

鲁西化工 (000830.SZ)

业绩高速增长，航天炉持续推进

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

8.2-9.0

联系人

分析师

李璇

孙国东

S0740207010008

021-20315139

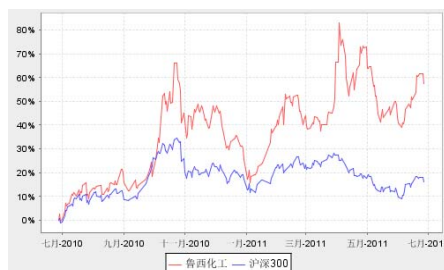
lixuan@qlzq.com.cn

2011年7月13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)	7.44
市值(百万元)	10898.56
流通市值(百万元)	7783.98

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

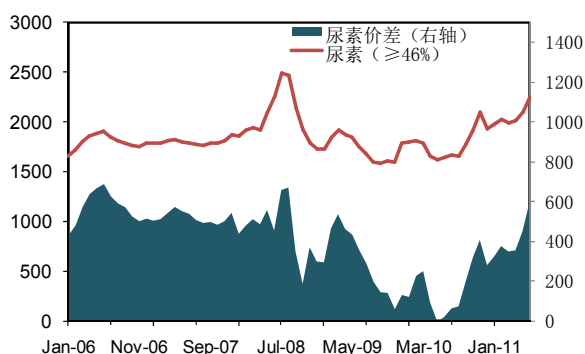
事件: 2011 半年度业绩预增公告: 净利润 1.6~1.9 亿, 同比增 150~200%, EPS 0.13~0.15 元

- 2011 年公司盈利延续 2010 年的高增长态势。Q1 营业收入 24 亿元, 盈利 0.74 亿元, 同比增长 93%, 对应增发后股本 EPS 为 0.05 元。预计上半年公司实现净利润 1.61~1.93 亿元, 同比增长 150~200%。2011Q2 单季度预计盈利 0.865~1.19 亿元, 同比与环比增速分别为 233~358%与 17~61%。

观点: 业绩符合预期, 正处于化工产品盈利贡献快车道。我们认为 Q2 盈利同比与环比增速同时大幅提升主要源于化肥价格的上涨与化工产品的量价齐升。2011 年下半年业绩超预期的看点在航天炉尿素与三聚氰胺。关注指标: 新产能投放进度与产品价格差。

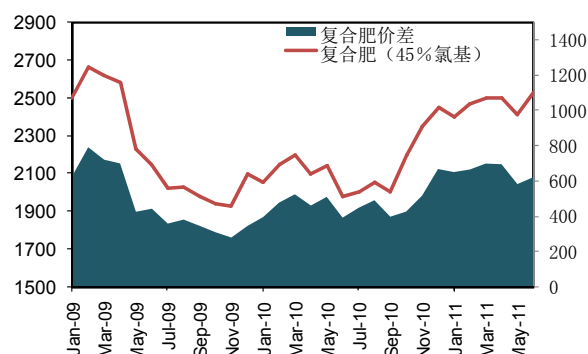
- 2011~2012 年精细化工产能快速释放与化肥业务稳定增长是业绩增长的主要来源。
 - 2011 年尿素 EPS 0.09 元, 复合肥与磷肥 EPS 0.11 元。2011Q2 尿素与复合肥淡季不淡, 价差同比/环比都有所扩大。预计三季度由于国外尿素价格维持高位, 淡季出口关税调整有利于企业出口, 尿素盈利能力将维持, 盈利同比仍将好于 2010 年。
 - 2011 年精细化工产品 EPS 0.21 元: 甲烷氯化物 EPS 0.06 元。由于原料瓶颈限制三聚氰胺与甲胺/DMF 无法开车, 航天炉将解决, 关注三聚氰胺等煤化工下游产品的新产能投放与价格情况。
- 维持前期的业绩判断: 2010-2012 年全面摊薄 EPS 为 0.20、0.41 元和 0.70 元。**我们预计历经 2 个月试车, 航天炉有望 7 月底投产。项目将有效降低公司煤化工成本, 静态测算 100 万吨尿素毛利率每提升 2%, EPS 增厚 0.02 元。我们给出目标价区间 8.2~9.0 元, 对应 11xPE 为 20~22 倍, 维持“买入”评级。

图表 1: 2011Q2 尿素高毛利率创新高



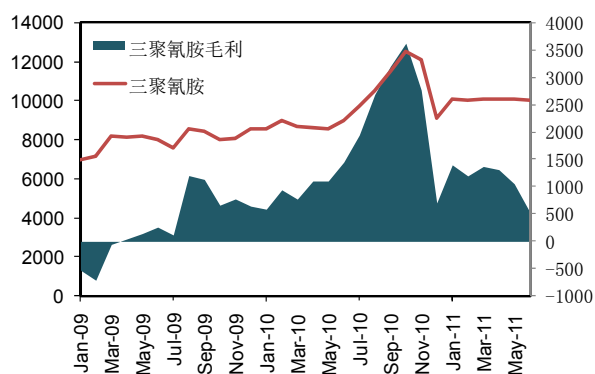
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 2011Q2 复合肥维持较高毛利水平



