

# 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

## 鲁西化工 (000830)

### 事件

公司于 7 月 15 日发布业绩预告，预计 2019 年上半年实现净利润 7.5-8.5 亿，同比下降 50.59%-56.40%。

### 简评

#### 量升价降，利润下滑幅度超过收入

2018 年下半年以来在中美贸易战、内需放缓、供给边际放松的大背景下，化工行业整体景气有所下行，即使公司新增产能的陆续释放带来销量提升，但是收入仍下滑 6-9%，而利润的下滑幅度超过收入，同比下滑 50.6%-56.4%。

#### 鲁西工业园构筑低成本护城河，一体化循环产业链已经成熟

1) 公司历经 15 年磨砺厚积薄发，不断完善园区一体化、集约化、园区化、智能化功能，被石化联合会认定为首批“中国智慧化工园区试点示范单位”、同时列入第一批山东认定化工园区名单中，鲁西工业园 2018 年更是位居全国化工园区 30 强；2) 园区内产业链条一体化优势明显，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；3) 由于响水事件的持续发酵，叠加 2019 年第二轮中央环保督查开始，安全环保再度升级，化工供给侧改革更趋于常态化与长期化，行业集中度将愈发提高，化工产品有望摆脱过去低价竞争态势；4) 即使在 Q1、Q2 季度这种景气底部的背景下，公司年化利润仍然在 15-20 亿；而当前市值仅有 165 亿，低估明显。

#### 新增产能陆续释放，提高盈利上限

我们前述认为 2019 年 Q1 基本是公司最差业绩，Q2 季度证明如此；而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、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。

基于行业整体需求的放缓，我们审慎下调公司 2019-2020 年净利润分别为 21.9、27.0 亿，对应 PE 分别为 7.4X、6.0X，维持买入评级。

**维持**
**买入**
**郑勇**

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号：S1440518100005

发布日期：2019 年 07 月 15 日

当前股价：11.04 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
5.24/3.56	-27.28/-19.19	-37.63/-41.14	
12 月最高/最低价 (元)			19.82/9.58
总股本 (万股)			146,486.08
流通 A 股 (万股)			146,411.07
总市值 (亿元)			161.72
流通市值 (亿元)			161.64
近 3 月日均成交量 (万)			4,370.21
主要股东			
鲁西集团有限公司			33.6%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

- 19.04.09 【中信建投化学制品】鲁西化工 (000830): 年报及一季报点评: 2018 业绩符合预期, 2019Q1 基本奠定最差季度业绩, 后续项目静待释放
- 19.01.29 【中信建投化学制品】鲁西化工 (000830): 业绩预增公告点评: 业绩符合预期, 项目陆续落地
- 18.10.31 【中信建投化工】鲁西化工 (000830): Q3 业绩基本触底, 新增产能仍在陆续投产

**表 1：相关产品价格及趋势**
**单位：元/吨**

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
尿素均价	1672	1572	1572	1789	1948	1997	1976	2051	1965	2011
尿素价差	1066	1102	1148	1047	1189	1271	1225	1281	1228	1299
PC 均价	20919	22049	24547	29898	30195	28968	24741	19596	18580	18500
PC 价差	10736	16634	16206	19182	18723	16090	11276	8277	7832	8544
烧碱均价	3864	4124	4131	4991	4536	4208	3789	4099	3694	2907
烧碱价差	3595	4125	3987	4664	4206	3902	3466	3746	3361	2615
CPL 均价	17695	12406	14386	16339	15351	15329	16560	14775	12878	12723
CPL 价差	12526	10516	11146	11802	10672	11036	11798	10629	9611	9634
PA6 均价	19782	14792	16739	18969	18723	18177	19177	18313	15384	14584
PA6 价差	1952	2723	2764	2602	3374	2849	2617	3538	2506	1871
二氯甲烷均价	2117	2262	2707	3254	2927	3313	3924	3461	3292	3220
二氯甲烷价差	59	744	958	813	588	1013	1501	1194	1353	1357
正丁醇均价	6211	5923	7468	6890	6961	7883	7858	6926	6808	6416
正丁醇价差	1084	1905	1989	1582	1608	2466	1904	1180	1806	1723
辛醇均价	7443	7154	8517	8134	8170	8424	9067	8949	7857	7327
辛醇价差	1685	2307	2364	2172	2158	2341	2381	2495	2243	2056
DMF 均价	5896	6229	5976	6660	6653	6248	5678	5450	4931	5182
DMF 价差	1545	1698	1363	1662	1737	1359	639	546	623	970
DMC 均价	19695	21375	25371	28936	29256	33126	33303	21991	18792	19301
DMC 价差	8464	16252	18000	15785	16218	20495	21004	10038	7580	8426
三聚氰胺均价	7571	6356	7541	8620	8308	7840	8283	7884	6340	5929
三聚氰胺价差	4581	4571	4796	5425	4801	4244	4726	4192	2804	2309
双氧水价格	572	704	714	1357	1397	1407	974	992	814	1085
甲酸价格	4167	3908	4843	7788	6703	5837	4541	3289	2731	2696
R32 价格	14256	27973	16288	22348	28744	22440	21902	22120	19267	17011
R32 价差	4018	9419	7622	6675	12244	8556	6353	4931	4449	3017
R125 价格	23856	63830	48120	47022	53622	48297	30435	29000	27161	23824
R125 价差	8280	32401	25648	26535	30482	29016	11271	8274	9812	8637

数据来源: Wind, 百川, 中信建投研究发展部

表 2：预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	15,761.80	21,284.85	19,506.64	20,895.96	22,869.97
主营收入增长率	43.96%	35.04%	-8.35%	7.12%	9.45%
EBITDA（百万元）	4,198.31	6,088.52	5,786.39	6,547.04	7,090.39
EBITDA 增长率	108.84%	45.02%	-4.96%	13.15%	8.30%
净利润（百万元）	1,949.94	3,066.99	2,189.20	2,703.64	3,123.10
净利润增长率	671.95%	57.29%	-28.62%	23.50%	15.51%
ROE	19.02%	28.54%	16.92%	17.29%	16.64%
EPS（元）	1.24	2.02	1.49	1.85	2.13
P/E	8.91	5.48	7.39	5.98	5.18
P/B	1.58	1.50	1.25	1.03	0.86
EV/EBITDA	5.97	4.12	4.02	2.80	1.75

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

## 分析师介绍

**郑勇**：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2 年石油行业工作经验，2 年基础化工研究经验。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。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 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 010-8515 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 yangjiezgs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@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  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

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  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@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