

业绩基本符合预期，维持“买入”评级

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年中报，2018 年上半年实现营业收入 106.07 亿元，同比增长 45.55%，归母净利润 17.20 亿元，同比增长 212.07%，扣非后归母净利润 17.08 亿元，同比增长 218.77%，EPS 1.13 元。
- **产业链条逐步丰富，业绩持续同比大幅增长。** 目前公司有己内酰胺 20 万吨、聚碳酸酯 6.5 万吨、PA67 万吨、烧碱 40 万吨、甲烷氯化物 22 万吨、甲酸钠 20 万吨、甲酸 20 万吨、尿素 90 万吨、复合肥 170 万吨的产能规模。由于新产能的逐步释放和化工行业景气回升，2017Q1-2018Q2，公司单季度归母净利润分别为 3.17 亿、3.92 亿、7.02 亿、8.77 亿、8.17 亿（春节因素影响）、9.03 亿，18 年同比大幅增长。公司上半年基本没有受到上合峰会的影响。分产品来看，公司今年上半年化工新材料产品营业收入同比增长 99.23%（己内酰胺二期 10 万吨、双氧水 18 万吨投产），毛利率提升 8.18 个百分点，对业绩的贡献较大。另外，由于营业收入的大幅增长，公司期间费用率水平持续下降，2018 年上半年期间费用率 7.14%，同比下降 1.84 个百分点。目前，公司具备较为完整的煤化工、盐化工、氟硅化工、化工新材料的产品链条，各产品间互为原料，生产装置关联性强，化工循环产业链使得公司综合竞争优势突出。
- **积极推进在建续建项目，制造与工程设备制造能力进一步提升。** 2018 年上半年，退城进园一体化项目中的合成氨和气化炉装置已经安全实施投料生产，产出了优质的合成气和液氨产品，实现了园区内液氨和合成气供应的自给自足。同时，配套共用工程已经投入运行，进一步降低了生产成本，提高了园区的综合竞争力。另外，公司积极响应山东省新旧动能转换重大工程要求，取消了尿素、硝基复合肥项目建设。甲醇项目、多元醇原料路线改造等项目正在按照建设节点有序推进，预计下半年公司将会迎来新的增量产能投放，公司 PC 二期 13.5 万吨、甲酸二期 20 万吨，PA6 二期 23 万吨。另外，根据已经披露的山东省新旧动能转换重大项目库第一批优选项目名单，鲁西化工年产 100 万吨有机硅和年产 100 万吨聚碳酸酯项目榜上有名，这将开启公司新的资本开支驱动，是公司未来发展的动力之一，有望加深公司护城河，打造低成本、抗周期、多元化、园区化的优势。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 2.43 元、2.82 元、2.94 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格波动较大的风险；在建项目推进及达产或不及预期的风险；短期债务压力较大的风险；未来资本支出规模较大，财务杠杆进一步上升的风险。

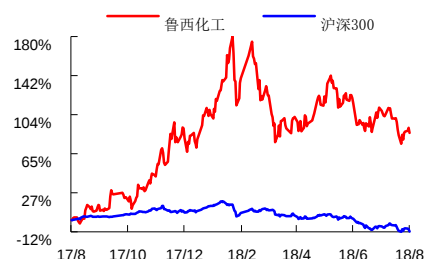
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	15761.80	21747.18	24046.37	25087.22
增长率	43.96%	37.97%	10.57%	4.33%
归属母公司净利润 (百万元)	1949.94	3555.20	4131.65	4305.93
增长率	671.95%	82.32%	16.21%	4.22%
每股收益 EPS (元)	1.33	2.43	2.82	2.94
净资产收益率 ROE	18.58%	31.85%	28.33%	23.84%
PE	12	7	6	6
PB	2.32	2.18	1.66	1.33

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.65
流通 A 股(亿股)	14.64
52 周内股价区间(元)	8.58-24.9
总市值(亿元)	237.75
总资产(亿元)	295.75
每股净资产(元)	7.88

相关研究

1. 鲁西化工(000830): 一季度业绩超预期, 高成长属性不改 (2018-04-12)
2. 鲁西化工 (000830): 业绩持续超预期, 看好公司高成长属性 (2018-01-29)
3. 鲁西化工 (000830): 全年预计高增长, 看好明年 (2017-10-26)

