

研究所

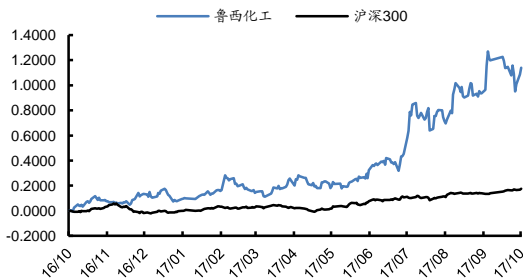
证券分析师：
021-68591581
联系人：
010-88576597

代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
陈博 S0300116010021
chenb05@ghzq.com.cn

园区化发展优势凸显，产品盈利可观，业绩超预期

——鲁西化工（000830）三季度点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|------|------|-------|
| 鲁西化工 | 10.5 | 47.0 | 116.4 |
| 沪深300 | 3.2 | 5.8 | 17.6 |

| 市场数据 | 2017-10-24 |
|------------|--------------|
| 当前价格（元） | 10.82 |
| 52周价格区间（元） | 5.00 - 11.55 |
| 总市值（百万） | 15849.79 |
| 流通市值（百万） | 15840.25 |
| 总股本（万股） | 146486.08 |
| 流通股（万股） | 146397.88 |
| 日均成交额（百万） | 299.46 |
| 近一月换手（%） | 69.74 |

相关报告

《鲁西化工（000830）动态点评：受益园区化和环保趋严，多产品盈利可观，公司上调前三季度业绩预告》——2017-09-26

《鲁西化工（000830）半年报点评：园区化协同发展降本增效，多产品盈利可观，后续高增长仍可期》——2017-08-16

《鲁西化工（000830）深度报告：园区化协同发展，多产品盈利可观，新产能释放或成增长点》——2017-07-26

事件：

公司发布2017年三季度报，前三季度实现营业收入110.65亿元，同比增长43.64%；归母净利润为10.72亿元，同比增长497.16%；基本每股收益0.66元；每股经营活动产生的现金流量净额1.84元。从单季度业绩看，2017年Q3实现营业收入37.77亿元，同比增长45.87%，环比增长5.51%；Q3归母净利润5.21亿元，同比增长912.66%，环比增长67.40%。

公司预计2017年全年实现归母净利润范围15.0~16.2亿元，同比增长区间为494%~541%。

投资要点：

- **公司退城入园协同发展，打造中国化工新材料（聊城）产业园，已形成较为完善的“煤、盐、氟、硅和石化”产业板块。**近年来环保和安监要求企业入园、园区升级，公司积极实施退城入园、调整产品结构、发展循环经济，已经建成7平方公里园区，区内形成了较完整的上下游产品链条，公用工程和环保配套齐全，“一体化、集约化、园区化、智能化”优势明显，有利于降低综合运营成本。
- **公司化工业务占比提升，毛利率不断提高。**公司主要业务板块有化工品和化肥，其中化工品包括烧碱、甲烷氯化物、有机硅、甲酸、多元醇、己内酰胺、聚碳酸酯（PC）和制冷剂。近年来，化工品营收占比和毛利率显著提高，化工营收占比从2012年20.29%提高到2017年上半年的77.89%，毛利率从2012年的7.41%提高到2017年上半年的22.73%。预计下半年公司各类产品毛利率维持中高位。
- **烧碱、甲酸、甲烷氯化物、双氧水、己内酰胺、尼龙6、PC和DMF等化工品供需趋紧，价格大涨，多数产品毛利率维持高位。化肥板块四季度有望持续向好。**公司所产大部分产品受环保、去产能及下游需求稳步增长的影响，供需结构偏紧，产品价格大幅上涨，因此业绩弹性大幅提高。公司主要化工品及产能情况为：烧碱（40万吨/年）、甲酸（20万吨/年）、多元醇（40万吨/年）、甲烷氯化物（22万吨/年）、双氧水（54万吨/年）、己内酰胺（10万吨/年）、尼龙6（7万吨/年）、PC（6.5万吨/年）、有机硅（2.5万吨/年）、DMF（10万吨/年）。2017年初至今公司部分化工品市场均价及其涨幅：烧碱

