

2018 业绩符合预期, 2019Q1 基本奠定 最差季度业绩, 后续项目静待释放

事件

鲁西化工于 4 月 8 日晚发布 2018 年度报告以及 2019 年一季报, 其中 2018 年实现收入 212.85 亿, 同比增长 35.04%; 实现归母净利润 30.67 亿, 同比增长 57.29%, 同时公司以 14.65 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元 (含税); 2019 年 Q1 实现收入 49.69 亿, 同比增长 1.54%; 实现归母净利润 3.62 亿, 同比下滑 55.73%。

简评

2018 年量价齐升业绩大增, 2019Q1 价格回落影响业绩

2018 年公司多数产品实现价格上涨, 包括尿素、PC、己内酰胺、甲烷氯化物、丁辛醇、DMC 等, 从销量角度而言, 化工制造业 2018 年销量 427.75 万吨, 同比增长 12.09%; 化肥制造业销量 183.28 万吨, 同比下降 2.16%。分产品角度而言, 化工新材料对业绩的贡献比较明显, 2018 年化工新材料收入同比增长 72.62%、毛利率同比提升 0.02 个百分点; 基础化工产品收入提升 20.55%, 但是毛利率小幅下滑 1.34 个百分点; 氮肥产品收入提升 12.66%, 毛利率提升 2.09 个百分点。

公司公告称, 公司被认定为 2018 年度第二批高新技术企业, 设计公司被重新认定为高新技术企业, 有效期三年, 公司母公司 2018 年实现利润总额 15.19 亿, 据此测算节省税费 1.5 亿左右。三项费用方面, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.39%、4.78%、2.12%, 分别同比变化-0.56、0.81、-0.28 个百分点。

2019 年 Q1 季度业绩同比环比均下滑较多, 主要系产品销售价格同比下降所致 (如下表); 同时公司 2019Q1 研发费用增加较多, 研发费用较上年同期增加 394.67%, 主要原因系公司加大研发投入所致。根据我们定时价格跟踪, 3 月份业绩已经大幅好转, Q2 季度有望恢复正常盈利水平。

鲁西工业园构筑护城河, 一体化之路渐行成熟

1) 公司历经 15 年磨砺厚积薄发, 不断完善园区一体化、集约化、园区化、智能化功能, 被石化联合会认定为首批“中国智慧化工园区试点示范单位”、同时列入第一批山东认定化工园区名单中, 鲁西工业园 2018 年更是位居全国化工园区 30 强; 2) 园区内产业链条一体化优势明显, 各装置之间上下游互为原料, 循环利用, 并且通过管网密闭输送, 安全高效, 降低运输成本; 3) 由于响水事件的持续发酵, 叠加 2019 年第二轮中央环保督查开始, 安

鲁西化工 (000830)

维持

买入

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号: S1440518100005

发布日期: 2019 年 04 月 09 日

当前股价: 17.84 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
65.3/56.05	98.0/69.57	19.22/15.59
12 月最高/最低价 (元)		21.94/9.58
总股本 (万股)		146,486.08
流通 A 股 (万股)		146,411.07
总市值 (亿元)		290.34
流通市值 (亿元)		290.19
近 3 月日均成交量 (万)		6,871.93
主要股东		
鲁西集团有限公司		33.6%

股价表现



相关研究报告

19.01.29	【中信建投化学制品】鲁西化工 (000830):业绩预增公告点评:业绩符合预期,项目陆续落地
18.10.31	【中信建投化工】鲁西化工 (000830):Q3 业绩基本触底,新增产能仍在陆续投产
18.08.16	鲁西化工 (000830) 半年报点评:2018 H1 业绩增逾两倍,下半年迎投产高峰

全环保再度升级，化工供给侧改革更趋于常态化与长期化，行业集中度将愈发提高，化工产品有望摆脱过去低价竞争态势，长期价格中枢有望维持在相对高位，而且呈现强者恒强的态势，鲁西有望迎来估值溢价。

后续增量较多，2020 年迎来新旧动能转换项目投产

一方面，我们认为 2019 年 Q1 基本是公司最差业绩，另一方面，公司后续新增产量不断，2019 年公司尚有 20 万吨甲酸、MTO 项目待投产，2020 年及以后，公司入选山东新旧动能转换的打造 100 万吨年产 100 万吨聚碳酸酯绿色循环经济一体化示范项目也将开始陆续投入生产，未来仍具备较多增量。

我们维持公司 2019-2020 年净利润分别为 26.1、29.8 亿，对应 PE 分别为 10X、8.8X，维持买入评级。

表 1：相关产品价格及趋势

单位：元/吨

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
尿素均价	1,672	1,572	1,572	1,789	1,948	1,997	1,976	2,051	1,965
尿素价差	1,066	1,102	1,148	1,047	1,189	1,271	1,225	1,281	1,228
PC 均价	20,919	22,049	24,547	29,898	30,195	28,968	24,741	19,596	18,580
PC 价差	10,736	16,634	16,206	19,182	18,723	16,090	11,276	8,277	7,832
烧碱均价	3,864	4,124	4,131	4,991	4,536	4,208	3,789	4,099	3,694
烧碱价差	3,595	4,125	3,987	4,664	4,206	3,902	3,466	3,746	3,361
CPL 均价	17,695	12,406	14,386	16,339	15,351	15,329	16,560	14,775	12,878
CPL 价差	12,526	10,516	11,146	11,802	10,672	11,036	11,798	10,629	9,611
PA6 均价	19,782	14,792	16,739	18,969	18,723	18,177	19,177	18,313	15,384
PA6 价差	1,952	2,723	2,764	2,602	3,374	2,849	2,617	3,538	2,506
二氯甲烷均价	2,117	2,262	2,707	3,254	2,927	3,313	3,924	3,461	3,292
二氯甲烷价差	59	744	958	813	588	1,013	1,501	1,194	1,353
正丁醇均价	6,211	5,923	7,468	6,890	6,961	7,883	7,858	6,926	6,808
正丁醇价差	1,084	1,905	1,989	1,582	1,608	2,466	1,904	1,180	1,806
辛醇均价	7,443	7,154	8,517	8,134	8,170	8,424	9,067	8,949	7,857
辛醇价差	1,685	2,307	2,364	2,172	2,158	2,341	2,381	2,495	2,243
DMF 均价	5,896	6,229	5,976	6,660	6,653	6,248	5,678	5,450	4,931
DMF 价差	1,545	1,698	1,363	1,662	1,737	1,359	639	546	623
DMC 均价	19,695	21,375	25,371	28,936	29,256	33,126	33,303	21,991	18,792
DMC 价差	8,464	16,252	18,000	15,785	16,218	20,495	21,004	10,038	7,580
三聚氰胺均价	7,571	6,356	7,541	8,620	8,308	7,840	8,283	7,884	6,340
三聚氰胺价差	4,581	4,571	4,796	5,425	4,801	4,244	4,726	4,192	2,804
双氧水价格	572	704	714	1,357	1,397	1,407	974	992	814
甲酸价格	4,167	3,908	4,843	7,788	6,703	5,837	4,541	3,289	2,731
R32 价格	14,256	27,973	16,288	22,348	28,744	22,440	21,902	22,120	19,267
R32 价差	4,018	9,419	7,622	6,675	12,244	8,556	6,353	4,931	4,449
R125 价格	23,856	63,830	48,120	47,022	53,622	48,297	30,435	29,000	27,161
R125 价差	8,280	32,401	25,648	26,535	30,482	29,016	11,271	8,274	9,812

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

表 2：预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	15,761.80	21,284.85	20,730.37	21,918.82	22,491.97
主营收入增长率	43.96%	35.04%	-2.61%	5.73%	2.61%
EBITDA（百万元）	4,198.31	6,088.52	6,308.93	6,898.26	7,317.05
EBITDA 增长率	108.84%	45.02%	3.62%	9.34%	6.07%
净利润（百万元）	1,949.94	3,066.99	2,607.65	2,984.91	3,304.61
净利润增长率	671.95%	57.29%	-14.98%	14.47%	10.71%
ROE	19.02%	28.54%	19.53%	18.27%	16.82%
EPS（元）	1.239	2.015	1.780	2.038	2.256
P/E	14.40	8.85	10.02	8.76	7.91
P/B	2.55	2.43	1.96	1.60	1.33
EV/EBITDA	8.34	5.76	5.20	4.00	2.94

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2年石油行业工作经验，2年基础化工研究经验。2017年新财富基础化工入围团队成员、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859