

化学制品

鲁西化工 (000830.SZ) / 6.73 元

航天炉项目成功达产，业绩估值有望双提升

事 项

2011 年 11 月 15 日，鲁西化工发布公告，公司 30 万吨航天炉尿素项目工艺流程全线打通，进入轻负荷正常运转，并生产出合格产品。

主要观点

- 1) 航天炉技术是最先进的煤气化技术之一，有望大幅降低公司成本。**目前主要的煤气化技术包括德士古炉、壳牌炉、固定床、多喷嘴水煤浆以及航天炉等。其中，航天炉是碳转化率和有效气含量比重最高的技术之一，并且几乎适用于所有煤种。公司原有尿素采用固定床技术，只能使用无烟煤为原料，成本很高，公司尿素毛利率不到 10%，远低于华鲁恒升等煤气化技术先进的煤头尿素企业。航天炉项目投产后，公司可以利用当地烟煤为原料，既节约了原材料成本，也节省了大量运费。
- 2) 航天炉项目的投产将解决公司的原料产能瓶颈。**公司原有煤气化产能不足，航天炉项目投产后，公司 10 万吨甲胺/DMF 有望后续投产，另外公司将依托先进的煤气化平台打造下游相关产业链。
- 3) 公司多个新项目有望陆续投产，为公司明年业绩增长提供强力保障。**公司前三季度业绩同比环比均大幅增加，主要原因是多个新项目的陆续投产：2010 年公司投产了 20 万吨离子膜烧碱、6 万吨甲烷氯化物、10 万吨甲胺/DMF、8 万吨三聚氰胺投产以及 5 万吨有机硅单体；今年 2 月底，公司甲烷氯化物二期 6 万吨达产。上述项目中甲烷氯化物和三聚氰胺的盈利能力较强，是公司今年业绩提升的主要因素。公司目前仍有较多在建新项目，其中三聚氰胺二期 8 万吨、10 万吨甲酸和 5 万吨硫化钠等后续项目将在四季度和明年上半年陆续投产，为公司明年业绩的高增长提供有力支持。
- 4) 盈利预测与投资建议。**航天炉尿素项目成功运行有望大幅提升公司盈利能力和估值，且公司转型已较为成熟、效果显著，未来仍有较多优质在建或储备项目，转型和产品结构调整将持续深入，明年业绩有望继续保持较高增速。维持公司 2011 和 2012 年 EPS 0.3 元和 0.42 元，对应 PE 分别为 22X 和 16X，维持推荐评级。

风险提示

产品价格波动风险。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：冀光坤
Tel: 010-66500811
Email: jiguangkun@hczq.com

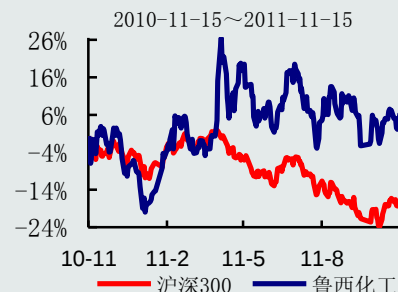
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	146486
流通 A 股/B 股(万股)	104545/0
资产负债率(%)	61.74
每股净资产(元)	3.43
市盈率(倍)	22
市净率(倍)	1.96
12 个月内最高/最低价	8.44/5.29

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

- 《转型见成效，业绩节节高》
2011-10-24
- 《转型期业绩大幅增长，看好公司长期快速发展》
2011-08-30
- 《一季度业绩大幅增加，全年业绩有望节节攀升》
2011-04-13
- 《公司处于转型期，成长空间巨大》
2011-03-20
- 《10 年业绩超预期，公司转型初见成效》
2011-01-24
- 《有机硅单体顺利达产，提升公司业绩》
2010-11-25

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2826	2556	5875	7838
现金	884	900	4171	6070
应收账款	2	2	2	2
其它应收款	23	16	17	19
预付账款	383	383	422	396
存货	1450	1147	1125	1241
其他	85	108	137	110
非流动资产	8456	7856	7170	6355
长期投资	29	20	26	25
固定资产	6375	6899	7312	7607
无形资产	471	547	648	739
其他	1581	390	-817	-2016
资产总计	11282	10412	13045	14193
流动负债	6394	4633	4835	5180
短期借款	2910	1985	1940	2174
应付账款	1416	1013	1043	1157
其他	2068	1635	1852	1849
非流动负债	2298	2326	2454	2454
长期借款	2193	2251	2370	2366
其他	105	76	84	88
负债合计	8692	6959	7288	7635
少数股东权益	2	13	17	22
股本	1046	1465	1465	1465
资本公积金	505	505	2185	2185
留存收益	1032	1470	2089	2886
归属母公司股东权益	2583	3440	5739	6536
负债和股东权益	11282	10412	13045	14193

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	551	958	1852	1887
净利润	212	449	623	802
折旧摊销	526	681	798	914
财务费用	154	301	224	154
投资损失	-51	0	0	0
营运资金变动	-363	-474	223	8
其它	73	0	-16	9
投资活动现金流	-1784	-104	-143	-72
资本支出	1986	0	0	0
长期投资	82	-9	6	-1
其他	284	-113	-137	-73
筹资活动现金流	1152	-837	1562	84
短期借款	1673	-926	-45	234
长期借款	-190	58	120	-4
普通股增加	0	419	0	0
资本公积增加	-0	0	1680	0
其他	-330	-388	-193	-146
现金净增加额	-72	16	3271	1899

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7686	12451	14660	16925
营业成本	6840	10756	12659	14601
营业税金及附加	39	64	75	87
营业费用	213	345	406	469
管理费用	214	347	408	471
财务费用	154	301	224	154
资产减值损失	12	12	12	12
公允价值变动收益	-49	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	216	626	875	1131
营业外收入	117	50	50	50
营业外支出	34	35	35	35
利润总额	298	641	890	1146
所得税	86	192	267	344
净利润	212	449	623	802
少数股东损益	-0	11	4	5
归属母公司净利润	212	438	619	797
EBITDA	897	1609	1898	2199
EPS（元）	0.20	0.30	0.42	0.54

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	18.8%	62.0%	17.7%	15.5%
营业利润	34.6%	189.9%	39.8%	29.1%
归属母公司净利润	51.2%	106.6%	41.3%	28.8%
获利能力				
毛利率	11.0%	13.6%	13.7%	13.7%
净利率	2.8%	3.5%	4.2%	4.7%
ROE	8.2%	12.7%	10.8%	12.2%
ROIC	3.8%	9.5%	13.0%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	77.0%	66.8%	55.9%	53.8%
净负债比率	60.55%	62.01%	60.60%	60.98%
流动比率	0.44	0.55	1.22	1.51
速动比率	0.22	0.29	0.98	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.77	1.15	1.25	1.24
应收帐款周转率	3542	7097	7338	8573
应付帐款周转率	6.47	8.86	12.32	13.27
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.30	0.42	0.54
每股经营现金	0.38	0.65	1.26	1.29
每股净资产	1.76	2.35	3.92	4.46
估值比率				
P/E	35.43	24.01	17.00	13.20
P/B	2.91	3.06	1.83	1.61
EV/EBITDA	17	9	8	7

化工行业分析师介绍

冀光坤：化工行业分析师，北京大学地质学学士，英国约克大学数理金融研究生，一年咨询公司工作经验。2010 年 5 月进入华创证券从事化工行业研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司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，并不构成对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预期收入可能会波动。

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，未经本公司事先书面许可，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。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558