

# 产品涨价环比仍有弹性，高分红且未来成长性看点仍多

## 鲁西化工 (000830)

### 事件

#### 公司拟发行股份吸收合并鲁西化工集团

公司拟通过向鲁西集团的全部股东发行股份的方式对鲁西集团实施吸收合并，中国中化集团通过无偿行政划转受让取得鲁西化工的控制权，最终鲁西化工集团整体上市，中国中化实现对鲁西化工的直接控股。

#### 公司披露 2021 年报和 2022 年一季报，业绩实现高增长

公司 2021 年及 2022Q1 业绩高增长，其中 2021 年实现营收 317.94 亿元，同比+80.73%，实现归母净利润 46.20 亿元，同比+459.97%。实现扣非后归母净利润 52.68 亿元，同比+622.15%。2022Q1 实现营收 76.51 亿元，同比+23.09%，实现归母净利 13.21 亿元，同比+32.14%。实现扣非后归母净利润 13.05 亿元，同比+33.13%。

### 简评

#### 产品涨价带动业绩高增，环比仍有弹性

2021 年化工新材料板块营收 205 亿元，同比+66%，毛利润 63 亿元，同比+195.6%；基础化工板块营收 92 亿，同比+151%，毛利润 33 亿元，同比+240.6%。增量主要来源于公司产品价格大涨：辛醇均价 14045 元/吨，同比+93.5%；正丁醇均价 12170 元/吨，同比+98.6%；甲醇均价 4300 元/吨，同比+96.5%；DMF 均价 13304 元/吨，同比+105.3%；PA6 均价 15231，同比+34.2%。22Q1 产品超预期上涨带动业绩高增，特别是甲酸均价为 5369 元/吨，同比+103%；DMF 均价为 17073 元/吨，同比+77%；烧碱均价为 3831 元/吨，同比+99%；丁辛醇受油价带动维持高位，均价分别为 10079、12250 元/吨；展望二季度及往后，甲酸、烧碱 4 月均价分别为 9188、4035 元/吨，环比 Q1 分别 +71%、+5.3%，业绩有望进一步改善。

#### 高分红叠加股权激励带来较高投资性价比

公司 2018-2020 年分红稳定在每股 0.5 元，2021 年大幅提升至每股 2 元，即拟分红 38.1 亿元，当前动态股息率 10.7%，性价比显著（2021 年经营性现金流净流入在 95 亿元），我们认为后续高分红可持续。

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 05 月 08 日

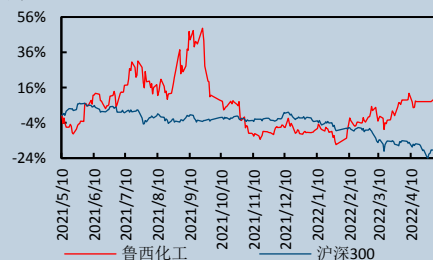
当前股价：18.86 元

#### 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
2.56/9.69	28.3/43.95	13.41/35.17	
12 月最高/最低价 (元)			25.81/13.89
总股本 (万股)			190,431.9
流通 A 股 (万股)			146,407.92
总市值 (亿元)			359.15
流通市值 (亿元)			276.13
近 3 月日均成交量 (万股)			3,911.84
主要股东			
鲁西集团有限公司			25.85%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

21.10.13	【中信建投化学制品】鲁西化工 (000830):Q3 多产品线盈利继续上行，如不考虑一次性损失仍维持+20%环比增长
21.08.09	【中信建投化学制品】鲁西化工 (000830):中院裁定与戴维、陶氏一案结果，预计造成一次性损失，基本面仍无忧
21.07.28	【中信建投化学制品】鲁西化工 (000830):Q2 业绩大增，Q3 景气仍在向上，全年业绩持续爆发

此外公司股权激励计划于 4 月 14 日获国资委批准，为公司长期成长增加动力。

**图表1： 公司近三年分红情况概览**

	2019	2020	2021
归母净利润（亿元）	16.9	8.2	46.2
分红率（%）	43.3	115.4	82.5
分红金额（亿元）	7.3	9.5	38.1
每股红利（元）	0.5	0.5	2.0
股息率（%）	4.8	3.9	13.1

资料来源：公司公告，中信建投

### 吸收合并鲁西集团实现中化直接控股，中长期成长性看点仍然丰富

公司拟发行股份实现鲁西集团整体上市，届时中化集团将对公司直接控股。长期来看产业园仍有大量剩余土地，中化入主后资金充沛，在建项目包括 60 万吨/年己内酰胺·尼龙 6 项目一期（预计 22 年 Q4 建成，包括 30 万吨己内酰胺和 30 万吨尼龙 6）、120 万吨/年双酚 A 项目一期（预计 22 年内投产 20 万吨双酚 A）。此外规划丙酸目标产能 20 万吨，建成有望占全球的 32%。集团规划 100 万吨有机硅项目（一期 40 万吨）有望逐步推进。总体而言长期成长性同样可观。

### 盈利预测和估值：

预计公司 2022 至 2024 年归母净利润为 53.49、59.89、68.28 亿元，对应当前股价 PE 为 6.7x、5.9x、5.2x，维持“买入”评级。

### 风险提示：

产品价格大跌；新项目建设进度低于预期。

**图表2： 盈利预测和财务比率**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,592	31,794	34,217	37,096	44,861
增长率(%)	-2.7	80.7	7.6	8.4	20.9
净利润(百万元)	825	4,619	5,349	5,989	6,828
增长率(%)	-51.2	460.0	15.8	12.0	14.0
毛利率(%)	15.8	30.4	29.6	29.9	28.6
净利率(%)	4.7	14.5	15.6	16.1	15.2
ROE(%)	5.7	25.6	27.3	27.5	27.5
EPS(摊薄/元)	0.43	2.43	2.81	3.15	3.59
P/E(倍)	43.2	7.7	6.7	5.9	5.2
P/B(倍)	2.50	1.98	1.83	1.64	1.44

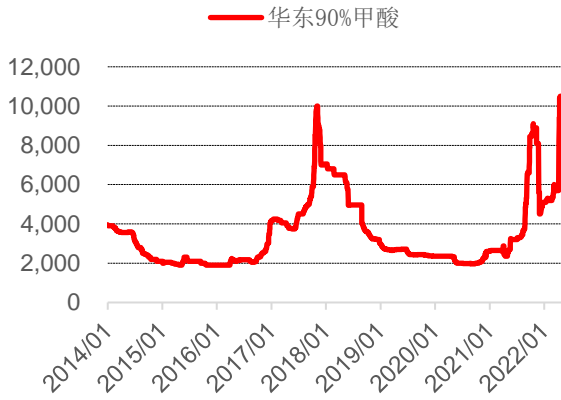
资料来源：wind，中信建投

**图表3： 鲁西化工各产品分季度平均价格、平均价差（红色单元格代表环比上升，灰色代表环比下降，元/吨）**

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	当前
尿素均价	1704	1645	1672	1757	2049	2307	2667	2641	2703	2930	3020
尿素价差	1148	1127	1165	1184	1376	1491	1550	1088	1338	1583	1722
甲醇价格	2101	1720	1750	2108	2402	2682	2765	3217	2987	3089	3050
甲醇价差	794	591	618	743	872	785	97	(261)	300	295	385
烧碱均价	2499	1973	1934	1860	1922	1939	2639	4141	3831	4035	4100
烧碱价差	2240	1716	1680	1579	1608	1623	2154	3483	3145	3345	3410
己内酰胺均价	10190	9118	9120	10105	12211	13184	14534	14578	13951	13065	13000
己内酰胺价差	6593	6922	6869	7366	8403	7953	9017	8863	8309	7171	6997
PA6均价	12029	10935	10840	11582	13803	15046	15903	16172	15750	15423	15600
PA6价差	1838	1817	1721	1477	1592	1862	1369	1593	1799	2358	2600
二氯甲烷均价	2355	2234	2306	3176	3417	3848	4385	5706	5024	4723	4650
二氯甲烷价差	686	858	906	1490	1491	1716	2179	3133	2637	2252	2210
正丁醇均价	5574	5268	5810	7855	10585	13749	14748	9599	10079	9200	9200
正丁醇价差	1313	1089	1196	2973	5541	8423	9686	4366	4749	3953	3740
辛醇均价	6530	6422	7085	8999	12423	14607	16964	12188	12250	12497	12800
辛醇价差	1744	1728	1903	3516	6758	8625	11279	6311	6265	6372	6668
PC均价	15741	14851	15204	21673	24338	30247	27963	25685	23428	24023	23600
PC价差	6575	5954	5733	7757	6313	7645	4736	9196	7469	9013	8615
DMF均价	5295	5226	6422	8974	9628	11438	14035	18113	17073	14394	14200
DMF价差	1668	2057	3228	5216	5438	6670	8946	12473	11798	8694	8500
有机硅DMC均价	17941	15516	16740	24642	23156	28121	34934	39597	32737	27742	27500
有机硅DMC价差	7478	6032	7101	13731	11520	16062	16707	8633	12791	8188	8457
三聚氰胺均价	5416	5033	5378	6582	7343	10858	14933	16345	10907	10171	9100
三聚氰胺价差	2350	2071	2369	3420	3654	6702	10132	11592	6042	4896	3664
双氧水价格	910	744	929	1221	1012	916	755	900	709	798	900
甲酸价格	2356	2159	1979	2259	2644	2849	4618	7090	5369	9188	10500
R32价格	14489	12923	12000	12520	13578	12143	13174	18750	15222	14514	14000
R32价差	2520	2370	1509	577	(272)	(2282)	(2464)	(1450)	(2561)	(2557)	(2930)
R125价格	16808	15247	14875	16586	23078	31588	34418	48967	38133	38113	38500
R125价差	2154	1217	1540	2162	2562	6786	6994	18886	12497	10669	14706