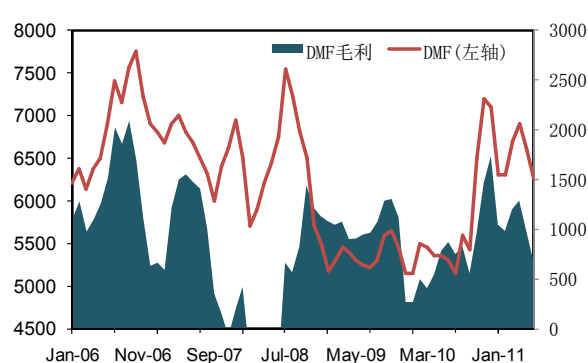
来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 2011Q2 三聚氰胺产能不足业绩贡献不大



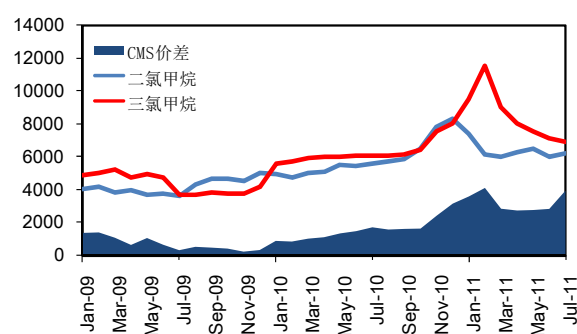
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 2011Q2 甲胺/DMF 尚未开工



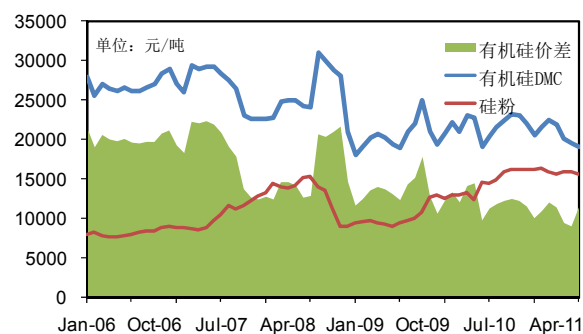
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 2011Q2 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: 2011Q2 有机硅 DMC 价格继续回落



来源: 齐鲁证券研究所

图表 7：航天炉业绩敏感性分析与尿素盈利预测

项目	指标单位	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
氮肥	平均售价（元/吨）	1559.0	2020.6	1732.2	1755.0	1860.3	1953.3
	增长率（YOY）		29.6%	-14.3%	1.3%	6.0%	5.0%
	销售量（万吨）	130.0	152.3	165.0	160.0	180.0	200.0
	增长率（YOY）		17.2%	8.3%	-3.0%	12.5%	11.1%
	销售收入（百万元）	2026.72	3077.72	2858.16	2808.00	3348.54	3906.63
	增长率（YOY）		51.9%	-7.1%	-1.8%	19.3%	16.7%
	毛利率	17.1%	14.5%	10.9%	6.9%	9.0%	9.0%
	销售成本（百万元）	1679.42	2632.56	2547.04	2614.40	3046.32	3555.98
	增长率（YOY）		56.8%	-3.2%	2.6%	16.5%	16.7%
	毛利（百万元）	347.3	445.2	311.1	193.6	302.2	350.6
	增长率（YOY）		28.2%	-30.1%	-37.8%	56.1%	16.0%

毛利率变化(%)	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%
航天炉尿素(万吨)	1980	2024	2068	2112	2156	2200	2244	2288	2332	2376	2420	2464	2508	2552
20	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
40	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	0.00	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
60	-0.07	-0.05	-0.04	-0.03	-0.01	0.00	0.01	0.03	0.04	0.05	0.07	0.08	0.09	0.10
80	-0.09	-0.07	-0.05	-0.03	-0.02	0.00	0.02	0.03	0.05	0.07	0.09	0.10	0.12	0.14
100	-0.11	-0.09	-0.07	-0.04	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.07	0.09	0.11	0.13	0.15	0.17
150	-0.16	-0.13	-0.10	-0.07	-0.03	0.00	0.03	0.07	0.10	0.13	0.16	0.20	0.23	0.26
200	-0.22	-0.17	-0.13	-0.09	-0.04	0.00	0.04	0.09	0.13	0.17	0.22	0.26	0.31	0.35

来源：齐鲁证券研究所

附录：煤气化相关之气化炉

- 目前煤气化是煤化工应用和发展比较成熟而广泛的一项单元技术。即在缺氧条件下使煤炭不完全燃烧成为气体（工业上成为合成气 Syngas）。
- 煤气化制得的煤气主要用于如下几方面：
 - (1)生产燃料煤气，燃料煤气又可分为工业燃气和城市煤气；
 - (2)生产合成气用作合成氨、合成甲醇等化工产品以及合成液体燃料的原料气；
 - (3)生产还原气和氢气。
 - (4)火电厂清洁煤发电。
- 煤炭气化是在适宜的条件下将煤炭转化为气体燃（原）料的技术，旨在生产民用、工业用燃料气和合成气，并使煤中的硫、灰分等在气化过程中或之后得到脱除，使污染物排放得到控制。煤炭气化近年来在国外得到较大发展，目的是为煤气化联合循环及多联产以及煤炭的液化提供理想的气源，扩大气化煤种，提高处理能力和转换效率，减少污染物排放。
- 煤炭气化技术在 100 多年历史的研究开发与商业化应用中，相继开发出多种气化技术和工艺，按生产装置化学工程特征分类。
- 气化技术可分为：固定床气化、流化床气化、气流床气化、熔融床气化和地下煤炭气化技术几大类。我国多数正在运行的气化炉为水煤气或半水煤气固定床。气流床技术正在新起，目前世界上已经商业化的大型（250MW 以上）电站都采用气流床，有代表性的是以水煤浆为原料的 Texaco 和以干燥粉为原料的 Shell。

图表 8：主要煤气化技术分类

类型	原料煤	主要优点	主要缺点	代表炉型
固定床	块煤 (10-50mm)	使用劣质煤气化；氧耗量低；设备简单，加压气化生产能力高；技术原理容易掌握；	不粘块煤原料昂贵，生产单元多；净化流程长，气化度低；酚类、焦油等较多；扩展产能困难	UGI、鲁奇炉 Lurgi、液态排渣鲁奇炉 BGL
流化床	碎煤 (<6mm)	备煤加工费最低；气化强度大，便于大规模设备的建设；简化了煤气净化及污水处理；炉温低可长期运行；	要求较高反应活性和灰熔点的煤；碳损失较大；废热锅炉磨损严重	Winkler、HTW、U-gas、KRW、CFBG、恩德炉、ICC 灰熔聚气化炉
气流床	粉煤 (<0.1mm)	煤粒被气流隔开，单独反应；流程紧凑、副产高压蒸汽的利用价值高，扩展产能较容易；合成气质高，产品气可适用于化工合成，制氢和联合循环发电；	高温运行，氧耗高；停留时间短；碳转化率相对较低，能耗大；喷嘴寿命短；设备结构复杂；关键部件国产率低	Shell、GE (Texaco)、Prenflo、K-T、GSP、E-gas 及国内的多喷嘴气化炉、多元料浆炉 MCSG、HT-L 航天炉

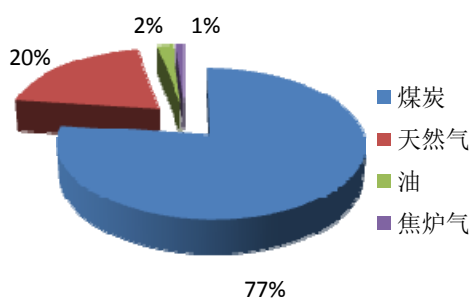
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：主要煤气化技术分类

项目指标	航天炉	德士古炉	壳牌炉	固定床	多喷嘴水煤浆
原料煤输送方式	干煤粉 气体输送	65%水煤浆 泵输送	干煤粉 气体输送	块状 泵输送	65%水煤浆 泵输送
碳转化率(%)	≥99	96~98	>99	85	97
有效成份(CO+H ₂ , %)	90~92	78~81	89~93	75	85
比氧耗 [Nm ³ /1000Nm(CO+H ₂)]	330~360	410~430	330~360	430	360
比煤耗 [Nm ³ /1000Nm(CO+H ₂)]	600	550	520	--	560
投资(亿元)	10	12	15	6	10
适宜煤种	几乎所有煤种, 实现原料煤本地化	较广泛, 要求灰熔点低于 1250 度, 成浆性好	几乎所有煤种以无烟煤最佳	限制较多 无烟煤、块煤、型煤,	较广泛, 对煤质有一定要求
运行效果	运行良好、口碑好	运行良好很成熟	运行不太顺利	需要型煤改造来降成本	运行良好
成功运行案例	临泉化工、濮阳龙宇化工	鲁南化肥、上海焦化、陕西神木	湖北双环、中石化、柳化股份	湖北宜化、鲁西化工	兖矿国泰、华鲁恒升、神华宁煤

