

强烈推荐-A (维持)

鲁西化工 000830.SZ

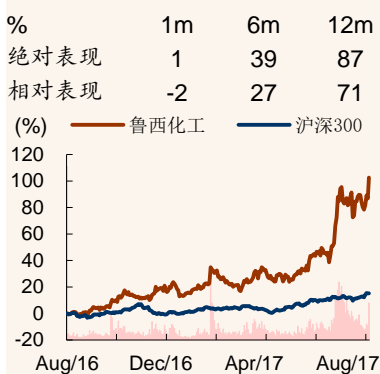
当前股价: 9.74 元
2017年08月30日

涨价点评: 多线产品涨价有望持续, 看好公司成长空间!

基础数据

上证综指	3364
总股本 (万股)	146486
已上市流通股 (万股)	146398
总市值 (亿元)	143
流通市值 (亿元)	143
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	7.5
资产负债率	64.7%
主要股东	鲁西集团有限公司
主要股东持股比例	33.6%

股价表现



相关报告

- 1、《鲁西化工 (000830) —17H1 净利 5.5 亿同比增 330%，全年高速增长确定!》2017-08-15
- 2、《鲁西化工 (000830) —退城进园初现成本优势，产品涨价打开盈利空间》2017-07-24

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

姚鑫

yaixin@cmschina.com.cn
S1090516050001

研究助理

于庭洋
yutingze@cmschina.com.cn

事件:

近一个月内, 鲁西化工的多种产品如 PC、DMF、正丁醇价格涨幅分别达 20%、43%、3%, 公司股价涨幅高达 36%, 我们首次覆盖报告于 7 月 23 日发布。下面我们对此做出详细分析。

评论:

1、受环保督查和装置检修影响, DMF 从 7 月底点 4525 元/吨一路涨价至 6500 元/吨, 涨幅 43%。

1) 环保督察高压持续, 加速落后产能淘汰, 行业集中度进一步提高。从地区来看, DMF 产能主要集中于山东、浙江、河南、江苏和陕西五地, 这些地区同属环保高压区, 经过多轮的环保督查, 落后的中小产能受到严重打压, DMF 供给端收缩明显, 行业集中度进一步提升。中央第四轮环保督查活动已经展开, 中央环保督查组已于 2017 年 8 月 7 号陆续进驻各省, 其中包括 DMF 产能较为集中的山东、浙江、河南三省。持续的环保压力将优化产业结构。2) 行业进入装置检修旺季, 企业降负荷生产。DMF 生产企业生产负荷普遍维持在 5-7 成, 加之远兴江山、以及安阳九天共计 23 万吨产能装置停车, 整个行业开工不足, 开工率平均值仅 61%, 行业供给端明显收缩。3) 公司目前拥有 DMF 产能 10 万吨, DMF 每涨价 1000 元/吨, 公司 eps 增厚 0.04 元。

2、PC 价格大概率持续走高, 未来市场空间广阔。

1) PC 价格从低点 19000 元/吨涨 42%至 27000 元/吨, 预计下半年 PC 价格持续上涨, 至 2017 年底价格有望超过 3 万元/吨。下游需求强劲, 全行业开工率因检修而降低。8 月至 12 月是 PC 生产装置检修集中期, 全行业整体负荷率不会很高, 海外装置未来半年内也将陆续进入检修期。国内很多年底宣布要投产的产能由于环保督察的缘故都要延后试车投产, 短期内供给不会大幅增长。2) 目前我国 PC 自给率仅 34.5%, 未来三年市场规模达 181 亿元。高功化、专用化是未来发展趋势, 高端产品依然紧缺。公司 PC 产能年底将达 20 万吨, 将成为国内 PC 主要生产商, 抢占进口替代先机。3) 公司目前拥有 PC 产能 6.5 万吨, PC 每涨价 1000 元/吨, 公司 eps 增厚 0.03 元。

3、丁辛醇价格下半年有望持续走高, 公司对辛醇的业绩弹性极大、受益明显

1) 截至 2017 年 8 月 30 日, 华东地区辛醇含税价格高达 9050 元/吨, 环比提升 33%, 从 7 月底开始一直上涨, 涨价有望持续至 17 年底, 自 2010 年来历史均价超 1 万元/吨。2) 辛醇产能 65%均集中于第四批中央环保督察的省份, 督察于 7 月底 8 月初陆续进行, 期间较多中小企业停产, 同时 8 月为装置检修旺季, 整体供应偏紧。3) 公司拥有辛醇产能 17 万吨, 正丁醇产能 20 万吨, 丁辛醇每涨价 1000 元/吨, 公司 eps 增厚 0.16 元, 业绩弹性极大。

4、在建产能丰富，产能即将释放，保障未来三年业绩高速增长。

公司甲酸产能 20 万吨/年，居全国第一；聚碳酸酯产能 6.5 万吨/年，居全国第五；烧碱、己内酰胺产能分别为 40 万吨/年、10 万吨/年。公司主要产品在建产能有 13 万吨 PC、10 万吨己内酰胺、13 万吨尼龙-6，各项产能将在 17 年底、18 年初逐步投产，保障未来三年业绩高速增长。

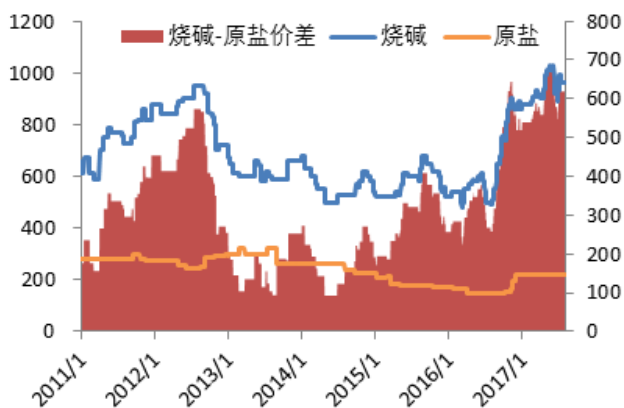
5、投资建议

维持“强烈推荐-A”投资评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71/0.98/1.03 元，目前股价对应 PE 为 14/10/9 倍。

6、风险提示。

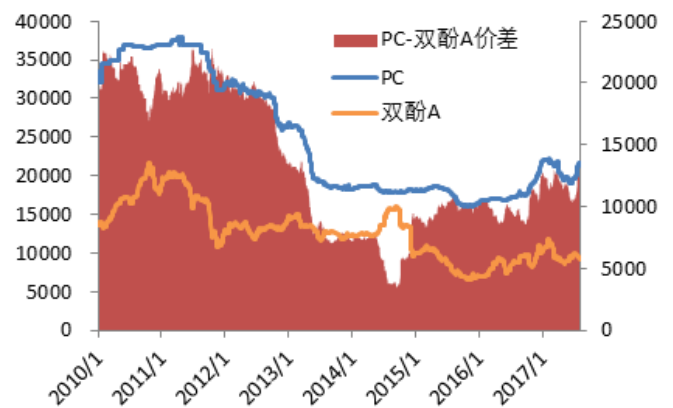
在建项目进度低于预期、化工品价格大幅波动。

图 1：烧碱价格及价差走势（元/吨）



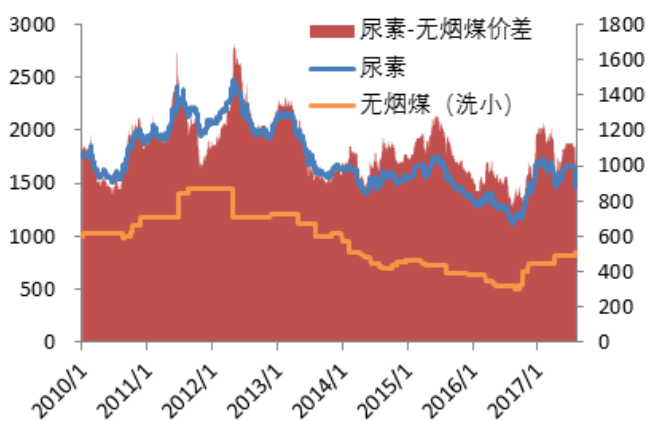
资料来源：百川资讯、招商证券

图 2：PC 价格及价差走势（元/吨）



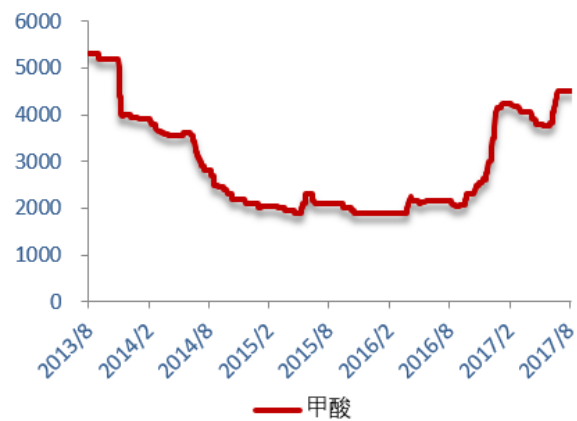
资料来源：百川资讯、招商证券

图 3：尿素价格及价差走势（元/吨）



资料来源：百川资讯、招商证券

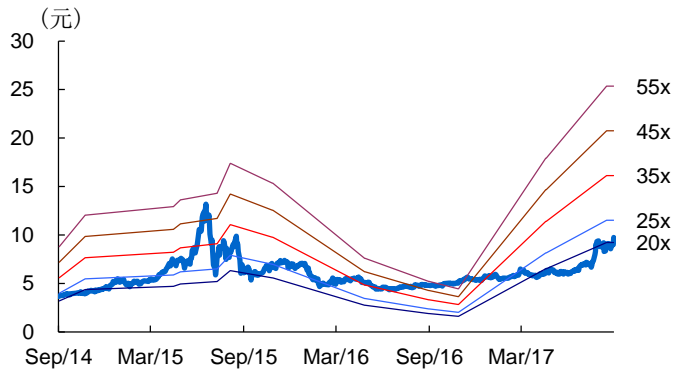
图 4：甲酸价格走势图（元/吨）



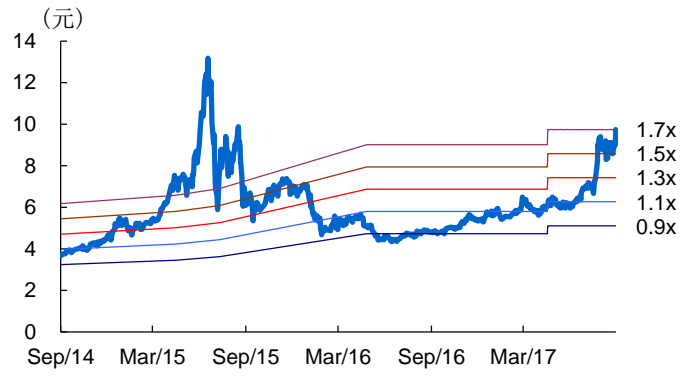
资料来源：百川资讯、招商证券

图 1：鲁西化工历史 PE Band

图 2：鲁西化工历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3411	3655	4713	5931	7140
现金	973	945	1138	1429	1972
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	39	52	71	89	102
应收款项	70	43	40	50	58
其它应收款	17	12	16	21	24
存货	1485	1547	2028	2547	2931
其他	828	1055	1420	1794	2053
非流动资产	18955	21409	23580	25793	27055
长期股权投资	186	201	201	201	201
固定资产	14919	15310	17446	19341	19916
无形资产	959	1118	1007	906	815
其他	2892	4780	4926	5345	6123
资产总计	22367	25065	28293	31724	34195
流动负债	11263	12095	14277	16277	17234
短期借款	4637	6794	8030	8618	8528
应付账款	1560	1776	2339	2938	3382
预收账款	370	440	579	728	837
其他	4697	3085	3328	3994	4486
长期负债	3140	4328	4328	4328	4328
长期借款	894	1435	1435	1435	1435
其他	2246	2893	2893	2893	2893
负债合计	14404	16423	18605	20605	21562
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积金	2184	2184	2184	2184	2184
留存收益	2166	2296	3343	4774	6288
少数股东权益	150	200	200	200	200
归属于母公司所有者权益	7813	8441	9487	10919	12433
负债及权益合计	22367	25065	28293	31724	34195

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1743	1083	3428	4082	4286
净利润	289	253	1046	1431	1514
折旧摊销	1212	1302	1402	1571	1721
财务费用	530	471	528	611	692
投资收益	(7)	5	(15)	(19)	(22)
营运资金变动	(282)	(940)	463	478	374
其它	1	(7)	3	10	6
投资活动现金流	(2986)	(2508)	(3575)	(3786)	(2984)
资本支出	(2987)	(2490)	(3575)	(3786)	(2984)
其他投资	1	(18)	0	0	0
筹资活动现金流	1441	1714	341	(5)	(760)
借款变动	1937	1528	853	587	(89)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(496)	186	(513)	(592)	(670)
现金净增加额	199	289	193	291	543

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12871	10949	14879	18849	21516
营业成本	10966	9232	12160	15274	17580
营业税金及附加	34	62	74	94	108
营业费用	594	475	446	603	689
管理费用	412	466	446	565	645
财务费用	552	456	528	611	692
资产减值损失	6	0	4	6	6
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	7	(5)	15	19	22
营业利润	314	252	1234	1715	1818
营业外收入	82	66	71	71	71
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	394	317	1304	1785	1888
所得税	105	65	258	353	373
净利润	289	253	1046	1431	1514
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	289	253	1046	1431	1514
EPS (元)	0.20	0.17	0.71	0.98	1.03

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-1%	-15%	36%	27%	14%
营业利润	-29%	-20%	389%	39%	6%
净利润	-20%	-13%	314%	37%	6%
获利能力					
毛利率	14.8%	15.7%	18.3%	19.0%	18.3%
净利率	2.2%	2.3%	7.0%	7.6%	7.0%
ROE	3.7%	3.0%	11.0%	13.1%	12.2%
ROIC	4.5%	3.3%	7.4%	8.8%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	64.4%	65.5%	65.8%	65.0%	63.1%
净负债比率	27.5%	34.4%	33.5%	31.7%	29.1%
流动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	7.4	6.1	6.8	6.7	6.4
应收帐款周转率	240.1	193.9	359.9	417.7	398.4
应付帐款周转率	6.5	5.5	5.9	5.8	5.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.20	0.17	0.71	0.98	1.03
每股经营现金	1.19	0.74	2.34	2.79	2.93
每股净资产	5.33	5.76	6.48	7.45	8.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	49.3	56.5	13.6	10.0	9.4
PB	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	17.0	17.6	11.0	8.9	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。