

三季度业绩承压，资本开支项目陆续落地

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022-11-16

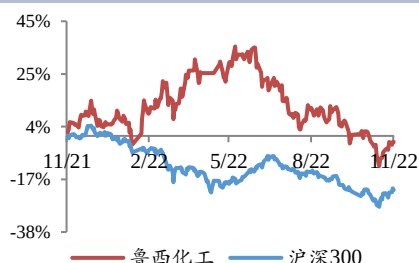
主要观点：

● **事件描述**

10月29日，鲁西化工发布2022年三季度报告，实现营业收入235.18亿元，同比增长0.20%；实现归母净利润31.16亿元，同比下降13.58%；实现扣非归母净利润30.556亿元，同比下降28.72%；实现基本每股收益1.620元/股。其中第三季度实现营业收入68.75亿元，同比下降23.62%，环比下降23.54%；实现归母净利润3.80亿元，同比下降60.94%，环比下降73.14%；实现扣非归母净利润3.60亿元，同比下降78.64%，环比下降74.12%。

收盘价（元）	12.59
近12个月最高/最低（元）	17.48/11.36
总股本（百万股）	1,920
流通股本（百万股）	1,464
流通股比例（%）	76.27
总市值（亿元）	242
流通市值（亿元）	184

公司价格与沪深300走势比较



● **需求较弱价差收窄，三季度业绩环比承压。**

公司上半年整体业绩维持较好增长，尽管丁辛醇产品价格经过2021年大幅增长后今年来明显回落，但基础化工产品和化肥板块保持良好增长，主要由于甲胺、氯甲烷、复合肥等产品的销量及价格的双增长，从而抵消了一部分多元醇盈利下滑影响。但第三季度，公司业绩明显承压。

分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

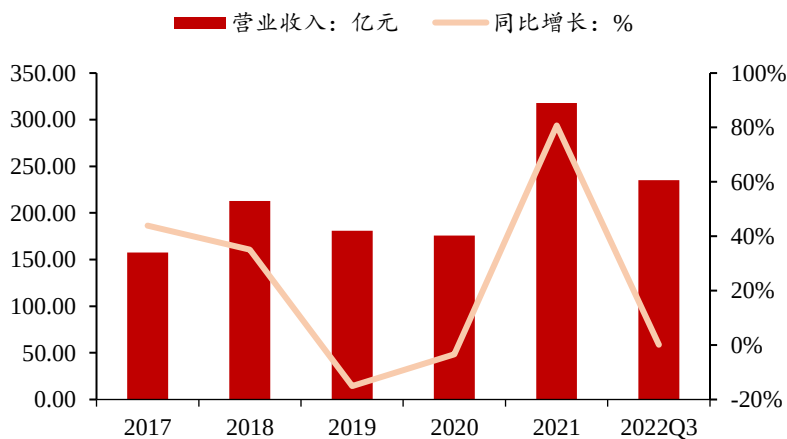
联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

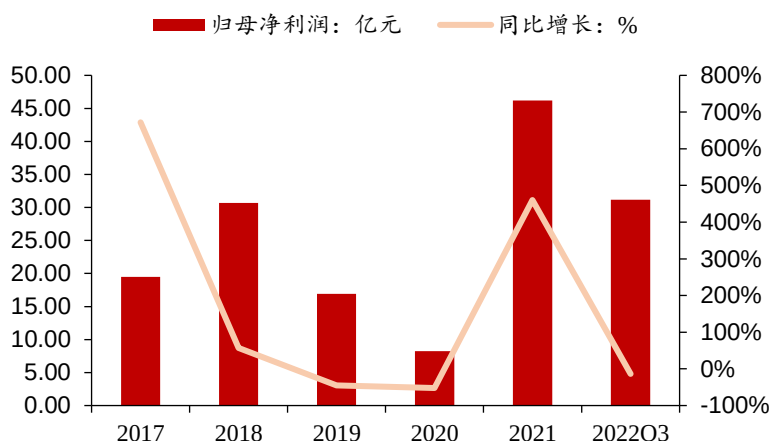
邮箱：wangqf@hazq.com

图表1 2017-2022Q3 公司营业收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 2017-2022Q3 公司归母净利润



资料来源：公司公告，华安证券研究所

第三季度，公司毛利率 13.09%，同比/环比-24.27pct/-13.41pct；净利率 5.54%，同比/环比-5.28pct/-10.21pct。根据我们对公司价格价差的跟踪，原材料价格从高位有所下跌，公司主要外购原材料苯/甲醇/原盐/丙烯/双酚 A/浓硫酸/磷酸一铵价格环比-12.57%/-6.7%/+0.0%/-11.42%/-18.14%/-62.06%/-19.62%。但由于产品均处于传统淡季，叠加宏观经济下行，产品价格下跌更多，致使主要产品价差收窄明显。

化工新材料板块，2022Q3 主要产品聚碳酸酯/己内酰胺/尼龙 6/有机硅 DMC/正丁醇/辛醇价格环比-17.2%/-11.6%/+3.8%/-20.8%/-25.2%/-28.2%，价差方面，聚碳酸酯-双酚 A/己内酰胺-苯-液氨-硫酸-双氧水/尼龙 6-己内酰胺/有机硅 DMC-硅石-甲醇-浓盐酸-浓硫酸-液碱/正丁醇-丙烯/辛醇-丙烯价差环比-15.7%/-5.6%/+30.5%/-28.6%/-42.3%/-44.9%。其中，有机硅主要下游为建筑等行业，受疫情、房地产行业持续低迷等因素影响，有机硅需求偏弱，叠加行业较多新产能释放，市场供大于求，导致有机硅价格下降，价差大幅缩窄。此外，营收比重较大的丁辛醇产品价格同样收窄，主要因为下游增塑剂、PVC 薄膜、电线电缆需求下滑。

基础化工板块，2022Q3 主要产品二氯甲烷/三氯甲烷/DMF/甲酸/32%烧碱价格环比-26.7%/-31.1%/-19.3%/-43.4%/-13.0%；价差方面，二氯甲烷-甲醇-液氯/三氯甲烷-甲醇-液氯/DMF-甲醇-液氨+一甲胺+三甲胺/甲酸-甲醇-氢氧化钾/烧碱+液氯-原盐价差环比-59.0%/-65.2%/-21.0%/-43.5%/-24.4%。

化肥板块，2022Q3 主要产品复合肥价格同比+17.5%，环比-4.0%。由于原料单质肥价格下降明显，价差较上季度大幅上升，环比+90.8%。

费用方面，2022Q3 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.19%/1.97%/0.87%，环比变动+0.03/+0.27/+0.56pct。三费整体控制良好。

● 公司巩固现有一体化优势，积极扩产延链、补链、强链，长期成长可期。

公司多年来的发展具备了明显的一体化及产业链循环的经济优势，产品品类众多，并且产品间具备较强的协同效应。公司持续延链、补链、强链，扩大化工新材料的比重，提高产品市占率。目前在建及规划的项目有 60 万吨/年己内酰胺-尼龙 6 项目一期工程、8#9#双氧水项目、聚碳酸酯节能减排扩产项目、高端氟材料一体化项目、20 万吨/年双酚 A 项目、甲胺/DMF 改扩建项目、百万吨有机硅项目一期工程等。其中双氧水自供己内酰胺-尼龙 6 装置，双酚 A 项目建成后能够满足园区内聚碳酸酯生产所需，并部分外销。整体一体化程度和循环经济优势加深。

资本开支将驱动公司盈利持续增长。120 万吨/年双酚 A 项目已于 2022 年 11 月投产，预计将于明年开始贡献业绩，该项目总投资 7.9 亿元，预计实现营收/利税 28/3.8 亿元；己内酰胺-尼龙 6 一期项目，预计 2022 年四季度建成投产，总投资达 33.00 亿元，预计可实现年均营收/利税 42.6/7.2 亿元；有机硅一期项目总投资 33.3 亿元，预计 2023 年年底建成投产，预计实现年均营收/利税 40/7 亿元；甲胺/DMF 改扩建项目总投资 1.25 亿元，预计实现年均营收/利税 10.0/ 7.2 亿元。

图表 3 公司主要产品产能情况

主要产品	设计产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
己内酰胺	40	30
尼龙 6	40	30
双氧水 (折百)	40	
甲酸	40	
多元醇	75	
甲烷氯化物	22	

注：产能截止 2021 年年报期，2022 年 11 月公告 120 万吨/年双酚 A 项目投产。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 公司主要在建及规划项目内容

在建项目	产品	在建/规划产能 (万吨)	预计投产时间
100 万吨聚碳酸酯绿色循环一体化项目	聚碳酸酯	100	- (规划)
	氢气	0.9	
24 万吨/年乙烯下游一体化项目	正丙醛中间产品	12	-
	丙醇	8	
	正丙醛中间产品	12	
	丙醇	8	
	丙酸	4	
	丙酸乙酯	8	
高端氟材料一体化项目	二氟一氯甲烷	-	预计 2023 年
	四氯乙烯	4	

	四氟乙烯	1	
	六氟丙烯	1.5	
	全氟乙丙烯	1	
	二氟甲烷	2	
	五氟乙烷	1	
60 万吨/年己内酰胺·尼龙 6 项目	50%双氧水	75	预计 2022Q4
	尼龙 6	60	
	己内酰胺	30	
聚碳酸酯节能减排扩产	聚碳酸酯	40	预计 2023 年
20 万吨/年甲胺/DMF 扩建项目	甲胺/DMF	20	预计 2023 年
有机硅节能环保扩产项目	有机硅单体	13	
	DMC	6.1	
100 万吨年有机硅一期项目	有机硅单体	40	预计 2023Q4

资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

● 公司拟吸收合并鲁西集团，中化集团直接控股，公司效率进一步提升。

2022 年 4 月 30 日，鲁西化工发布公告，公司筹划通过向鲁西集团的全體股东发行股份吸收合并鲁西集团。此次吸收合并顺利完成，中化集团将成为公司直接控股公司，合计权益 48.93%。此举将有助于减少公司治理分层，提高管理和决策的效率，同时将优化国有资本配置和运行效率。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 37.46、46.88、51.87 亿元，同比增速为-18.9%、25.1%、10.6%。对应 PE 分别为 6.45、5.16、4.66 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 项目投产进度不及预期；
- (4) 产能扩张风险；
- (5) 重组过程中暂停、中止、取消风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31794	29669	32733	33820
收入同比 (%)	80.7%	-6.7%	10.3%	3.3%
归属母公司净利润	4619	3746	4688	5187
净利润同比 (%)	460.0%	-18.9%	25.1%	10.6%
毛利率 (%)	30.4%	22.0%	24.6%	24.6%
ROE (%)	25.7%	17.3%	17.8%	16.4%
每股收益 (元)	2.43	1.95	2.44	2.70
P/E	6.29	6.45	5.16	4.66
P/B	1.62	1.11	0.92	0.77
EV/EBITDA	3.67	0.96	0.07	-0.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2817	17179	30689	45136	营业收入	31794	29669	32733	33820
现金	379	13091	26516	41272	营业成本	22123	23142	24684	25504
应收账款	91	116	109	114	营业税金及附加	261	226	261	268
其他应收款	19	1010	836	679	销售费用	71	65	89	81
预付账款	318	429	458	437	管理费用	445	415	552	506
存货	1771	2283	2521	2388	财务费用	465	126	-313	-793
其他流动资产	239	249	249	246	资产减值损失	-524	-122	-162	-216
非流动资产	29299	18045	6966	-5594	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	52	5	-57	-93	投资净收益	15	16	22	19
固定资产	21043	10333	-1086	-13673	营业利润	6932	4894	6440	7163
无形资产	1989	2166	2405	2567	营业外收入	21	185	80	95
其他非流动资产	6215	5541	5702	5605	营业外支出	905	312	415	544
资产总计	32116	35224	37655	39542	利润总额	6047	4767	6105	6714
流动负债	9097	7889	5271	1485	所得税	1427	1020	1416	1526
短期借款	3369	849	-1671	-4986	净利润	4620	3747	4688	5188
应付账款	829	1275	1271	1225	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	4899	5765	5671	5246	归属母公司净利润	4619	3746	4688	5187
非流动负债	4949	5520	5875	6365	EBITDA	9847	17499	19568	20787
长期借款	1048	1530	2011	2618	EPS (元)	2.43	1.95	2.44	2.70
其他非流动负债	3901	3991	3864	3747					
负债合计	14045	13409	11145	7849					
少数股东权益	126	127	128	129					
股本	1904	1920	1920	1920					
资本公积	4787	4787	4787	4787					
留存收益	11253	14982	19675	24858					
归属母公司股东权益	17944	21689	26382	31564					
负债和股东权益	32116	35224	37655	39542					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	9464	15989	18583	20429	营业收入	80.7%	-6.7%	10.3%	3.3%
净利润	4619	3746	4688	5187	营业利润	537.6%	-29.4%	31.6%	11.2%
折旧摊销	2084	12647	13495	14432	归属于母公司净利	460.0%	-18.9%	25.1%	10.6%
财务费用	454	283	203	117	获利能力				
投资损失	-15	-16	-22	-19	毛利率 (%)	30.4%	22.0%	24.6%	24.6%
营运资金变动	1705	-749	-240	158	净利率 (%)	14.5%	12.6%	14.3%	15.3%
其他经营现金流	3531	4573	5387	5583	ROE (%)	25.7%	17.3%	17.8%	16.4%
投资活动现金流	-3672	-1469	-2840	-2507	ROIC (%)	23.2%	13.8%	15.5%	15.1%
资本支出	-3684	-2012	-2723	-2586	偿债能力				
长期投资	0	-31	-21	-73	资产负债率 (%)	43.7%	38.1%	29.6%	19.9%
其他投资现金流	12	574	-96	151	净负债比率 (%)	77.7%	61.5%	42.0%	24.8%
筹资活动现金流	-5725	-1808	-2319	-3165	流动比率	0.31	2.18	5.82	30.40
短期借款	-4904	-2520	-2520	-3315	速动比率	0.08	1.83	5.26	28.50
长期借款	858	482	482	607	营运能力				
普通股增加	0	15	0	0	总资产周转率	0.99	0.84	0.87	0.86
资本公积增加	0	0	0	0	应收账款周转率	350.74	254.98	299.15	296.57
其他筹资现金流	-1679	216	-281	-457	应付账款周转率	26.69	18.15	19.42	20.82
现金净增加额	66	12713	13424	14756	每股指标 (元)				
					每股收益	2.43	1.95	2.44	2.70
					每股经营现金流薄)	4.97	8.33	9.68	10.64
					每股净资产	9.42	11.30	13.74	16.44
					估值比率				
					P/E	6.29	6.45	5.16	4.66
					P/B	1.62	1.11	0.92	0.77
					EV/EBITDA	3.67	0.96	0.07	-0.78

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。