

**投资评级 优于大市 维持**

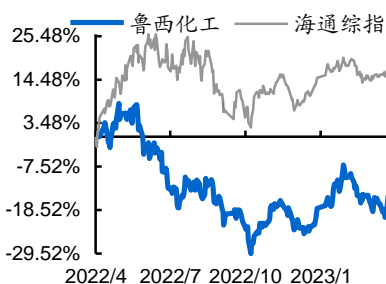
## 22年归母扣非净利润同比下降42.08%，看好新项目投产带来的成长性

**股票数据**

04月24日收盘价(元)	11.81
52周股价波动(元)	11.20-19.98
总股本/流通A股(百万股)	1920/1464
总市值/流通市值(百万元)	22671/17292

**相关研究**

《21年实现扣非归母净利润52.68亿元，同比增长622.15%，看好未来成长性》  
 2022.05.05

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.2	-18.3	-10.5
相对涨幅(%)	-12.1	-16.3	-5.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@haitong.com

证书:S0850518030001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

**投资要点:**

- **公司发布2022年年报。**2022年实现营业收入303.57亿元，同比减少4.52%，归母扣非净利润30.51亿元，同比下降42.08%。
- **2022年利润同比下降主要源于市场供需变化与原材料价格上涨。**1)收入303.57亿元，同比下降4.52%，主要系化工新材料产品收入下降，分业务看，化工新材料业务、基础化工业务、化肥贸易累计收入分别变化-17.72%、11.36%、60.95%至168.43、102.74、30.63亿元，营业成本分别变化4.37%、10.01%、51.86%至147.40、65.24、28.74亿元。2)分产品毛利率来看，化工新材料产品、基础化工产品、化肥贸易2022年毛利率同比分别变化-18.53、0.78、5.61个百分点至12.48%、36.5%、6.15%。3)三项费用率同比下降0.21个百分点至6.15%，其中销售、管理(包括研发)、财务费用率同比变化-0.04、0.51、-0.67个百分点至0.19%、5.18%、0.79%。
- **公司全力推进项目建设，2023年主要产品生产目标为生产产品1050万吨。**1)2022年10月29日，公司公告120万吨/年双酚A项目一期顺利投产，该项目包括20万吨双酚A项目及配套公用工程等辅助设施。2)产能利用率方面，公司2022年主要产品己内酰胺、尼龙6切片、双氧水、甲酸、多元醇产品产能利用率分别为91.14%、79.17%、98.94%、72.19%、106.13%。3)公司2023年主要产品生产目标为生产产品1050万吨(包含内部互为原料自用部分)。
- **公司60万吨/年己内酰胺·尼龙6一期项目与20万吨DMF项目持续推进，拟投资建设100万吨/年有机硅项目。**1)根据《鲁西化工集团股份有限公司吸收合并鲁西集团有限公司暨关联交易报告书(草案)(注册稿)》，公司目前尼龙6切片产能为40万吨，预计2024年公司60万吨/年己内酰胺-锦纶6切片项目一期30万吨产能将投产。2)2022年6月30日，公司公告拟投资建设100万吨/年有机硅项目，一期工程建设内容主要包括40万吨有机硅单体及配套公用工程等辅助设施，预计总投资33.3亿元，预计2023年年底建成投产，项目投产后预计年可实现营业收入40亿元、利税7亿元。3)此外，根据隆众资讯，2023年后期，鲁西化工20万吨DMF装置有望投产。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计2023-2025年公司EPS分别为1.74、1.92、2.17元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值倍数为2023年7-9倍PE，对应合理价值区间为12.18-15.66元，维持优于大市评级。
- **风险提示。**在建项目进度低于预期，产品市场价格波动，国内经济增速下行。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31794	30357	35782	40388	45042
(+/-)YoY(%)	80.7%	-4.5%	17.9%	12.9%	11.5%
净利润(百万元)	4619	3155	3343	3689	4170
(+/-)YoY(%)	460.0%	-31.7%	5.9%	10.4%	13.0%
全面摊薄EPS(元)	2.41	1.64	1.74	1.92	2.17
毛利率(%)	30.4%	20.0%	18.8%	19.0%	19.1%
净资产收益率(%)	25.7%	18.2%	17.0%	16.4%	16.2%

 资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利假设:**

- 1) 关键产品价格假设: a. 辛醇: 2023-2025 年, 预计不含税均价均为 8230.09 元/吨; b. 尼龙 6: 2023-2025 年, 预计不含税均价均为 12389.38 元/吨; c. 聚碳酸酯: 2023-2025 年, 预计不含税均价均为 12389.38 元/吨; d. 双氧水: 2023-2025 年, 预计不含税均价均为 796.46 元/吨; e. 氟制冷剂: 2023-2025 年, 预计不含税均价均为 17699.12 元/吨; f. 双酚 A: 2023-2025 年, 预计不含税均价均为 8407.08 元/吨; g. DMF: 2022-2024 年, 预计不含税均价均为 4424.78 元/吨。
- 2) 关键产品销量假设: a. 辛醇: 2023-2025 年, 预计销量分别为 34.5、34.5、34.5 万吨; b. 尼龙 6: 2023-2025 年, 预计销量分别为 36、48、60 万吨; c. 聚碳酸酯: 2023-2025 年, 预计销量分别为 20、24、32 万吨; d. 双氧水: 2023-2025 年, 预计销量均为 125 万吨; e. 氟制冷剂: 2023-2025 年, 预计销量均为 16 万吨; f. 双酚 A: 2023-2025 年, 预计销量分别为 15、18、20 万吨; g. DMF: 2023-2025 年, 预计销量分别为 25、35、38 万吨。

**表 1 鲁西化工分业务盈利预测**

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入(百万元)	30356.70	35781.88	40388.25	45042.08
总成本(百万元)	24279.65	29048.63	32733.73	36456.80
总毛利(百万元)	6077.05	6733.25	7654.52	8585.29
总毛利率	20.02%	18.82%	18.95%	19.06%
化工品(包括化工新材料和基础化工产品)				
收入(百万元)	27116.55	32541.71	37148.08	41801.91
成本(百万元)	21264.44	26033.37	29718.47	33441.53
毛利(百万元)	5852.11	6508.34	7429.62	8360.38
毛利率	21.58%	20.00%	20.00%	20.00%
化肥贸易				
收入(百万元)	3062.77	3062.77	3062.77	3062.77
成本(百万元)	2874.41	2874.41	2874.41	2874.41
毛利(百万元)	188.36	188.36	188.36	188.36
毛利率	6.15%	6.15%	6.15%	6.15%
其他产品				
收入(百万元)	177.40	177.40	177.40	177.40
成本(百万元)	140.86	140.86	140.86	140.86
毛利(百万元)	36.54	36.54	36.54	36.54
毛利率	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%

资料来源: WIND, 公司年报(2022), 海通证券研究所

**表 2 同行业市盈率相对估值比较**

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
华鲁恒升	600426.SH	30.88	2.96	3.01	3.95	9.11	8.62	7.97
三友化工	600409.SH	6.02	0.81	1.03	1.15	10.75	6.5	5.78
平均值						9.93	7.56	6.88

资料来源: Wind, 海通证券研究所。股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>30357</b>	<b>35782</b>	<b>40388</b>	<b>45042</b>
每股收益	1.64	1.74	1.92	2.17	营业成本	24280	29049	32734	36457
每股净资产	9.03	10.27	11.70	13.37	毛利率%	20.0%	18.8%	19.0%	19.1%
每股经营现金流	2.67	3.50	2.56	2.61	营业税金及附加	217	286	331	369
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	57	107	121	135
P/E	7.99	7.54	6.83	6.04	营业费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	1.45	1.28	1.12	0.98	管理费用	582	644	808	901
P/S	0.83	0.70	0.62	0.56	管理费用率%	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	5.37	4.68	4.33	3.92	EBIT	4188	4736	5110	5747
股息率%	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	财务费用	239	336	256	261
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%
毛利率	20.0%	18.8%	19.0%	19.1%	资产减值损失	-309	-2	0	0
净利润率	10.4%	9.3%	9.1%	9.3%	投资收益	6	4	4	5
净资产收益率	18.2%	17.0%	16.4%	16.2%	<b>营业利润</b>	<b>3811</b>	<b>4395</b>	<b>4850</b>	<b>5482</b>
资产回报率	9.2%	9.3%	9.5%	10.0%	营业外收支	-23	5	5	5
投资回报率	12.4%	13.4%	12.8%	13.2%	<b>利润总额</b>	<b>3788</b>	<b>4400</b>	<b>4855</b>	<b>5487</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	6350	6823	7412	8177
营业收入增长率	-4.5%	17.9%	12.9%	11.5%	所得税	633	1056	1165	1317
EBIT 增长率	-46.1%	13.1%	7.9%	12.5%	有效所得税率%	16.7%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润增长率	-31.7%	5.9%	10.4%	13.0%	少数股东损益	0	1	1	1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3155</b>	<b>3343</b>	<b>3689</b>	<b>4170</b>
资产负债率	49.3%	44.5%	42.1%	38.1%					
流动比率	0.23	0.41	0.53	0.69	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.07	0.17	0.25	0.28	货币资金	295	300	800	500
现金比率	0.02	0.03	0.07	0.05	应收账款及应收票据	63	118	144	173
<b>经营效率指标</b>					存货	1676	1988	2421	3496
应收账款周转天数	0.74	1.20	1.30	1.40	其它流动资产	781	2051	2719	3349
存货周转天数	25.20	25.00	27.00	35.00	流动资产合计	2815	4457	6084	7518
总资产周转率	0.88	1.00	1.04	1.08	长期股权投资	50	50	50	50
固定资产周转率	1.42	1.73	1.88	2.06	固定资产	21447	20640	21438	21848
					在建工程	5051	5351	5711	6131
					无形资产	2322	2542	2982	3422
					非流动资产合计	31592	31309	32907	34177
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>34407</b>	<b>35765</b>	<b>38991</b>	<b>41695</b>
净利润	3155	3343	3689	4170	短期借款	5003	1372	2079	1687
少数股东损益	0	1	1	1	应付票据及应付账款	1555	2134	1777	1748
非现金支出	2488	2089	2302	2429	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	45	337	263	271	其它流动负债	5432	7449	7587	7495
营运资金变动	-572	958	-1347	-1856	流动负债合计	11990	10956	11444	10930
<b>经营活动现金流</b>	<b>5116</b>	<b>6728</b>	<b>4908</b>	<b>5015</b>	长期借款	979	979	979	979
资产	-4357	-1798	-3895	-3695	其它长期负债	3983	3983	3983	3983
投资	4	0	0	0	非流动负债合计	4962	4962	4962	4962
其他	4	4	4	5	<b>负债总计</b>	<b>16952</b>	<b>15918</b>	<b>16406</b>	<b>15892</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4350</b>	<b>-1795</b>	<b>-3891</b>	<b>-3690</b>	实收资本	1920	1920	1920	1920
债权募资	3182	-3631	707	-392	归属于母公司所有者权益	17330	19721	22458	25675
股权募资	146	0	0	0	少数股东权益	126	126	127	128
其他	-4174	-1298	-1224	-1232	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>34407</b>	<b>35765</b>	<b>38991</b>	<b>41695</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-845</b>	<b>-4928</b>	<b>-517</b>	<b>-1624</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-69</b>	<b>5</b>	<b>500</b>	<b>-300</b>					

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
 孙维容 基础化工行业  
 邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 亚钾国际, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 苏博特, 卓越新能, 凯立新材, 凌玮科技, 赛轮轮胎, 桐昆股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。