

鲁西化工 (000830.SZ)

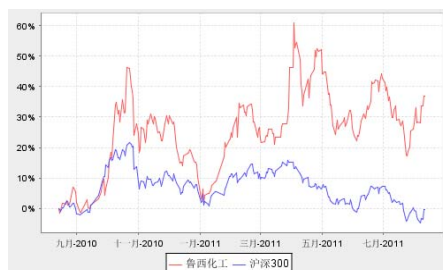
业绩快速增长，化工盈利贡献大幅提升

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **8.2-9.0**
 分析师: 李璇 分析师: 孙国东
 S0740511080002 S0740207010008
 021-20315139
 lixuan@r.qlzq.com.cn
 2011年8月30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)	7.18
市值(百万元)	10517.70
流通市值(百万元)	7511.96

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

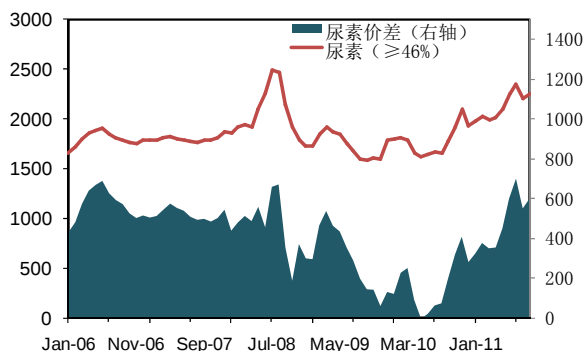
指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,925.44	6,469.32	7,298.32	10,303.5	12,620.3
营业收入增速	39.77%	-6.59%	12.81%	41.18%	22.49%
净利润增长率	2.18%	-38.90%	51.66%	182.64%	71.26%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.13	0.20	0.41	0.70
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	16.32	45.96	30.21	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

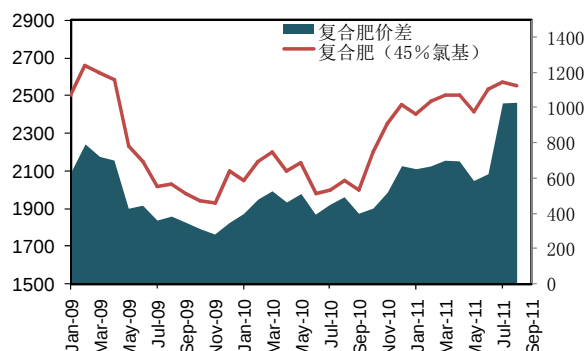
- 2011年上半年公司收入与盈利快速增长。1-6月营收50亿元，同比增长49.5%；净利润1.8亿，同比增长182%；EPS 0.144元，同比增长136%；扣非后盈利1.74亿。上半年收入与盈利的大幅增长主要来源于主营产品的量价齐升，其中复合肥与化工产品收入分别增加6.6亿与9.5亿元，同时复合肥（13%）与化工（15%）具有较高的毛利率是提升综合毛利率（12%）的主要原因。
- 化工产品量价齐升，业绩贡献大幅提升至41%。1-6月公司主营产品综合毛利率提升2%，主要产品尿素（营收占32%）、复合肥（占35%）、化工（占33%）毛利率分别提升1.4%、-1.3%和4%。化工产品盈利增长主要来自于新增的甲烷氯化物、传统离子膜烧碱等化工产品的销售增加。
- 公司正处于转型综合型化工企业快车道，化工产品盈利贡献将持续提升。2011年下半年业绩超预期的看点在航天炉尿素与三聚氰胺等化工产品的投产。关注指标：新产能投放进度与产品价差，2012-2013年公司规划投产的化工项目盈利状况。
- 根据中报预测，航天炉将于2011年10月投产，有利于公司打通下游化工产品原料瓶颈。同时，1-6月在建工程中12万吨甲烷氯化物已经投产，16万吨三聚氰胺与20万吨甲胺/DMF等化工装置接近完成下半年能兑现收入，下半年营收将持续快速增长。
- 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。我们预计航天炉有望9-10月投产。项目将有效降低公司煤化工成本与下游原料瓶颈，静态测算航天炉一期装置年化增厚EPS 0.03~0.05元。我们给予目标价区间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



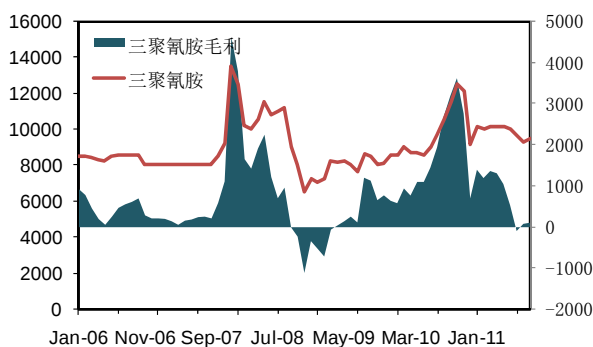
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 2011Q2 复合肥维持较高毛利水平



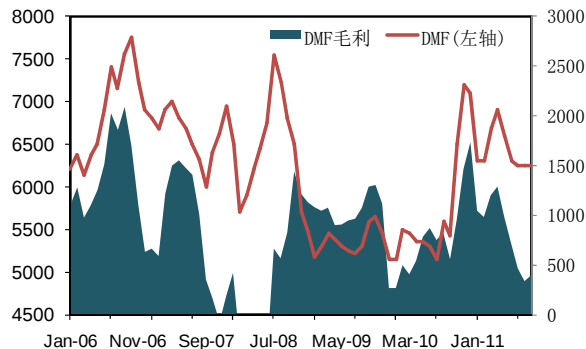
来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 2011Q2 三聚氰胺产能不足业绩贡献不大



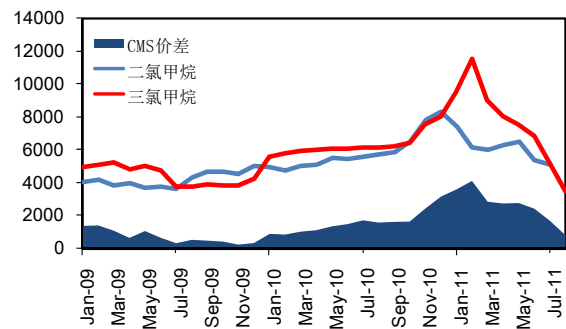
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 2011Q2 甲胺/DMF 尚未开工



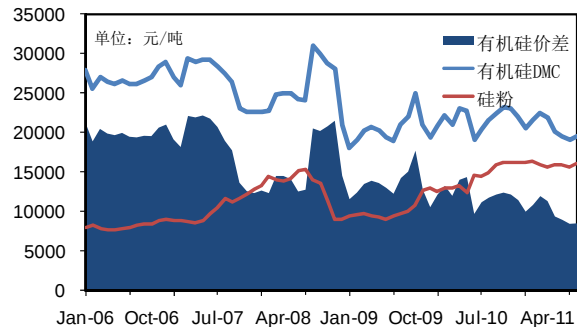
来源: 齐鲁证券研究所

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



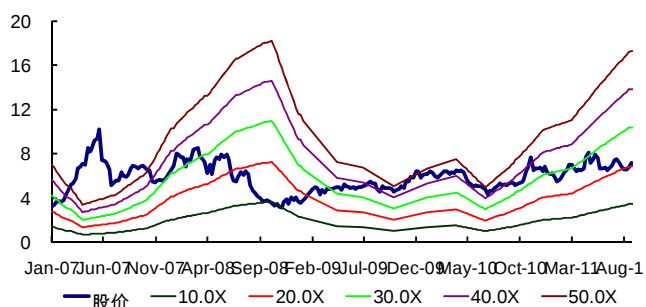
来源: 齐鲁证券研究所

图表 7：航天炉业绩敏感性分析与尿素盈利预测

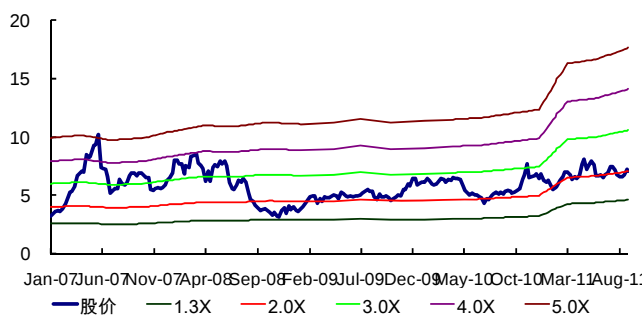
项目	指标单位	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
氮肥	平均售价（元/吨）	1559.0	2020.6	1732.2	1755.0	1860.3	1953.3
	增长率（YOY）		29.6%	-14.3%	1.3%	6.0%	5.0%
	销售量（万吨）	130.0	152.3	165.0	160.0	180.0	200.0
	增长率（YOY）		17.2%	8.3%	-3.0%	12.5%	11.1%
	销售收入（百万元）	2026.72	3077.72	2858.16	2808.00	3348.54	3906.63
	增长率（YOY）		51.9%	-7.1%	-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

图表：鲁西化工历史 PE Band


来源：齐鲁证券研究所

图表：鲁西化工历史 PB Band


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

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