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

(5200 元/吨, 33.75%)、甲酸(9300 元/吨, 126.83%)、辛醇(8150 元/吨, 11.64%)、丁醇(6950 元/吨, 12.10%)、二氯甲烷(3300 元/吨, 65.00%)、三氯甲烷(2040 元/吨, 24.39%)、双氧水(1350 元/吨, 96.51%)、PC(30000 元/吨, 22.45%)、有机硅(30500 元/吨, 67.58%)、DMF(6500 元/吨, 31.31%)。化肥板块方面, 公司采用新的汽化炉技术, 尿素成本具备竞争力, 随着四季度尿素价格上涨化肥板块盈利有望超预期。

- **公司液氯平衡能力较强, 保证了氯碱及相关装置满负荷运行。**公司氯碱下游产品除了消耗公司自产液氯外, 还需要一定数量的其他企业副产液氯。一方面, 能保证公司氯碱装置的满负荷运行; 另一方面, 其他企业的液氯每吨倒贴给公司千元左右的处理费, 公司还可用这些液氯做原料生产下游产品, 一举两得。
- **未来一年内公司 PC、甲酸、己内酰胺等仍有新增产能投放, 盈利将继续提升。**PC 方面, 2016 年我国 PC 产能 87.9 万吨/年, 产量约 64 万吨, 进口量 132 万吨, 出口量 22 万吨, 表观消费量 174 万吨, 对外依存度达 75.9%, 预计未来两年仍存在较大缺口。公司目前 PC 产能 6.5 万吨/年, 预计 2018 年底二期 PC 建成后, 总产能达 20 万吨/年, 国内市场占有率或达到 15.6%。**甲酸方面,**目前世界甲酸产能合计约 131.7 万吨, 公司现有甲酸产能 20 万吨/年, 采用先进的甲酸甲酯水解工艺, 二期甲酸项目建成后甲酸产能达 40 万吨/年, 将成全球最大甲酸供应公司。**己内酰胺方面,**公司已有“双氧水-己内酰胺-尼龙 6”产业链, 在建 10 万吨/年己内酰胺项目优势明显。
- **盈利预测和投资评级:** 基于对公司主要产品供需向好、价格维持中高位的判断以及公司在建项目的产能释放预期, 我们预计公司 2017/2018/2019 年营业收入分别为 171.93/224.02/261.91 亿元, 归母净利润分别为 16.11/20.12/23.28 亿元, EPS 分别为 1.10/1.37/1.59 元, 维持买入评级。
- **风险提示:** 项目建设不及预期风险, 产品价格大幅下降风险, 生产事故风险。

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 10949 | 17193 | 22402 | 26191 |
| 增长率(%) | -14.9% | 57.0% | 30.3% | 16.9% |
| 净利润(百万元) | 253 | 1611 | 2012 | 2328 |
| 增长率(%) | -13% | 538% | 25% | 16% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.17 | 1.10 | 1.37 | 1.59 |
| ROE(%) | 2.92% | 15.96% | 16.96% | 16.73% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 鲁西化工盈利预测表

