

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

公司简报

买入 (维持)

当前价：9.65 元

分析师

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

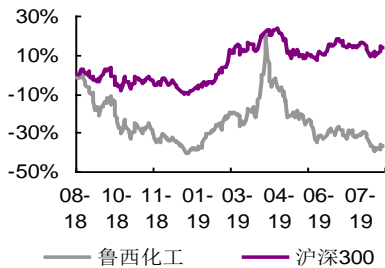
赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)
010-58452072
zhaogc@ebsecn.com

陈冠雄 (执业证书编号：S0930517058003)
021-52523810
chenguanxiong@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：14.65
总市值(亿元)：141.36
一年最低/最高(元)：9.21/19.05
近3月换手率：121.58%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.85	-23.75	-49.82
绝对	-12.27	-20.04	-37.62

资料来源：Wind

相关研报

- 2018 业绩高增长，2019Q1 后单季业绩有望拐点向上——鲁西化工 (000830.SZ) 2018 年报及 2019 年一季度报点评
..... 2019-04-11
- 四季度业绩符合预期，产业链日趋完善静待下一轮景气——鲁西化工 (000830.SZ) 2018 年度业绩预增公告点评
..... 2019-01-30

事件：

公司发布 2019 年半年报，实现营业总收入 98.61 亿元，同减 7.03%；经营性净现金流 15.46 亿元，同减 39.44%；归母净利润 7.63 亿元，同减 55.63%，扣非后 7.49 亿元，同减 56.16%。单 Q2 公司实现营收 48.93 亿元，同减 1.53%，经营性净现金流 9.43 亿元，环比增加 55.97%，归母净利润 4.01 亿元，同增 10.94%。

点评：

◆化工行业周期下行，盈利能力回落

报告期内化工行业受经济下行压力影响景气度持续下降，1H2019 公司主营产品价格除尿素同比持平外其他均大幅下滑，PC (-40.4%)，丁醇 (-10.7%)，辛醇 (-8.5%)，烧碱 (-16.5%)，DMF (-24.3%)，己内酰胺 (-18.1%)，DMC (-37.5%)，尿素 (+0.4%)，甲酸 (-58.3%)，双氧水 (-30.8%)，甲醇 (-23.7%)。综合毛利率同比下滑 7.8pct 至 21.2%，期间费用方面销售费用率同比上升 0.52pct 至 2.97%，管理费用率 (含研发费用) 同比上升 2.53pct 至 4.84%，财务费用率同比上升 0.41pct 至 2.79%；盈利能力方面上半年加权 ROE 同比下滑 12.09pct 至 7.16%。

从上半年各品种的盈利贡献来看，主要来自己内酰胺、多元醇、甲烷氯化物和制冷剂，子公司煤泗新材料 (己内酰胺等业务)、鲁西多元醇新材料科技 (多元醇等业务)、第六化肥有限公司 (甲烷氯化物等业务)、聊城氟尔新材料科技 (制冷剂等业务) 上半年分别实现净利 3.39/0.91/0.64/0.35 亿元，而 2018 年同期贡献利润较大的子公司煤杉新材料科技 (甲酸等业务，1H2018 净利 2.17 亿元) 和鲁西聚碳酸酯 (聚碳酸酯等业务，1H2018 净利 2.25 亿元) 净利润大幅下滑，1H2019 对公司净利润贡献未能超过 10%。

◆研发持续投入，在建项目逐渐落地

公司上半年研发投入 3.63 亿元，其中列入研发费用 3.31 亿元，公司在研发上的持续投入将为后续发展提供强大内生动力。公司被认定为山东省 2018 年第二批高新技术企业，可在规定年限内享受高新技术企业税收优惠政策。报告期内在建续建项目顺利进行，二期尼龙 6 部分系统、年产 20 万吨甲酸项目、环己烷制酮项目已投产转固，四氯乙烯项目试车顺利。期末多元醇原料路线改造项目已完成工程进度 89%，项目投产之后整体产业链中缺失环节将获补充。

◆维持“买入”评级

受化工品价格持续低迷影响，我们下调 2019-2021 年盈利预测，预计 EPS 分别为 1.20、1.54、1.71 元 (前次为 1.66、2.24、2.40 元)，其中 2019 年 PE 对应目前股价仅为 8 倍，远低于 2019 年行业平均 13 倍 PE，仍维持“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。

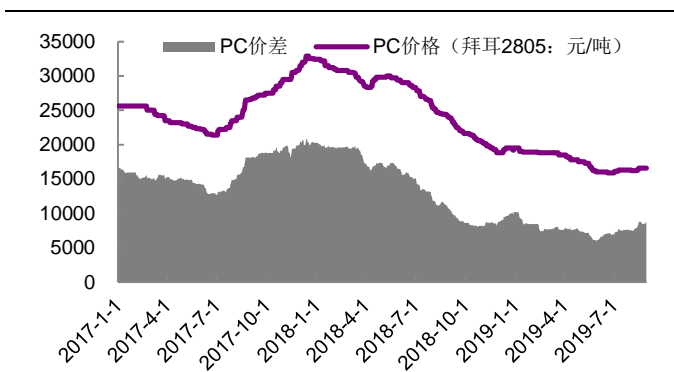
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,762	21,285	19,647	21,219	22,492
营业收入增长率	43.96%	35.04%	-7.70%	8.00%	6.00%
净利润(百万元)	1,950	3,067	1,764	2,253	2,507
净利润增长率	671.95%	57.29%	-42.48%	27.71%	11.27%
EPS(元)	1.33	2.09	1.20	1.54	1.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.02%	28.54%	14.98%	16.55%	16.09%
P/E	7	5	8	6	6
P/B	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 30 日

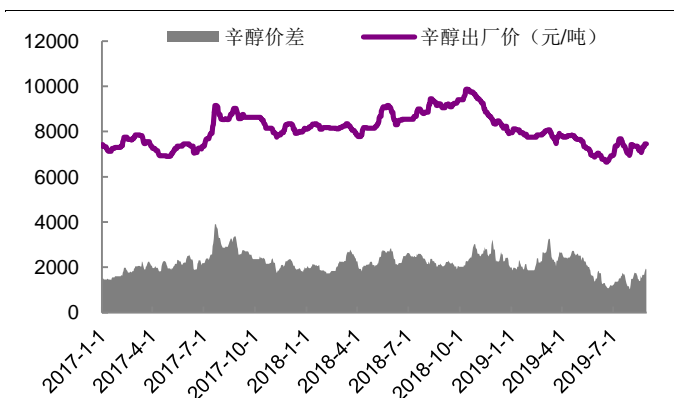
附录: 公司主营产品价格价差

图 1: PC 历史价格价差



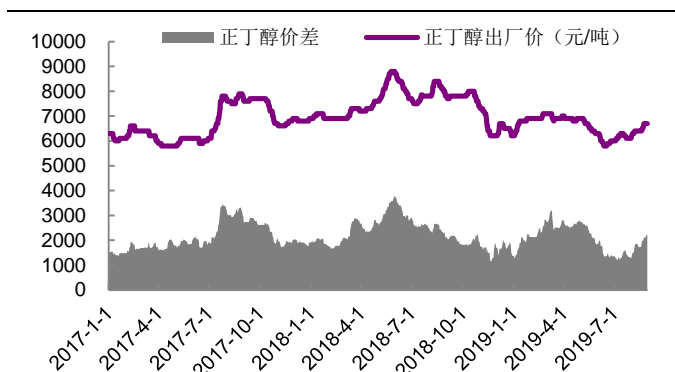
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 3: 辛醇历史价格价差



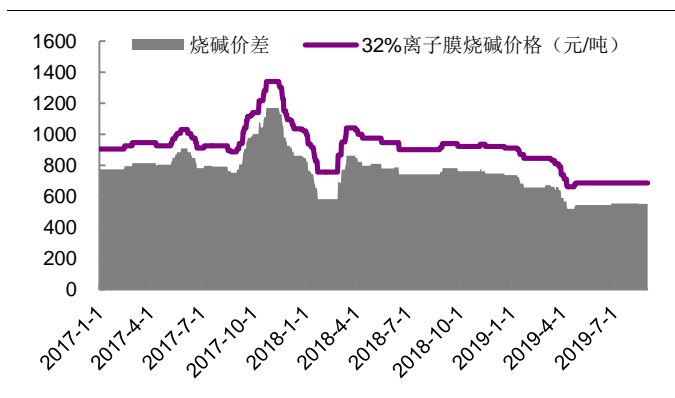
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 2: 正丁醇历史价格价差



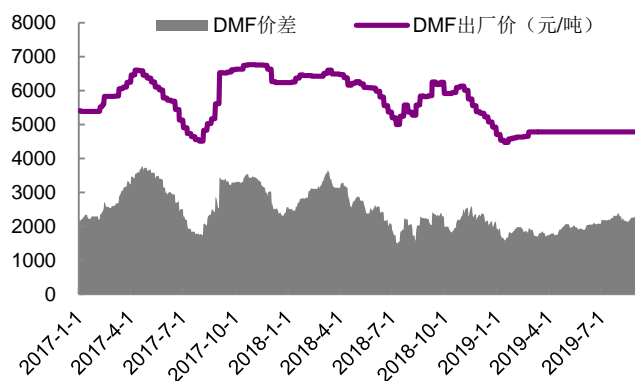
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 4: 烧碱历史价格价差



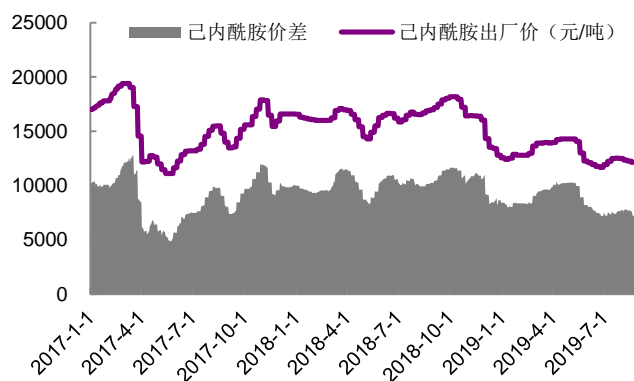
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 5: DMF 历史价格价差



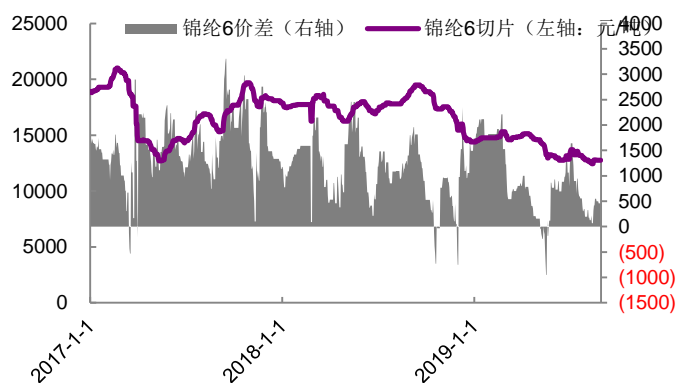
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 6: 己内酰胺历史价格价差



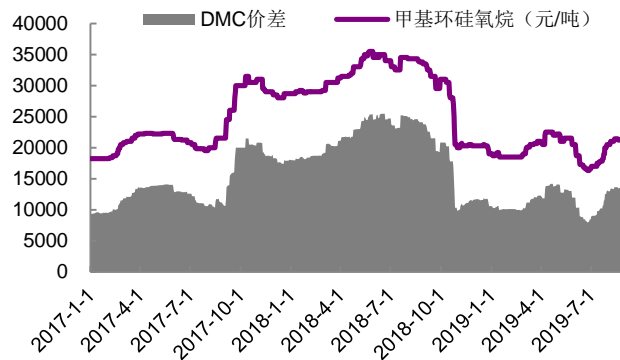
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 7: 锦纶 6 历史价格价差



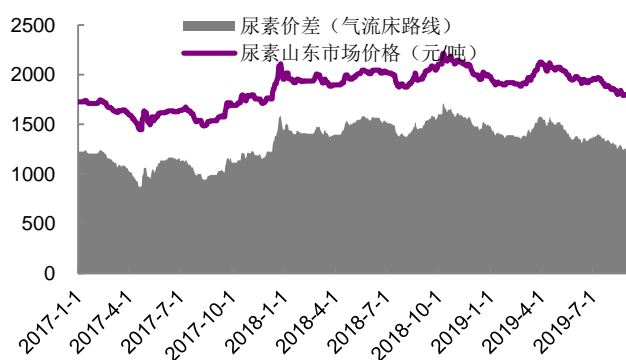
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 8: DMC 历史价格价差



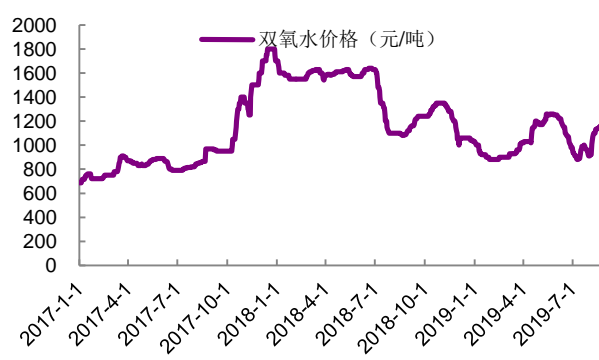
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 9: 尿素历史价格价差

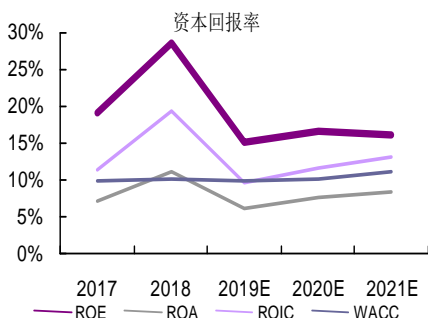
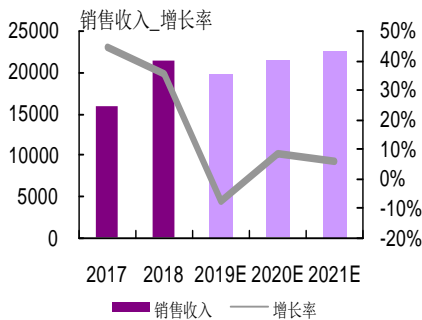
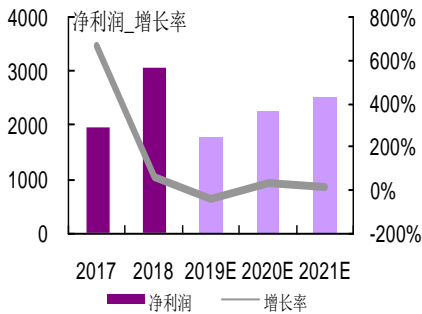
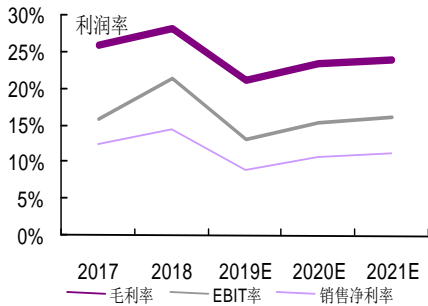


资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 10: 双氧水历史价格



资料来源: WIND, 光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,762	21,285	19,647	21,219	22,492
营业成本	11,654	15,254	15,479	16,253	17,066
折旧和摊销	1,356	1,686	2,103	2,252	2,380
营业税费	118	143	135	146	155
销售费用	466	509	583	630	668
管理费用	625	388	880	950	1,007
财务费用	378	452	382	460	494
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	12	7	12	12
营业利润	2,465	3,950	2,195	2,793	3,111
利润总额	2,476	3,829	2,206	2,816	3,134
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,950	3,067	1,764	2,253	2,507

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	27,775	27,787	29,230	30,117	29,860
流动资产	3,406	2,310	2,706	2,875	3,025
货币资金	772	579	982	1,061	1,125
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	102	102	94	102	108
应收票据	9	1	1	1	1
其他应收款	13	20	19	20	22
存货	1,512	1,053	1,068	1,124	1,180
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	203	193	193	193	193
固定资产	17,870	20,379	21,451	22,253	22,208
无形资产	1,401	1,458	1,386	1,318	1,253
总负债	17,283	16,801	17,214	16,269	14,043
无息负债	7,619	7,291	7,202	7,387	7,555
有息负债	9,663	9,510	10,011	8,882	6,488
股东权益	10,492	10,985	12,017	13,848	15,817
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
公积金	2,591	2,718	2,894	2,912	2,912
未分配利润	3,704	6,065	6,921	8,734	10,703
少数股东权益	238	238	238	237	237

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,007	5,265	4,177	5,030	5,440
净利润	1,950	3,067	1,764	2,253	2,507
折旧摊销	1,356	1,686	2,103	2,252	2,380
净营运资金增加	-1,556	-496	-17	0	-5
其他	2,257	1,008	327	525	558
投资活动产生现金流	-3,443	-3,083	-3,145	-2,957	-1,963
净资本支出	3,448	3,106	3,115	3,001	2,001
长期投资变化	203	193	0	0	0
其他资产变化	-7,094	-6,382	-6,260	-5,958	-3,964
融资活动现金流	-755	-2,181	-630	-1,995	-3,413
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-849	-153	501	-1,130	-2,394
无息负债变化	1,708	-328	-89	185	168
净现金流	-194	0	403	79	64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.96%	35.04%	-7.70%	8.00%	6.00%
净利润增长率	671.95%	57.29%	-42.48%	27.71%	11.27%
EBITDA 增长率	145.92%	62.32%	-30.01%	17.55%	8.74%
EBIT 增长率	863.03%	83.11%	-48.51%	26.12%	10.86%
估值指标					
PE	7	5	8	6	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	6	4	5	4	3
EV/EBIT	8	5	10	7	6
EV/NOPLAT	11	6	12	9	7
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.06%	28.33%	21.21%	23.40%	24.12%
EBITDA 率	24.33%	29.24%	23.78%	25.89%	26.55%
EBIT 率	15.72%	21.32%	13.08%	15.27%	15.97%
税前净利润率	15.71%	17.99%	11.23%	13.27%	13.93%
税后净利润率 (归属母公司)	12.37%	14.41%	8.98%	10.62%	11.15%
ROA	7.02%	11.04%	6.04%	7.48%	8.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.02%	28.54%	14.98%	16.55%	16.09%
经营性 ROIC	11.26%	19.22%	9.41%	11.50%	13.00%
偿债能力					
流动比率	0.22	0.17	0.16	0.18	0.21
速动比率	0.12	0.09	0.10	0.11	0.13
归属母公司权益/有息债务	1.06	1.13	1.18	1.53	2.40
有形资产/有息债务	2.72	2.75	2.77	3.23	4.39
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.33	2.09	1.20	1.54	1.71
每股红利	0.30	0.50	0.29	0.37	0.41
每股经营现金流	2.74	3.59	2.85	3.43	3.71
每股自由现金流(FCFF)	1.20	2.10	0.72	1.26	2.23
每股净资产	7.00	7.34	8.04	9.29	10.64
每股销售收入	10.76	14.53	13.41	14.49	15.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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 2019 版权所有。

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