

装置检修影响业绩，期待底部复苏

鲁西化工(000830)

事件

公司发布 2019 年三季报

公司于 2019 年 10 月 28 日发布三季报。前三季度公司合计实现 136.42 亿元，同比减少 13.50%，实现归母净利 8.64 亿元，同比减少 63.25%。其中 Q3 单季公司实现营收 37.81 亿元，同比减少 26.80%，实现归母净利 1.01 亿元，同比减少 84.02%。

简评

装置检修影响产销量，行业景气下滑带动价格同比下降

2019 年 8 月份，按照年度检修计划，鲁西化工园区内的生产装置（煤化工、盐化工、化工新材料中的装置）进行停车检修，对公司产品产销量造成一定影响，导致 Q3 单季度营业收入和净利润同比下降幅度较大。

产品价格方面，公司主要产品同比有较大程度下滑，而环比则有所分歧，下跌品种居多，对公司毛利率形成压制，Q3 单季毛利率 16.91%，环比下滑 4.31pct，同比下滑 8.64pct。分产品线来看，Q3 农肥市场表现较差，尿素价格环比下降 140 元/吨，复合肥价格同样有所下滑；氯碱方面，烧碱景气有所下行，价格小幅下降 41 元/吨；多元醇方面，丁辛醇价格基本跌至行业成本线，Q3 价格环比波动不大；新材料方面，尼龙产业链由于需求不畅，相关产品价格均继续下滑，己内酰胺、PA6 均价分别为 11984 元/吨、13596 元/吨，环比下滑 739 元/吨、988 元/吨；PC 则由于行业产能扩张速度较快，景气继续下行，Q3 均价 15561 元/吨，环比下降 869 元/吨。

低成本护城河与一体化循环产业链逻辑尚在

一方面，公司前后历经 15 年磨砺厚积薄发而不断完善的园区一体化、集约化、园区化、智能化一直在持续发挥作用；另一方面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。根据模型测算，只要公司装置可以维持高负荷运转，其季度平均利润我们认为仍然能维持 4 亿以上，2019 年上半年业绩较低一方面是因为景气下行，还有一方面则是公司部分新增产能投放带来的装置调试无法达到满负荷，我们认为随着公司检修的逐步完成，单季度最差业绩有望重回 4 亿以上。

维持
买入
郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

研究助理：邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期：2019 年 10 月 29 日

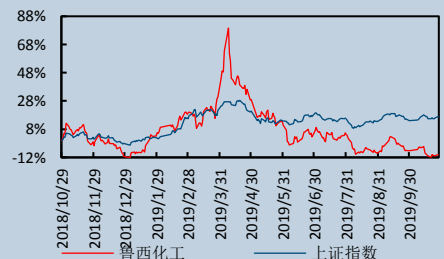
当前股价：9.54 元

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
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-3.34/-4.98	-12.8/-14.0	-14.78/-29.45
12 月最高/最低价 (元)			19.82/9.32
总股本 (万股)			146,486.08
流通 A 股 (万股)			146,411.07
总市值 (亿元)			139.75
流通市值 (亿元)			139.68
近 3 月日均成交量 (万)			2,166.35
主要股东			
鲁西集团有限公司			33.6%

股价表现



相关研究报告

- 19.08.27 【中信建投化学制品】鲁西化工(000830):行业使然业绩下滑,智慧园区扩产增量
- 19.07.15 【中信建投化学制品】鲁西化工(000830):行业属性致业绩下滑但符合预期,新增产能陆续释放提高盈利上限

新增产能陆续释放，静待行业红利

公司后续仍然有新增产能，2019 年公司陆续已投放和将投放：80 万吨甲醇、20 万吨甲酸、30 万吨 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，我们预计未来 3 年每年的资本开支仍在 20 亿以上。

出于谨慎考虑，我们将公司 19、20、21 年归母净利润预测调低为 12.46、20.35、29.23 亿元，对应 PE11X、7X、5X，维持“买入”评级。

表 1：鲁西化工主营产品价格及趋势

单位：元/吨

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
尿素均价	1948	1997	1976	2051	1965	2011	1871
尿素价差	1189	1271	1225	1281	1228	1299	1257
PC 均价	30195	28968	24741	19048	18091	16430	15561
PC 价差	18723	16090	11276	7729	7343	6474	6940
烧碱均价	4536	4208	3789	4099	3694	2907	2866
烧碱价差	4206	3902	3466	3746	3361	2615	2557
CPL 均价	15351	15329	16560	14775	12878	12723	11984
CPL 价差	10672	11036	11798	10629	9611	9634	8263
PA6 均价	18723	18177	19177	18313	15384	14584	13596
PA6 价差	3374	2849	2617	3538	2506	1871	1612
二氯甲烷均价	2927	3313	3924	3461	3292	3220	2938
二氯甲烷价差	588	1013	1501	1194	1353	1357	1186
正丁醇均价	6961	7883	7858	6926	6808	6416	6419
正丁醇价差	1608	2466	1904	1180	1806	1723	1315
辛醇均价	8170	8424	9067	8949	7857	7327	7466
辛醇价差	2158	2341	2381	2495	2243	2056	1734
DMF 均价	6653	6248	5678	5450	4931	5182	5083
DMF 价差	1737	1359	639	546	623	970	1177
DMC 均价	29256	33126	33303	21991	18792	19301	19712
DMC 价差	16218	20495	21004	10038	7580	8426	9394
三聚氰胺均价	8308	7840	8283	7884	6340	5929	5750
三聚氰胺价差	4801	4244	4726	4192	2804	2309	2382
双氧水价格	1397	1407	974	992	814	1085	997
甲酸价格	6703	5837	4541	3289	2731	2696	2439
R32 价格	28744	22440	21902	22120	19267	17011	16311
R32 价差	12244	8556	6353	4931	4449	3017	2856
R125 价格	53622	48297	30435	29000	27161	23824	21315
R125 价差	30482	29016	11271	8274	9812	8637	6338

数据来源：Wind，百川，中信建投研究发展部

表 2：预测和比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	15,761.80	21,284.85	18,825.18	21,563.20	24,733.76
主营收入增长率	43.96%	35.04%	-11.56%	14.54%	14.70%
EBITDA（百万元）	4,198.31	6,088.52	4,608.66	5,712.19	6,840.96
EBITDA 增长率	108.84%	45.02%	-24.31%	23.94%	19.76%
净利润（百万元）	1,949.94	3,066.99	1,246.06	2,035.09	2,923.35
净利润增长率	671.95%	57.29%	-59.37%	63.32%	43.65%
ROE	19.02%	28.54%	10.39%	14.51%	17.24%
EPS（元）	1.239	2.015	0.851	1.389	1.996
P/E	7.70	4.73	11.22	6.87	4.78
P/B	1.36	1.30	1.17	1.00	0.82
EV/EBITDA	5.45	3.76	1.74	3.10	1.74

数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

郑勇：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，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。

研究助理 邓天泽：中国人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 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 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 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@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
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
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
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