

2019年04月10日

鲁西化工 (000830.SZ)

18 年报符合预期，项目投产增强一体化优势

■事件：公司发布 2018 年报，全年实现营收 212.85 亿元，同比+35.04%；归母净利润 30.67 亿元，同比+57.29%。发布 2019 年一季报，2019Q1 实现营收 49.69 亿元，同比+1.54%；归母净利润 3.62 亿元，同比-55.73%。

■项目顺利投产，产销量增加，2018 年业绩同比增长：2018 年公司以实施新旧动能转换重大工程为契机，新建续建项目己内酰胺二期、PC 二期、合成氨、气化炉、双氧水、PA6 等项目顺利投产，甲醇、烷法制酮项目进入联动试车阶段，进一步优化园区产业结构，产销量增加，化工制造业销量同比增长 12.09%。在全球大宗商品波动中发挥园区一体化优势，实现毛利率 28.33%，同比增长 2.27 pct，保持了产销平衡，实现经济效益同比增长。较高毛利的化工新材料产品营收比重进一步增长至 69.23%。

■2019Q1 由于产品价格下滑影响单季度利润，全年产量将继续增长：公司主要产品 PC、己内酰胺、PA6、甲酸、丁醇、辛醇、烧碱、尿素、双氧水 2019Q1 均价分别同比 2018Q1 变动-37.38%、-18.26%、-0.74%、-59.22%、-1.97%、-4.08%、-20.87%、-1.18%、-41.58%。据公告，公司计划 2019 年发挥退城进园一体化项目中合成氨、气化炉、甲醇项目和聚碳酸酯二期等项目的最佳产能，实现产量 985 万吨，高于 2018 年水平，并将积极推进在建续建项目 20 万吨甲酸投产。

■立足智慧化工园区建设，自有园区价值有望被重估：公司公告 2018 年通过了山东省化工园区认定，被列入第一批 31 家化工园区名单，位居山东省新材料领军企业 50 强第 3 位。园区“一体化、集约化、园区化、智能化”优势显著，受外部供给波动影响较小，可保持长周期稳定运行，自有园区价值有望重估。

■投资建议：预计 19-21 年净利润分别为 22、25、30 亿元，对应 PE 分别为 11.5、10.1、8.5。维持买入-A 评级，6 个月目标价 20 元。

■风险提示：产品价格波动、下游需求不及预期等。

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 15,761.8 | 21,284.8 | 21,710.5 | 23,881.6 | 27,463.8 |
| 净利润 | 1,949.9 | 3,067.0 | 2,202.6 | 2,501.1 | 2,982.5 |
| 每股收益(元) | 1.33 | 2.09 | 1.50 | 1.71 | 2.04 |
| 每股净资产(元) | 7.00 | 7.34 | 8.50 | 10.21 | 12.24 |

| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 13.0 | 8.3 | 11.5 | 10.1 | 8.5 |
| 市净率(倍) | 2.5 | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| 净利润率 | 12.4% | 14.4% | 10.1% | 10.5% | 10.9% |
| 净资产收益率 | 19.0% | 28.5% | 17.7% | 16.7% | 16.6% |
| 股息收益率 | 1.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 12.8% | 18.7% | 12.7% | 15.7% | 17.4% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

氮肥

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**20 元**
股价 (2019-04-10) **17.30 元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 25,342.09 |
| 流通市值(百万元) | 25,329.12 |
| 总股本(百万股) | 1,464.86 |
| 流通股本(百万股) | 1,464.11 |
| 12 个月价格区间 | 9.72/21.49 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|------|
| 相对收益 | 38.0 | 39.68 | 8.51 |
| 绝对收益 | 48.79 | 75.76 | 7.31 |

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001
qiaolu@essence.com.cn

相关报告

- 鲁西化工：产销增长增厚利润，业绩符合预期/张汪强 2019-01-28
- 鲁西化工：经营持续稳健，新产能陆续投产/张汪强 2018-10-30
- 鲁西化工：业绩符合预期，下半年望迎投产高峰/张汪强 2018-08-16
- 鲁西化工：业绩上修单季 9 亿，18 年看新产能陆续投放/袁善宸 2018-01-27