关键假设：

假设 1：2018 年下半年，公司 PC 二期 13.5 万吨、甲酸二期 20 万吨，PA6 二期 23 万吨产能投产。

假设 2：暂不考虑公司 100 万吨有机硅和 100 万吨聚碳酸酯项目。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	15761.8	21747.2	24046.4	25087.2
	增速	44.0%	38.0%	10.6%	4.3%
	成本	11654.0	15526.0	17073.0	18001.3
	毛利率	26.1%	28.6%	29.0%	28.2%
化工新材料	收入	8536.58	14939.02	17209.75	18207.91
	增速	92.9%	75.0%	15.2%	5.8%
	成本	5716.67	10009.14	11530.53	12381.38
	毛利率	33.0%	33.0%	33.0%	32.0%
基础化工	收入	4086.90	3898.90	3898.90	3898.90
	增速	45.4%	-4.6%	0.0%	0.0%
	成本	3192.25	3041.14	3041.14	3080.13
	毛利率	21.9%	22.0%	22.0%	21.0%
化肥	收入	3100.38	2852.35	2852.35	2852.35
	增速	-13.3%	-8.0%	0.0%	0.0%
	成本	2710.06	2424.49	2424.49	2424.49
	毛利率	12.6%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	37.94	56.92	85.37	128.06
	增速	-72.2%	50.0%	50.0%	50.0%
	成本	35.07	51.22	76.84	115.25
	毛利率	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15761.80	21747.18	24046.37	25087.22	净利润	1949.91	3555.20	4131.65	4305.93
营业成本	11654.05	15526.00	17073.00	18001.26	折旧与摊销	1356.01	1728.33	2008.63	2176.28
营业税金及附加	118.09	142.99	169.13	170.70	财务费用	377.68	491.12	498.99	398.83
销售费用	465.51	587.17	553.07	551.92	资产减值损失	42.84	50.00	50.00	50.00
管理费用	625.34	500.19	504.97	501.74	经营营运资本变动	1791.04	853.96	642.20	297.35
财务费用	377.68	491.12	498.99	398.83	其他	-1510.69	-52.28	-52.20	-48.53
资产减值损失	42.84	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	4006.78	6626.33	7279.28	7179.85
投资收益	6.81	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3052.38	-3000.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	0.03	0.00	0.01	0.01	其他	-390.31	0.00	0.01	0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3442.69	-3000.00	-2999.99	-2999.99
营业利润	2464.62	4449.71	5197.21	5412.78	短期借款	-386.00	3452.07	-2839.34	-2850.62
其他非经营损益	11.10	40.49	34.78	32.74	长期借款	-480.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2475.72	4490.21	5231.99	5445.52	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	525.81	935.01	1100.34	1139.59	支付股利	0.00	-389.99	-711.04	-826.33
净利润	1949.91	3555.20	4131.65	4305.93	其他	111.34	-5285.32	-498.99	-398.83
少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-754.67	-2223.24	-4049.36	-4075.78
归属母公司股东净利润	1949.94	3555.20	4131.65	4305.93	现金流量净额	-194.48	1403.10	229.92	104.09
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	771.62	2174.72	2404.64	2508.72	成长能力				
应收和预付款项	362.82	556.52	582.52	626.40	销售收入增长率	43.96%	37.97%	10.57%	4.33%
存货	1511.88	2018.62	2222.36	2341.82	营业利润增长率	876.63%	80.54%	16.80%	4.15%
其他流动资产	759.67	1048.15	1158.96	1209.13	净利润增长率	671.94%	82.33%	16.21%	4.22%
长期股权投资	202.84	202.84	202.84	202.84	EBITDA 增长率	108.84%	58.85%	15.53%	3.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	21902.30	23207.57	24232.53	25089.85	毛利率	26.06%	28.61%	29.00%	28.25%
无形资产和开发支出	1400.92	1367.32	1333.73	1300.13	三费率	9.32%	7.26%	6.48%	5.79%
其他非流动资产	862.68	862.68	862.68	862.68	净利率	12.37%	16.35%	17.18%	17.16%
资产总计	27774.72	31438.40	33000.26	34141.57	ROE	18.58%	31.85%	28.33%	23.84%
短期借款	6408.30	9860.37	7021.03	4170.41	ROA	7.02%	11.31%	12.52%	12.61%
应付和预收款项	3955.82	4904.67	5528.96	5827.51	ROIC	11.80%	19.17%	21.21%	21.07%
长期借款	955.00	955.00	955.00	955.00	EBITDA/销售收入	26.64%	30.67%	32.04%	31.84%
其他负债	5963.61	4555.35	4911.64	5125.42	营运能力				
负债合计	17282.73	20275.39	18416.63	16078.34	总资产周转率	0.60	0.73	0.75	0.75
股本	1464.86	1464.86	1464.86	1464.86	固定资产周转率	0.95	1.06	1.01	1.02
资本公积	2184.05	2184.05	2184.05	2184.05	应收账款周转率	217.39	197.07	191.02	182.22
留存收益	4110.84	7276.05	10696.67	14176.26	存货周转率	7.60	8.77	8.04	7.88
归属母公司股东权益	10253.95	10924.97	14345.58	17825.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.52%	—	—	—
少数股东权益	238.05	238.05	238.05	238.05	资本结构				
股东权益合计	10492.00	11163.02	14583.63	18063.23	资产负债率	62.22%	64.49%	55.81%	47.09%
负债和股东权益合计	27774.72	31438.40	33000.26	34141.57	带息债务/总负债	42.60%	53.34%	43.31%	31.88%
					流动比率	0.22	0.32	0.39	0.47
					速动比率	0.12	0.21	0.25	0.31
					股利支付率	0.00%	10.97%	17.21%	19.19%
					每股指标				
					每股收益	1.33	2.43	2.82	2.94
					每股净资产	7.00	7.46	9.79	12.17
					每股经营现金	2.74	4.52	4.97	4.90
					每股股利	0.00	0.27	0.49	0.56
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	4198.31	6669.16	7704.83	7987.88					
PE	12.19	6.69	5.75	5.52					
PB	2.32	2.18	1.66	1.33					
PS	1.51	1.09	0.99	0.95					
EV/EBITDA	7.58	4.73	3.70	3.20					
股息率	0.00%	1.64%	2.99%	3.48%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn