

鲁西化工 (000830)

三季度大超预期，四季度持续向好

事件：公司大幅上调三季度业绩指引，超市场预期

9月25日，公司发布公告，预计2017年前三季度归母净利9.5亿-10.5亿，此前预计7.5亿-8.5亿（上半年归母净利5.5亿），本次上调大超市场预期。

丁辛醇、甲烷氯化物大幅涨价，PC景气上行

三季度业绩环比大幅改善，主要受益于丁辛醇、甲烷氯化物、PC涨价：1)环保压低行业开工率，三季度正丁醇均价7463元/吨，环比上涨26%，价差2122元，环比扩大109%，辛醇均价8519元，环比上涨19%，价差3178元/吨，环比扩大41%，公司丁辛醇产能近40万吨，显著受益。2)环保致国内草甘膦开工负荷降低，副产物一氯甲烷供应减少，三季度均价超过5000元/吨，环比上涨超过40%，公司甲烷氯化物总产能20万吨；3)受益于行业景气上行，三季度PC均价24420元/吨，环比上涨11%，价差15756元，环比上涨21%，我们测算目前价格下公司吨净利超过6000元。

产品价格望高位运行，四季度业绩继续靓丽

2018年未来环保持续高压，国内氯碱配套不平衡大背景下，由于副产液氯无法消化，烧碱开工率难以大幅提升，未来价格望继续高位运行。甲酸由于存在供给缺口，鲁西化工20万吨新产能年底投产前，预计价格不会下跌。在煤价上涨和海外招标推动下，尿素价格中枢望上行。PC行业继续维持高景气，产品保持高盈利状态。

四大项目投产业绩高增长，依托产业链和园区优势做大做强

2017年底至2018年，公司10万吨己内酰胺、20万吨甲酸、13.5万吨PC、90万吨氨醇陆续投产，驱动业绩继续高增长。公司2008年即对标巴斯夫进行园区建设，用10年时间成功打造一体化产业链，循环经济模式下副产物能得到充分利用，低成本竞争优势显著；未来化工入园是大势所趋，国外企业环保成本不断抬升，部分甚至被迫关停退出，公司未雨绸缪早在2004年即着手建设鲁西化工产业园，未来望持续享受环保高压的红利。

上调盈利预测，维持买入评级

预计17-19年公司归母净利13.5亿、14.6亿、17.1亿，当前股价对应PE10.8/10.0/8.5倍，维持买入评级。

风险提示：(产品价格下行；新项目投产不达预期；环保的不确定性影响)

证券研究报告
2017年09月26日

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.93元
目标价格	13.3元
上次目标价	13.3元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,464.86
流通A股股本(百万股)	1,463.98
A股总市值(百万元)	14,546.07
流通A股市值(百万元)	14,537.31
每股净资产(元)	4.44
资产负债率(%)	64.65
一年内最高/最低(元)	10.37/4.72

作者

李辉	分析师
SAC执业证书编号：	S1110517040001
huili@tfzq.com	
赵宗原	联系人
zhaozongyuan@tfzq.com	

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

- 《鲁西化工-公司深度研究:十年铸剑，依托产业链和园区优势做大做强》
2017-09-18
- 《鲁西化工-半年报点评:业绩超预期，产品涨价 Q3 业绩望维持靓丽》
2017-08-17

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,870.90	10,948.56	15,327.98	19,466.53	21,218.52
增长率(%)	(1.22)	(14.94)	40.00	27.00	9.00
EBITDA(百万元)	2,078.96	2,010.30	2,993.77	3,183.93	3,327.15
净利润(百万元)	289.31	252.60	1,347.46	1,460.75	1,706.34
增长率(%)	(19.87)	(12.69)	433.44	8.41	16.81
EPS(元/股)	0.20	0.17	0.92	1.00	1.16
市盈率(P/E)	50.28	57.59	10.80	9.96	8.52
市净率(P/B)	1.86	1.72	1.49	1.29	1.12
市销率(P/S)	1.13	1.33	0.95	0.75	0.69
EV/EBITDA	8.11	8.56	7.45	5.91	4.93

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	972.93	945.44	919.68	1,167.99	1,273.11	营业收入	12,870.90	10,948.56	15,327.98	19,466.53	21,218.52
应收账款	86.55	54.86	90.05	122.53	112.92	营业成本	10,965.55	9,231.67	12,155.09	16,137.76	17,696.25
预付账款	156.85	342.65	130.04	497.54	190.65	营业税金及附加	33.78	61.95	86.72	110.14	120.05
存货	1,484.66	1,547.43	2,068.00	2,760.55	2,696.35	营业费用	594.04	475.49	444.15	587.61	636.45
其他	710.38	764.76	619.90	730.90	706.50	管理费用	412.41	465.80	475.13	475.04	466.56
流动资产合计	3,411.36	3,655.14	3,827.67	5,279.51	4,979.53	财务费用	552.09	456.12	538.68	391.10	222.38
长期股权投资	185.84	201.47	201.47	201.47	201.47	资产减值损失	5.70	0.19	0.19	0.19	0.19
固定资产	14,918.88	15,309.88	15,518.83	18,542.21	17,544.98	公允价值变动收益	0.00	(0.03)	(0.02)	0.00	0.00
在建工程	1,791.33	3,726.97	3,781.57	0.00	0.00	投资净收益	7.08	(4.95)	1.06	1.06	1.06
无形资产	959.16	1,118.38	1,088.55	1,058.73	1,028.90	其他	(14.16)	9.96	(2.09)	(2.13)	(2.13)
其他	1,100.24	1,052.70	835.19	625.51	658.52	营业利润	314.41	252.36	1,629.06	1,765.77	2,077.71
非流动资产合计	18,955.45	21,409.40	21,425.62	20,427.92	19,433.87	营业外收入	81.59	65.81	65.53	70.97	67.44
资产总计	22,366.81	25,064.53	25,253.29	25,707.42	24,413.40	营业外支出	1.93	0.80	1.63	1.45	1.30
短期借款	4,636.68	6,794.30	6,671.68	3,450.44	1,235.72	利润总额	394.07	317.37	1,692.95	1,835.29	2,143.85
应付账款	2,238.23	2,361.70	2,733.11	4,370.12	3,637.96	所得税	104.76	64.77	345.49	374.54	437.51
其他	4,388.46	2,939.09	3,416.31	3,909.79	3,762.50	净利润	289.31	252.60	1,347.46	1,460.75	1,706.34
流动负债合计	11,263.37	12,095.08	12,821.10	11,730.35	8,636.18	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	894.32	1,435.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	289.31	252.60	1,347.46	1,460.75	1,706.34
应付债券	1,900.00	1,900.00	1,900.00	1,900.00	1,900.00	每股收益(元)	0.20	0.17	0.92	1.00	1.16
其他	345.99	993.01	543.29	627.43	721.24						
非流动负债合计	3,140.31	4,328.01	2,443.29	2,527.43	2,621.24						
负债合计	14,403.67	16,423.09	15,264.39	14,257.78	11,257.42						
少数股东权益	150.26	200.26	200.26	200.26	200.26						
股本	1,464.86	1,464.86	1,464.86	1,464.86	1,464.86						
资本公积	2,183.99	2,184.05	2,184.05	2,184.05	2,184.05						
留存收益	4,349.54	4,480.31	5,827.77	7,288.51	8,994.85						
其他	(185.51)	311.96	311.96	311.96	311.96						
股东权益合计	7,963.14	8,641.44	9,988.90	11,449.64	13,155.98						
负债和股东权益总	22,366.81	25,064.53	25,253.29	25,707.42	24,413.40						
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	289.31	252.60	1,347.46	1,460.75	1,706.34	成长能力					
折旧摊销	1,212.46	1,301.82	826.03	1,027.06	1,027.06	营业收入	-1.22%	-14.94%	40.00%	27.00%	9.00%
财务费用	530.14	470.97	538.68	391.10	222.38	营业利润	-29.48%	-19.73%	545.53%	8.39%	17.67%
投资损失	(7.08)	4.95	(1.06)	(1.06)	(1.06)	归属于母公司净利润	-19.87%	-12.69%	433.44%	8.41%	16.81%
营运资金变动	400.74	(1,786.33)	237.08	983.83	(374.51)	获利能力					
其它	(682.33)	838.58	(0.02)	0.00	0.00	毛利率	14.80%	15.68%	20.70%	17.10%	16.60%
经营活动现金流	1,743.26	1,082.60	2,948.17	3,861.67	2,580.20	净利率	2.25%	2.31%	8.79%	7.50%	8.04%
资本支出	3,333.72	2,881.33	1,449.72	(84.14)	(93.81)	ROE	3.70%	2.99%	13.77%	12.99%	13.17%
长期投资	27.00	15.62	0.00	0.00	0.00	ROIC	4.66%	3.89%	9.89%	9.78%	11.80%
其他	(6,346.38)	(5,404.92)	(2,448.66)	85.20	94.88	偿债能力					
投资活动现金流	(2,985.66)	(2,507.96)	(998.94)	1.06	1.06	资产负债率	64.40%	65.52%	60.45%	55.46%	46.11%
债权融资	8,049.87	10,511.80	9,075.49	5,852.17	3,598.40	净负债率	57.81%	62.27%	49.71%	46.02%	55.01%
股权融资	1,435.62	41.48	(538.68)	(391.10)	(222.38)	流动比率	0.30	0.30	0.30	0.45	0.58
其他	(8,044.31)	(8,839.04)	(10,511.80)	(9,075.49)	(5,852.17)	速动比率	0.17	0.17	0.14	0.21	0.26
筹资活动现金流	1,441.19	1,714.24	(1,974.99)	(3,614.42)	(2,476.15)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	192.48	154.85	211.56	183.15	180.24
现金净增加额	198.79	288.88	(25.76)	248.31	105.12	存货周转率	8.64	7.22	8.48	8.06	7.78
						总资产周转率	0.61	0.46	0.61	0.76	0.85
						每股指标(元)					
						每股收益	0.20	0.17	0.92	1.00	1.16
						每股经营现金流	1.19	0.74	2.01	2.64	1.76
						每股净资产	5.33	5.76	6.68	7.68	8.84
						估值比率					
						市盈率	50.28	57.59	10.80	9.96	8.52
						市净率	1.86	1.72	1.49	1.29	1.12
						EV/EBITDA	8.11	8.56	7.45	5.91	4.93
						EV/EBIT	19.45	24.28	10.29	8.72	7.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com