

# 融入中化，再创辉煌

## ——鲁西化工(000830.SZ)近期动态点评报告

公司简报

### 买入(调升)

当前价: 7.58 元

### 分析师

赵启超 (执业证书编号: S0930518050002)  
010-58452072

[zhaoqc@ebsecn.com](mailto:zhaoqc@ebsecn.com)

裴孝锋 (执业证书编号: S0930517050001)  
021-52523535  
[giuxf@ebsecn.com](mailto:giuxf@ebsecn.com)

### 市场数据

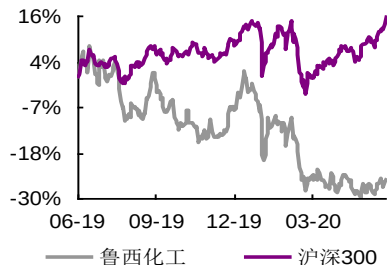
总股本(亿股): 14.65

总市值(亿元): 111.04

一年最低/最高(元): 7.07/11.02

近3月换手率: 59.25%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月   | 三个月    | 十二个月   |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -2.65 | -16.22 | -36.77 |
| 绝对 | 7.20  | -0.98  | -25.74 |

资料来源: Wind

### 相关研报

盈利能力回落,在建项目将逐渐落地——鲁西化工(000830.SZ) 2019 年报和 2020 年一季报点评

..... 2020-04-15

上半年业绩同比下滑,在建项目逐渐落地——鲁西化工(000830.SZ) 2019 年半年报点评

..... 2019-09-01

### 事件:

**实控人变更为中化集团:**公司近期公告聊城市国资委向中化聊城无偿划转 6.01% 鲁西集团股权已完成工商变更登记,至此中化投资及一致行动人取得鲁西集团控股权并间接控制公司 33.60% 股份,公司实控人变更为中化集团,中化集团董事长宁高宁兼任鲁西集团董事长。

**职能部门对接开启融合:**6 月 29 日中化集团化工事业部领导带领人力资源部、战略发展部、党群工作部、财务管理部、纪检审计部、HSE 部等职能部门负责人赴鲁西集团调研对接工作,公司与中化集团的融合正式开启。

### 点评:

公司十余年来积极践行产业升级,完成从化肥企业向一体化化工企业的成功转型,我们认为公司与中化集团的融合正式开启,标志着成立 44 年以后迎来了新一轮的成长起点。

#### ◆ 十年磨一剑,造就国内综合性化工龙头企业

公司十余年来成功实现了从化肥和基础化工向新材料的转型升级,从 2007 年至 2019 年在持续的大规模资本开支下,依托一体化的园区优势,形成了包括煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料在内的完整的循环产业链,目前公司建成和在建中的化工园区面积约为 7 平方公里,可以生产包括聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙 6、甲酸、双氧水、多元醇、绿色制冷剂、有机硅、甲烷氯化物、烧碱、氯化苄、甲醇、尿素等百余类产品。2019 年公司营业收入相比 2010 年增长 135.4%,成为国内综合性化工企业龙头之一。

#### ◆ 中化入主,迎来新一轮成长重要起点

随着中化集团入主,公司再次迎来新一轮成长的重要起点,公司继续向低能耗高端化工和装备制造业发展的规划再次迎来良好契机,中化集团将通过扩大投资和产业链协同等多种方式,支持公司建设世界一流的化工新材料产业园,促进公司在化工新材料领域由国内一流向国际一流升级。

**1) 从地方国企迈向全国,人才制约瓶颈消除:**中化入主之后,公司从偏安北方市场转向迈向全国,借助中化集团渠道公司新材料市场的区域性限制得以解决,更重要的是公司未来作为中化集团新材料板块的支柱平台之一,未来在人才引进方面的制约瓶颈得以消除,公司在研发和规范化治理方面的发展得到加强。

**2) 公司向高端化迈进的基础更为稳固:**新材料领域是中化集团的重点发力方向,中化集团过去几年除了基于自身研发创新能力积极向锂电材料、膜材料等领域拓展之外,通过一系列的海外投资并购扩大了在全球化工行业的业务布局。鲁西化工在从化肥向化工新材料企业转型过程中,积累了丰富的技术优势、工程转换能力和现场管理能力,未来公司基于强大的工程化能力,有望和中化集团在新材料领域的研发资源和海外高端产业产生较好的协同作用,打通研发—生产—

工程—市场化的完整链条，实现化工新材料与高端化工装备业务的双轮驱动。

**3) 中化集团入主，资本开支保障和能源瓶颈问题有望解决：**公司在过去几年的高速发展过程中持续进行大规模的资本开支，目前双氧水、聚碳酸酯和高端氟材料一体化等在建项目仍在持续推进中，根据聊城政府官网信息，未来三年中化集团将投资 120 亿元将鲁西集团打造成高端化工新材料和化工装备生产基地，公司未来资本开支的持续性将获得充分保障。除此之外，化工行业作为高能耗的重化工业，持续面临沿海地区能源结构优化调整的压力，公司 2019 年营业成本中能源动力项金额 21.95 亿元，相比 2012 年增长 82.9%。而根据山东省 2018-2020 年煤炭消费减量替代工作方案，聊城市 2020 年煤炭消费总量控制目标要进一步压减至 2121 万吨，受此影响公司 2019 年部分设备停产或减负荷运行，100 万吨聚碳酸酯项目缓建，现有产业结构下公司发展面临一定瓶颈。而中化集团为国务院国资委监管的国有重要骨干企业，在加快新旧动能转换的背景下，未来将在能源和高端化工(新材料)等众多领域与山东省展开合作，有望为公司发展瓶颈提供解决思路和相关资源。

**4) 公司作为中化集团重要的新材料业务平台，成长空间打开：**根据中化集团信息，鲁西集团作为中化集团材料科学板块的重要支柱企业，未来将进一步向化工新材料与高端化工装备双轮驱动的产业结构升级，加快新旧发展动能转换，实现高质量、跨越式发展，公司作为中化集团新材料业务拓展的重要业务平台，新一轮成长已经正式打开。

#### ◆盈利预测与投资评级

需求端预期继续回暖，成本端原油支撑向上，根据我们的跟踪，公司大部分主营产品自 4 月份以来盈利水平持续修复向上，上调 2020 并维持 2021-2022 年盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 0.48、1.05、1.65 元（前次为 0.28、1.05、1.65 元），当前股价对应 PE 分别为 16/7/5 倍，公司与中化集团的融合正式开启，新一轮成长空间打开，调升至“买入”评级。

◆风险提示：宏观经济下滑，原材料价格波动，新产能投放低于预期。

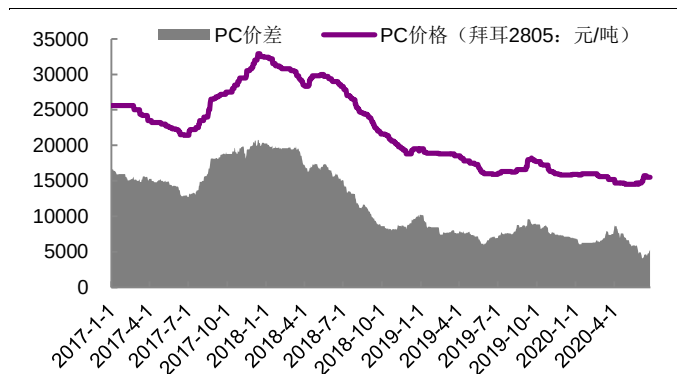
#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2018   | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E  |
|----------------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 21,285 | 18,082  | 13,923  | 17,404  | 23,496 |
| 营业收入增长率        | 35.04% | -15.05% | -23.00% | 25.00%  | 35.00% |
| 净利润（百万元）       | 3,067  | 1,692   | 710     | 1,540   | 2,412  |
| 净利润增长率         | 57.29% | -44.84% | -58.01% | 116.77% | 56.61% |
| EPS（元）         | 2.09   | 1.15    | 0.48    | 1.05    | 1.65   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 28.54% | 15.12%  | 6.36%   | 12.35%  | 16.88% |
| P/E            | 4      | 7       | 16      | 7       | 5      |
| P/B            | 1.0    | 1.0     | 1.0     | 0.9     | 0.8    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 1 日

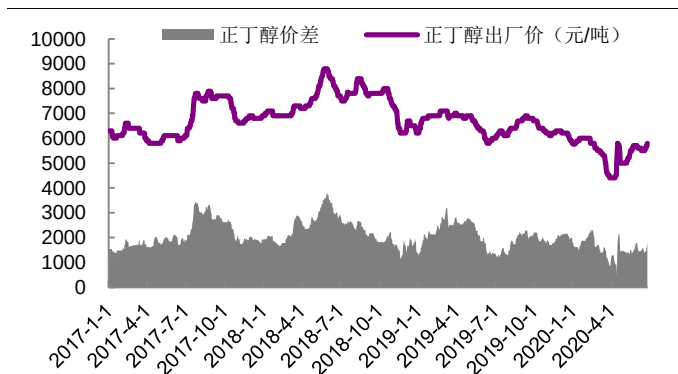
## 附录：公司主营产品历史价格价差（截至 2020 年 6 月 30 日）

图 1：PC 历史价格和价差



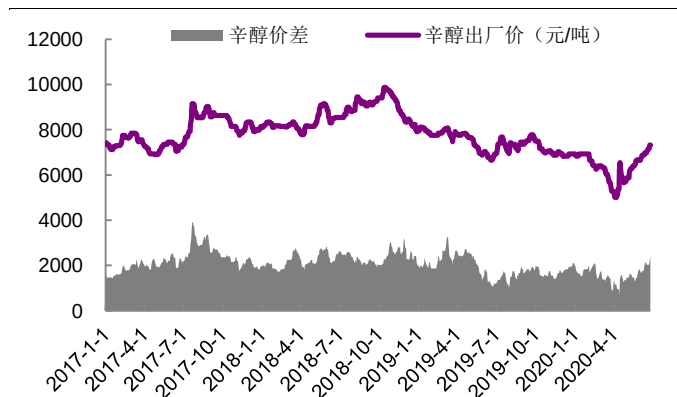
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 2：正丁醇历史价格和价差



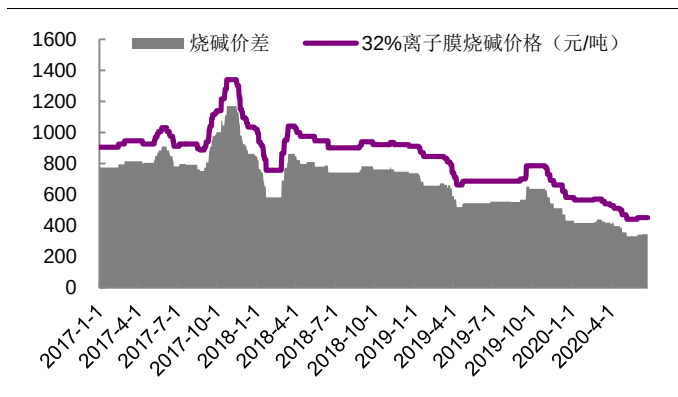
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 3：辛醇历史价格和价差



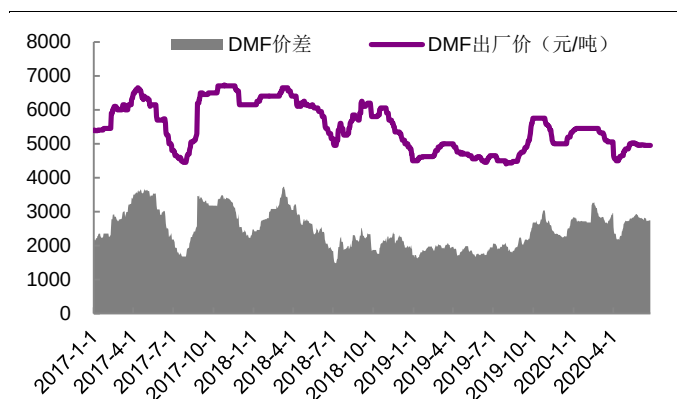
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 4：烧碱历史价格和价差



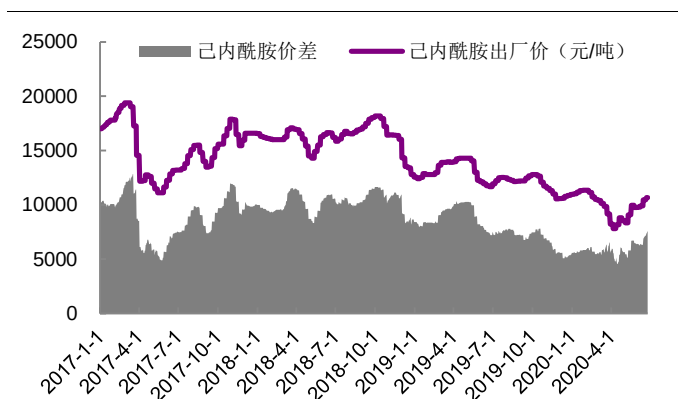
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 5：DMF 历史价格和价差



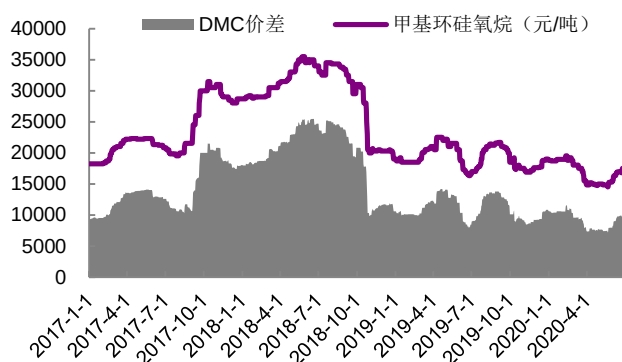
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 6：己内酰胺历史价格和价差



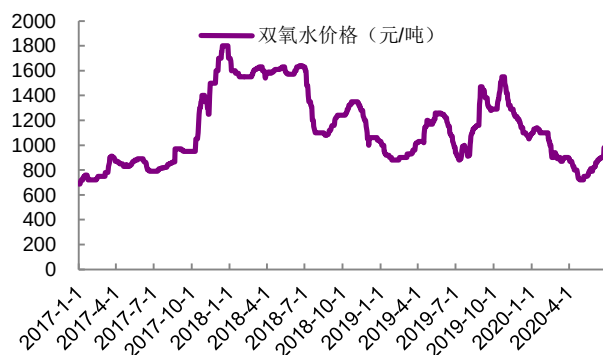
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 7：DMC 历史价格和价差



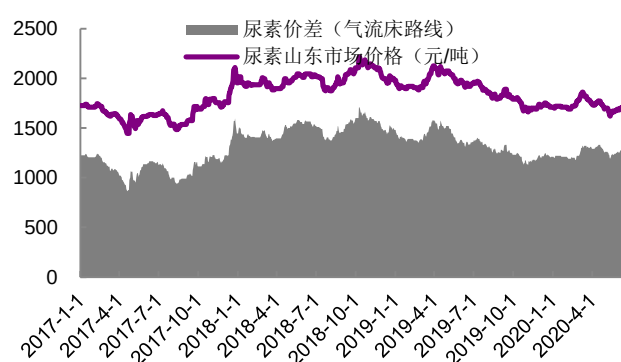
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 9：双氧水历史价格和价差



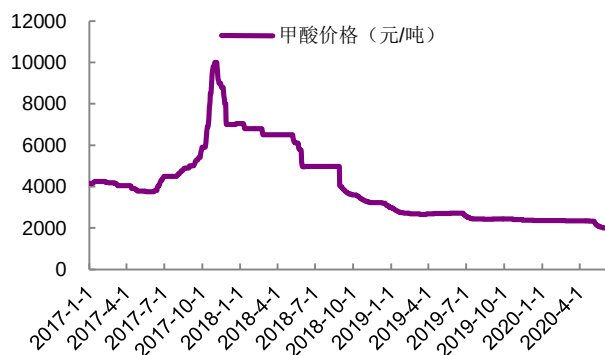
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 8：尿素历史价格和价差



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 10：甲酸历史价格和价差



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元)   | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 21,285 | 18,082 | 13,923 | 17,404 | 23,496 |
| 营业成本        | 15,254 | 14,706 | 11,696 | 13,916 | 18,522 |
| 折旧和摊销       | 1,686  | 1,832  | 1,978  | 2,080  | 2,168  |
| 税金及附加       | 143    | 115    | 91     | 114    | 153    |
| 销售费用        | 509    | 607    | 400    | 500    | 675    |
| 管理费用        | 388    | 327    | 253    | 316    | 427    |
| 研发费用        | 630    | 572    | 426    | 533    | 720    |
| 财务费用        | 452    | 576    | 231    | 190    | 110    |
| 投资收益        | 12     | 5      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润        | 3,950  | 1,521  | 852    | 1,864  | 2,926  |
| 利润总额        | 3,829  | 2,015  | 866    | 1,878  | 2,940  |
| 所得税         | 763    | 323    | 156    | 338    | 529    |
| 净利润         | 3,067  | 1,692  | 710    | 1,540  | 2,412  |
| 少数股东损益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司净利润    | 3,067  | 1,692  | 710    | 1,540  | 2,412  |
| EPS(按最新股本计) | 2.09   | 1.15   | 0.48   | 1.05   | 1.65   |

| 现金流量表 (百万元) | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 5,265  | 3,096  | 3,052  | 3,988  | 4,444  |
| 净利润         | 3,067  | 1,692  | 710    | 1,540  | 2,412  |
| 折旧摊销        | 1,686  | 1,832  | 1,978  | 2,080  | 2,168  |
| 净营运资金增加     | -617   | 1,773  | -249   | -80    | 415    |
| 其他          | 1,130  | -2,200 | 613    | 448    | -550   |
| 投资活动产生现金流   | -3,083 | -3,177 | -3,020 | -2,020 | -1,020 |
| 净资本支出       | -3,106 | -3,255 | -3,020 | -2,020 | -1,020 |
| 长期投资变化      | 193    | 227    | 0      | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | -171   | -149   | 0      | 0      | 0      |
| 融资活动现金流     | -2,181 | -39    | -162   | -1,871 | -3,254 |
| 股本变化        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债务净变化       | -153   | 2,415  | 801    | -1,442 | -2,552 |
| 无息负债变化      | -328   | -322   | -201   | 152    | 715    |
| 净现金流        | 0      | -118   | -130   | 97     | 170    |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 28.3% | 18.7% | 16.0% | 20.0% | 21.2% |
| EBITDA 率 | 28.5% | 20.1% | 22.0% | 23.8% | 22.2% |
| EBIT 率   | 20.6% | 10.0% | 7.8%  | 11.8% | 12.9% |
| 税前净利润率   | 18.0% | 11.1% | 6.2%  | 10.8% | 12.5% |
| 归母净利润率   | 14.4% | 9.4%  | 5.1%  | 8.8%  | 10.3% |
| ROA      | 11.0% | 5.6%  | 2.3%  | 5.0%  | 7.8%  |
| ROE (摊薄) | 28.5% | 15.1% | 6.4%  | 12.3% | 16.9% |
| 经营性 ROIC | 17.3% | 6.6%  | 3.7%  | 7.1%  | 10.9% |

| 偿债能力      | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率     | 60%  | 63%  | 63%   | 59%   | 53%   |
| 流动比率      | 0.17 | 0.21 | 0.18  | 0.20  | 0.32  |
| 速动比率      | 0.09 | 0.13 | 0.10  | 0.12  | 0.19  |
| 归母权益/有息债务 | 1.13 | 0.94 | 0.88  | 1.11  | 1.64  |
| 有形资产/有息债务 | 2.75 | 2.39 | 2.29  | 2.58  | 3.33  |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 27,787 | 30,210 | 30,789 | 30,801 | 30,783 |
| 货币资金        | 579    | 519    | 389    | 487    | 657    |
| 交易性金融资产     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款        | 102    | 84     | 74     | 86     | 116    |
| 应收票据        | 1      | 0      | 3      | 2      | 2      |
| 其他应收款 (合计)  | 20     | 770    | 593    | 499    | 891    |
| 存货          | 1,053  | 1,170  | 1,088  | 1,121  | 1,563  |
| 其他流动资产      | 354    | 287    | 287    | 287    | 287    |
| 流动资产合计      | 2,310  | 3,099  | 2,636  | 2,708  | 3,838  |
| 其他权益工具      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期股权投资      | 193    | 227    | 227    | 227    | 227    |
| 固定资产        | 20,379 | 21,176 | 21,024 | 20,620 | 19,791 |
| 在建工程        | 2,817  | 2,685  | 3,589  | 3,741  | 3,331  |
| 无形资产        | 1,458  | 1,448  | 1,439  | 1,430  | 1,421  |
| 商誉          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动资产     | 283    | 380    | 380    | 380    | 380    |
| 非流动资产合计     | 25,477 | 27,111 | 28,153 | 28,093 | 26,945 |
| 总负债         | 16,801 | 18,894 | 19,494 | 18,205 | 16,367 |
| 短期借款        | 6,547  | 8,409  | 9,210  | 7,768  | 5,216  |
| 应付账款        | 1,365  | 943    | 750    | 892    | 1,187  |
| 应付票据        | 76     | 229    | 328    | 226    | 370    |
| 预收账款        | 445    | 351    | 308    | 362    | 488    |
| 其他流动负债      | 3,516  | 3,035  | 3,035  | 3,035  | 3,035  |
| 流动负债合计      | 13,689 | 14,437 | 15,038 | 13,748 | 11,911 |
| 长期借款        | 433    | 85     | 85     | 85     | 85     |
| 应付债券        | 1,897  | 2,898  | 2,898  | 2,898  | 2,898  |
| 其他非流动负债     | 110    | 714    | 714    | 714    | 714    |
| 非流动负债合计     | 3,113  | 4,456  | 4,456  | 4,456  | 4,456  |
| 股东权益        | 10,985 | 11,317 | 11,294 | 12,596 | 14,416 |
| 股本          | 1,465  | 1,465  | 1,465  | 1,465  | 1,465  |
| 公积金         | 2,718  | 2,891  | 2,913  | 2,913  | 2,913  |
| 未分配利润       | 6,065  | 6,838  | 6,795  | 8,096  | 9,916  |
| 归属母公司权益     | 10,748 | 11,192 | 11,169 | 12,471 | 14,290 |
| 少数股东权益      | 238    | 125    | 125    | 125    | 125    |

| 费用率   | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 2.39% | 3.36% | 2.87% | 2.87% | 2.87% |
| 管理费用率 | 1.82% | 1.81% | 1.82% | 1.82% | 1.82% |
| 财务费用率 | 2.12% | 3.19% | 1.66% | 1.09% | 0.47% |
| 研发费用率 | 2.96% | 3.16% | 3.06% | 3.06% | 3.06% |
| 所得税率  | 20%   | 16%   | 18%   | 18%   | 18%   |

| 每股指标    | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.50  | 0.50  | 0.16  | 0.40  | 0.59  |
| 每股经营现金流 | 3.59  | 2.11  | 2.08  | 2.72  | 3.03  |
| 每股净资产   | 7.34  | 7.64  | 7.62  | 8.51  | 9.76  |
| 每股销售收入  | 14.53 | 12.34 | 9.50  | 11.88 | 16.04 |

| 估值指标      | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 4    | 7    | 16    | 7     | 5     |
| PB        | 1.0  | 1.0  | 1.0   | 0.9   | 0.8   |
| EV/EBITDA | 3.4  | 6.3  | 7.8   | 5.4   | 3.8   |
| 股息率       | 6.6% | 6.6% | 2.1%  | 5.3%  | 7.8%  |



## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明                                                     |
|-----|--------------------------------------------------------|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；                       |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；               |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；                       |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

| 上海                                 | 北京                                            | 深圳                                 |
|------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号<br>写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |