

## 多项产品价格差回升, 未来看产能扩张和一体化

### 投资要点

- **公司是综合性化工企业, 规模优势明显。**公司目前具有煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料等多条较为完整的循环产业链。目前公司拥有尿素产能90万吨/年、复合肥产能170万吨/年、烧碱产能40万吨/年、甲烷氯化物产能22万吨/年、甲酸钠产能20万吨/年、甲酸产能20万吨/年、己内酰胺产能10万吨/年、聚碳酸酯产能6.5万吨/年、尼龙6产能7万吨/年, 规模优势明显。
- **退城入园, 提升环保能力, 增强竞争力。**2015年公司公告全资子公司鲁西化工第一、二、四化肥有限公司等3家公司实施退城进园一体化项目, 将建设60万吨/年合成氨、100万吨/年尿素、30万吨/年甲醇、100万吨/年硝基复合肥及附属装置以及整体项目配套的水、热、汽公用工程, 项目总投资60亿元。由于停产搬迁影响, 目前公司尿素和复合肥产能分别为90万吨/年和170万吨/年, 较2015年末产能减少90万吨/年和40万吨/年。公司退城进园项目预计在2018年上半年完成试车, 未来公司的综合能耗将进一步降低, 竞争力增强。
- **多项产品价格差回升, 盈利能力增强。**公司的正丁醇、辛醇、甲酸、聚碳酸酯、烧碱均在今年出现了价差回升的情况, 盈利能力得到加强。其中, 辛醇目前的价差为4年以来的新高。公司在一季报中预计, 今年上半年归母净利润4.5亿-5.5亿, 同比增长251.37%-329.45%, 我们认为由于公司的烧碱、聚碳酸酯因产能投放而增加销量, 同时几种化工品的价差水平也大幅提升, 今年上半年公司业绩增长主要来自于价差回升, 其次来自于销量增加。
- **未来还看公司产能扩张和一体化。**公司在新材料产业园基础上, 持续开展化工产品产能新建和扩张。2016年新投产的项目包括6.5万吨/年聚碳酸酯和7万吨/年尼龙6项目, 扩产项目包括20万吨/年烧碱项目等。2016年公司烧碱产能从20万吨/年扩产至40万吨/年, 今年其价差扩大, 对公司业绩形成直接贡献。未来公司将投放的新产能为己内酰胺10万吨/年、聚碳酸酯13.5万吨/年、甲酸20万吨/年、尿素和化肥各100万吨/年。公司的一体化优势将会持续发挥作用, 比如合成氨甲醇的联产, 就降低了公司的甲醇外购量。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为0.71元、0.88元、1.14元, 由于新产能投放和产品价差扩大, 未来三年公司归母净利润将有88%的复合增长率, 给予2018年10倍估值, 对应目标价8.80元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 财务杠杆偏高、资本开支短期较大、产品价格波动较大、退城进园项目及在建项目推进及达产或不及预期。

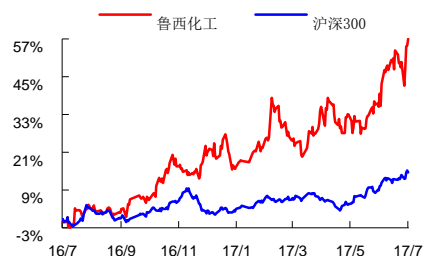
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10948.56	18009.86	22948.60	24567.74
增长率	-14.94%	64.50%	27.42%	7.06%
归属母公司净利润(百万元)	252.60	1045.09	1287.49	1668.99
增长率	-12.69%	313.74%	23.19%	29.63%
每股收益EPS(元)	0.17	0.71	0.88	1.14
净资产收益率ROE	2.92%	14.64%	15.67%	17.33%
PE	43	10	8	6
PB	1.28	1.55	1.34	1.14

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn  
联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