来源：齐鲁证券研究所

- 中国氮肥成本差异来自于原料路线、地理位置、工业路线和管理的差异，四大差异导致氮肥企业的成本相差非常大。
- 从原料成本比较分析，天然气 1.6 元/立方米与无烟煤价 1000 元/吨左右，对应的尿素成本则会平衡在 1600 元/吨左右。
- 预计未来天然气价格市场化还会继续，气头尿素的成本将逐年递增。煤炭将成为未来尿素生产的主要原料。未来三到五年，中国天然气生产尿素的将会跟用油生产尿素的企业一样，退出尿素行业。

图表 10：国内氮肥原料以煤为主


来源：齐鲁证券研究所

图表 11：煤头与气头合成氨的原料成本比较

	煤头 1	煤头 2	气头 1	气头 1
吨耗煤/气(吨/立方米)	1.5	0.87	700	700
吨耗电(度)	450	1000	150	150
煤/气单价(元)	600	1000	0.8	1.2
电单价(元)	0.5	0.5	0.5	0.5
原料成本(元)	1125	1370	635	915

来源：齐鲁证券研究所

- 鲁西化工将使用固定床与航天炉二种合成氨制备尿素的工艺，并且公司将是第一个采用航天炉技术的上市公司，示范与实际意义重大。
- 固定床气化用的原料煤为用白煤粉、焦粉制成的型煤。原料来自于阳泉块煤、阳泉小粒煤、阳城块煤、阳城小粒煤和晋城块煤。

- 航天炉与壳牌炉、多喷嘴水煤浆等技术类似，适用烟煤作为原料。原料煤主要来自于华亭煤和神木煤。
- 从成本角度分析：虽然新型气化工艺采用的烟煤价格较低，原料煤成本一项要比固定床工艺低，但由于建设投资很高，其吨尿素的制造费用比固定床间歇气化工艺高。
- 由此可见，新型气化工艺要取得好的经济效益，只有设法采用廉价的原料煤与降低设备固定资产投入。

图表 12：不同气化工艺技术的合成氨成本比较

名称	固定床	HTL	Shell	Texaco
原料（煤）	1350	975	1028	949
动力	225	190	-16	235
工资及附加	18	12	12	12
制造费用	20	125	220	151
合计（元）	1634	1312	1383	1357

来源：齐鲁证券研究所

图表 13：不同气化工艺技术的投资比较

名称	固定床	HTL	Shell	Texaco
专有技术费		0.15	0.60	0.68
气化装置		3.80	6.60	4.00
空分装置		1.80	1.80	2.60
其他装置		4.50	6.00	4.50
合计（亿元）	1.25	10.25	15.00	11.78

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)

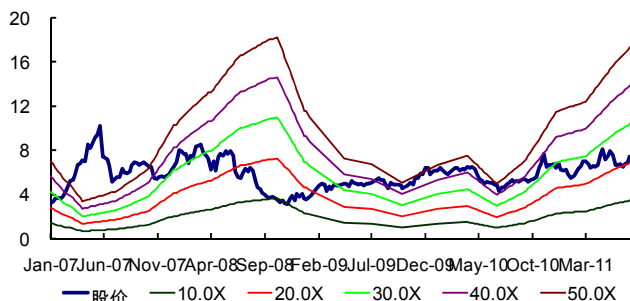
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	595	671	582	739	1,081	2,169
应收款项	128	34	48	93	132	162
存货	797	1,214	778	978	1,333	1,591
其他流动资产	505	264	686	834	1,069	1,240
流动资产	2,024	2,183	2,094	2,644	3,615	5,162
% 总资产	33.4%	31.1%	24.5%	28.5%	33.6%	42.1%
长期投资	1	1	30	30	30	30
固定资产	3,821	4,581	6,065	6,193	6,670	6,571
% 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%

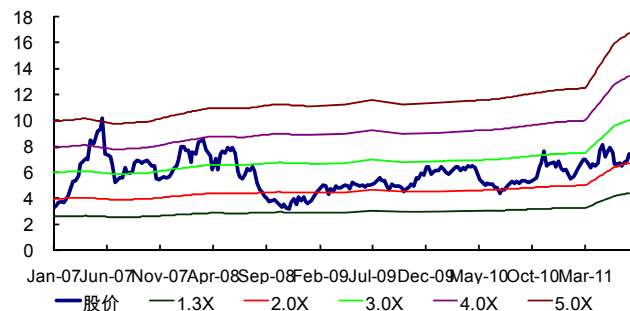
来源：齐鲁证券研究所

图表 14：鲁西化工历史 PE Band



来源：齐鲁证券研究所

图表 15：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