

鲁西化工 (000830.SZ)

化工品等高盈利产品收入占比持续提升

核心观点:

- **综合性化工生产企业, 传统化肥与化工新材料多元发展**

公司目前形成了煤化工、盐化工、氟硅化工产品链条, 初步完成化工新材料产业园区总体布局, 使“一体化、集约化、园区化”发展优势得到充分发挥。公司主要分三大板块业务, 现有产品年产能 (不包括在建) 主要包括: 化肥 (尿素 90 万吨, 复合肥 180 万吨)、化工产品 (烧碱 20 万吨、甲烷氯化物 24 万吨、甲酸及甲酸衍生物 30 万吨、己内酰胺 10 万吨、多元醇 40 万吨、双氧水等)、化工新材料 (聚碳酸酯 6.5 万吨等)。

- **高盈利化工产品占比持续提升, 业绩增长路径清晰**

随着公司化工产品新材料项目的不断投产, 低毛利的化肥业务 (2016 年综合毛利率 10.9%) 占比不断下降, 由 2015 年占比 46% 下降至 2016 年 32%; 毛利率较高的化工业务 (2016 年综合毛利率 17.8%) 占比提升至 2016 年 66%。公司 2016 年报显示, 预计化工产品产量将由 2016 年 432 万吨提升至 2017 年 720 万吨, 化肥业务占比将进一步下降。化工产品的投产将保障公司业绩的稳定增长。

- **36 亿元投建聚碳酸酯 (PC), 进入化工新材料蓝海市场**

PC 广泛应用于汽车制造、电子电气等领域, 是重要的化工新材料。根据中国塑协统计, 我国是 PC 需求增长最快的国家, 2015 年国内 PC 表观消费量约 165.5 万吨, 但自给率仅为 27%, 存在较大的国产替代空间。

根据公司 2016 年年报显示, 现已完成总投资 36 亿元的 20 万吨/年聚碳酸酯项目的一期工程 6.5 万吨的建设, 二期工程正在有序投建。公司一期项目产品品质优质, 二期建成后将大幅提升化工新材料的营收占比, 迎来化工新材料业务的长足发展。

- **预计 17-19 年净利润 7.77、9.47 和 10.46 亿元, 对应 17-19 年动态 PE 估值分别为 11、9、8 倍, 基于公司良好成长性, 维持“买入”评级。**

- **风险提示: 1、化工产品价格大幅波动; 2、新产品投产低于预期。**

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	12,870.90	10,948.56	17,550.32	19,885.32	20,481.32
增长率 (%)	-1.22%	-14.94%	60.30%	13.30%	3.00%
EBITDA (百万元)	2,077.58	2,015.47	2,878.92	3,211.27	3,448.06
净利润 (百万元)	289.31	252.60	776.64	947.08	1,046.20
增长率 (%)	-19.87%	-12.69%	207.46%	21.95%	10.47%
EPS (元/股)	0.198	0.172	0.530	0.647	0.714
市盈率 (P/E)	35.09	32.42	11.37	9.33	8.44
市净率 (P/B)	1.75	1.38	1.33	1.16	1.02
EV/EBITDA	8.29	8.81	6.24	5.12	4.42

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

6.70 元

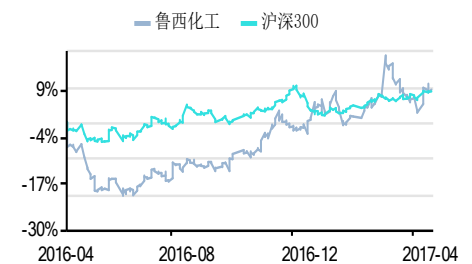
前次评级

买入

报告日期

2017-06-25

相对市场表现



分析师: 王剑雨 S0260511080001

020-87574012

wangjianyu@gf.com.cn

分析师: 郭敏 S0260514070001

021-60750613

gzguomin@gf.com.cn

分析师: 周航 S0260516080006

020-87575171

zhouhang@gf.com.cn

相关研究:

鲁西化工 (000830.SZ) 产品 2017-4-18

价格回暖叠加 PC 放量, 一季度业绩高增长

鲁西化工 (000830.SZ) 综合 2016-12-25

性化工生产企业, 有望受益尿素行业回暖

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3411	3655	4668	6822	7375
货币资金	973	945	1231	1529	1531
应收及预付	282	449	660	723	772
存货	1485	1547	2254	2547	2647
其他流动资产	672	713	1624	2124	2224
非流动资产	18955	21409	20767	20581	20419
长期股权投资	186	201	201	201	201
固定资产	15493	15609	14990	14401	13739
在建工程	1791	3727	4337	4637	5037
无形资产	959	1118	1211	1312	1411
其他长期资产	526	754	128	230	231
资产总计	20368	22569	22939	24907	27298
流动负债	11263	12095	12714	13734	15079
短期借款	4637	6794	6739	7003	8192
应付及预收	3384	3520	5164	5899	6043
其他流动负债	3242	1780	811	832	843
非流动负债	3140	4328	3361	3362	3363
长期借款	894	1435	1435	1435	1435
应付债券	1900	1900	1900	1900	1900
其他非流动负债	346	993	26	27	28
负债合计	14404	16423	16075	17096	18441
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积	2184	2184	2184	2184	2184
留存收益	2166	2296	3014	3961	5008
归属母公司股东权	5814	5945	6663	7610	8656
少数股东权益	150	200	200	200	200
负债和股东权益	20368	22569	22939	24907	27298

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1743	1083	2704	3410	3192
净利润	289	253	777	947	1046
折旧摊销	1212	1302	1341	1425	1495
营运资金变动	-286	-937	-26	440	-3
其它	527	465	613	598	654
投资活动现金流	-2986	-2508	-688	-1169	-1263
资本支出	-2985	-2486	-690	-1169	-1263
投资变动	-20	-22	2	1	0
其他	19	0	0	0	0
筹资活动现金流	1441	1718	-1231	-444	474
银行借款	11052	10887	-55	265	1189
债券融资	-10709	-8377	-548	19	8
股权融资	150	50	0	0	0
其他	948	-841	-627	-727	-723
现金净增加额	199	293	785	1798	2403
期初现金余额	544	973	945	1731	3529
期末现金余额	743	1266	1731	3529	5931

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-1.2	-14.9	60.3	13.3	3.0
营业利润增长	-29.5	-19.7	269.3	22.6	11.4
归属母公司净利润增长	-19.9	-12.7	207.5	21.9	10.5
获利能力(%)					
毛利率	14.8	15.7	16.4	16.4	16.4
净利率	2.2	2.3	4.4	4.8	5.1
ROE	5.0	4.2	11.7	12.4	12.1
ROIC	4.9	3.7	7.5	9.2	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	70.7	72.8	70.1	68.6	67.6
净负债比率	1.2	1.6	1.3	1.0	0.7
流动比率	0.30	0.30	0.37	0.50	0.62
速动比率	0.16	0.15	0.16	0.28	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.46	0.70	0.75	0.72
应收账款周转率	240.13	193.91	207.20	202.57	204.09
存货周转率	7.36	6.09	6.59	6.52	6.47
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.17	0.53	0.65	0.71
每股经营现金流	1.19	0.74	1.85	2.33	2.18
每股净资产	3.97	4.06	4.55	5.20	5.91
估值比率					
P/E	35.1	32.4	11.4	9.3	8.4
P/B	1.7	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.3	8.8	6.2	5.1	4.4

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12871	10949	17550	19885	20481
营业成本	10966	9232	14679	16621	17126
营业税金及附加	34	62	70	86	91
销售费用	594	475	702	776	758
管理费用	412	466	562	616	553
财务费用	552	456	606	644	680
资产减值损失	6	0	2	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	-5	2	1	0
营业利润	314	252	932	1143	1273
营业外收入	82	66	71	69	70
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	394	317	1002	1211	1341
所得税	105	65	225	264	295
净利润	289	253	777	947	1046
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	289	253	777	947	1046
EBITDA	2078	2015	2879	3211	3448
EPS(元)	0.20	0.17	0.53	0.65	0.71

广发基础化工行业研究小组

- 王剑雨：首席分析师，中国人民大学经济学博士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭敏：资深分析师，同济大学材料学硕士，4 年基础化工和新材料行业研究经验，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 周航：高级分析师，华南理工大学管理学硕士，工学学士，2014 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。