

公司研究

业绩增长符合预期，新材料布局有序推进

——鲁西化工（000830.SZ）2022年半年报点评

要点

事件：8月22日，公司发布2022年半年报。报告期内，公司实现营收166.43亿元，同比增长15.01%；实现归母净利润27.36亿元，同比增长3.96%；实现扣非后归母净利润26.96亿元，同比增长3.58%。2022年Q2公司实现营收89.92亿元，同比增长8.93%，环比增长17.52%；实现归母净利润14.15亿元，同比减少13.32%，环比增长7.19%。

2022年H1业绩增长符合预期，基础化工、化肥板块表现亮眼：公司化工新材料业务实现营收92.99亿元，同比减少6.08%，毛利率为21.34%，同比减少12.85pct，主要由多元醇产品售价同比降低所致，此外上游原材料价格的大幅上涨也对公司毛利率造成一定的压力；基础化工业务实现营收55.53亿元，同比增加51.24%，毛利率为43.45%，同比减少11.25pct，其中甲胺、氯甲烷等产品业绩增量显著；化肥业务实现营收17.02亿元，同比增加105.23%，毛利率为9.3%，同比增加5.15pct，化肥产品产销量及价格同比均大幅增长。

扩产项目推进顺利，化工新材料产业布局进一步完善。公司积极进行上游原料端布局，60万吨/年己内酰胺·尼龙6一期项目预计于2022年9月建成，包括30万吨/年己内酰胺和30万吨/年尼龙6产能，年产120万吨双酚A项目一期（20万吨双酚A产品）工程已建成，正在调试过程中，可满足于公司聚碳酸酯生产。与此同时，公司进一步扩大有机硅产能，持续丰富园区产业布局。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40万吨/年有机硅项目，预计总投资33.3亿元，资金来源主要为公司自筹和银行贷款，项目预计于2023年年底建成投产。根据公司公告，40万吨/年有机硅项目投产后预计可实现年均营业收入40亿元、利税7亿元。

吸收合并鲁西集团，中国中化集团直接控股。2022年4月30日，公司发布公告，拟通过向鲁西集团全部股东发行股份的方式吸收合并鲁西集团。本次交易完成后，中国中化集团将对上市公司直接控股，有效提升中国中化集团对公司的直接管理效率，发挥上市公司作为中国中化集团体内化工新材料发展平台的作用。

盈利预测、估值与评级：2022年H1公司增长符合预期，我们维持公司2022-2024年的盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为51.38、54.49、57.62亿元。作为中国中化体内化工新材料的发展平台，公司持续拓宽新材料领域的产能布局。在吸收合并鲁西集团完成后，公司与母公司中国中化之间的联系将更为密切，助力公司长期快速发展。我们维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料及产品价格波动，产能建设风险，下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17,592.45	31,794.34	34,617.36	39,216.20	42,419.66
营业收入增长率	-2.71%	80.73%	8.88%	13.28%	8.17%
净利润（百万元）	824.83	4,618.67	5,138.00	5,449.14	5,762.24
净利润增长率	-51.24%	459.95%	11.24%	6.06%	5.75%
EPS（元）	0.43	2.43	2.68	2.84	3.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.78%	25.74%	26.64%	27.72%	28.14%
P/E	32.8	5.9	5.3	5.0	4.7
P/B	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-23

买入（维持）

当前价：14.21元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.20
总市值(亿元)	272.79
一年最低/最高(元)	12.30/22.86
近3月换手率	87.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.01	-30.66	-11.26
绝对	1.79	-18.72	-15.55

资料来源：Wind

相关研报

拟扩建40万吨有机硅产能，持续拓宽新材料产业布局——鲁西化工（000830.SZ）公告点评（2022-06-30）
化工产品大涨公司业绩大增，拟吸收合并鲁西集团提升整体管理效率——鲁西化工（000830.SZ）2021年年报及2022年一季报点评（2022-04-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17,592	31,794	34,617	39,216	42,420
营业成本	14,811	22,123	25,845	29,734	32,456
折旧和摊销	1,935	2,083	2,208	2,314	2,404
税金及附加	143	261	282	320	346
销售费用	66	71	103	117	126
管理费用	399	445	634	718	777
研发费用	580	1,041	1,138	1,289	1,394
财务费用	539	465	44	36	-7
投资收益	17	15	15	15	15
营业利润	1,087	6,932	6,740	7,150	7,562
利润总额	1,094	6,047	6,770	7,180	7,593
所得税	269	1,427	1,631	1,730	1,830
净利润	825	4,620	5,139	5,450	5,763
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	825	4,619	5,138	5,449	5,762
EPS(元)	0.43	2.43	2.68	2.84	3.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,011	9,464	6,468	6,996	8,563
净利润	825	4,619	5,138	5,449	5,762
折旧摊销	1,935	2,083	2,208	2,314	2,404
净营运资金增加	1,762	-1,623	953	863	-367
其他	-1,511	4,385	-1,831	-1,629	765
投资活动产生现金流	-2,589	-3,672	-3,005	-2,005	-1,005
净资本支出	-2,857	-3,684	-3,020	-2,020	-1,020
长期投资变化	53	52	0	0	0
其他资产变化	215	-40	15	15	15
融资活动现金流	-566	-5,725	-3,278	-4,917	-7,507
股本变化	439	0	15	0	0
债务净变化	-284	-4,199	559	203	-2,571
无息负债变化	-1,122	757	-23	362	107
净现金流	-145	66	185	75	52

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	15.8%	30.4%	25.3%	24.2%	23.5%
EBITDA 率	20.8%	33.3%	25.9%	24.3%	23.4%
EBIT 率	9.8%	26.8%	19.6%	18.4%	17.7%
税前净利润率	6.2%	19.0%	19.6%	18.3%	17.9%
归母净利润率	4.7%	14.5%	14.8%	13.9%	13.6%
ROA	2.6%	14.4%	15.1%	15.6%	17.3%
ROE (摊薄)	5.8%	25.7%	26.6%	27.7%	28.1%
经营性 ROIC	5.0%	25.4%	18.8%	19.6%	21.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	55%	44%	43%	43%	38%
流动比率	0.26	0.31	0.40	0.50	0.63
速动比率	0.13	0.11	0.15	0.20	0.24
归母权益/有息债务	1.23	2.41	2.41	2.40	3.64
有形资产/有息债务	2.55	4.01	3.97	3.99	5.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	31,874	32,116	33,996	34,927	33,284
货币资金	364	379	564	639	691
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	57	91	124	127	136
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	738	19	21	530	208
存货	1,891	1,771	2,460	3,024	3,019
其他流动资产	310	239	239	239	239
流动资产合计	3,697	2,817	3,886	5,110	4,850
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	53	52	52	52	52
固定资产	21,515	21,043	20,737	20,159	19,142
在建工程	2,879	2,949	3,787	3,890	3,442
无形资产	1,922	1,989	1,969	1,950	1,930
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	529	1,294	1,294	1,294	1,294
非流动资产合计	28,177	29,299	30,111	29,817	28,433
总负债	17,488	14,045	14,581	15,146	12,681
短期借款	8,273	3,369	3,927	4,130	1,559
应付账款	918	829	968	1,114	1,216
应付票据	38	111	199	152	193
预收账款	0	0	224	85	122
其他流动负债	667	2,088	2,088	2,088	2,088
流动负债合计	14,031	9,097	9,632	10,197	7,733
长期借款	190	1,048	1,048	1,048	1,048
应付债券	1,899	2,734	2,734	2,734	2,734
其他非流动负债	655	587	587	587	587
非流动负债合计	3,457	4,949	4,949	4,949	4,949
股东权益	14,386	18,070	19,415	19,782	20,602
股本	1,904	1,904	1,920	1,920	1,920
公积金	5,586	5,797	5,797	5,797	5,797
未分配利润	6,752	10,208	11,537	11,903	12,723
归属母公司权益	14,261	17,944	19,289	19,654	20,474
少数股东权益	125	126	127	127	128

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.37%	0.22%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	2.27%	1.40%	1.83%	1.83%	1.83%
财务费用率	3.07%	1.46%	0.13%	0.09%	-0.02%
研发费用率	3.30%	3.27%	3.29%	3.29%	3.29%
所得税率	25%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.50	2.00	2.65	2.57	2.85
每股经营现金流	1.58	4.97	3.37	3.64	4.46
每股净资产	7.49	9.42	10.05	10.24	10.67
每股销售收入	9.24	16.70	18.03	20.43	22.10

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	33	6	5	5	5
PB	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.6	3.3	3.9	3.7	3.3
股息率	3.5%	14.1%	18.6%	18.1%	20.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE