

鲁西化工 (000830.SZ)

转型正当时，盈利高增长

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

7.4-8.2

联系人

分析师

李璇

孙国东

S0740207010008

021-20315139

0531-68889511

lixuan@qlzq.com.cn

sungd@qlzq.com.cn

2011年4月14日

基本状况

总股本(百万股)	1464.86
流通股本(百万股)	1046.23
市价(元)	6.69
市值(百万元)	9799.92
流通市值(百万元)	6999.30

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	7,298.32	10,303.5	12,620.3
营业收入增速	39.77%	-6.59%	12.81%	41.18%	22.49%
净利润增长率	2.18%	-38.90%	51.66%	182.64%	71.26%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.13	0.20	0.41	0.70
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	30.21	14.97	8.74
PEG	7.49	—	0.58	0.08	0.12
每股净资产(元)	2.22	2.27	2.47	3.58	4.28
每股现金流量	0.98	0.45	0.53	0.87	1.27
净资产收益率	9.88%	5.91%	8.23%	11.45%	16.39%
市净率	1.61	2.72	2.49	1.71	1.43
总股本(百万股)	1,046.23	1,046.23	1,046.23	1,465.64	1,465.64

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

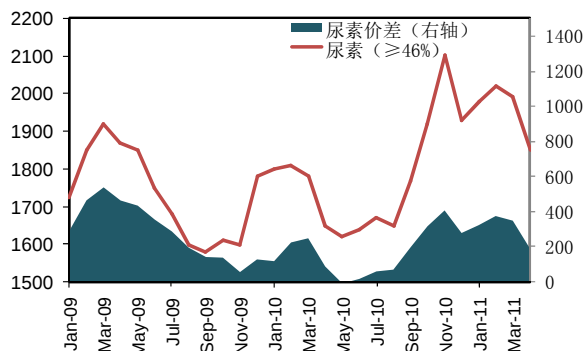
事件: 2010 年业绩快报与 2011Q1 预增公告。2010 年 EPS 0.203 元; 2011Q1 EPS 0.06 元

- 2010 年公司营业收入 76.8 亿同比增长 18.8%，归属于上市公司股东的净利润实现 2.12 亿元，同比增长 51.18%，主要是公司新项目化工产品投产达效，以及第四季度产品价格不断攀升，使公司效益增加。
- 2011 年公司盈利延续 2010 年的高增长态势，新项目化工产品产销两旺。预计盈利 6510~8046 万元，同比增长 70%~110%，对应增发前股本 EPS 为 0.062~0.077 元。3 月份增发完成总股本增加 4.19 亿至 14.64 亿股，2011Q1 对应增发后股本 EPS 为 0.044~0.055 元。

观点: 业绩符合预期，正处于化工产品盈利贡献快车道。主要产品盈利能力维持高水平，2011 年业绩超预期的看点在甲烷氯化物与三聚氰胺。关注产能投放进度与产品价格差。

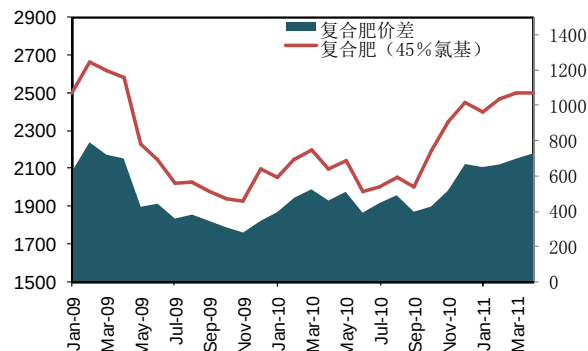
- 2011~2012 年精细化工产能快速释放与化肥业务稳定增长是业绩增长的主要来源。
 - 2011 年尿素 EPS 0.09 元，复合肥与磷肥 EPS 0.11 元。2011Q1 尿素与复合肥价差同比都有小幅扩大。预计二季度由于进度春耕淡储投放价格下降，但盈利同比仍将好于 2010 年。
 - 2011 年精细化工产品 EPS 0.21 元: 甲烷氯化物是 2011 年业绩弹性最大的产品，是氟化工与制冷剂 R22 的重要原材料，预计 EPS 0.06 元。关注甲烷氯化物与三聚氰胺的产能投放与价格情况。
- 维持前期的业绩判断: 2010-2012 年全面摊薄 EPS 为 0.20、0.41 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 0.5 元，我们给出目标价区间 7.4~8.2 元，维持“买入”评级。

图表 1: 2011Q1 尿素维持较高毛利水平



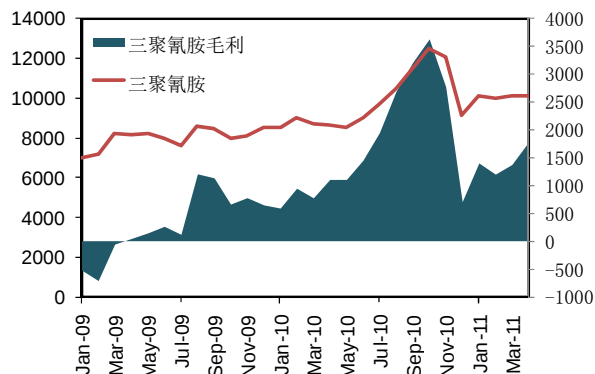
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 2011Q1 复合肥维持较高毛利水平



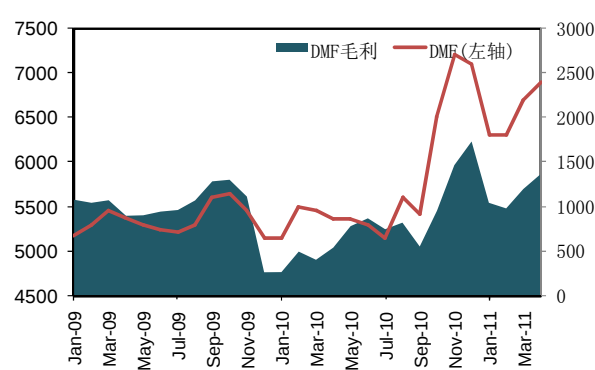
来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 2011Q1 三聚氰胺由于检修业绩贡献不大



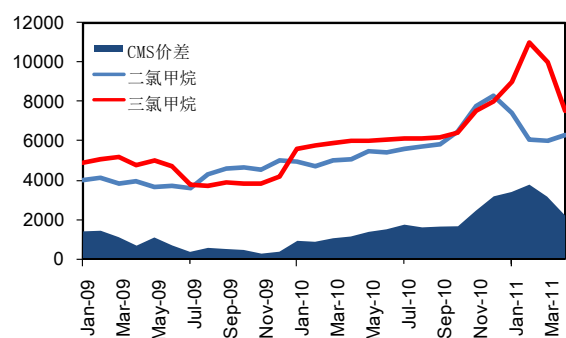
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 2011Q1 甲胺/DMF 尚未开工



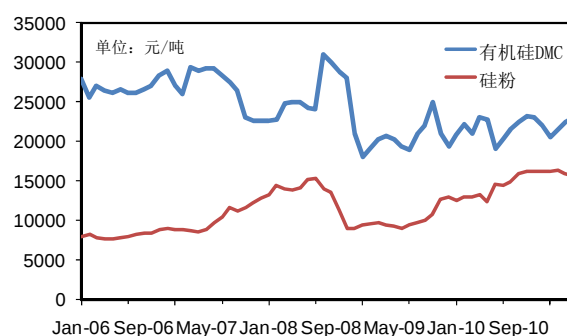
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 2011Q1 甲烷氯化物盈利能力大幅提升



