



鲁西化工(000830)

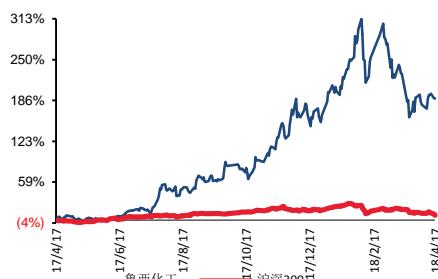
目标价: 26.3

昨收盘: 17.44

材料 材料II

## 公司业绩中枢大幅提升，估值水平低

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 1,465/1,464   |
| 总市值/流通(百万元)  | 25,547/25,532 |
| 12个月最高/最低(元) | 24.90/5.96    |

#### 相关研究报告:

鲁西化工(000830)《【太平洋化工】鲁西化工2018Q1业绩预增点评:化工新材料龙头收获期,一如既往高增长》--2018/04/11

鲁西化工(000830)《鲁西化工深度报告:智慧园区开花结果,化工新材料龙头崛起【太平洋化工-新旧动能转换专题报告之一】》--2018/03/13

鲁西化工(000830)《【太平洋化工】鲁西化工业绩预增点评:业绩再创新高,化工新材料龙头持续验证》--2018/01/27

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

联系人: 柳强

**事件:** 公司发布 2017 年报和 2018 年一季报, 2017 年实现营业收入 157.62 亿元, 同比+43.96%; 归母净利润 19.50 亿元, 同比+671.95%。拟每 10 股分红 3 元。2018 年 Q1 实现营业收入 48.93 亿元, 同比+31.98%; 归母净利润 8.17 亿元, 同比+240.26%。

#### 主要观点:

##### 1. 多年耕耘, 构建园区及环保城河, 处于收获期

2017 年 Q1 至 2018 年 Q1, 公司单季度归母净利润分别为 2.40 亿元、3.11 亿元、5.21 亿元、8.78 亿元、8.17 亿元, 业绩持续验证, 保持良好态势。2017 年 ROE (摊薄) 提升至 19.02%, 销售毛利率 26.06%, 销售净利率 12.37%, 均大幅提升。公司自 2004 年打造中国化工新材料(聊城)产业园, 2009-2017 年平均资本开支超 24 亿元/年, 累计 219 亿元, 其中 2017 年高达 35.32 亿元, 2018 年 Q1 在建工程 30.63 亿元。如今脱胎换骨, 形成一体化、园区化循环产业链, 构建了极高的园区及环保城河。我们认为公司多年资本开支目前处于收获期。

##### 2. 一体化抗风性能力强, 叠加新产能陆续释放, 未来业绩有支撑

目前市场普遍担心公司各产品盈利下降, 我们认为中国经济韧性强, 对于需求不必过于悲观。从供给端来看, 我们认为环保高压常态化, 供给侧改革从“量的去化”升级为“量的优化”, 生产高精尖材料的公司受益, 优秀的龙头公司引领新经济。公司产品多达 16 种以上, 而且覆盖多个子行业, 一定程度熨平周期影响, 抗风性能力明显高于一般单产品公司。其中不乏极具竞争力的产品, 如 PC、甲酸、尼龙 6 等。

同时, 公司在建 20 万吨甲酸(进度 50%)、13 万吨尼龙 6、13.5 万吨 PC(进度 70%)、18 万吨双氧水将陆续投产, 进一步保障公司业绩增长, 且巩固公司在行业中龙头地位。

##### 3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 29.36 亿元、38.12 亿元、40.62 亿元, 对应 EPS 2.00 元、2.60 元和 2.77 元, PE 8X、6X、6X。公司未来三年归母净利 CAGR 高达 27.71%, 目前估值水平低, 维持“买入”评级。

电话：010-88321949

E-MAIL：[liuqiang@tpyzq.com](mailto:liuqiang@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190117120012

**风险提示：**产品价格大幅波动，在建项目投产进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,762 | 21,654 | 27,687 | 28,817 |
| (+/-%)    | 44.0%  | 37.4%  | 27.9%  | 4.1%   |
| 净利润(百万元)  | 1,950  | 2,936  | 3,812  | 4,062  |
| (+/-%)    | 672.0% | 50.6%  | 29.8%  | 6.5%   |
| 摊薄每股收益(元) | 1.33   | 2.00   | 2.60   | 2.77   |
| 市盈率(PE)   | 12.52  | 8.32   | 6.41   | 6.01   |

资料来源：*Wind*, 太平洋证券整理

附录：公司财务预测表

| 资产负债表          |               |               |               |               | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         | 会计年度            | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| 货币资金           | 772           | 2,616         | 6,655         | 10,694        | <b>营业收入</b>     | 15,762      | 21,654       | 27,687       | 28,817       |
| 应收票据           | 9             | 9             | 9             | 9             | 营业成本            | 11,654      | 15,980       | 20,612       | 21,510       |
| 应收账款           | 102           | 108           | 138           | 144           | 营业税金及附加         | 118         | 162          | 207          | 216          |
| 预付账款           | 239           | 327           | 422           | 441           | 销售费用            | 466         | 606          | 775          | 807          |
| 存货             | 1,512         | 2,073         | 2,674         | 2,790         | 管理费用            | 625         | 801          | 1,024        | 1,066        |
| 其他流动资产         | 773           | 773           | 773           | 773           | 财务费用            | 378         | 395          | 321          | 160          |
| 流动资产合计         | 3,406         | 5,907         | 10,671        | 14,851        | 资产减值损失          | 43          | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期投资         | 0             | 0             | 0             | 0             | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资         | 203           | 203           | 203           | 203           | 投资收益            | 7           | 7            | 7            | 7            |
| 固定资产           | 17,870        | 19,288        | 19,379        | 19,463        | <b>营业利润</b>     | 2,465       | 3,717        | 4,754        | 5,066        |
| 在建工程           | 4,380         | 4,380         | 4,380         | 4,380         | 营业外收入           | 25          | 25           | 25           | 25           |
| 无形资产           | 1,401         | 1,401         | 1,401         | 1,401         | 营业外支出           | 14          | 14           | 14           | 14           |
| 其他非流动资产        | 514           | 514           | 514           | 514           | <b>利润总额</b>     | 2,476       | 3,728        | 4,765        | 5,077        |
| 非流动资产合计        | 24,369        | 25,786        | 25,878        | 25,961        | 所得税             | 526         | 792          | 953          | 1,015        |
| <b>资产合计</b>    | <b>27,775</b> | <b>31,693</b> | <b>36,549</b> | <b>40,812</b> | <b>净利润</b>      | 1,950       | 2,936        | 3,812        | 4,062        |
| 短期借款           | 6,408         | 6,408         | 6,408         | 6,408         | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据           | 743           | 743           | 743           | 743           | <b>归属母公司净利润</b> | 1,950       | 2,936        | 3,812        | 4,062        |
| 应付账款           | 2,231         | 3,059         | 3,946         | 4,117         | NOPLAT          | 2,283       | 3,233        | 4,055        | 4,175        |
| 预收款项           | 411           | 564           | 722           | 751           | EPS (摊薄)        | 1.33        | 2.00         | 2.60         | 2.77         |
| 其他应付款          | 442           | 442           | 442           | 442           |                 |             |              |              |              |
| 一年内到期的非流动      | 2,300         | 2,300         | 2,300         | 2,300         |                 |             |              |              |              |
| 其他流动负债         | 2,814         | 2,814         | 2,814         | 2,814         | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 流动负债合计         | 15,348        | 16,330        | 17,374        | 17,575        | <b>会计年度</b>     | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 长期借款           | 955           | 955           | 955           | 955           | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             | 营业收入增长率         | 44.0%       | 37.4%        | 27.9%        | 4.1%         |
| 其他非流动负债        | 980           | 980           | 980           | 980           | EBIT增长率         | 306.2%      | 41.6%        | 23.5%        | 3.0%         |
| 非流动负债合计        | 1,935         | 1,935         | 1,935         | 1,935         | 归母公司净利润增长率      | 672.0%      | 50.6%        | 29.8%        | 6.5%         |
| <b>负债合计</b>    | <b>17,283</b> | <b>18,264</b> | <b>19,308</b> | <b>19,510</b> | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| 归属母公司所有者权益     | 10,254        | 13,190        | 17,003        | 21,064        | 毛利率             | 26.1%       | 26.2%        | 25.6%        | 25.4%        |
| 少数股东权益         | 238           | 238           | 238           | 238           | 净利率             | 12.4%       | 13.6%        | 13.8%        | 14.1%        |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>10,492</b> | <b>13,428</b> | <b>17,240</b> | <b>21,302</b> | ROE             | 19.0%       | 22.3%        | 22.4%        | 19.3%        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>27,775</b> | <b>31,693</b> | <b>36,549</b> | <b>40,812</b> | ROIC            | 13.8%       | 16.6%        | 17.4%        | 15.3%        |
|                |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 现金流量表          |               |               |               |               | 资产负债率           | 62.2%       | 57.6%        | 52.8%        | 47.8%        |
| 会计年度           | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         | 债务权益比           | 101.4%      | 79.3%        | 61.7%        | 50.0%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 5,494         | 5,233         | 6,153         | 5,991         | 流动比率            | 22.2%       | 36.2%        | 61.4%        | 84.5%        |
| 现金收益           | 3,729         | 4,896         | 5,824         | 5,920         | 速动比率            | 12.3%       | 23.5%        | 46.0%        | 68.6%        |
| 存货影响           | 36            | -561          | -601          | -116          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 经营性应收影响        | 45            | -95           | -125          | -24           | 总资产周转率          | 0.6         | 0.7          | 0.8          | 0.7          |
| 经营性应付影响        | 450           | 982           | 1,044         | 201           | 应收账款周转天数        | 2           | 2            | 2            | 2            |
| 其他影响           | 1,235         | 11            | 11            | 11            | 应付账款周转天数        | 69          | 69           | 69           | 69           |
| <b>投资活动现金流</b> | -4,309        | -2,993        | -1,793        | -1,793        | 存货周转天数          | 47          | 47           | 47           | 47           |
| 资本支出           | -4,553        | -3,000        | -1,800        | -1,800        | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
| 股权投资           | 5             | 7             | 7             | 7             | 每股收益            | 1.33        | 2.00         | 2.60         | 2.77         |
| 其他长期资产变化       | 240           | 0             | 0             | 0             | 每股经营现金流         | 3.75        | 3.57         | 4.20         | 4.09         |
| <b>融资活动现金流</b> | -1,339        | -395          | -321          | -160          | 每股净资产           | 7.00        | 9.00         | 11.61        | 14.38        |
| 借款增加           | -849          | 0             | 0             | 0             | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 财务费用           | -378          | -395          | -321          | -160          | P/E             | 12.52       | 8.32         | 6.41         | 6.01         |
| 股东融资           | -99           | 0             | 0             | 0             | P/B             | 2.38        | 1.85         | 1.44         | 1.16         |
| 其他长期负债变化       | -13           | 0             | 0             | 0             | EV/EBITDA       | 8.24        | 6.16         | 5.17         | 5.06         |

资料来源：Wind, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                      |
|---------|-----|-------------|-------------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com        |
| 北京销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com        |
| 北京销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com          |
| 北京销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com      |
| 北京销售    | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@tpyzq.com |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com        |
| 上海销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com      |
| 上海销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com       |
| 上海销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com       |
| 广深销售副总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com       |
| 广深销售    | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com        |
| 广深销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com          |
| 广深销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhafzl@tpyzq.com        |
| 广深销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com       |
| 广深销售    | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq.com         |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。