

2021年06月28日

证券分析师 柳强

执业证号：S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

多产品景气上行，公司利润中枢有望向上 买入（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	17,592	27,257	27,155	28,605
同比（%）	-2.7%	54.9%	-0.4%	5.3%
归母净利润（百万元）	825	4,443	4,333	4,511
同比（%）	-51.2%	438.7%	-2.5%	4.1%
每股收益（元/股）	0.43	2.33	2.28	2.37
P/E（倍）	43.17	8.02	8.22	7.89

事件：2021年以来，公司主营产品丁辛醇、聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙6、DMC等价格不同程度上涨。

投资要点

■ **主营产品涨价，一体化龙头业绩拐点向上：**经过多年的发展，公司打造一体化新材料产业园，形成了较为完备的煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料产业链。2020年，公司主要产品建成设计产能如下：聚碳酸酯26.5万吨/年、己内酰胺30万吨/年（在建30万吨/年）、尼龙6为30万吨/年（在建30万吨/年）、甲酸40万吨/年、双氧水25万吨/年（折百，在建15万吨/年）、多元醇75万吨/年、甲烷氯化物22万吨/年、甲胺、DMF、烧碱、DMC等。根据百川盈孚和Wind数据库，2021年Q2（截至6月25日）公司主营产品上涨较多：丁醇均价13954元/吨，同比+156.9%，环比+23.6%；聚碳酸酯均价2.95万元/吨，环比+102%，同比+24.9%；己内酰胺均价1.34万元/吨，同比+42.5%，环比+8.7%；尼龙6均价1.52万元/吨，同比+36.2%，环比+10.1%；甲酸均价2610元/吨，同比+21%，环比-0.8%；DMC均价29535元/吨，同比+81.7%，环比+21.8%。随着产品价格上涨，我们预计公司2021年二季度业绩环比持续提升。

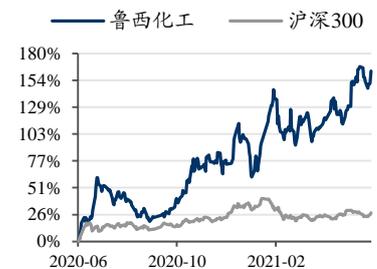
■ **发展高端新材料，多个在建项目促成长：**2020年12月，公司公告拟投资建设60万吨/年己内酰胺·尼龙6项目（投资额64.61亿元，其中一期投资33亿元，新增30万吨/年己内酰胺、30万吨/年尼龙6及配套产品，预计新增年销售收入42.6亿元，计划2022年9月完工）、120万吨/年双酚A项目（投资额63.87亿元）、24万吨/年乙烯下游一体化项目（投资额11.86亿元），计划总投资140.34亿元，分步实施。2021年Q1，公司新增资本支出9.77亿元，在建工程达到31.68亿元，固定资产达到218.44亿元，在建工程/固定资产实现14.5%。公司在建多个项目促成长。

■ **两化合并激发员工活力，扩展战略布局：**2020年公司实控人由聊城国资委变更为中化集团，有望帮助公司迈上征程。2021年3月31日，经国务院批准，中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司实施联合重组。良好的员工管理机制、雄厚的资本支持，将激发公司员工活力，多个新项目布局助力鲁西化工新发展。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021~2023年归母净利润分别为44.43亿元、43.33亿元和45.11亿元，EPS分别为2.33元、2.28元和2.37元，当前股价对应PE分别为8.0X、8.2X和7.9X。考虑公司园区一体化、集约化优势显著，产品布局及空余土地资源丰富，受益本轮化工品景气提升，叠加未来新产能逐步投放，盈利中枢有望向上，首次覆盖，给与“买入”评级。

■ **风险提示：**原料及产品价格大幅波动、新项目投产进度及盈利不及预期、安全及环保。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.70
一年最低/最高价	7.34/19.80
市净率(倍)	2.49
流通A股市值(百万元)	27377.61

基础数据

每股净资产(元)	8.02
资产负债率(%)	52.64
总股本(百万股)	1904.32
流通A股(百万股)	1464.04

相关研究

鲁西化工三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,697	4,356	4,858	7,788	营业收入	17,592	27,257	27,155	28,605
现金	364	281	954	3,340	减:营业成本	14,811	18,875	18,658	20,044
应收账款	57	89	88	93	营业税金及附加	143	221	220	232
存货	1,891	2,010	1,846	2,297	营业费用	66	374	373	393
其他流动资产	1,385	1,976	1,969	2,058	管理费用	399	617	669	705
非流动资产	28,177	40,008	37,702	37,203	研发费用	580	899	950	915
长期股权投资	53	62	72	81	财务费用	539	749	921	727
固定资产	21,515	31,984	30,298	30,137	资产减值损失	51	5	5	5
在建工程	3,167	4,393	3,634	3,181	加:投资净收益	17	10	11	11
无形资产	1,922	2,049	2,178	2,284	其他收益	87	44	49	55
其他非流动资产	1,520	1,520	1,520	1,520	资产处置收益	-2	-2	-2	-2
资产总计	31,874	44,364	42,560	44,991	营业利润	1,087	5,579	5,427	5,657
流动负债	14,031	18,535	16,096	17,636	加:营业外净收支	7	7	7	7
短期借款	8,273	13,273	10,273	11,273	利润总额	1,094	5,585	5,434	5,663
应付账款	956	1,481	1,476	1,555	减:所得税费用	269	1,142	1,100	1,152
其他流动负债	4,802	3,781	4,347	4,809	少数股东损益	0	0	0	1
非流动负债	3,457	7,952	5,111	2,418	归属母公司净利润	825	4,443	4,333	4,511
长期借款	2,089	6,583	3,743	1,049	EBIT	1,722	6,372	6,299	6,331
其他非流动负债	1,368	1,368	1,368	1,368	EBITDA	3,657	8,438	8,850	9,004
负债合计	17,488	26,487	21,206	20,054	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	125	125	126	126	每股收益(元)	0.43	2.33	2.28	2.37
归属母公司股东权益	14,261	17,752	21,228	24,811	每股净资产(元)	7.49	9.32	11.15	13.03
负债和股东权益	31,874	44,364	42,560	44,991	发行在外股份(百万股)	1904	1904	1904	1904
					ROIC(%)	5.0%	12.9%	13.5%	13.7%
					ROE(%)	5.7%	24.9%	20.3%	18.1%
					毛利率(%)	15.8%	30.7%	31.3%	29.9%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	4.7%	16.3%	16.0%	15.8%
经营活动现金流	3,011	5,646	7,526	7,900	资产负债率(%)	54.9%	59.7%	49.8%	44.6%
投资活动现金流	-2,589	-13,889	-235	-2,165	收入增长率(%)	-2.7%	54.9%	-0.4%	5.3%
筹资活动现金流	-566	8,160	-6,619	-3,349	净利润增长率(%)	-51.2%	438.6%	-2.5%	4.1%
现金净增加额	-145	-83	673	2,386	P/E	43.17	8.02	8.22	7.89
折旧和摊销	1,935	2,066	2,551	2,673	P/B	2.50	2.01	1.68	1.44
资本开支	2,901	11,822	-2,316	-508	EV/EBITDA	13.12	6.86	5.92	5.37
营运资本变动	-414	-1,604	-269	-3					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