来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 2011Q1 有机硅 DMC 价格略有回升



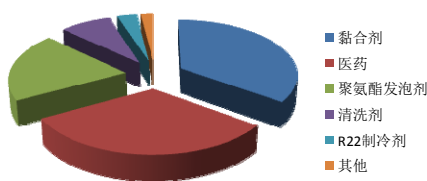
来源: 齐鲁证券研究所

图表 7：甲烷氯化物盈利预测与业绩敏感性分析

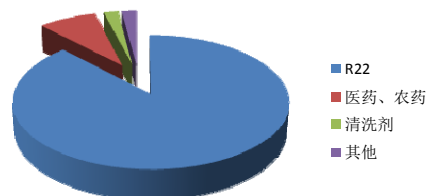
CMS甲烷氯化物	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均售价（元/吨）	5625.0	5362.0	3790.0	5010.0	5450.8	5926.9
增长率（YOY）				32.2%	8.8%	8.7%
销售量（万吨）				3.5	12.0	18.0
增长率（YOY）					242.9%	50.0%
销售收入（百万元）				175.35	654.10	1066.84
增长率（YOY）					273.0%	63.1%
毛利率				44.1%	36.6%	35.6%
销售成本（百万元）				98.00	414.72	687.46
增长率（YOY）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

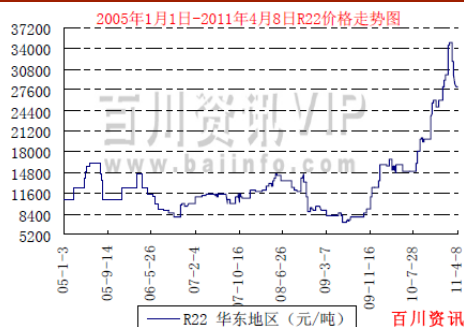
来源：齐鲁证券研究所

图表 8：国内二氯甲烷消费结构


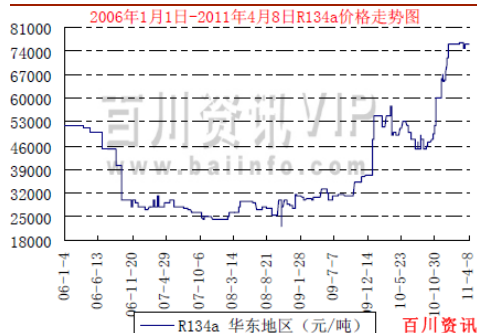
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：国内三氯甲烷消费结构


来源：齐鲁证券研究所

图表 10：制冷剂 R22 价格回落但仍维持高位


来源：齐鲁证券研究所

图表 11：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	7,298	10,303	12,620
增长率	26.18%	39.8%	-6.6%	12.8%	41.2%	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%	85.9%	83.6%
毛利	668	1,055	557	809	1,455	2,064
% 销售收入	13.5%	15.2%	8.6%	11.1%	14.1%	16.4%
营业税金及附加	-31	-134	-23	-26	-36	-45
% 销售收入	0.6%	1.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-74	-106	-137	-153	-227	-278
% 销售收入	1.5%	1.5%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
管理费用	-160	-199	-189	-212	-288	-353
% 销售收入	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	404	616	209	418	904	1,388
% 销售收入	8.1%	8.9%	3.2%	5.7%	8.8%	11.0%
财务费用	-113	-173	-105	-192	-163	-84
% 销售收入	2.3%	2.5%	1.6%	2.6%	1.6%	0.7%
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	226	741	1,304
营业利润率	7.2%	4.6%	2.5%	3.1%	7.2%	10.3%
营业外收支	-9	14	53	50	50	50
税前利润	347	331	213	276	791	1,354
利润率	7.0%	4.8%	3.3%	3.8%	7.7%	10.7%
所得税	-108	-71	-71	-64	-190	-325
所得税率	31.3%	21.5%	33.1%	23.0%	24.0%	24.0%
净利润	238	260	143	213	601	1,029
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	213	601	1,029
净利率	4.5%	3.3%	2.2%	2.9%	5.8%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	238	260	143	213	601	1,029
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	320	538	459	531	633	711
非经营收益	64	135	117	183	149	99
营运资金变动	78	96	-248	-374	-113	29
经营活动现金净流	699	1,029	471	553	1,270	1,868
资本开支	1,123	795	1,934	650	1,100	600
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	-1,100	-600
股权募资	0	0	0	0	2,064	0
债权募资	1,024	48	1,842	487	-1,694	-31
其他	-214	-324	-377	-233	-199	-149
筹资活动现金净流	810	-276	1,465	254	171	-180
现金净流量	450	-35	-194	157	342	1,088

资产负债表 (人民币百万元)

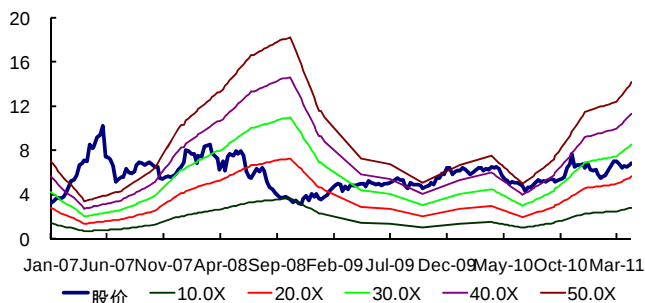
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	595	671	582	739	1,081	2,169
应收款项	128	34	48	93	132	162
存货	797	1,214	778	978	1,333	1,591
其他流动资产	505	264	686	834	1,069	1,240
流动资产	2,024	2,183	2,094	2,644	3,615	5,162
% 总资产	33.4%	31.1%	24.5%	28.5%	33.6%	42.1%
长期投资	1	1	30	30	30	30
固定资产	3,821	4,581	6,065	6,193	6,670	6,571
% 总资产	63.0%	65.2%	70.8%	66.7%	61.9%	53.6%
无形资产	219	224	367	407	447	485
非流动资产	4,045	4,843	6,470	6,639	7,156	7,095
% 总资产	66.6%	68.9%	75.5%	71.5%	66.4%	57.9%
资产总计	6,069	7,026	8,565	9,283	10,771	12,257
短期借款	709	867	1,317	1,005	111	80
应付款项	917	1,678	1,522	1,578	2,080	2,556
其他流动负债	129	129	899	861	876	887
流动负债	1,755	2,675	3,738	3,444	3,067	3,523
长期贷款	2,020	1,892	2,383	3,183	2,383	2,383
其他长期负债	26	52	70	70	70	70
负债	3,801	4,619	6,191	6,696	5,519	5,976
普通股股东权益	2,198	2,323	2,371	2,584	5,249	6,279
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	9,283	10,771	12,257

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	0.203	0.410	0.702
每股净资产 (元)	2.101	2.220	2.267	2.470	3.582	4.284
每股经营现金净流 (元)	0.668	0.983	0.450	0.528	0.867	1.274
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%	8.23%	11.45%	16.39%
总资产收益率	3.70%	3.27%	1.64%	2.29%	5.58%	8.40%
投入资本收益率	6.31%	10.75%	2.64%	5.52%	10.62%	16.55%
增长率						
营业总收入增长率	26.18%	39.77%	-6.59%	12.81%	41.18%	22.49%
EBIT 增长率	31.66%	52.67%	-66.13%	100.44%	116.09%	53.61%
净利润增长率	51.42%	2.18%	-38.90%	51.66%	182.64%	71.26%
总资产增长率	33.20%	15.78%	21.89%	8.39%	16.03%	13.79%
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	42.0	40.0	41.0
固定资产周转天数	220.0	192.6	224.9	221.0	167.3	137.7
偿债能力						
净负债/股东权益	93.97%	86.74%	123.58%	126.20%	23.40%	1.75%
EBIT 利息保障倍数	3.6	3.6	2.0	2.2	5.6	16.6
资产负债率	62.63%	65.74%	72.28%	72.14%	51.24%	48.75%

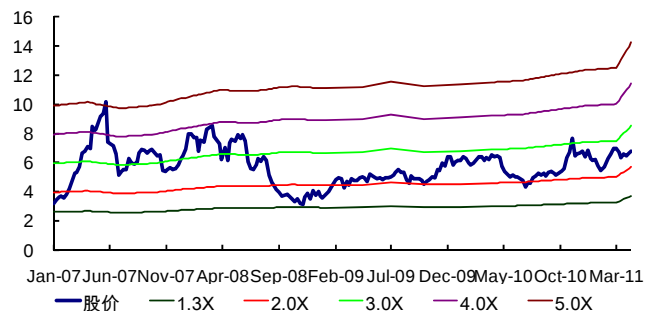
来源：齐鲁证券研究所

图表 12：鲁西化工历史 PE Band



来源：齐鲁证券研究所

图表 13：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