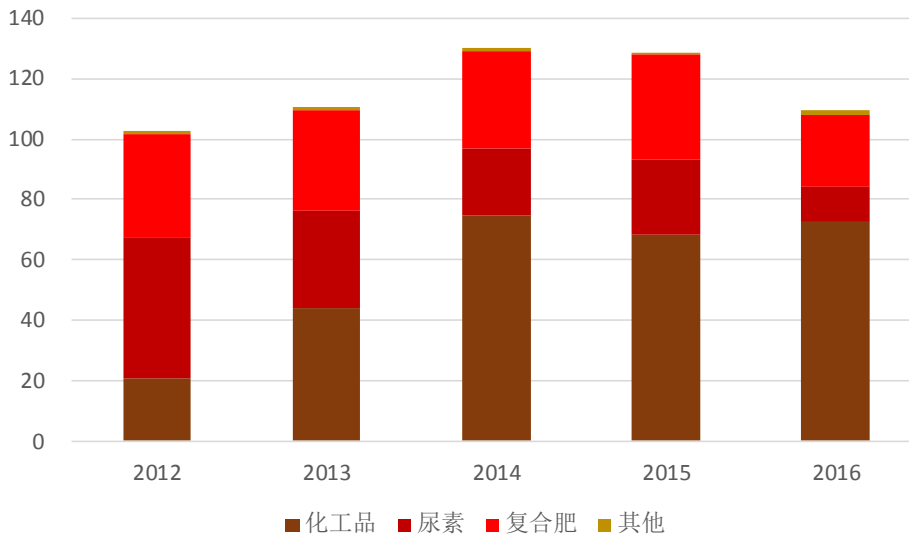
总股本(亿股)	14.65
流通A股(亿股)	14.64
52周内股价区间(元)	4.57-7.36
总市值(亿元)	107.81
总资产(亿元)	252.44
每股净资产(元)	5.93

### 相关研究

## 1 公司是综合性化工企业，产能持续扩张，走一体化道路

公司目前具有煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料等多条较为完整的循环产业链。目前公司拥有尿素产能 90 万吨/年、复合肥产能 170 万吨/年、烧碱产能 40 万吨/年、甲烷氯化物产能 22 万吨/年、甲酸钠产能 20 万吨/年、甲酸产能 20 万吨/年、己内酰胺产能 10 万吨/年、聚碳酸酯产能 6.5 万吨/年、尼龙 6 产能 7 万吨/年，规模优势明显。

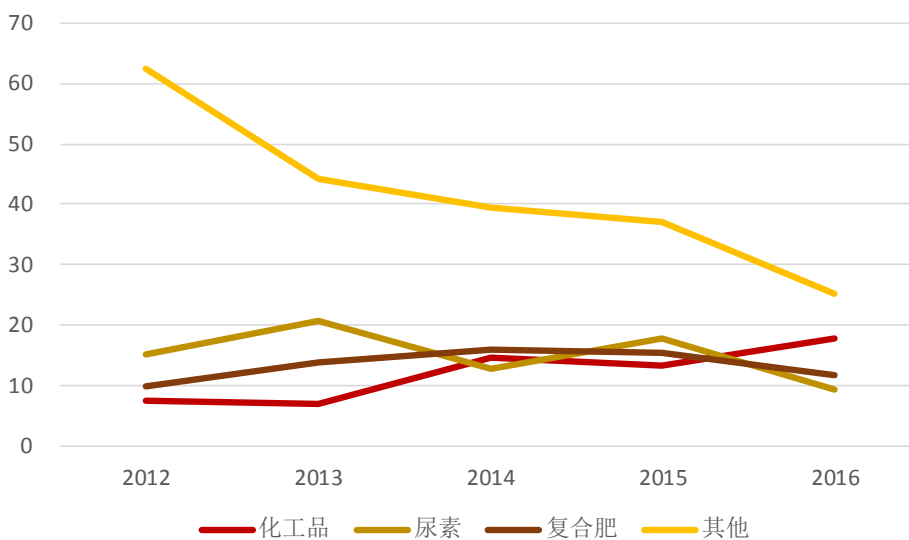
图 1：公司的收入构成（单位：亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务收入水平受到宏观影响较大，2013 年公司由于并购而带来收入水平大幅提升。之后，公司下游行业持续数年低迷，因此公司 2016 年之前的收入水平徘徊不前。

