

强烈推荐-A (维持)

鲁西化工 000830.SZ

当前股价: 9.93 元

2017年09月25日

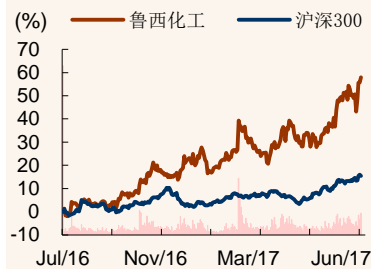
三季度盈利大超预期, 看好公司产品四季度价格走势, 强烈推荐!

基础数据

上证综指	3342
总股本 (万股)	146486
已上市流通股 (万股)	146398
总市值 (亿元)	145
流通市值 (亿元)	145
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	67	102
相对表现	5	56	85



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《鲁西化工 (000830) — 涨价点评: 多线产品涨价有望持续, 看好公司成长空间!》2017-08-31
- 2、《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
- 3、《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 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn

S1090516110001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn

S1090516050001

联系人

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

2017年9月25日, 公司发布业绩上调公告, 修正前前三季度归属净利润 7.5~8.5 亿元同比增 318%~374%, 修正后前三季度归属净利润 9.5~10.5 亿元同比增 429%~485%, 单三季度净利润 4~5 亿元同比增 676%~870%。

评论:

1、三季度利润环比增量预计主要源自辛醇、己内酰胺、甲酸、PC 产品

1) 多线产品涨价幅度明显。分产品来看, 甲酸、辛醇、己内酰胺、PC、烧碱等 2017Q3 均价环比分别提升 22%、20%、17%、3%、2%至 5400、8800、15150、27500、1110 元/吨。2) Q3 单季度利润预计达 4-5 亿元, 环比 Q2 增加 29%~61%, 增加金额达 0.9~1.9 亿元。据测算, 增量利润中贡献最大的产品分别为辛醇、甲酸、己内酰胺、PC, 分别贡献 0.6、0.3、0.2、0.1 亿元, 占增量利润的 47%、22%、16%、11%。测算方法如下: 单类产品利润增量=(Q3 产品均价-Q2 产品均价)/1.17* 单季度销量, 假设产品三季度销量等同于一季度销量 (详见表 1)。

2、受装置检修、环保督查和十九大影响, 公司主要产品四季度有望继续上涨、高位运行

1) 辛醇: 截至 2017 年 9 月 25 日, 辛醇含税价格高达 8800 元/吨, 三季度同比提升 35%, 环比大幅提升 20%, 从 7 月底开始一直上涨, 涨价有望持续至 17 年底。辛醇产能 65%均集中于第四批中央环保督察的省份, 2+26 大气污染防治治理工作不会松动, 环保严格督查将持续进行, 整体供应偏紧。2) 烧碱: 随着十九大、冬天雾霾的影响, 环保严格督查将持续进行, 环保部计划于 2017 年 9 月 15 日至 2018 年 1 月 4 日, 开展 8 轮次的巡查。环保督察、安全检查及液氯出货问题导致生产商供应减量, 行业新增产能极少, 其次能主动消化液氯产能的企业不多, 行业平均开工率不高, 预计四季度烧碱价格仍将高位运行。3) PC: 预计四季度 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, 海外装置也已陆续进入检修期。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。

3、国内 PC 有效产能释放缓慢，高端产品依然紧缺，2020 年市场规模将达 181 亿元

1) 预计到 2020 年中国 PC 产能 160 万吨，占全球总产能 30%，有望领跑全球。目前我国 PC 自给率仅 34.5%，未来三年市场规模达 181 亿元。2) 高功化、专用化是未来发展趋势，高端产品依然紧缺，高端产品是指应用于汽车、家电、电子产品等领域的合金改性、塑料改性等附加值较高的产品。3) 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。公司采用主流光气法制备 PC，产品透光率、纯度更高；其次，在较短时间内可制得比传统产品相对分子量高十倍的聚碳酸酯产品，应用领域更加广泛。

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 20 万吨甲酸、13.5 万吨 PC、10 万吨己内酰胺、13 万吨尼龙-6，各项产能将自 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 0.96/1.29/1.28 元，目前股价对应 PE 为 10/8/8 倍，安全边际极强。

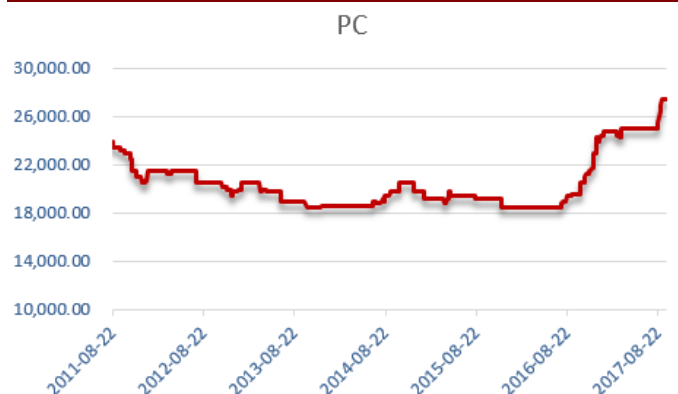
风险提示：在建项目进度低于预期（主要包括甲酸、PC、己内酰胺等产品）、化工品价格大幅波动、资产负债率过高导致流动性降低、安全环保压力趋严。

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）



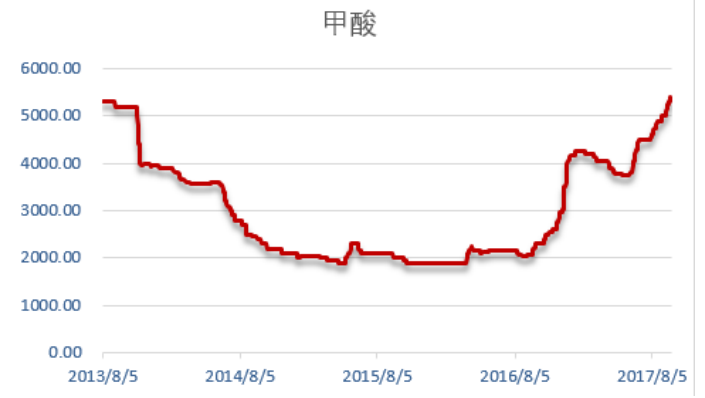
资料来源：百川资讯、招商证券

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 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、招商证券

图 1 图 4: 己内酰胺价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、招商证券

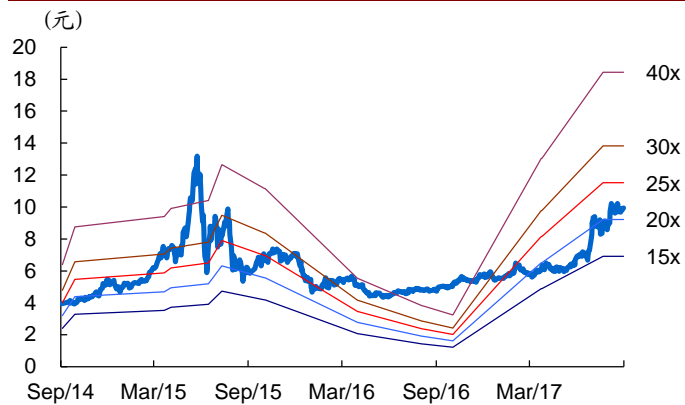
表 1: 公司各产品产能与产销情况

产品品种	产能 (万吨)	2017Q1 产量	2017Q1 销量
烧碱	40	9.7	9.67
甲烷氯化物	22	8.9	8.93
氯磺酸	10	2.2	2.21
氯化苄	8	1.8	-
三聚氰胺	6	1.2	-
氯化石蜡	5	0.8	-
DMF	10	3.2	-
DMC	3	0.5	-
甲酸钠	10	3.1	2.16
甲酸	20	4.9	3.58
丁醇	20	4.1	4.76
辛醇	17	4.8	4.65
己内酰胺	10	2.8	1.05
尼龙 6	7	1.7	-
聚碳酸酯	6.5	1.6	1.22
尿素	90	52.36	51.12
复合肥	170	-	-
R125	1	-	-
R32	1	-	-

双氧水 36

资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 鲁西化工历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6: 鲁西化工历史 PB Band



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	4631	5918	6687
现金	973	945	1112	1416	1836
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	39	52	71	91	98
应收款项	70	43	40	52	55
其它应收款	17	12	16	21	23
存货	1485	1547	1975	2522	2727
其他	828	1055	1417	1815	1949
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	28211	31711	33743
流动负债	11263	12095	13835	15450	15609
短期借款	4637	6794	7732	7858	7460
应付账款	1560	1776	2278	2910	3146
预收账款	370	440	564	720	779
其他	4697	3085	3261	3962	4224
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	18163	19778	19937
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积金	2184	2184	2184	2184	2184
留存收益	2166	2296	3702	5587	7460
少数股东权益	150	200	200	200	200
归属于母公司所有者权益	7813	8441	9847	11732	13605
负债及权益合计	22367	25065	28211	31711	33743

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1743	1083	3689	4524	4409
净利润	289	253	1406	1885	1873
折旧摊销	1212	1302	1402	1571	1721
财务费用	530	471	518	578	628
投资收益	(7)	5	(15)	(19)	(21)
营运资金变动	(282)	(940)	374	499	204
其它	1	(7)	3	10	3
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	52	(433)	(1005)
借款变动	1937	1528	555	126	(398)
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	(503)	(559)	(608)
现金净增加额	199	289	166	305	420

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12871	10949	15008	19259	20609
营业成本	10966	9232	11843	15126	16353
营业税金及附加	34	62	75	96	103
营业费用	594	475	450	616	659
管理费用	412	466	450	578	618
财务费用	552	456	518	578	628
资产减值损失	6	0	2	2	2
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	7	(5)	15	19	21
营业利润	314	252	1684	2281	2266
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	1754	2351	2336
所得税	105	65	348	466	463
净利润	289	253	1406	1885	1873
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	289	253	1406	1885	1873
EPS (元)	0.20	0.17	0.96	1.29	1.28

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-1%	-15%	37%	28%	7%
营业利润	-29%	-20%	567%	35%	-1%
净利润	-20%	-13%	457%	34%	-1%
获利能力					
毛利率	14.8%	15.7%	21.1%	21.5%	20.7%
净利率	2.2%	2.3%	9.4%	9.8%	9.1%
ROE	3.7%	3.0%	14.3%	16.1%	13.8%
ROIC	4.5%	3.3%	9.2%	10.8%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	64.4%	65.5%	64.4%	62.4%	59.1%
净负债比率	27.5%	34.4%	32.5%	29.3%	26.4%
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	0.3
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	6.7	6.7	6.2
应收帐款周转率	240.1	193.9	361.5	420.1	386.4
应付帐款周转率	6.5	5.5	5.8	5.8	5.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.20	0.17	0.96	1.29	1.28
每股经营现金	1.19	0.74	2.52	3.09	3.01
每股净资产	5.33	5.76	6.72	8.01	9.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	50.3	57.6	10.3	7.7	7.8
PB	1.9	1.7	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	19.5	20.2	11.1	9.0	8.7

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。