



一季度业绩略超预期，新产能将有序投放助持续增长

2018年04月12日

强烈推荐/维持

鲁西化工

财报点评

——鲁西化工（000830）公告点评

廖鹏飞	分析师 liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121	执业证书编号：S1480517090001
刘宇卓	分析师 liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030	执业证书编号：S1480516110002
张明烨	分析师 zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017	执业证书编号：S1480517120002
罗四维	研究助理 luosw@dxzq.net.cn 010-66554047	

事件：

公司发布2017年度业绩快报，报告期内实现营收157.6亿，同比+44.0%，实现归母净利润19.5亿，同比+672.0%；其中单Q4实现营收47.0亿，同比+44.7%，环比+24.4%，实现归母净利润8.78亿，同比+1101.0%，环比+68.7%。同时公司发布18Q1业绩预增公告，报告期内预计实现归母净利润8~8.5亿，同比+233%~254%，环比-8.88%~-3.19%，略超市场预期。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	2356.39	2757.55	2589.31	3245.31	3707.72	3579.83	3777.15
增长率（%）	-31.23%	-20.69%	-18.35%	16.04%	57.35%	29.82%	45.87%
毛利率（%）	11.62%	14.12%	15.03%	20.47%	17.66%	20.64%	29.83%
期间费用率（%）	11.16%	9.68%	12.89%	16.45%	8.72%	9.25%	9.97%
营业利润率（%）	0.32%	4.49%	1.96%	2.17%	8.37%	10.81%	18.47%
净利润（百万元）	15.72	112.35	51.41	73.12	240.21	310.99	520.59
增长率（%）	-84.77%	-35.73%	-28.88%	-219.88%	1427.65%	176.81%	912.66%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.08	0.04	0.05	0.16	0.21	0.36
资产负债率（%）	64.64%	64.90%	63.09%	65.52%	64.80%	64.65%	63.32%
净资产收益率（%）	0.20%	1.38%	0.59%	0.85%	2.70%	3.38%	5.39%
总资产收益率（%）	0.07%	0.49%	0.22%	0.29%	0.95%	1.20%	1.98%

观点：

- 一季度业绩略超预期。公司安全环保管控有效，各生产装置保持了长周期满负荷稳定运行，在建续建项目进展顺利。受国家安全环保政策趋严以及市场供求关系影响，公司大部分化工产品和重点化工新材料产品价格同比有不同程度上升，个别化工产品均价由于淡季因素+采暖季后期行业限产力度削弱因素环比

略有小幅下滑，化肥产品均价继续上涨；产品销售保持产销平衡，单季度业绩同比有较大提升，环比总体基本保持稳定。化肥产品方面，尿素Q1均价QOQ+14%、YOY+19%，复合肥QOQ+6%、YOY+12%；化工产品方面，烧碱QOQ-25%、YOY-4%，二氯甲烷QOQ-10%、YOY+42%，DMF QOQ-4%、YOY+13%，DMC QOQ+0.04%、YOY+50%，甲酸QOQ-16%、YOY+61%，丁辛醇QOQ+0.5%、YOY+11.5%，双氧水QOQ+6.7%、YOY+105%，聚碳酸酯QOQ+3%、YOY+25%。

- 新增产能助推全年业绩平稳向上。今年公司有大量新增产能释放，石化产品方面包括10万吨己内酰胺及配套36万吨27.5%双氧水、13万吨PA6，新材料方面主要为PC二期13.5万吨，煤化工产品方面包括甲酸二期20万吨、丁辛醇以及90万吨氨醇产能。根据公司公告，其中己内酰胺10万吨已于2月份投产，其余装置有望于二三季度陆续投产。即使二三季度在库存和季节性等因素下公司主营产品价格有所下滑，公司新投放产能也有望助力业绩继续平稳向上；在今年环保压力不减的态势下，预计四季度采暖季限产政策有望持续，产品价格相对乐观。
- 长期看好公司大化工园区发展。17Q4、18Q1连续两个季度公司业绩站上8个亿，对于相对比较有争议的公司业绩持续性，我们较为乐观：化工产品方面，扩能持续推进，煤化工+氯碱化工+氟硅化工协同效应降本增效；化肥产品方面淘汰落后产能、新上低成本煤气化平台，成本控制更加严格；此外，环保高压持续下，公司一体化园区充分受益，在落后产能由于环保压力下开工、扩能受限情况下，化工品价格高位持续性较好，公司的园区、人员、装置的规模优势愈发显著。

结论：

预计公司2017~2019年归母净利润分别为19.5、33.3和39.7亿，当前股价对应PE分别为13.8、7.4和6.6倍，给予公司2018年12倍PE，目标市值400亿，维持“强烈推荐”评级。

风险：

产品价格大幅波动；新项目进度不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业收入		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	3411	3655	4587	5670	6324	营业收入		12871	10949	15762	20675	22790			
货币资金	973	945	1361	1785	1968	营业成本		10966	9232	11289	13892	15048			
应收账款	70	43	62	81	89	营业税金及附加		34	62	89	117	129			
其他应收款	17	12	17	23	25	营业费用		594	475	685	898	990			
预付款项	157	343	570	849	1152	管理费用		412	466	671	880	970			
存货	1485	1547	1892	2329	2522	财务费用		552	456	491	508	416			
其他流动资产	672	713	610	504	459	资产减值损失		5.70	0.19	0.19	0.19	0.19			
非流动资产合计	18955	21409	21807	21027	19231	公允价值变动收益		0.00	-0.03	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	186	201	201	201	201	投资净收益		7.08	-4.95	-4.95	-4.95	-4.95			
固定资产	14919	15310	17598	17852	16787	营业利润		314	252	2533	4376	5232			
无形资产	959	1118	1047	952	867	营业外收入		81.59	65.81	65.81	65.81	65.81			
其他非流动资产	445	665	665	665	665	营业外支出		1.93	0.80	0.80	0.80	0.80			
资产总计	22367	25065	26394	26697	25555	利润总额		394	317	2598	4441	5297			
流动负债合计	11263	12095	11910	10006	6338	所得税		105	65	650	1110	1324			
短期借款	4637	6794	7419	5120	1435	净利润		289	253	1949	3330	3973			
应付账款	1560	1776	2142	2372	2313	少数股东损益		0	0	0	0	0			
预收款项	370	440	531	531	531	归属母公司净利润		289	253	1949	3330	3973			
一年内到期的非流	619	383	383	383	383	EBITDA		3014	3101	4666	6673	7455			
非流动负债合计	3140	4328	4869	5409	5950	EPS (元)		0.18	0.09	1.33	2.27	2.71			
长期借款	894	1435	1976	2516	3057	主要财务比率									
应付债券	1900	1900	1900	1900	1900	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					
负债合计	14404	16423	16778	15416	12288	成长能力									
少数股东权益	150	200	200	200	200	营业收入增长	-1.22%	-14.94	43.96%	31.17%	10.23%				
实收资本(或股本)	1465	1465	1465	1465	1465	营业利润增长	-29.48	-19.73	903.8%	72.73%	19.57%				
资本公积	2184	2184	2184	2184	2184	归属于母公司净利润	671.44	70.91%	671.4%	70.91%	19.28%				
未分配利润	1820	1941	177	-2837	-6433	获利能力									
归属母公司股东权	7813	8441	6919	8585	10571	毛利率 (%)	3.33%	2.39%	2.35%	28.38%	32.81%				
负债和所有者权	22367	25065	26394	26697	25555	净利率 (%)	2.25%	2.31%	12.36%	16.11%	17.43%				
现金流量表						单位:百万元		总资产净利润 (%)	1.29%	1.01%	7.38%	12.48%	15.55%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE (%)		3.70%	2.99%	28.16%	38.79%	37.58%		
经营活动现金流	1743	1083	2844	5370	5745	偿债能力									
净利润	289	253	1949	3330	3973	资产负债率 (%)	64%	66%	64%	58%	48%				
折旧摊销	2147.4	2392.5	0.00	1685.3	1711.2	流动比率	0.30	0.30	0.39	0.57	0.63				
财务费用	552	456	491	508	416	速动比率	0.17	0.17	0.23	0.33	0.40				
应付帐款的变化	0	0	-19	-19	-8	营运能力									
预收帐款的变化	0	0	91	0	0	总资产周转率	0.61	0.46	0.61	0.78	0.87				
投资活动现金流	-2986	-2508	-2045	-1015	-15	应收账款周转率	240	194	301	290	268				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.68	6.56	8.05	9.16	9.73				
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	7	-5	-5	-5	-5	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.09	1.33	2.27	2.71				
筹资活动现金流	1441	1714	-383	-3931	-5547	每股净现金流(最新)	0.14	0.20	0.28	0.29	0.12				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.33	5.76	4.72	5.86	7.22				
长期借款增加	0	0	541	541	541	估值比率									
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	98.78	197.56	13.37	7.82	6.56				
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.33	3.09	3.76	3.03	2.46				
现金净增加额	199	289	416	424	183	EV/EBITDA	10.99	11.48	7.79	5.12	4.14				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。