图 2：公司各业务毛利率变动情况（单位：%）



数据来源：Wind，西南证券整理

2015 年公司公告全资子公司鲁西化工第一、二、四化肥有限公司等 3 家公司实施退城进园一体化项目，将建设 60 万吨/年合成氨、100 万吨/年尿素、30 万吨/年甲醇、100 万吨/年硝基复合肥及附属装置以及整体项目配套的水、热、汽公用工程，项目总投资 60.017 亿元。由于停产搬迁影响，目前公司尿素和复合肥产能分别为 90 万吨/年和 170 万吨/年，较 2015 年末产能减少 90 万吨/年和 40 万吨/年。公司退城进园项目预计在 2018 年上半年完成试车，未来公司的综合能耗将进一步降低，竞争力增强。

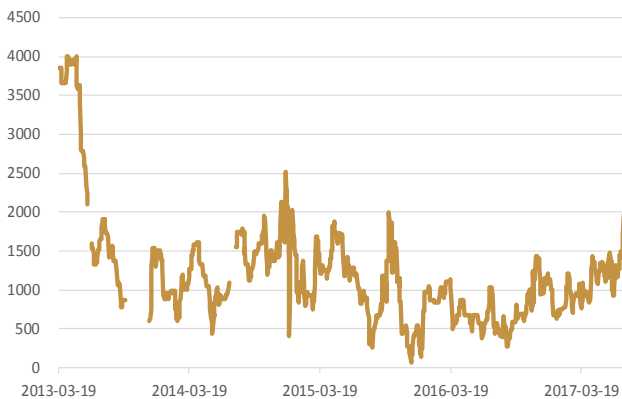
未来还看公司产能扩张和一体化。公司在新材料产业园基础上，持续开展化工产品产能新建和扩张。2016 年新投产的项目包括 6.5 万吨/年聚碳酸酯和 7 万吨/年尼龙 6 项目，扩产项目包括 20 万吨/年烧碱项目等。2016 年公司烧碱产能从 20 万吨/年扩产至 40 万吨/年，今年其价差扩大，对公司业绩形成直接贡献。未来公司将会投放的新产能为己内酰胺 10 万吨/年、聚碳酸酯 13.5 万吨/年、甲酸 20 万吨/年、尿素和化肥各 100 万吨/年。公司的一体化优势将会持续发挥作用，比如合成氨甲醇的联产，就降低了公司的甲醇外购量。

## 2 多项产品价差回升，盈利能力增强

公司的正丁醇、辛醇、聚碳酸酯、烧碱均在今年出现了价差回升的情况，盈利能力得到加强。其中，辛醇目前的价差为 4 年以来的新高。另外，己内酰胺的价差在二季度触底回升。

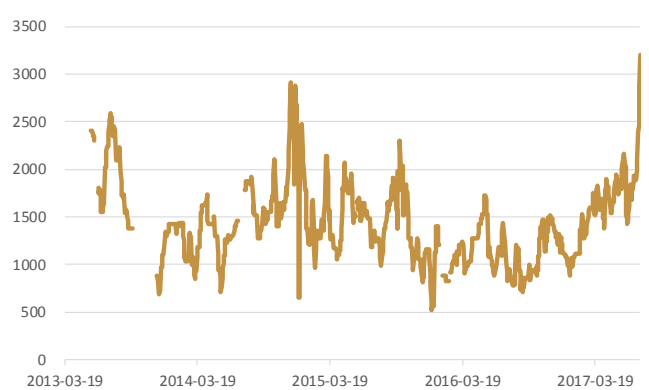
公司在一季报中预计，今年上半年归母净利润 4.5 亿-5.5 亿，同比增长 251.37%-329.45%，我们认为由于公司的烧碱、聚碳酸酯因产能投放而增加销量，同时几种化工品的价差水平也大幅提升，今年上半年公司业绩增长主要来自于价差回升，其次来自于销量增加。

**图 3：正丁醇价差近期大幅回升（单位：元/吨）**



数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：辛醇价差创新高（单位：元/吨）**



数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5: 聚碳酸酯今年价差创新高 (单位: 元/吨)**

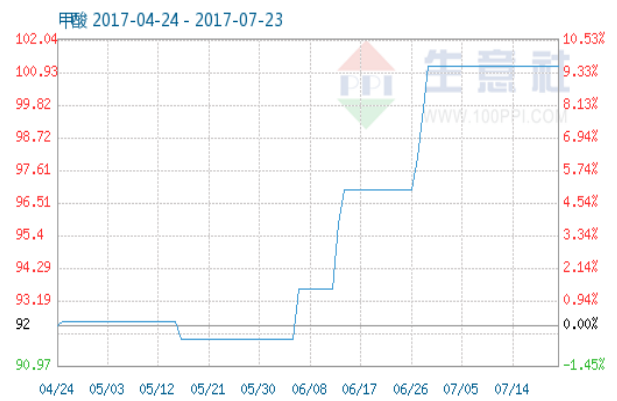

数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 6: 烧碱价差今年以来较好 (单位: 元/吨)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 7: 己内酰胺价差触底回升 (单位: 元/吨)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 8: 甲酸产品指数近期不断攀升**


