

短期业绩反弹可期，关注公司新材料产业布局

——鲁西化工（000830.SZ）2020年度业绩预告点评

要点

事件：1月21日晚，公司发布2020年度业绩预告，预计2020年公司实现归母净利润7.5亿元~8.5亿元，同比下降50.76%~56.56%，预计扣非后归母净利润6.7亿元~7.9亿元，同比下降15.74%~28.54%，折算EPS为0.51元/股~0.58元/股。

产品售价下滑，原材料波动，公司业绩下降。公司预计2020年实现归母净利润7.5亿元~8.5亿元，同比下降50.76%~56.56%，折算Q4单季度归母净利润为2.8亿元~3.8亿元，略低于我们之前的预期，主要原因是公司部分主营产品售价下滑及原材料波动的影响。公司2020年主营产品均价相较2019年均价分别变化：PC（-9.04%），丁醇（-5.22%），辛醇（-2.13%），烧碱（-24.55%），DMF（+32.01%），己内酰胺（-21.22%），DMC（+24.43%），尿素（-9.08%），双氧水（-7.79%），甲酸（-14.64%），甲醇（-14.66%），二氯甲烷（-15.19%）。目前公司大部分主营产品价格已有所回升，其中丁醇、辛醇、DMC、尿素、甲醇处于历史中位水平，DMF、双氧水、二氯甲烷处于历史高位水平。随产品售价回升，我们仍看好公司业绩的反弹能力。

关注公司新建项目，期待未来产能再次放量。公司2020年12月底发布公告，拟投资建设60万吨/年己内酰胺·尼龙6项目、120万吨/年双酚A项目、24万吨/年乙烯下游一体化项目，预计投资金额分别为64.61亿元、63.87亿元、11.86亿元，共计约140亿元。其中60万吨/年己内酰胺·尼龙6一期工程项目预计投资33亿元，将于2022年9月完工，项目建成后，可新增30万吨/年己内酰胺和30万吨/年尼龙6产能，预计年均均可新增销售收入42.6亿元，利税7.6亿元。

定增进度顺利，中化入主，期待公司新材料业务成长。中化入主后公司发展迎来新契机：1) 公司从地方国企迈向全国，人才瓶颈消除，且将与中化集团旗下业务产生较好协同；2) 中化集团的技术能力将为公司向高端化转型提供支持，公司将有望成为中化集团整合高端化工新材料的业务的平台。相关定增股份已于1月21日在深交所上市，锁定期为3年。

盈利预测、估值与评级：由于公司主营产品售价下滑，我们小幅下调了公司2020年的盈利预测，但考虑当前主营产品价格回升，以及未来公司新增产能和在新材料领域的拓展，我们上调了公司2021-2022年的盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润为8.27、19.15、25.36亿元，折合EPS为0.56、1.01、1.33元/股，当前股价对应PE分别为25、14、11倍，仍维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响宏观经济大幅下滑；原材料价格巨幅波动；主营产品需求不及预期；新产能投放低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,284.85	18,081.58	13,923.30	18,100.29	24,435.40
营业收入增长率	35.04%	-15.05%	-23.00%	30.00%	35.00%
净利润(百万元)	3,066.99	1,691.62	826.65	1,915.29	2,536.10
净利润增长率	57.29%	-44.84%	-51.13%	131.69%	32.41%
EPS(元)	2.09	1.15	0.56	1.01	1.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.54%	15.12%	7.32%	14.33%	16.73%
P/E	7	12	25	14	11
P/B	1.9	1.9	1.8	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-25

买入（维持）

当前价：14.20元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

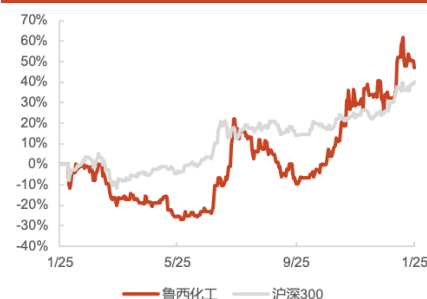
010-56513000

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.04
总市值(亿元)	270.41
一年最低/最高(元)	7.07/15.62
近3月换手率	247.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.76	28.22	6.49
绝对	9.82	47.46	47.00

资料来源：Wind

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	18,100	24,435
营业成本	15,254	14,706	11,556	14,118	19,269
折旧和摊销	1,686	1,832	1,978	2,080	2,168
税金及附加	143	115	91	118	160
销售费用	509	607	400	520	702
管理费用	388	327	253	329	444
财务费用	452	576	228	169	73
研发费用	630	572	426	554	748
投资收益	12	5	0	0	0
营业利润	3,950	1,521	994	2,321	3,078
利润总额	3,829	2,015	1,008	2,335	3,092
所得税	763	323	181	420	556
净利润	3,067	1,692	827	1,915	2,536
少数股东损益	(0)	0	(0)	0	0
归属母公司净利润	3,067	1,692	827	1,915	2,536
EPS(按最新股本计, 元)	2.09	1.15	0.56	1.01	1.33

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,265	3,096	3,167	4,343	4,516
净利润	3,067	1,692	827	1,915	2,536
折旧摊销	1,686	1,832	1,978	2,080	2,168
净营运资金增加	(617)	1,773	(251)	(62)	438
其他	1,130	(2,200)	614	410	(626)
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)	(277)	(2,207)	(3,319)
股本变化	0	0	0	440	0
债务净变化	(153)	2,415	683	(2,201)	(2,510)
无息负债变化	(328)	(322)	(214)	212	772
净现金流	0	(118)	(130)	117	177

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	28.3%	18.7%	17.0%	22.0%	21.1%
EBITDA 率	28.5%	20.1%	23.0%	25.3%	21.8%
EBIT 率	20.6%	10.0%	8.8%	13.8%	12.9%
税前净利润率	18.0%	11.1%	7.2%	12.9%	12.7%
归母净利润率	14.4%	9.4%	5.9%	10.6%	10.4%
ROA	11.0%	5.6%	2.7%	6.2%	8.2%
ROE (摊薄)	28.5%	15.1%	7.3%	14.3%	16.7%
经营性 ROIC	17.3%	6.6%	4.2%	8.6%	11.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	60%	63%	63%	56%	51%
流动比率	0.17	0.21	0.18	0.21	0.36
速动比率	0.09	0.13	0.10	0.13	0.21
归母权益/有息债务	1.13	0.94	0.90	1.28	1.92
有形资产/有息债务	2.75	2.39	2.31	2.80	3.70

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	30,773	30,863	30,926
货币资金	579	519	389	506	683
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	102	84	74	89	121
应收票据	1	0	3	2	2
其他应收款 (合计)	20	770	593	519	927
存货	1,053	1,170	1,075	1,137	1,626
其他流动资产	354	287	287	287	287
流动资产合计	2,310	3,099	2,621	2,770	3,981
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	19,363	17,374	15,637
短期借款	6,547	8,409	9,092	6,891	4,381
应付账款	1,365	943	741	905	1,235
应付票据	76	229	325	229	384
预收账款	445	351	308	377	508
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	14,906	12,918	11,180
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	11,411	13,489	15,289
股本	1,465	1,465	1,465	1,905	1,905
公积金	2,718	2,891	2,913	3,104	3,133
未分配利润	6,065	6,838	6,911	8,357	10,129
归属母公司权益	10,748	11,192	11,286	13,364	15,164
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%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	2%	2%	2%	2%	2%
财务费用率	2%	3%	2%	1%	0%
研发费用率	3%	3%	3%	3%	3%
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	0.19	0.39	0.48
每股经营现金流	3.59	2.11	2.16	2.28	2.37
每股净资产	7.34	7.64	7.70	7.01	7.96
每股销售收入	14.53	12.34	9.50	9.50	12.83

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	7	12	25	14	11
PB	1.9	1.9	1.8	2.0	1.8
EV/EBITDA	5	9	10	8	7
股息率	4%	4%	1%	3%	3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，不与，也将不会与本报告中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



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 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