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 15,761.8 | 21,284.8 | 21,710.5 | 23,881.6 | 27,463.8 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 11,654.0 | 15,254.2 | 16,586.9 | 18,197.8 | 20,872.5 | 营业收入增长率 | 44.0% | 35.0% | 2.0% | 10.0% | 15.0% |
| 营业税费 | 118.1 | 142.8 | 143.7 | 165.8 | 185.6 | 营业利润增长率 | 876.6% | 60.3% | -25.3% | 14.4% | 19.5% |
| 销售费用 | 465.5 | 508.9 | 759.9 | 883.6 | 1,098.6 | 净利润增长率 | 672.0% | 57.3% | -28.2% | 13.6% | 19.3% |
| 管理费用 | 625.3 | 388.1 | 911.8 | 1,050.8 | 1,235.9 | EBITDA 增长率 | 109.9% | 58.5% | -23.7% | 6.3% | 9.1% |
| 财务费用 | 377.7 | 452.2 | 346.6 | 195.7 | 32.1 | EBIT 增长率 | 304.1% | 74.7% | -34.1% | 8.3% | 13.9% |
| 资产减值损失 | 42.8 | 0.7 | 14.6 | 19.4 | 11.5 | NOPLAT 增长率 | 297.0% | 57.5% | -29.8% | 8.3% | 13.9% |
| 加:公允价值变动收益 | 0.0 | - | 0.0 | -0.0 | 0.0 | 投资资本增长率 | 8.1% | 3.3% | -12.3% | 2.7% | -28.7% |
| 投资和汇兑收益 | 6.8 | 12.2 | 4.7 | 7.9 | 8.3 | 净资产增长率 | 21.4% | 4.7% | 15.5% | 19.7% | 19.6% |
| 营业利润 | 2,464.6 | 3,950.4 | 2,951.8 | 3,376.4 | 4,036.0 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 11.1 | -121.1 | -15.0 | -41.7 | -59.3 | 毛利率 | 26.1% | 28.3% | 23.6% | 23.8% | 24.0% |
| 利润总额 | 2,475.7 | 3,829.3 | 2,936.8 | 3,334.7 | 3,976.7 | 营业利润率 | 15.6% | 18.6% | 13.6% | 14.1% | 14.7% |
| 减:所得税 | 525.8 | 762.8 | 734.2 | 833.7 | 994.2 | 净利润率 | 12.4% | 14.4% | 10.1% | 10.5% | 10.9% |
| 净利润 | 1,949.9 | 3,067.0 | 2,202.6 | 2,501.1 | 2,982.5 | EBITDA/营业收入 | 26.8% | 31.4% | 23.5% | 22.7% | 21.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 18.2% | 23.5% | 15.2% | 15.0% | 14.8% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 379 | 323 | 345 | 311 | 250 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | -71 | -74 | -87 | -71 | -69 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 81 | 48 | 71 | 76 | 107 |
| | | | | | | 应收帐款周转天数 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 35 | 22 | 35 | 31 | 30 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 603 | 470 | 484 | 430 | 391 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 415 | 324 | 304 | 261 | 197 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 19.0% | 28.5% | 17.7% | 16.7% | 16.6% |
| | | | | | | ROA | 7.0% | 11.0% | 7.2% | 9.4% | 9.0% |
| | | | | | | ROIC | 12.8% | 18.7% | 12.7% | 15.7% | 17.4% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 3.0% | 2.4% | 3.5% | 3.7% | 4.0% |
| | | | | | | 管理费用率 | 4.0% | 1.8% | 4.2% | 4.4% | 4.5% |
| | | | | | | 财务费用率 | 2.4% | 2.1% | 1.6% | 0.8% | 0.1% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 9.3% | 6.3% | 9.3% | 8.9% | 8.6% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 62.2% | 60.5% | 58.5% | 42.6% | 45.2% |
| | | | | | | 负债权益比 | 164.7% | 152.9% | 140.9% | 74.3% | 82.3% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.22 | 0.17 | 0.40 | 0.41 | 0.98 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.12 | 0.09 | 0.20 | 0.31 | 0.70 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 7.58 | 11.06 | 9.52 | 18.25 | 126.89 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.30 | - | - | - | - |
| | | | | | | 分红比率 | 22.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 股息收益率 | 1.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资产负债表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金 | 771.6 | 579.4 | 1,736.8 | 1,910.5 | 7,580.5 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 115.2 | 122.6 | 129.8 | 137.6 | 173.7 |
| 应收票据 | 8.8 | 1.4 | 90.0 | 34.0 | 35.0 |
| 预付帐款 | 238.8 | 199.9 | 534.1 | 211.4 | 581.6 |
| 存货 | 1,511.9 | 1,052.6 | 3,144.3 | 1,002.7 | 3,512.9 |
| 其他流动资产 | 759.7 | 354.2 | 608.9 | 574.3 | 512.4 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 202.8 | 193.0 | 193.0 | 193.0 | 193.0 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 17,870.4 | 20,378.8 | 21,262.8 | 19,993.2 | 18,182.1 |
| 在建工程 | 4,031.9 | 2,816.6 | 829.2 | 514.6 | 514.6 |
| 无形资产 | 1,400.9 | 1,457.9 | 1,415.8 | 1,373.8 | 1,331.7 |
| 其他非流动资产 | 862.7 | 630.3 | 615.0 | 523.9 | 518.1 |
| 资产总额 | 27,774.7 | 27,786.5 | 30,559.7 | 26,468.8 | 33,135.5 |
| 短期债务 | 6,408.3 | 6,546.8 | 4,348.8 | 2,386.9 | - |
| 应付帐款 | 2,672.4 | 1,709.8 | 5,021.8 | 1,802.9 | 5,628.7 |
| 应付票据 | 742.7 | 75.8 | 1,561.5 | 48.3 | 1,627.3 |
| 其他流动负债 | 5,524.8 | 5,356.2 | 4,755.2 | 5,093.5 | 5,436.9 |
| 长期借款 | 955.0 | 432.5 | - | - | - |
| 其他非流动负债 | 979.6 | 2,680.3 | 2,184.3 | 1,948.0 | 2,270.9 |
| 负债总额 | 17,282.7 | 16,801.4 | 17,871.5 | 11,279.6 | 14,963.8 |
| 少数股东权益 | 238.1 | 237.6 | 237.6 | 237.6 | 237.6 |
| 股本 | 1,464.9 | 1,464.9 | 1,464.9 | 1,464.9 | 1,464.9 |
| 留存收益 | 6,294.9 | 8,783.1 | 10,985.7 | 13,486.7 | 16,469.3 |
| 股东权益 | 10,492.0 | 10,985.1 | 12,688.2 | 15,189.2 | 18,171.7 |

现金流量表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 净利润 | 1,949.9 | 3,066.6 | 2,202.6 | 2,501.1 | 2,982.5 |
| 加:折旧和摊销 | 1,356.0 | 1,685.8 | 1,806.6 | 1,853.1 | 1,853.1 |
| 资产减值准备 | 42.8 | 0.7 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | -0.0 | - | 0.0 | -0.0 | 0.0 |
| 财务费用 | 378.6 | 462.3 | 346.6 | 195.7 | 32.1 |
| 投资损失 | -6.8 | -12.2 | -4.7 | -7.9 | -8.3 |
| 少数股东损益 | -0.0 | -0.4 | - | - | - |
| 营运资金的变动 | 1,732.1 | 1,707.0 | 938.2 | -2,048.2 | 3,187.6 |
| 经营活动产生现金流量 | 4,006.8 | 5,265.1 | 5,289.3 | 2,493.9 | 8,047.1 |
| 投资活动产生现金流量 | -3,442.7 | -3,083.5 | -495.3 | -192.1 | 8.3 |
| 融资活动产生现金流量 | -754.7 | -2,181.5 | -3,636.5 | -2,128.1 | -2,385.4 |

业绩和估值指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| EPS(元) | 1.33 | 2.09 | 1.50 | 1.71 | 2.04 |
| BVPS(元) | 7.00 | 7.34 | 8.50 | 10.21 | 12.24 |
| PE(X) | 13.0 | 8.3 | 11.5 | 10.1 | 8.5 |
| PB(X) | 2.5 | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| P/FCF | -80.7 | 11.1 | 14.1 | 231.5 | 4.5 |
| P/S | 1.6 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 7.6 | 3.5 | 5.9 | 5.2 | 3.4 |
| CAGR(%) | 8.7% | -0.9% | 105.8% | 8.7% | -0.9% |
| PEG | 1.5 | -9.0 | 0.1 | 1.2 | -9.2 |
| ROIC/WACC | 1.4 | 2.0 | 1.4 | 1.7 | 1.9 |
| REP | 1.2 | 0.6 | 1.3 | 0.9 | 0.9 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张汪强、乔璐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|---------------|-----------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 苏梦 | | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 杨晔 | 0755-23919631 | yangye@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 王红彦 | 0755-82714067 | wanghy8@essence.com.cn |
| 黎欢 | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034