数据来源: 生意社, 西南证券整理

### 3 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 目前公司尿素和复合肥产能分别为 90 万吨/年和 170 万吨/年, 较 2015 年末产能减少 90 万吨/年和 40 万吨/年。公司退城进园项目预计在 2018 年上半年完成试车, 产能分别增加 100 万吨/年。预计尿素 2017-2019 年销量为 67.5 万吨、110 万吨、150 万吨, 复合肥 2017-2019 年销量为 127.5 万吨、200 万吨、220 万吨。2017-2019 年, 预计尿素平均售价为 1650 元/吨, 复合肥平均售价 2280 元/吨。

假设 2: 甲酸 2 期 20 万吨 2018 年 1 月投产, 聚碳酸酯和己内酰胺新产能 2017 年第四季度投产。烧碱今年实际产能 40 万吨, 满产满销。预计烧碱 2017-2019 年平均售价为 2500 元/吨, 正丁醇平均售价为 6500 元/吨, 辛醇平均售价为 8000 元/吨, 聚碳酸酯平均售价 23000 元/吨。

假设 3: 预计化工品 2017-2019 年毛利率分别为 22%、22%、24%。预计复合肥、尿素 2017-2019 年毛利率分别为 9%、7%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	10948.6	18009.9	22948.6	24567.7
	增速	-14.9%	64.5%	27.4%	7.1%
	成本	9231.7	14360.6	18345.0	19270.8
	毛利率	15.7%	20.3%	20.1%	21.6%
化工品	收入	7237.07	14546.52	17455.82	17979.49
	增速	6.2%	101.0%	20.0%	3.0%
	成本	5945.77	11346.28	13615.54	13664.42
	毛利率	17.8%	22.0%	22.0%	24.0%
复合肥	收入	2382.67	2273.07	3579.62	3937.59
	增速	-30.8%	-4.6%	57.5%	10.0%
	成本	2101.70	2023.03	3150.07	3465.08
	毛利率	11.8%	9.0%	9.0%	9.0%
尿素	收入	1192.37	985.61	1606.16	2190.15
	增速	-52.8%	-17.3%	63.0%	36.4%
	成本	1082.06	837.77	1349.17	1795.93
	毛利率	9.3%	7.0%	7.0%	7.0%
其他	收入	136.45	204.67	307.00	460.50
	增速	49.5%	50.0%	50.0%	50.0%
	成本	102.14	153.50	230.25	345.38
	毛利率	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10948.56	18009.86	22948.60	24567.74	净利润	252.60	1045.09	1287.49	1668.99
营业成本	9231.67	14484.89	18596.97	19629.84	折旧与摊销	1301.82	1531.27	1803.05	1900.84
营业税金及附加	61.95	74.59	112.44	111.06	财务费用	456.12	644.52	719.64	666.74
销售费用	475.49	798.51	1010.54	1084.32	资产减值损失	0.19	5.00	5.00	5.00
管理费用	465.80	703.17	922.78	978.33	经营营运资本变动	-1356.89	920.16	934.65	281.87
财务费用	456.12	644.52	719.64	666.74	其他	428.77	-3.34	-5.25	-5.13
资产减值损失	0.19	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1082.60</b>	<b>4142.70</b>	<b>4744.58</b>	<b>4518.32</b>
投资收益	-4.95	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2471.85	-3000.00	-3000.00	-500.00
公允价值变动损益	-0.03	-0.01	-0.02	-0.02	其他	-36.12	-0.01	-0.02	-0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2507.96</b>	<b>-3000.01</b>	<b>-3000.02</b>	<b>-500.02</b>
<b>营业利润</b>	<b>252.36</b>	<b>1299.16</b>	<b>1581.21</b>	<b>2092.43</b>	短期借款	2157.62	3286.41	-322.03	-2932.15
其他非经营损益	65.00	66.89	68.39	67.33	长期借款	540.68	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>317.37</b>	<b>1366.05</b>	<b>1649.60</b>	<b>2159.76</b>	股权融资	0.07	0.00	0.00	0.00
所得税	64.77	320.96	362.11	490.77	支付股利	0.00	-50.52	-209.02	-257.50
净利润	252.60	1045.09	1287.49	1668.99	其他	-984.13	-3523.03	-719.64	-666.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1714.24</b>	<b>-287.14</b>	<b>-1250.69</b>	<b>-3856.39</b>
归属母公司股东净利润	252.60	1045.09	1287.49	1668.99	<b>现金流量净额</b>	<b>292.81</b>	<b>855.55</b>	<b>493.87</b>	<b>161.91</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	945.44	1800.99	2294.86	2456.77	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	449.48	609.33	830.35	860.59	销售收入增长率	-14.94%	64.50%	27.42%	7.06%
存货	1547.43	2426.68	3116.49	3289.84	营业利润增长率	-19.73%	414.80%	21.71%	32.33%
其他流动资产	712.79	1172.51	1494.04	1599.46	净利润增长率	-12.69%	313.74%	23.19%	29.63%
长期股权投资	201.47	201.47	201.47	201.47	EBITDA 增长率	-3.30%	72.86%	18.10%	13.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	19036.85	20532.49	21756.35	20382.42	毛利率	15.68%	19.57%	18.96%	20.10%
无形资产和开发支出	1118.38	1091.47	1064.56	1037.65	三费率	12.76%	11.92%	11.56%	11.11%
其他非流动资产	1052.70	1052.70	1052.70	1052.70	净利率	2.31%	5.80%	5.61%	6.79%
<b>资产总计</b>	<b>25064.53</b>	<b>28887.64</b>	<b>31810.83</b>	<b>30880.89</b>	ROE	2.92%	14.64%	15.67%	17.33%
短期借款	6794.30	10080.71	9758.68	6826.53	ROA	1.01%	3.62%	4.05%	5.40%
应付和预收款项	2934.62	4226.46	5509.61	5878.40	ROIC	3.41%	7.96%	9.12%	11.05%
长期借款	1435.00	1435.00	1435.00	1435.00	EBITDA/销售收入	18.36%	19.29%	17.88%	18.97%
其他负债	5259.18	6005.47	6889.06	7111.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16423.09</b>	<b>21747.64</b>	<b>23592.35</b>	<b>21250.93</b>	总资产周转率	0.46	0.67	0.76	0.78
股本	1464.86	1464.86	1464.86	1464.86	固定资产周转率	0.72	1.00	1.09	1.17
资本公积	2184.05	2184.05	2184.05	2184.05	应收账款周转率	193.91	301.74	260.77	241.34
留存收益	2296.25	3290.83	4369.30	5780.79	存货周转率	6.08	7.28	6.70	6.12
归属母公司股东权益	8441.18	6939.74	8018.21	9429.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.44%	—	—	—
少数股东权益	200.26	200.26	200.26	200.26	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8641.44</b>	<b>7140.00</b>	<b>8218.47</b>	<b>9629.96</b>	资产负债率	65.52%	75.28%	74.16%	68.82%
负债和股东权益合计	25064.53	28887.64	31810.83	30880.89	带息债务/总负债	61.68%	61.69%	55.50%	47.82%
					流动比率	0.30	0.34	0.40	0.48
					速动比率	0.17	0.21	0.24	0.29
					股利支付率	0.00%	4.83%	16.23%	15.43%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2010.30	3474.95	4103.90	4660.01	每股收益	0.17	0.71	0.88	1.14
PE	42.68	10.32	8.37	6.46	每股净资产	5.76	4.74	5.47	6.44
PB	1.28	1.55	1.34	1.14	每股经营现金	0.74	2.83	3.24	3.08
PS	0.98	0.60	0.47	0.44	每股股利	0.00	0.03	0.14	0.18
EV/EBITDA	9.60	6.14	5.00	3.74					
股息率	0.00%	0.47%	1.94%	2.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn