

2022年08月25日

鲁西化工 (000830.SZ)

## Q2 环比增长，多项目有序建设中

■事件：公司发布2022年半年报，上半年实现营收166.43亿元(同比+15.01%)，归母净利润27.36亿元(同比+3.94%)。2022Q2实现营收89.92亿元(同比+8.93%，环比+17.52%)，归母净利润14.15亿元(同比-13.32%，环比+7.19%)。

■Q2业绩环比增长，经营情况较为稳健：2022H1基础化工及化肥产品产销及价格增长贡献业绩增量。据公告，2022H1公司化工新材料、基础化工、化肥产品营收分别同比变动-6.08%、51.2%、105%，毛利率分别同比变动-12.9pct、11.3pct、5.15pct。主要由于多元醇产品售价同比降低，甲胺、氯甲烷、化肥产品产销量及销售价格同比增长。据百川，公司化工新材料类主要产品PC、己内酰胺、PA6、正丁醇、辛醇、DMC、基础化工品类主要产品二氯甲烷、三氯甲烷、DMF以及复合肥2022Q2价格同比/环比变动分别为-22.5%/-1.82%、+6.58%/+2.49%、+6.16%/+1.63%、-29.0%/-4.20%、-16.6%/-1.16%、-10.3%/-23.8%、+0.50%/-16.1%、+13.0%/-5.83%、+20.2%/-20.0%、+65.9%/+16.2%。2022Q2公司综合毛利率26.50%，同比-7.41pct，环比-2.14pct。

■多项目在建，产业链持续壮大：公司多年来延链、补链、强链，产品产业链不断完善，优势产品产能不断扩大。据公告，截至2022H1，公司20万吨双酚A项目、60万吨/年己内酰胺·尼龙6一期工程、聚碳酸酯项目、高端氟材料一体化项目、甲胺/DMF改扩建项目、8#9#双氧水项目、有机硅项目工程进度分别为95%、62%、97%、100%、45%、10%、12%。2022年6月，公司公告将建设100万吨/年有机硅项目一期工程40万吨/年有机硅项目，预计总投资33.3亿元，2023年年底建成投产，项目投产后预计可实现年营业收入40亿元、利税7亿元。

■拟吸收合并鲁西集团，中国中化将实现扁平化直接管理：据公告，公司拟通过向鲁西集团的全部股东发行股份吸收合并鲁西集团。此次交易有利于公司治理结构更为扁平化，从而进一步提升企业决策效率，增强盈利能力。

■投资建议：预计公司2022-2024年净利润分别为52亿、57亿、64亿元，对应PE 5.2、4.7、4.2倍，维持买入-A评级。

■风险提示：产品及原料价格波动、项目建设进度不及预期等。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	17,592.5	31,794.3	35,609.7	40,951.1	46,684.3
净利润	824.8	4,618.7	5,218.1	5,732.7	6,401.8
每股收益(元)	0.43	2.41	2.72	2.99	3.33
每股净资产(元)	7.43	9.35	12.06	15.04	18.38

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	32.9	5.9	5.2	4.7	4.2
市净率(倍)	1.9	1.5	1.2	0.9	0.8
净利润率	4.7%	14.5%	14.7%	14.0%	13.7%
净资产收益率	5.8%	25.7%	22.5%	19.9%	18.1%
股息收益率	3.5%	14.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.7%	23.4%	23.5%	26.6%	27.1%

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：19元

股价(2022-08-25) 14.13元

### 交易数据

总市值(百万元)	26,760.28
流通市值(百万元)	20,409.64
总股本(百万股)	1,919.68
流通股本(百万股)	1,464.11
12个月价格区间	13.23/25.21元

### 股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.43	-29.53	-6.8
绝对收益	-0.71	-17.16	-19.12

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：业绩符合预期，拟吸收合并鲁西集团/张汪强 2022-05-05
- 鲁西化工：Q3产品景气持续上行，公司充分受益/张汪强 2021-10-30
- 鲁西化工：Q2业绩再创新高，未来成长可期/张汪强 2021-07-29

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	17,592.5	31,794.3	35,609.7	40,951.1	46,684.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	14,810.6	22,122.8	26,173.1	30,549.5	35,153.3	营业收入增长率	-2.7%	80.7%	12.0%	15.0%	14.0%
营业税费	142.8	260.9	292.0	335.8	382.8	营业利润增长率	-28.5%	537.6%	-0.9%	9.9%	11.7%
销售费用	65.6	70.8	178.0	204.8	233.4	净利润增长率	-51.2%	460.0%	13.0%	9.9%	11.7%
管理费用	398.5	444.6	712.2	900.9	933.7	EBITDA 增长率	-0.1%	191.3%	-11.2%	8.9%	10.2%
研发费用	580.3	1,040.8	1,210.7	1,433.3	1,633.9	EBIT 增长率	-5.9%	405.0%	-16.5%	6.9%	10.9%
财务费用	539.2	464.8	135.1	-56.4	-117.1	NOPLAT 增长率	-30.3%	360.7%	-5.8%	6.9%	10.9%
资产减值损失	-50.7	-523.7	50.0	50.0	50.0	投资资本增长率	13.0%	-6.1%	-5.5%	8.8%	-4.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	27.1%	25.6%	28.8%	24.6%	22.1%
投资和汇兑收益	16.9	15.4	12.4	14.9	14.2	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	1,087.2	6,931.6	6,870.9	7,548.1	8,428.5	毛利率	15.8%	30.4%	26.5%	25.4%	24.7%
加:营业外净收支	6.8	-884.6	-5.0	-5.0	-5.0	营业利润率	6.2%	21.8%	19.3%	18.4%	18.1%
<b>利润总额</b>	1,094.0	6,047.0	6,865.9	7,543.1	8,423.5	净利润率	4.7%	14.5%	14.7%	14.0%	13.7%
减:所得税	269.0	1,427.4	1,647.8	1,810.3	2,021.6	EBITDA/营业收入	20.4%	33.0%	26.1%	24.7%	23.9%
<b>净利润</b>	824.8	4,618.7	5,218.1	5,732.7	6,401.8	EBIT/营业收入	9.4%	26.4%	19.7%	18.3%	17.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资本周转天数	437	241	212	189	168
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动资产资本周转天数	-42	-23	-39	-34	-31
货币资金	363.9	378.7	3,307.9	6,830.6	14,226.9	流动资产周转天数	70	37	54	81	116
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	17	5	5	5	5
应收帐款	788.9	109.9	879.2	258.3	1,038.5	存货周转天数	31	21	23	24	24
应收票据	-	-	0.9	0.2	0.4	总资产周转天数	635	362	349	338	348
预付帐款	337.0	317.7	576.5	490.0	666.2	投资资本周转天数	466	265	223	197	176
存货	1,891.3	1,771.4	2,794.9	2,772.5	3,347.3	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	316.3	238.9	280.8	278.7	266.1	ROE	5.8%	25.7%	22.5%	19.9%	18.1%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	14.4%	14.1%	14.3%	12.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	5.7%	23.4%	23.5%	26.6%	27.1%
长期股权投资	52.6	51.7	51.7	51.7	51.7	<b>费用率</b>					
投资性房地产	-	35.0	35.0	35.0	35.0	销售费用率	0.4%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
固定资产	21,515.4	21,042.9	20,879.6	22,013.5	21,571.3	管理费用率	2.3%	1.4%	2.0%	2.2%	2.0%
在建工程	2,879.1	2,948.9	4,164.2	3,382.1	5,167.5	研发费用率	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%
无形资产	1,921.6	1,989.1	1,880.6	1,772.2	1,663.8	财务费用率	3.1%	1.5%	0.4%	-0.1%	-0.3%
其他非流动资产	1,808.1	3,231.4	2,057.3	2,097.0	2,112.9	四费/营业收入	9.0%	6.4%	6.3%	6.1%	5.7%
<b>资产总额</b>	31,874.0	32,115.5	36,908.8	39,981.7	50,147.6	<b>偿债能力</b>					
短期债务	8,272.8	3,368.6	-	-	-	资产负债率	54.9%	43.7%	37.0%	27.5%	29.4%
应付帐款	2,752.5	1,166.0	4,945.4	2,630.9	5,086.7	负债权益比	121.6%	77.7%	58.6%	37.9%	41.6%
应付票据	38.4	110.6	369.3	69.7	392.4	流动比率	0.26	0.31	0.82	1.52	1.81
其他流动负债	2,967.4	4,451.7	4,290.0	4,290.0	5,290.2	速动比率	0.13	0.11	0.53	1.12	1.50
长期借款	190.0	1,048.0	-	-	-	利息保障倍数	3.08	18.06	51.85	-132.90	-70.99
其他非流动负债	3,266.9	3,900.5	4,035.9	3,990.1	3,975.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	17,488.0	14,045.4	13,640.6	10,980.7	14,744.8	DPS(元)	0.50	2.00	-	-	-
少数股东权益	125.1	126.1	126.1	126.1	126.1	分红比率	115.4%	83.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,904.3	1,904.3	1,919.7	1,919.7	1,919.7	股息收益率	3.5%	14.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	12,337.8	16,004.3	21,222.4	26,955.2	33,357.0						
<b>股东权益</b>	14,386.0	18,070.1	23,268.2	29,000.9	35,402.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.43	2.41	2.72	2.99	3.33
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	BVPS(元)	7.43	9.35	12.06	15.04	18.38
净利润	825.0	4,619.6	5,218.1	5,732.7	6,401.8	PE(X)	32.9	5.9	5.2	4.7	4.2
加:折旧和摊销	1,934.5	2,083.5	2,295.2	2,635.3	2,848.8	PB(X)	1.9	1.5	1.2	0.9	0.8
资产减值准备	70.6	591.1	-	-	-	P/FCF	-12.1	14.3	13.5	7.1	3.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.5	0.9	0.8	0.7	0.6
财务费用	534.3	453.8	135.1	-56.4	-117.1	EV/EBITDA	9.5	3.2	2.7	2.1	1.3
投资损失	-16.9	-15.4	-12.4	-14.9	-14.2	CAGR(%)	90.8%	11.5%	45.6%	90.8%	11.5%
少数股东损益	0.1	1.0	-	-	-	PEG	0.4	0.5	0.1	0.1	0.4
营运资金的变动	-2,336.1	3,138.4	2,887.5	-2,245.4	2,134.0	ROIC/WACC	0.6	2.3	2.4	2.7	2.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,010.6	9,464.3	10,523.5	6,051.4	11,253.4	REP	2.5	0.6	0.5	0.3	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,589.4	-3,672.1	-2,987.6	-2,585.1	-3,985.8						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-566.0	-5,725.5	-4,606.7	56.4	128.7						

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

本报告署名分析师声明, 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。

### 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

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