



鲁西化工(000830)

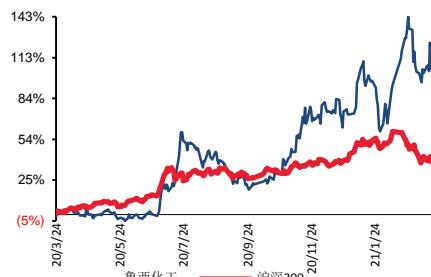
目标价：20

昨收盘：14.26

材料 材料II

## 受益主营化工品涨价，叠加新产能促成长，盈利拐点向上

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 1,904/1,464   |
| 总市值/流通(百万元)  | 27,156/20,877 |
| 12个月最高/最低(元) | 18.00/7.07    |

#### 相关研究报告：

鲁西化工(000830)《【太平洋化工】鲁西化工2018中报点评：优质煤化工龙头，业绩增逾212%，维持“买入”(1)》--2018/08/15

鲁西化工(000830)《【太平洋化工】鲁西化工2018H1业绩预增点评：二季度业绩稳中有升，估值低位，维持“买入”评级》--2018/07/02

鲁西化工(000830)《【太平洋化工】鲁西化工2017年报及2018一季报点评：公司业绩中枢大幅提升，估值水平低》--2018/04/17

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

分析师助理：贺顺利

**事件：**公司发布2020年年报，报告期实现营业收入175.92亿元，同比-3.37%；归母净利润8.25亿元，同比-52.22%；其中第四季度单季营业收入55.15亿元，同比+23.55%，环比+18.69%；归母净利润3.54亿元，同比-58.1%，环比+45.11%。拟向全体股东每10股派发现金红利5元（含税）。

#### 主要观点：

##### 1. 主营产品涨价，一体化化工园区龙头迎接盈利向上拐点

经过多年的发展，公司打造一体化新材料产业园，形成了较为完备的煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料产业链。公司主要产品包括：聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙6、双氧水、有机硅、甲酸、多元醇、甲烷氯化物、甲胺、DMF等。

2020年Q1-Q4，公司单季度分别实现归母净利润0.15亿元、2.07亿元、2.44亿元、3.54亿元，环比持续改善，主要由于公司主营产品价格20Q4进入加速上涨阶段，DMC均价2.4万元/吨，同比+41.8%。聚碳酸酯均价2.1万元/吨，同比+29.94%。己内酰胺均价1.04万元/吨，同比+13.94%。公司2020年第四季度毛利率19.71%，环比+4.37%。

公司主营产品产销量情况如下：(1)聚碳酸酯产能26.5万吨，产能利用率60.3%，销量15.7万吨，下半年平均售价为14581元/吨。(2)己内酰胺产能30万吨，产能利用率115.32%，在建产能30万吨。(3)尼龙6切片产能30万吨，产能利用率90.35%，在建产能30万吨，销量26.6万吨，下半年平均售价为10645元/吨。(4)甲酸产能40万吨，产能利用率66.92%。(5)双氧水(折百)产能25万吨，产能利用率116.02%，在建产能15万吨，销量46.8万吨，下半年平均售价为1431元/吨。(6)多元醇产能75万吨，产能利用率97.1%，其中辛醇销量38.8万吨，下半年平均售价7877元/吨；正丁醇销量33.7万吨，下半年平均售价6702元/吨。(7)甲烷氯化物产能22万吨，产能利用率108.77%。(8)DMC销量3.5万吨，下半年平均售价19288元/吨。

##### 2. 多个在建项目促成长

2020年第四季度，公司新增资本支出5.84亿元，在建工程达到31.67亿元，固定资产达到215.15亿元，在建工程/固定资产实现14.72%。聊城化工产业园输变电工程项目成功投运，实现园区外电引入。主要

电话：15117964218

E-MAIL：hesl@tpyzq.com

执业资格证书编码：

在建工程为 60 万吨己内酰胺-尼龙 6 一期工程，高端氟材料一体化项目，聚碳酸酯项目，双氧水项目与乙烯下游一体化项目。其中高端氟材料一体化项目投资额 31.51 亿元，预计 2021 年 6 月完工。己内酰胺一期项目计划投资 33 亿元，预计 2022 年 9 月完工，项目建成投产后，可新增 30 万吨/年己内酰胺、30 万吨/年尼龙 6 及配套产品，预计年可新增销售收入 42.6 亿元，利税 7.6 亿元。同时，公司 120 万吨/年双酚 A 项目、24 万吨/年乙烯下游一体化项目分期分步的方案正在研究制定中。

2020 年公司实控人由聊城国资委变更为中化集团，有望帮助公司迈上新征程。中长期按聊城市绿色化工产业集群发展规划：以先进煤气化为先导，进一步加强煤化工、盐化工、石油化工和氟硅化工产业的有机结合，大力发展战略性新材料，建设聚碳酸酯、己内酰胺·尼龙 6、有机硅、煤化工、尼龙 66、异氰酸酯（MDI、TDI）六个百万吨级产业集群，未来成长空间大。

### 3. 盈利预测及评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 22.52 亿、27.8 亿和 31.47 亿元，EPS 分别为 1.18 元、1.46 元和 1.65 元，对应 PE 为 12.06X、9.77X、8.63X。考虑公司园区一体化、集约化优势显著，产品布局丰富，受益本轮化工品景气提升，叠加未来新产能逐步释放，盈利拐点向上，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求下滑，产品价格大幅波动、项目进展不及预期

#### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 17,592 | 21,205 | 23,883 | 27,078 |
| (+/-%)    | -2.7%  | 20.5%  | 12.6%  | 13.4%  |
| 净利润(百万元)  | 825    | 2,252  | 2,780  | 3,147  |
| (+/-%)    | -52.2% | 173.1% | 23.4%  | 13.2%  |
| 摊薄每股收益(元) | 0.43   | 1.18   | 1.46   | 1.65   |
| 市盈率(PE)   | 29.51  | 12.06  | 9.77   | 8.63   |

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

财务报表预测

利润表（百万元）

|            | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 17592 | 21205 | 23883 | 27078 |
| 营业成本       | 14811 | 16300 | 18098 | 20590 |
| 毛利         | 2782  | 4905  | 5786  | 6489  |
| %营业收入      | 16%   | 23%   | 24%   | 24%   |
| 税金及附加      | 143   | 172   | 194   | 220   |
| %营业收入      | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    |
| 销售费用       | 66    | 79    | 89    | 101   |
| %营业收入      | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| 管理费用       | 399   | 480   | 541   | 613   |
| %营业收入      | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    |
| 研发费用       | 580   | 699   | 788   | 893   |
| %营业收入      | 3%    | 3%    | 3%    | 3%    |
| 财务费用       | 539   | 582   | 582   | 582   |
| %营业收入      | 3%    | 3%    | 2%    | 2%    |
| 资产减值损失     | 51    | 0     | 0     | 0     |
| 信用减值损失     | 20    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益       | 87    | 87    | 87    | 87    |
| 投资收益       | 17    | 0     | 0     | 0     |
| 净敞口套期收益    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产处置收益     | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润       | 1087  | 2980  | 3680  | 4167  |
| %营业收入      | 6%    | 14%   | 15%   | 15%   |
| 营业外收支      | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 利润总额       | 1094  | 2987  | 3686  | 4174  |
| %营业收入      | 6%    | 14%   | 15%   | 15%   |
| 所得税费用      | 269   | 734   | 907   | 1026  |
| 净利润        | 825   | 2252  | 2780  | 3147  |
| 归属于母公司的净利润 | 825   | 2252  | 2780  | 3147  |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS (元/股)  | 0.43  | 1.18  | 1.46  | 1.65  |

现金流量表（百万元）

|            | 2020  | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------|-------|------|------|------|
| 经营活动现金流净额  | 3011  | 2039 | 3355 | 3722 |
| 投资         | 0     | 0    | 0    | 0    |
| 资本性支出      | 7     | 7    | 7    | 7    |
| 其他         | -2596 | 0    | 0    | 0    |
| 投资活动现金流净额  | -2589 | 7    | 7    | 7    |
| 债权融资       | 0     | 1000 | 0    | 0    |
| 股权融资       | 3296  | 0    | 0    | 0    |
| 银行贷款增加（减少） | -2682 | 0    | 0    | 0    |
| 筹资成本       | -1447 | -582 | -582 | -582 |
| 其他         | 267   | 3    | 0    | 0    |
| 筹资活动现金流净额  | -566  | 421  | -582 | -582 |
| 现金净流量      | -145  | 2467 | 2780 | 3147 |

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院；

资产负债表（百万元）

|              | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金         | 364   | 2831  | 5611  | 8758  |
| 交易性金融资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款及应收票据    | 57    | 0     | 0     | 0     |
| 存货           | 1891  | 0     | 0     | 0     |
| 预付账款         | 337   | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产       | 1038  | 299   | 299   | 299   |
| 流动资产合计       | 3687  | 3130  | 5910  | 9057  |
| 可供出售金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 持有至到期投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资       | 53    | 53    | 53    | 53    |
| 投资性房地产       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产合计       | 21515 | 21515 | 21515 | 21515 |
| 无形资产         | 1922  | 1922  | 1922  | 1922  |
| 商誉           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税资产      | 256   | 256   | 256   | 256   |
| 其他非流动资产      | 4431  | 4431  | 4431  | 4431  |
| 资产总计         | 31864 | 31307 | 34087 | 37234 |
| 短期借款         | 8273  | 8273  | 8273  | 8273  |
| 应付票据及应付账款    | 956   | 0     | 0     | 0     |
| 预收账款         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付职工薪酬       | 98    | 0     | 0     | 0     |
| 应交税费         | 390   | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债       | 4314  | 1946  | 1946  | 1946  |
| 流动负债合计       | 14031 | 10219 | 10219 | 10219 |
| 长期借款         | 190   | 190   | 190   | 190   |
| 应付债券         | 1899  | 2898  | 2898  | 2898  |
| 递延所得税负债      | 403   | 403   | 403   | 403   |
| 其他非流动负债      | 965   | 965   | 965   | 965   |
| 负债合计         | 17488 | 14676 | 14676 | 14676 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 14261 | 16516 | 19296 | 22444 |
| 少数股东权益       | 125   | 125   | 125   | 125   |
| 股东权益         | 14386 | 16642 | 19421 | 22569 |
| 负债及股东权益      | 31874 | 31317 | 34097 | 37244 |

基本指标

|           |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | 0.43  | 1.18  | 1.46  | 1.65  |
| BVPS      | 7.49  | 8.67  | 10.13 | 11.79 |
| PE        | 29.51 | 12.06 | 9.77  | 8.63  |
| PEG       | —     | 0.07  | 0.42  | 0.65  |
| PB        | 1.71  | 1.64  | 1.41  | 1.21  |
| EV/EBITDA | 10.09 | 10.64 | 8.19  | 6.66  |
| ROE       | 6%    | 14%   | 14%   | 14%   |

## 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                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com         |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafzl@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@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。