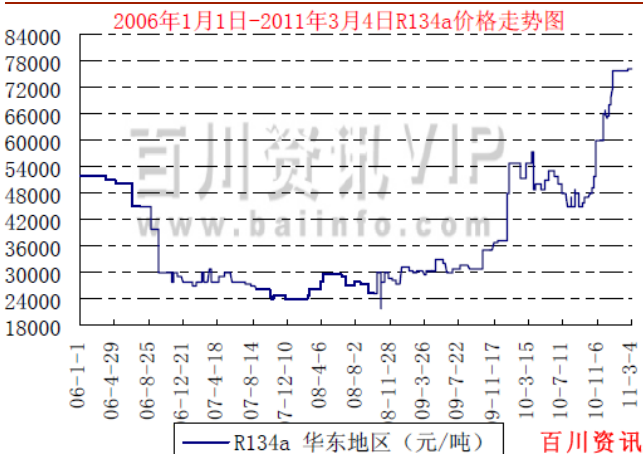
图表 5：公司甲烷氯化物税前成本估算

	单价/元	单耗	金额 /元
甲醇：	2450	0.36	882
液氯：	1500	1.08	1620
硫酸：	500	0.075	37.5
烧碱：	2000	0.002	4
水：	1.2	8.85	10.62
循环冷却水：	0.2	531	106.2
电：	0.5	441	220.5
蒸汽：	100	3.15	315
装置气体			20
小 计：	3216	1	2749
工资：	17.5	1	17.5
机物料：	30	1	30
大修/折旧：	300	1	300
管理费：	17.5	1	17.5
销售费用：			0
总计：			3114

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：制冷剂 R22 价格维持高景气


来源：齐鲁证券研究所

图表 7：制冷剂 R134a 价格维持高景气


来源：齐鲁证券研究所

附录：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	4,955	6,925	6,469	7,297	10,277	12,590
增长率	26.18%	39.8%	-6.6%	12.8%	40.8%	22.5%
营业成本	-4,287	-5,870	-5,912	-6,489	-8,848	-10,557
% 销售收入	86.5%	84.8%	91.4%	88.9%	86.1%	83.9%
毛利	668	1,055	557	807	1,429	2,033
% 销售收入	13.5%	15.2%	8.6%	11.1%	13.9%	16.1%
营业税金及附加	-31	-134	-23	-26	-36	-44
% 销售收入	0.6%	1.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-74	-106	-137	-157	-236	-292
% 销售收入	1.5%	1.5%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
管理费用	-160	-199	-189	-219	-308	-378
% 销售收入	3.2%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	404	616	209	406	848	1,319
% 销售收入	8.1%	8.9%	3.2%	5.6%	8.2%	10.5%
财务费用	-113	-173	-105	-144	-136	-74
% 销售收入	2.3%	2.5%	1.6%	2.0%	1.3%	0.6%
资产减值损失	-2	-131	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	58	0	0	0
投资收益	67	4	0	0	0	0
% 税前利润	19.4%	1.3%	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	356	317	161	261	712	1,245
营业利润率	7.2%	4.6%	2.5%	3.6%	6.9%	9.9%
营业外收支	-9	14	53	50	50	50
税前利润	347	331	213	311	762	1,295
利润率	7.0%	4.8%	3.3%	4.3%	7.4%	10.3%
所得税	-108	-71	-71	-72	-183	-311
所得税率	31.3%	21.5%	33.1%	23.0%	24.0%	24.0%
净利润	238	260	143	240	579	984
少数股东损益	14	30	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	225	230	140	240	579	984
净利率	4.5%	3.3%	2.2%	3.3%	5.6%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	238	260	143	240	579	984
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	320	538	459	10	10	11
非经营收益	64	135	117	128	98	74
营运资金变动	78	96	-248	-32	186	191
经营活动现金净流	699	1,029	471	346	874	1,260
资本开支	1,123	795	1,934	650	300	300
投资	-4	2	-197	0	0	0
其他	67	5	1	0	0	0
投资活动现金净流	-1,059	-787	-2,130	-650	-300	-300
股权募资	0	0	0	0	2,048	0
债权募资	1,024	48	1,842	-37	-1,000	0
其他	-214	-324	-377	-178	-148	-124
筹资活动现金净流	810	-276	1,465	-215	900	-124
现金净流量	450	-35	-194	-519	1,474	836

资产负债表 (人民币百万元)

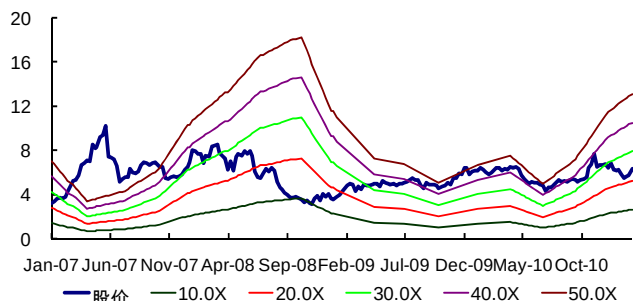
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	595	671	582	63	1,537	2,373
应收款项	128	34	48	93	131	162
存货	797	1,214	778	978	1,333	1,591
其他流动资产	505	264	686	834	1,069	1,240
流动资产	2,024	2,183	2,094	1,967	4,071	5,366
% 总资产	33.4%	31.1%	24.5%	21.6%	35.2%	40.6%
长期投资	1	1	30	30	30	30
固定资产	3,821	4,581	6,065	6,715	7,015	7,315
% 总资产	63.0%	65.2%	70.8%	73.6%	60.6%	55.4%
无形资产	219	224	367	407	447	485
非流动资产	4,045	4,843	6,470	7,161	7,500	7,839
% 总资产	66.6%	68.9%	75.5%	78.4%	64.8%	59.4%
资产总计	6,069	7,026	8,565	9,128	11,571	13,204
短期借款	709	867	1,317	80	80	80
应付款项	917	1,678	1,522	1,820	2,622	3,260
其他流动负债	129	129	899	961	976	987
流动负债	1,755	2,675	3,738	2,862	3,678	4,327
长期贷款	2,020	1,892	2,383	3,583	2,583	2,583
其他长期负债	26	52	70	70	70	70
负债	3,801	4,619	6,191	6,514	6,330	6,980
普通股股东权益	2,198	2,323	2,371	2,611	5,238	6,222
少数股东权益	70	85	2	2	2	2
负债股东权益合计	6,069	7,026	8,565	9,128	11,571	13,204

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.215	0.219	0.134	0.229	0.409	0.695
每股净资产 (元)	2.101	2.220	2.267	2.496	3.699	4.394
每股经营现金净流 (元)	0.668	0.983	0.450	0.331	0.617	0.890
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.22%	9.88%	5.91%	9.18%	11.05%	15.81%
总资产收益率	3.70%	3.27%	1.64%	2.63%	5.00%	7.45%
投入资本收益率	6.31%	10.75%	2.64%	5.19%	10.45%	15.87%
增长率						
营业总收入增长率	26.18%	39.77%	-6.59%	12.79%	40.84%	22.50%
EBIT增长率	31.66%	52.67%	-66.13%	94.47%	108.95%	55.54%
净利润增长率	51.42%	2.18%	-38.90%	71.02%	141.39%	69.96%
总资产增长率	33.20%	15.78%	21.89%	6.58%	26.77%	14.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.3	2.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	59.9	62.5	61.5	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	37.9	46.0	50.1	52.0	53.0	55.0
固定资产周转天数	220.0	192.6	224.9	234.1	197.3	181.3
偿债能力						
净负债/股东权益	93.97%	86.74%	123.58%	130.68%	17.97%	1.70%
EBIT利息保障倍数	3.6	3.6	2.0	2.8	6.2	17.8
资产负债率	62.63%	65.74%	72.28%	71.37%	54.71%	52.86%

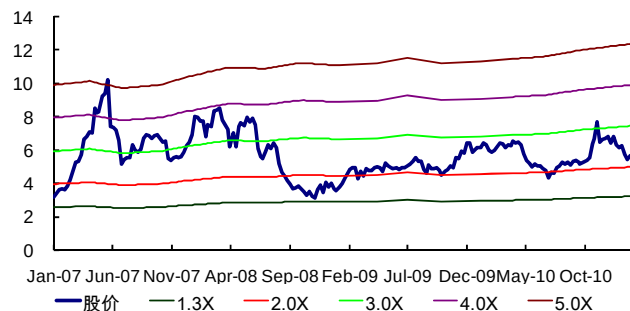
来源：齐鲁证券研究所

图表 8：鲁西化工历史 PE Band



来源：齐鲁证券研究所

图表 9：鲁西化工历史 PB Band



来源：齐鲁证券研究所

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308