| 证券代码: | 000830.sz | | | | 股票价格: | 10.82 | 投资评级: | 买入 | | 日期: | 2017/10/24 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----|------------|
| 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 每股指标与估值 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | |
| ROE | 3% | 16% | 17% | 17% | EPS | 0.17 | 1.10 | 1.37 | 1.59 | | |
| 毛利率 | 16% | 25% | 24% | 23% | BVPS | 5.76 | 6.75 | 7.96 | 9.36 | | |
| 期间费率 | 13% | 13% | 13% | 12% | 估值 | | | | | | |
| 销售净利率 | 2% | 9% | 9% | 9% | P/E | 62.75 | 9.84 | 7.88 | 6.81 | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.88 | 1.60 | 1.36 | 1.16 | | |
| 收入增长率 | -15% | 57% | 30% | 17% | P/S | 1.45 | 0.92 | 0.71 | 0.61 | | |
| 利润增长率 | -13% | 538% | 25% | 16% | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| 总资产周转率 | 0.44 | 0.59 | 0.67 | 0.74 | 营业收入 | 10949 | 17193 | 22402 | 26191 | | |
| 应收账款周转率 | 102.49 | 60.83 | 52.14 | 60.83 | 营业成本 | 9232 | 12919 | 17121 | 20222 | | |
| 存货周转率 | 5.97 | 7.93 | 7.45 | 7.02 | 营业税金及附加 | 62 | 86 | 112 | 131 | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 475 | 739 | 963 | 1126 | | |
| 资产负债率 | 66% | 65% | 64% | 61% | 管理费用 | 466 | 722 | 941 | 1100 | | |
| 流动比 | 0.30 | 0.32 | 0.38 | 0.47 | 财务费用 | 456 | 761 | 796 | 747 | | |
| 速动比 | 0.17 | 0.21 | 0.24 | 0.30 | 其他费用/(-收入) | (5) | (1) | 0 | 0 | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 营业利润 | 252 | 1965 | 2469 | 2865 | | |
| 现金及现金等价物 | 945 | 1173 | 1616 | 2012 | 营业外净收支 | 65 | 59 | 59 | 59 | | |
| 应收款项 | 107 | 283 | 430 | 431 | 利润总额 | 317 | 2024 | 2528 | 2924 | | |
| 存货净额 | 1547 | 1639 | 2313 | 2900 | 所得税费用 | 65 | 413 | 516 | 597 | | |
| 其他流动资产 | 1055 | 1547 | 2016 | 2619 | 净利润 | 253 | 1611 | 2012 | 2328 | | |
| 流动资产合计 | 3655 | 4642 | 6375 | 7962 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 固定资产 | 15310 | 17334 | 19990 | 21724 | 归属于母公司净利润 | 253 | 1611 | 2012 | 2328 | | |
| 在建工程 | 3727 | 4827 | 4427 | 3027 | 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| 无形资产及其他 | 1118 | 1138 | 1067 | 1003 | 经营活动现金流 | 1083 | 4171 | 3986 | 3658 | | |
| 长期股权投资 | 201 | 211 | 229 | 224 | 净利润 | 253 | 1611 | 2012 | 2328 | | |
| 资产总计 | 25065 | 29246 | 33222 | 35318 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 短期借款 | 6794 | 7294 | 7694 | 7094 | 折旧摊销 | 1302 | 1388 | 1558 | 1772 | | |
| 应付款项 | 2350 | 3097 | 3635 | 3959 | 公允价值变动 | (0) | 0 | 0 | 0 | | |
| 预收帐款 | 440 | 518 | 614 | 646 | 营运资金变动 | (472) | 1172 | 416 | (443) | | |
| 其他流动负债 | 2511 | 3617 | 4689 | 5080 | 投资活动现金流 | (2508) | (4562) | (3873) | (2346) | | |
| 流动负债合计 | 12095 | 14526 | 16632 | 16779 | 资本支出 | (2327) | (4512) | (3814) | (2107) | | |
| 长期借款及应付债券 | 3335 | 3635 | 3735 | 3635 | 长期投资 | (16) | (10) | (18) | 5 | | |
| 其他长期负债 | 993 | 993 | 993 | 993 | 其他 | (166) | (40) | (41) | (244) | | |
| 长期负债合计 | 4328 | 4628 | 4728 | 4628 | 筹资活动现金流 | 1714 | 639 | 259 | (979) | | |
| 负债合计 | 16423 | 19154 | 21360 | 21407 | 债务融资 | 2698 | 800 | 500 | (700) | | |
| 股本 | 1465 | 1465 | 1465 | 1465 | 权益融资 | 50 | 0 | 0 | 0 | | |
| 股东权益 | 8641 | 10091 | 11862 | 13911 | 其它 | (1034) | (161) | (241) | (279) | | |
| 负债和股东权益总计 | 25065 | 29246 | 33222 | 35318 | 现金净增加额 | 289 | 248 | 371 | 332 | | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。