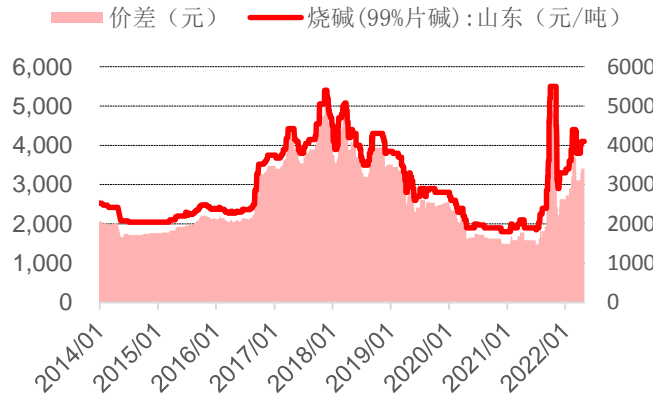
资料来源: Wind, 百川盈孚, 中信建投

图表4: 甲酸价格变动



资料来源: 百川盈孚, 中信建投

图表5: 烧碱价格及价差变动



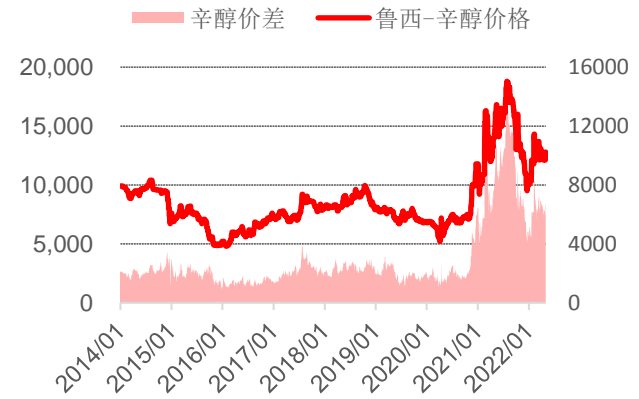
资料来源: Wind, 中信建投

图表6: 丁醇价格及价差变动



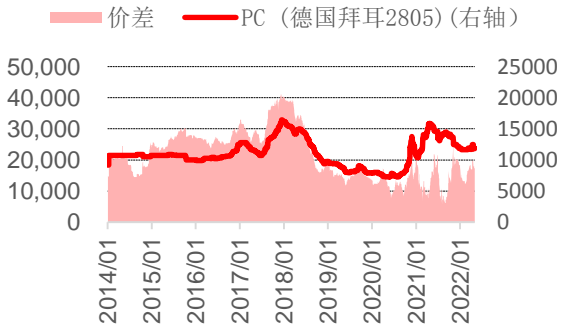
资料来源: Wind, 中信建投

图表7: 辛醇价格及价差变动



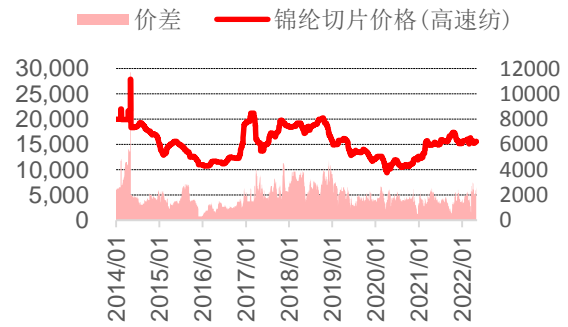
资料来源: Wind, 中信建投

图表8: PC 价格和价差变动



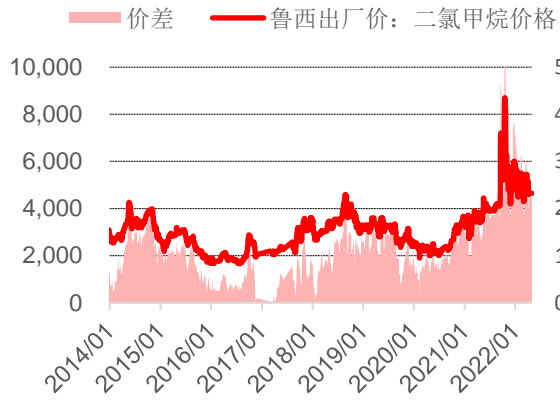
资料来源: Wind, 中信建投

图表9: PA6 价格及价差变动



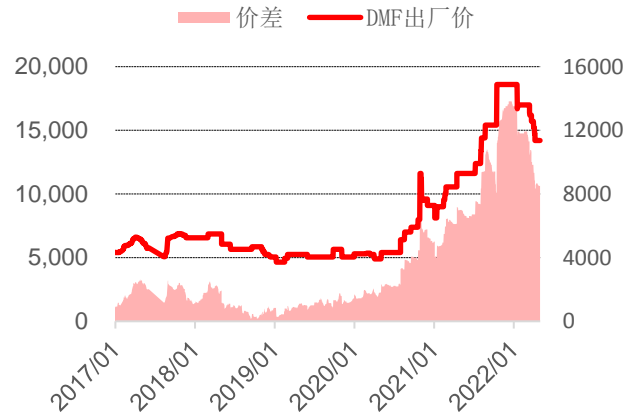
资料来源: 百川盈孚, 中信建投

图表10：二氯甲烷价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

图表11：DMF 价格和价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 研究助理

**邓天泽：**人民大学金融学硕士，2019 年加入中信建投化工组，主要覆盖煤化工、纯碱、有机硅及部分新材料领域上市公司。

**林伟昊：**化工及能源开采行业研究员，复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖聚氨酯、煤炭和部分新材料行业。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 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  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk