

鲁西化工 (000830.SZ)

化工平台型企业，产品景气度有望回暖

优于大市

核心观点

公司主营业务包括化工新材料、基础化工、化肥产品及其他业务。化工新材料和基础化工是鲁西化工的主要营收和利润来源，2023年两项业务合计营收占公司总营收的88%，合计毛利占总毛利的94%。

化工平台型企业，产业链完善，下游广泛。公司建立了从煤化工、盐化工到氟硅化工、化工新材料等多个领域的完整产业链。化工产品主要有己内酰胺、尼龙6、多元醇、聚碳酸酯等，化肥产品主要有复合肥等。公司的上游主要包括煤炭、丙烯、纯苯、苯酚等原材料和能源行业，下游主要包括纺织品、电子电气、建筑、化工、机械等领域，下游行业规模大且范围广，单一下游行业的需求波动对整个产品体系影响较小。公司多元化产品线涉足多个化工细分市场，盈利能力与化工行业整体景气度关联较强。公司逐步淘汰或改造盈利能力较差、能耗较高的老旧落后装置，以提高整体的能效和盈利水平。

丁辛醇景气提升助力盈利修复。2019-2023年我国正丁醇和辛醇产量复合增速均为6%，表观消费量复合增速分别为5%和7%。2023年国内多元醇行业新增产能较少，加之企业集中停车检修，导致市场供应偏紧，库存持续保持在较低水平，需求稳定，带动2023年正丁醇和辛醇价格的高位运行。进入2024年以来，市场供应端逐渐宽松，正丁醇和辛醇价格相对于2023年的阶段性高位有所下降，但与2023年同期相比仍是同比上涨。预期随着房地产、家电、汽车等行业需求回暖，正丁醇和辛醇需求量将保持增长。

尼龙6价差总体走扩。2019至2023年我国尼龙6的表观消费量复合增速为8%，随着国内产能和产量的提升，对外依赖度持续降低。2024年以来由于成本端己内酰胺的价格有所下行，叠加尼龙6下游需求回暖，尼龙6价差总体走扩。公司目前在建己内酰胺和尼龙6产能各30万吨。随着国内经济的逐步复苏，民用丝和汽车等传统行业的发展增速预计将有所恢复，这将推动下游市场对尼龙6的需求增加，预期尼龙6的盈利能力将有所提升。

盈利预测与估值：公司产业链丰富，盈利弹性较大，我们预测公司2024-2026年归母净利润16.99/19.28/23.94亿元，每股收益分别为0.89/1.01/1.25元，对应当前股价PE为13.9/12.2/9.8X。我们认为公司股票合理估值区间在13.35-14.24元之间，今年动态市盈率15-16倍，相对于公司目前股价有9%-16%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧风险；项目投产不及预期；安全环保风险；政策风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,357	25,358	25,969	31,863	34,485
(+/-%)	-4.5%	-16.5%	2.4%	22.7%	8.2%
归母净利润(百万元)	3155	819	1699	1928	2394
(+/-%)	-31.7%	-74.1%	107.5%	13.5%	24.2%
每股收益(元)	1.64	0.43	0.89	1.01	1.25
EBIT Margin	13.9%	6.5%	10.9%	9.7%	9.5%
净资产收益率(ROE)	18.2%	4.8%	9.5%	10.2%	11.8%
市盈率(PE)	7.5	28.7	13.9	12.2	9.8
EV/EBITDA	6.3	10.7	7.6	6.7	6.1
市净率(PB)	1.36	1.39	1.32	1.25	1.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	13.35 - 14.24元
收盘价	12.28元
总市值/流通市值	23534/23377百万元
52周最高价/最低价	12.71/8.69元
近3个月日均成交额	259.68百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：综合性化工平台型企业，产业链完善，下游覆盖广	6
公司沿革及经营概况	6
产线丰富，化工平台型企业	8
公司盈利与化工景气度关联强，周期性彰显	13
淘汰落后产能，提升能效与盈利	14
化工新材料：尼龙 6 及多元醇景气向好	15
聚碳酸酯	15
尼龙 6	17
多元醇	21
有机硅	23
氟材料	25
基础化工：盈利低位待景气回暖	27
甲烷氯化物	27
二甲基甲酰胺	29
氯碱	30
化肥：以复合肥为主，供给偏宽松	32
复合肥	32
财务分析	33
资本结构及偿债能力分析	33
经营效率分析	33
盈利能力分析	33
现金流量分析	35
盈利预测	35
假设前提	35
未来 3 年业绩预测	37
盈利预测情景分析	38
估值与投资建议	39
投资建议	40
风险提示	41
附表：财务预测与估值	44

图表目录

图 1: 鲁西化工发展历程	6
图 2: 鲁西化工股权结构	7
图 3: 鲁西化工分业务营收 (亿元)	8
图 4: 鲁西化工分业务毛利 (亿元)	8
图 5: 鲁西化工分业务毛利率	9
图 6: 公司化工及化肥制造业销量 (万吨)	9
图 7: 鲁西化工园区内项目上下游关系	10
图 8: 鲁西化工主要上游原材料	11
图 9: 鲁西化工股价、归母净利润以及中国化工产品价格指数走势	13
图 10: 部分化工企业在行业上行周期中股价最大涨幅以及 2017-2023 年归母净利润	14
图 11: 鲁西化工及同行的尿素产品毛利率	15
图 12: 我国 PC 产量与表观消费量 (万吨)	16
图 13: 我国 PC 进出口量 (万吨) 与进口依赖度	16
图 14: PC 价格与价差 (元/吨)	17
图 15: 2023 年 PC 下游消费结构	17
图 16: 我国尼龙 6 产量与表观消费量 (万吨)	18
图 17: 我国尼龙 6 进出口量 (万吨) 与进口依赖度	18
图 18: 尼龙 6 价格与价差 (元/吨)	18
图 19: 公司尼龙 6 产销量 (万吨)	18
图 20: 2023 年尼龙 6 下游消费结构	19
图 21: 2023 年己内酰胺下游消费结构	19
图 22: 鲁西化工 60 万吨/年己内酰胺·尼龙 6 项目各装置之间上下游关系图	19
图 23: 我国己内酰胺产量与表观消费量 (万吨)	20
图 24: 我国己内酰胺进出口量 (万吨) 与进口依赖度	20
图 25: 中国纺织业产成品存货同比 (%)	20
图 26: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额同比 (%)	20
图 27: 美国服装批发商及零售库存 (百万美元)	21
图 28: 美国服装批发商及零售库存销售比	21
图 29: 公司正丁醇产销量 (万吨)	21
图 30: 公司辛醇产销量 (万吨)	21
图 31: 2023 年正丁醇下游消费结构	22
图 32: 2023 年辛醇下游消费结构	22
图 33: 我国正丁醇产量与表观消费量 (万吨)	22
图 34: 我国正丁醇进出口量 (万吨) 与进口依赖度	22
图 35: 我国辛醇产量与表观消费量 (万吨)	22
图 36: 我国辛醇进出口量 (万吨) 与进口依赖度	22
图 37: 正丁醇价格与价差 (元/吨)	23

图 38: 辛醇价格与价差 (元/吨)	23
图 39: 鲁西化工有机硅项目工艺流程	24
图 40: 有机硅 DMC 价格与价差 (元/吨)	24
图 41: 2023 年有机硅中间体下游消费结构	24
图 42: 我国有机硅中间体产量与表观消费量 (万吨)	25
图 43: 我国有机硅中间体进出口量 (万吨) 与进口依赖度	25
图 44: 六氟丙烯价格与价差 (元/吨)	26
图 45: 聚全氟乙丙烯价格与价差 (元/吨)	26
图 46: 聚四氟乙烯价格与价差 (元/吨)	26
图 47: 2023 年聚四氟乙烯下游消费结构	26
图 48: 2023 年二氯甲烷下游消费结构	27
图 49: 2022 年三氯甲烷下游消费结构	27
图 50: 我国二氯甲烷产量与表观消费量 (万吨)	28
图 51: 我国三氯甲烷产量与表观消费量 (万吨)	28
图 52: 二氯甲烷价格与价差 (元/吨)	28
图 53: 三氯甲烷价格与价差 (元/吨)	28
图 54: 鲁西化工 DMF 装置工艺流程	29
图 55: 2023 年 DMF 下游消费结构	30
图 56: 我国 DMF 产量与表观消费量 (万吨)	30
图 57: 二甲基甲酰胺 (DMF) 价格与价差 (元/吨)	30
图 58: DMF 产销量 (万吨)	30
图 59: 2023 年烧碱下游消费结构	31
图 60: 我国烧碱产量与表观消费量 (万吨)	31
图 61: 烧碱价格与价差 (元/吨)	31
图 62: 烧碱产销量 (万吨, 以 32%烧碱计)	31
图 63: 我国复合肥产量与表观消费量 (万吨)	32
图 64: 复合肥价格与价差 (元/吨)	32
图 65: 鲁西化工资产负债率	33
图 66: 鲁西化工流动比率、速动比率、权益乘数	33
图 67: 鲁西化工毛利率、净利率	34
图 68: 鲁西化工销售、管理、研发、财务费用率	34
图 69: 鲁西化工营业收入 (亿元) 及同比增速	34
图 70: 鲁西化工归母净利润 (亿元) 及同比增速	34
图 71: 可比公司净利率	35
图 72: 可比公司 ROE (加权)	35
图 73: 公司现金流量情况	35

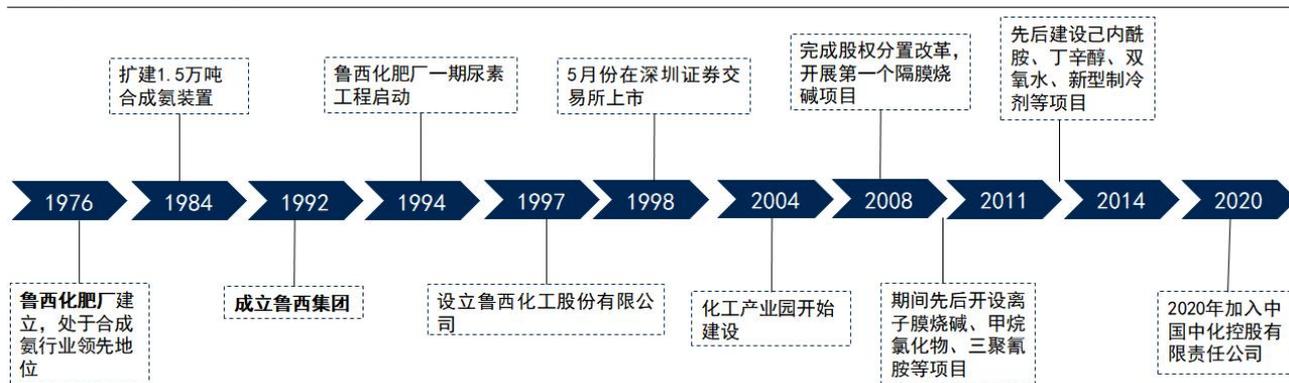
表1: 鲁西化工核心管理层	7
表2: 鲁西化工近年分红情况	8
表3: 鲁西化工主要产品简介	11
表4: 2023 年公司部分主要产品产能	12
表5: 公司披露的主要产品产量 (万吨)	12
表6: 公司主要产品行业产能 (万吨) 及产能利用率	12
表7: 公司闲置固定资产中的专用设备情况 (亿元)	14
表8: 我国 PC 前十大生产企业产能和市场份额	16
表9: 我国尼龙 6 前十大生产企业产能和市场份额	18
表10: 我国尼龙 6 及己内酰胺前十大生产企业产能和市场份额	20
表11: 我国正丁醇及辛醇前十大生产企业产能和市场份额	23
表12: 我国有机硅中间体前十大生产企业产能和市场份额	25
表13: 我国六氟丙烯及聚四氟乙烯生产企业产能和市场份额	27
表14: 我国甲烷氯化物前十大生产企业产能和市场份额	28
表15: 我国 DMF 前十大生产企业产能和市场份额	30
表16: 我国烧碱前十大生产企业产能和市场份额	31
表17: 我国复合肥前十大生产企业产能和市场份额	32
表18: 鲁西化工业务拆分	36
表19: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	37
表20: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	38
表21: 公司盈利预测假设条件 (%)	39
表22: 资本成本假设	39
表23: 鲁西化工 FCFF 估值表	39
表24: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	40
表25: 可比公司估值表	40

公司概况：综合性化工平台型企业，产业链完善，下游覆盖广

公司沿革及经营概况

鲁西化工，正式名称为鲁西化工集团股份有限公司，主要从事化工新材料、基础化工及化肥产品的生产销售。公司于1998年经由证监会批准，同年5月份在深圳证券交易所挂牌上市。公司主营产品包括聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙6、双氧水、多元醇、甲酸、高端新型制冷剂等，产品涵盖化工和化肥两大领域，建立了从煤化工、盐化工到氟化工、硅化工、化工新材料等多个领域的完整产业链。鲁西化工产业园区建设面积达7平方公里，拥有装置70余套，生产百余类产品，被国家石化联合会认定为“中国化工新材料（聊城）产业园”和“中国智慧化工园区试点示范单位”。

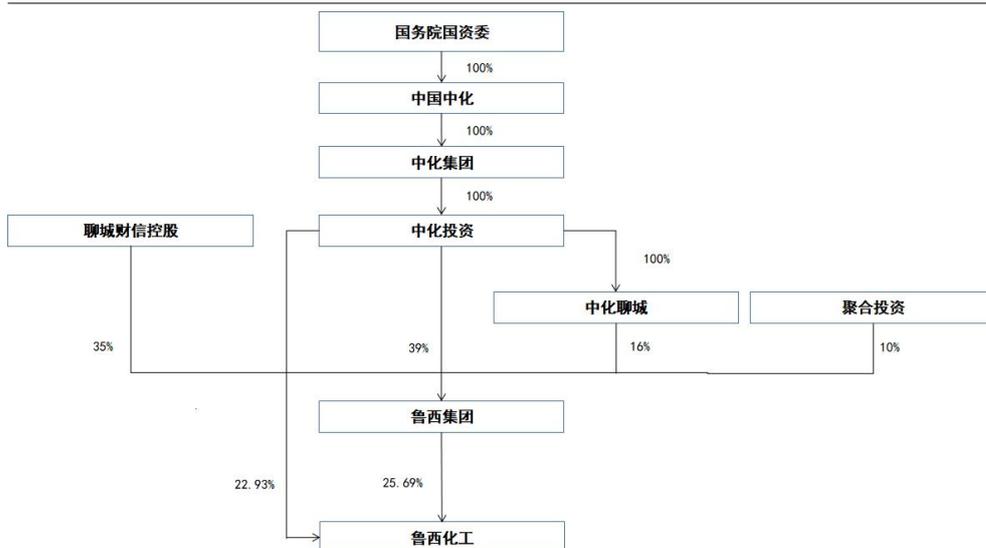
图1：鲁西化工发展历程



资料来源：兴园化工园区研究院，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

鲁西化工的实际控制人为国务院国资委。鲁西集团有限公司（简称“鲁西集团”）作为第一大股东，持有公司25.69%的股份，而中化投资持有鲁西集团39%的股份，并通过子公司中化聊城持有鲁西集团16%的股份；中化投资作为鲁西化工的第二大股东，直接持股比例为22.93%。故中化投资共持有鲁西化工37%的股份，而中化投资为中化集团的子公司，实际由国资委控制。中化集团不仅为鲁西化工提供了资本支持，还可在多个层面上为公司发展助力，比如研发、资源协调、市场拓展、战略规划等方面均可给予支持和指导。中化旗下拥有多家化工企业，与鲁西化工在产业链上或可以形成协同效应。公司的关键管理团队主要来自煤化工、化肥等行业，具备丰富的管理经验。

图2：鲁西化工股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：鲁西化工核心管理层

姓名	职务	主要工作经历
王力刚	董事、董事长	1993年至2014年，在中石化北京燕山石油化工有限公司工作，历任技术员，车间主任，化工六厂厂长兼党委副书记；2014年6月至2022年2月，先后任中化化肥企管部总经理，中化云龙党委书记，总经理，中化吉林长山党委书记，总经理，中化化肥副总经理，中国中化农业事业部(先正达集团中国)HSE与产业管理总监，中化重庆涪陵化工董事长；2022年2月至2024年1月，先后任中化资产管理有限公司常务副总经理，党委委员，兼任昊华骏化集团有限公司党委书记，河南骏化发展股份有限公司党委书记，董事长；2024年1月起，任鲁西集团有限公司党委书记。现任公司董事长。
庞小琳	监事会主席，监事	1991年加入蓝星化学清洗集团公司，曾任技术推广办技术员，主任工程师，副主任，工程公司副经理，工程公司西北分公司经理，华东分公司副经理，中国蓝星(集团)总公司项目经理部主任，化工部长沙设计研究院院长，中国蓝星(集团)湖南分公司经理，华兴电子设备厂党委书记，长沙化工设计研究院党委书记，中蓝石化总公司经营办负责人，中国蓝星(集团)总公司经营办副主任，南通星辰合成材料有限公司党委书记，董事长，总经理，中国蓝星(集团)股份有限公司总经理助理，化工事业部副总裁，党委委员，中化国际副总经理，党委委员，添加剂事业部党委书记，圣奥化学科技有限公司董事长，党委书记，现任中国中化控股有限责任公司生产经营部总监，公司监事会主席。
王延吉	总经理	曾任第一化肥厂技改办主任，第四化肥厂厂长，煤化工集团总经理，煤化工事业部部长，化工事业集团副总经理，总经理，公司副总经理。现任公司总经理。
姜吉涛	副总经理	1988年参加工作进入东阿化肥厂。曾任东阿化肥厂车间值班长，调度主任，企管科长，企管部副部长，企管处处长，第四化肥厂厂长，职工监事，销售公司经理，公司董事；现任公司副总经理，兼任公司制造与工程事业集团副总经理。
张金林	副总经理	曾任鲁西化工集团劳动人事处长，化工机械厂党总支书记，厂长，聊城蓝威化工有限公司党委书记，经理，第一化肥厂党委书记，厂长，职工监事，化工与化肥事业集团副总经理，公司董事。现任公司副总经理，兼任公司化工与化肥事业集团总经理。
张雷	副总经理	1987年参加工作在山东济宁化工设计院。1990年调入鲁西化肥厂，曾任技改办副主任，工程部设备科长，聊城锅炉厂副厂长，化工机械厂厂长，书记，鲁西化工设计研究院院长。
董书国	副总经理	曾任第六化肥厂副厂长，厂长，氯碱化工分公司经理，项目管理部部长，园区工业集团总经理助理；2007年4月至2018年5月担任公司监事会监事，2018年4月至今担任公司副总经理，制造与工程事业集团副总经理。
杜森肴	副总经理，HSE总监	曾任沧州大化TDI有限责任公司代理总经理，沧州大化聚海分公司总经理，沧州大化股份有限公司总经理，新材料公司总经理。现任公司副总经理，HSE总监。
张立军	副总经理	曾任中国蓝星集团总公司生产处副处长；中国蓝星集团总公司南通合成材料厂副厂长；中国蓝星集团总公司天津石化公司副总经理；中国蓝星集团总公司沈阳化工集团副总经理；中国化工集团大庆中蓝石化公司，齐化集团党委书记，总经理；中国化工集团油气公司副总经理；中国蓝星集团总公司党委委员，副总经理；中国蓝星埃肯集团高级副总裁，江西星火有机硅有限公司党委书记，董事长等职务。现任公司副总经理。

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司自1998年上市以来分红次数累计15次，已累计现金分红达到92.16亿元，平均分红率为45.37%。2023年的股利支付率为30.43%，股息率为1.3%。

表2: 鲁西化工近年分红情况

年份	现金分红总额(万元)	股利支付率(%)	ROIC(%)	每股股利(元)	股息率
2017	43,945.82	22.54	10.47	0.30	1.9%
2018	73,243.04	23.88	14.81	0.50	5.1%
2019	73,243.04	43.30	8.63	0.50	4.8%
2020	95,215.95	115.44	4.60	0.50	3.9%
2021	383,935.20	83.13	18.33	2.00	13.1%
2022	124,967.51	39.60	11.64	0.65	5.3%
2023	24,914.19	30.43	3.32	0.13	1.3%

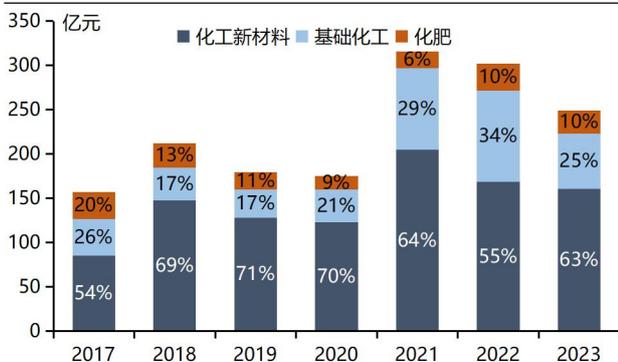
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产线丰富, 化工平台型企业

公司主营业务包括化工新材料、基础化工、化肥产品及其他业务。化工新材料和基础化工是鲁西化工的主要营收和利润来源, 2023 年两项业务合计营收占公司总营收的 88%, 合计毛利占总毛利的 94%。而化肥业务占比较小, 2023 年化肥业务营收占 10%, 毛利仅占 5%, 毛利率也相对处于较低水平。公司化肥板块销量占比逐步降低, 发展重心放在化工制造业板块, 逐步由煤化工公司转型为以化工新材料为主的平台型企业。

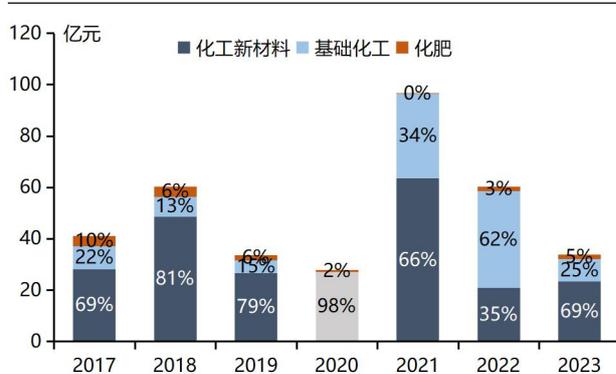
2023 年, 全球能源价格高位波动, 需求复苏不及预期, 大宗商品和主要产品价格持续下跌, 叠加近年来化工行业产能过剩问题凸显, 市场竞争激烈, 行业盈利有所下滑, 公司毛利率也下降至 13% 的较低水平。

图3: 鲁西化工分业务营收(亿元)



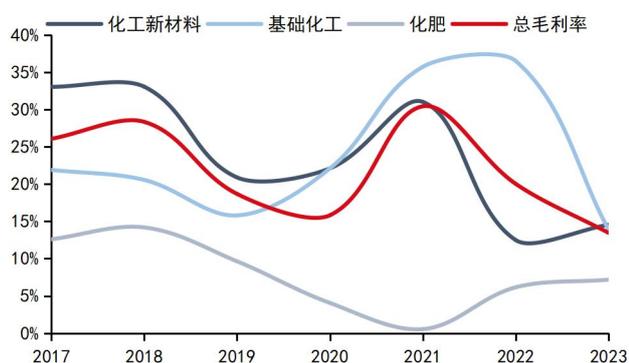
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 鲁西化工分业务毛利(亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 由于 2020 年公司未披露化工新材料和基础化工板块各自的成本, 无法计算板块毛利, 故合并两项计算毛利, 标为灰色。

图5: 鲁西化工分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 由于2020年公司未披露化工新材料和基础化工板块各自的成本, 无法计算板块毛利率, 故以合并两项后计算的毛利率替代两项业务毛利率。

图6: 公司化工及化肥制造业销量 (万吨)



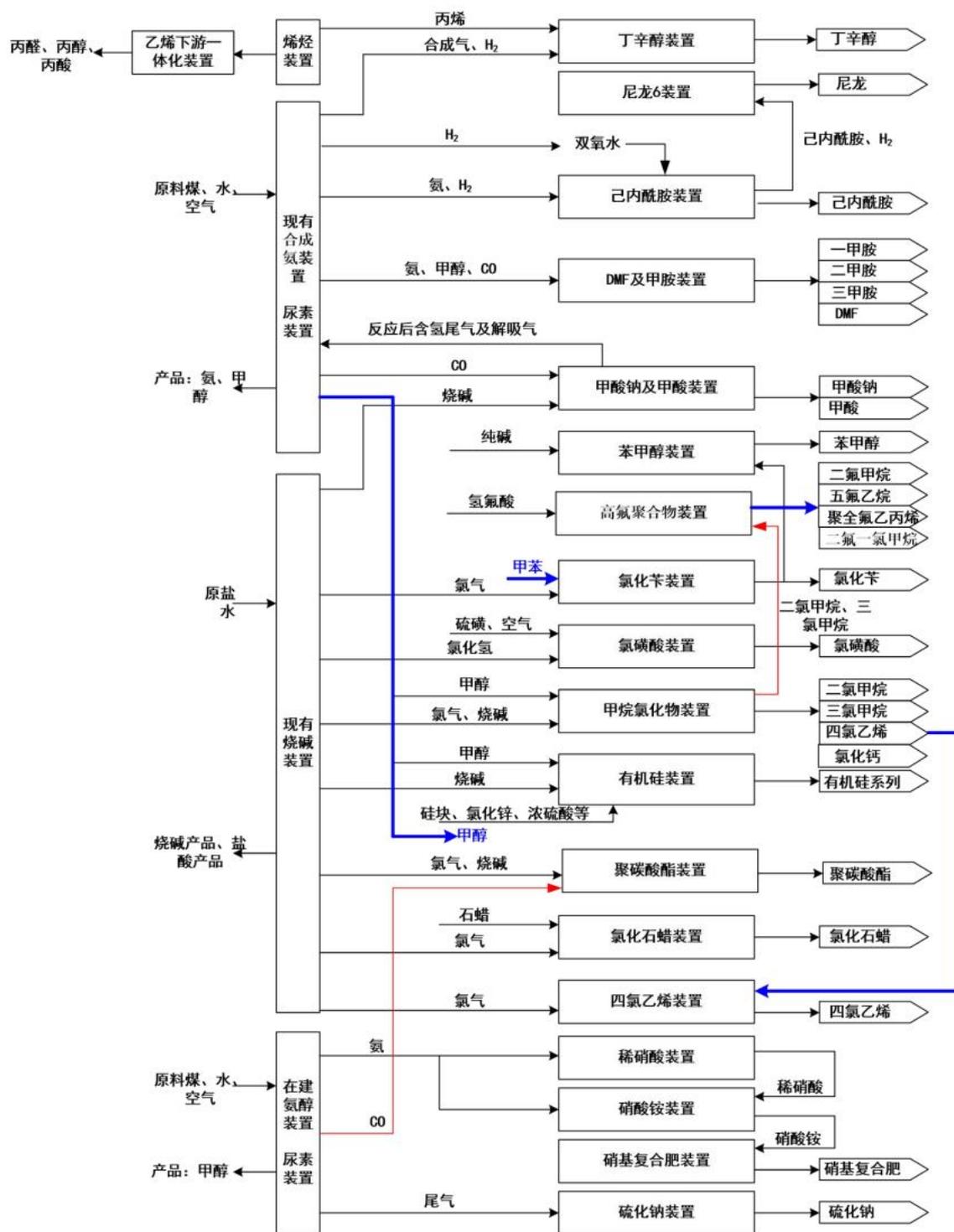
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

鲁西化工总部设在聊城高新技术产业开发区南部的聊城化工新材料产业园内。聊城市位于山东省西部, 是中国能源基地、内陆口岸和辐射冀鲁豫交界地区的中心城市。聊城化工新材料产业园位于聊城经济开发区南部的顾官庄屯镇, 交通便利, 地理位置优越, 辅助设施齐全。产业园发展方向是以化工新材料为主导, 发展煤化工、盐化工、氟硅化工三条产业链, 生产化工新材料, 培育加工制造、物流、研发、培训等配套产业。

园区经过多年发展, 产业链一体化优势明显。公司外购煤炭、丙烯、纯苯等原料满足生产需要, 园区各装置之间上下游关联度高, 互为原料, 通过管网密闭输送, 循环利用, 吃干榨净, 安全高效。公司通过不断统筹优化, 改造提升, 逐步提高产业链韧性和完整性, 为公司发展奠定了坚实基础。园区内生产企业实施集约化统一管理, 统筹平衡上下游生产资源, 实现物料平衡, 配备了丰富的公用工程资源, 实现园区内公用工程资源集约化利用, 在成本控制、节能降耗、资源综合利用、弹性调节产品结构等方面具有较大优势。

公司拥有多元化产品线, 涉足广泛的化工细分市场, 有助于在不同的市场环境中保持竞争力和灵活性。公司主要产品有己内酰胺、尼龙6、有机硅、甲酸、多元醇、甲烷氯化物、甲胺、DMF、聚碳酸酯等。化肥产品主要有复合肥、硝基肥、液体肥、硫酸铵等。公司形成了广泛的产品组合, 通过整合上游原材料供应和下游产品应用, 建立了完整的产业链, 并积极推出高附加值产品, 如高性能尼龙和特种氟化学品等。因此公司属于化工平台型公司, 可以较为灵活地应对市场波动, 优化资源配置, 实现稳健增长。

图7：鲁西化工园区内项目上下游关系



资料来源：环评报告，国信证券经济研究所整理

公司的上游主要包括煤炭、原盐、电力、丙烯、纯苯、苯酚、丙酮等原材料和能源行业，上游提供的主要原材料、能源等产品的供应量、价格、技术水平和质量水平对公司产品所属行业均有影响。下游产业主要包括纺织品、复合材料、绝缘材料、电子电气、建筑、信息存储、交通运输及航天航空、化工、机械等领域，主要产品的下游行业规模大且范围广，单一下游行业的需求波动对整个产品体系

的影响较小。

图8: 鲁西化工主要上游原材料



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司涉及产品产线十分丰富, 但由于公司公告披露的产品产能、产量数据较为有限, 本报告着重梳理公司公告披露的主要产品。

表3: 鲁西化工主要产品简介

产品分类	具体产品	上游原材料	下游产品	最终应用领域	性能与用途
化工新材料	聚碳酸酯	双酚 A	板材、改性材料、箱包、水桶、注塑件等	应用于电子电器、建材领域、汽车制造、无色透明, 耐热, 抗冲击, 有良好的机械性能、航空航天、医疗器械、食品包装、光学和光学性能, 聚碳酸酯的耐冲击性能好, 透光率高, 加工性能好。	
	己内酰胺	纯苯	尼龙 6 切片	应用于毛纺、针织、机织、渔业、轮胎、环己烯、苯、甲醇等, 本品遇高热、明火或与氧化剂接触, 有引起燃烧的危险。受高热分解, 产生有毒的氮氧化物。	
	尼龙 6	己内酰胺	民用丝、工业丝、工程手套、帐篷睡袋等, 工业领域可用于制-220℃, 分解温度为 300℃左右, 尼龙 6 电绝缘造帘子布、帆布、传送带、缆绳、渔网性能优越, 耐碱、耐腐蚀性好。锦纶是合成等; 家居领域可用于地毯、床单、窗帘纤维中耐磨性能最好的纤维。	民用领域应用于制作袜子、内衣、衬衫、运动衫、滑雪衫、雨衣、雨伞、旅行包、尼龙 6 切片通常呈白色柱形颗粒状, 熔点为 210 及工程塑料类。	
	正丁醇 (多元醇产品之一)	丙烯	丙烯酸丁酯、醋酸丁酯、DBP	应用于制取涂料、油漆溶剂、增塑剂等酯类产品, 还可用于生产医药中间体、正丁醇微溶于水, 溶于乙醇、醚多数有机溶剂。农药中间体、选矿剂以及用作溶剂。	
	辛醇 (多元醇产品之一)	丙烯	DOP、DOTP、丙烯酸辛酯	应用于生产增塑剂、涂料溶剂、塑料稳定剂、润滑油添加剂、十六烷值改进剂等辛醇属于普通化学品, 不溶于水、溶于乙醇、酯类产品, 还用于制作香精和化妆品添乙醚、氯仿, 溶于约 720 倍的水。	
基础化工产品	二氯甲烷 (甲烷氯化物产品之一)	氯气、甲醇	制冷剂 R32、聚氨酯发泡剂	应用于制冷剂、医药、农药、胶粘剂、无色透明液体, 具有类似醚的刺激气味; 有聚合发泡、清洗、锂电池隔膜、食品有机合成原料制冷剂 R32, 中间体、锂电池隔膜、胶水、食品添加剂的溶剂。	
	三氯甲烷 (甲烷氯化物产品之一)	氯气、甲醇	制冷剂 R22、医药中间体、油漆稀释剂	应用于制冷剂、医药、油漆稀释剂等领域。	无色透明重质液体、有特殊气味、极易挥发; 有机合成原料制冷剂 R22、麻醉剂, 香料、抗生素、橡胶、树脂的溶剂和萃取剂。
	二甲基甲酰胺	甲醇、液氨	PU 浆料、头孢抗生素、2/5 氯甲基吡啶、吡虫啉、表面活性剂等。	应用于聚氨酯、医药、染料、石油提炼剂、电子覆铜板	呈弱酸性, 能与水、乙醇或乙醚以任何比例混合。具有较强氧化能力的强氧化剂, 可与还原性物质发生反应, 具有腐蚀性。
化肥产品	复合肥	磷酸一铵、硫酸钾、硝酸	固体水溶肥、冰袋	农业用: 小麦、玉米、花生、果蔬、大危险品等级; 无溶解性; 复合肥易吸潮、溶于水等农作物施肥。医药工业: 医用冰袋。	水。禁配物: 无注意事项: 产品应贮存于阴凉

酸铵溶液

干燥处，在运输过程中应防潮、防晒、防破裂。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在 2023 年展现出较高的产能利用率，特别是有机硅和多元醇产品的产能利用率超过 90%。公司目前在建己内酰胺和尼龙 6 产能各 30 万吨，有机硅 40 万吨。

表4: 2023 年公司部分主要产品产能

主要产品	设计产能（万吨）	产能利用率	当年产量（万吨）	在建产能（万吨）
己内酰胺	40	78.95%	31.58	30
尼龙 6	40	74.67%	29.87	30
有机硅	5	100.42%	5.02	40
甲酸	40	84.16%	33.66	
多元醇	75	93.38%	70.04	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 公司披露的主要产品产量（万吨）

产品	2020	2021	2022	2023
己内酰胺	34.60	44.72	36.46	31.58
尼龙 6	27.11	39.65	31.67	29.87
有机硅				5.02
甲酸	26.77	36.13	28.88	33.67
多元醇	72.83	84.71	79.60	70.04
双氧水（折百）	29.01	41.36	39.58	
甲烷氯化物	23.93	26.56		
聚碳酸酯	15.98			
烧碱			134.09	121.24
二甲基甲酰胺	14.13	15.45	15.01	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主要产品中，聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙 6、正丁醇、辛醇、烧碱和复合肥的行业产能仍在持续扩大。产能利用率方面，2023 年二甲基甲酰胺、复合肥的产能利用率仅为 40%和 31%，表明市场供过于求的情况较为显著。2023 年同属于多元醇产品的正丁醇和辛醇的产能利用率相对较高，分别为 81%和 84%，表明市场需求相对较好。二氯甲烷和烧碱的产能利用率也超过了 80%，在 2023 年表现出了相对较强的需求。

表6: 公司主要产品行业产能（万吨）及产能利用率

	产能（万吨）				产能利用率
	2023	2024E	2025E	2026E	2023
聚碳酸酯	348	409	435	491	61%
己内酰胺	649	832	922	922	70%
尼龙 6	642	805	865	895	72%
正丁醇	281	321	375	414	81%
辛醇	294	382	495	544	84%
有机硅中间体	272	330	330	330	66%
二氯甲烷	186	202	202	202	84%
三氯甲烷	186	186	186	186	76%
二甲基甲酰胺	172	202	202	202	40%
烧碱	4880	5141	5522	5772	81%
复合肥	16873	17033	17278	17278	31%

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

公司盈利与化工景气度关联强，周期性彰显

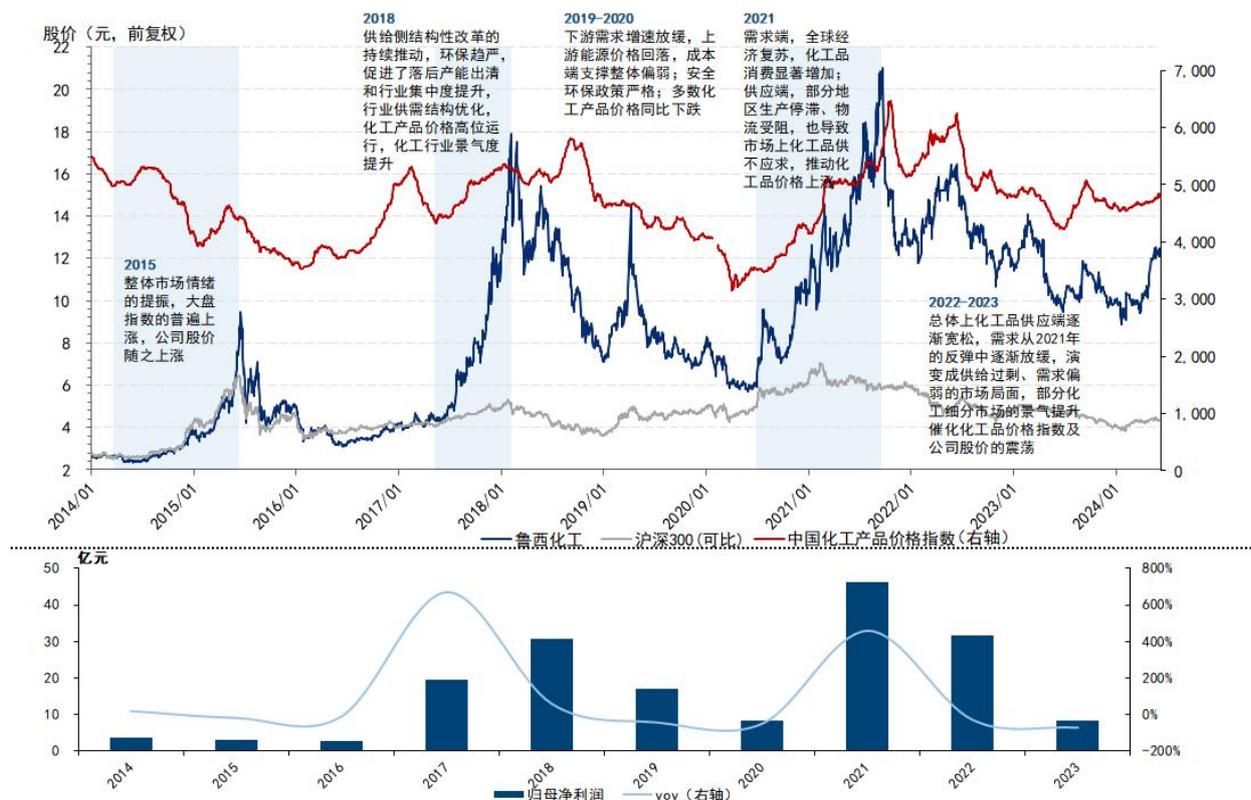
公司多元化产品线涉足多个化工细分市场，盈利能力与化工行业整体景气度关联较强。近十年来，公司盈利出现 2018 和 2021 年两个高点，同时也是化工行业景气度的高点：

1) 2018 年化工行业景气度提升主要得益于供给侧结构性改革的持续推动，环保政策趋严，促进了落后产能出清和行业集中度的提升，优化了行业供需结构，提高了整体效率。同时，上游原材料价格上涨，尤其是原油价格的震荡上行，推动了化工产品价格的高位运行。下游行业如房地产、汽车和家电等需求的相对稳定，为化工行业的景气度提供了支撑。

2) 2021 年化工行业市场整体供需偏紧。需求方面，全球经济复苏，化工品的主要消费领域如制造业和建筑业等活动显著增加；供应方面，部分地区生产停滞、物流受阻，也导致市场上化工品供不应求，推动化工品价格上涨。

随后的 2022-2023 年，化工品供应端逐渐宽松，需求从 2021 年的反弹中逐渐放缓，演变成供给过剩、需求偏弱的市场局面，化工产品价格指数震荡下行，鲁西化工主营产品利润空间被压缩，盈利也随之下降。

图9: 鲁西化工股价、归母净利润以及中国化工产品价格指数走势



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

总体而言，鲁西化工在化工企业中属于涉及产品类型繁多，产业链较为分散的公司，盈利和股价弹性都较大。我们挑选部分不同细分板块的化工公司，对化工两个上行周期（2016年1月至2018年10月，以及2020年4月至2021年10月）区间内最大股价涨幅做了如下统计。鲁西化工在2016年1月至2018年10月的区间最大涨幅分别为482%，与万华化学接近。万华化学主营产品为聚氨酯，为壁垒高、市场集中度高的产品，盈利能力强劲。华鲁恒升也获得了较大区间涨幅，该公司主营产品包括尿素、己内酰胺、多元醇等，与鲁西化工产品重合度相对较高，但华鲁恒升以煤化工产品为主，产业链种类不如鲁西化工丰富。荣盛石化、合盛硅业、远兴能源、扬农化工、湖北宜化分别是炼化、有机硅、纯碱、农药、化肥领域的龙头企业，受其主营产品的盈利影响较大，在两次化工上行周期中也存在比较大的股价弹性。

图10: 部分化工企业在行业上行周期中股价最大涨幅以及2017-2023年归母净利润

证券代码	证券简称	2016/01-2018/10	2020/04-2021/10	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)							主要产品
		区间最大涨幅	区间最大涨幅		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
600309.SH	万华化学	489%	279%	2,788	11.4	106.0	101.1	105.0	238.0	162.0	71.8	聚氨酯等
600989.SH	宝丰能源	/	176%	1,221	29.2	37.0	38.0	46.2	70.7	63.0	56.5	聚烯烃、焦炭等
002493.SZ	荣盛石化	183%	355%	996	19.3	16.6	22.5	72.1	128.8	34.9	11.3	炼化产品
600160.SH	巨化股份	21%	244%	637	9.3	21.6	9.0	0.8	11.0	24.6	9.5	氟化工
600426.SH	华鲁恒升	282%	259%	609	12.2	30.2	24.5	18.0	72.5	62.9	35.8	尿素、己内酰胺等煤化工产品
603260.SH	合盛硅业	201%	1120%	591	15.2	28.1	11.1	14.0	82.0	52.0	26.4	有机硅
601233.SH	桐昆股份	229%	179%	360	17.6	21.2	28.8	28.6	73.4	1.0	7.9	涤纶长丝
000683.SZ	远兴能源	77%	762%	287	7.1	13.0	6.8	0.7	49.6	26.6	14.3	纯碱、尿素等
600486.SH	扬农化工	250%	162%	242	5.7	9.0	11.6	12.0	12.5	18.0	15.7	农药
000830.SZ	鲁西化工	482%	277%	235	19.5	30.7	16.9	8.2	46.2	31.6	8.2	多元醇、尼龙6等产品
603225.SH	新凤鸣	30%	165%	216	15.0	14.2	13.5	6.1	22.6	-2.1	10.9	涤纶长丝
000422.SZ	湖北宜化	82%	1043%	135	-51.0	2.6	1.6	1.3	20.1	21.8	4.5	化肥、聚氯乙烯等
600409.SH	三友化工	160%	320%	109	18.9	15.9	6.9	7.1	16.7	10.0	5.7	纯碱、粘胶短纤等
002274.SZ	华昌化工	4%	276%	71	-0.6	0.5	2.0	1.9	16.3	8.8	7.3	化肥等
002109.SZ	兴化股份	42%	185%	41	2.1	2.4	1.5	2.1	5.4	3.9	-4.1	乙醇、液氨、DMF等

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

淘汰落后产能，提升能效与盈利

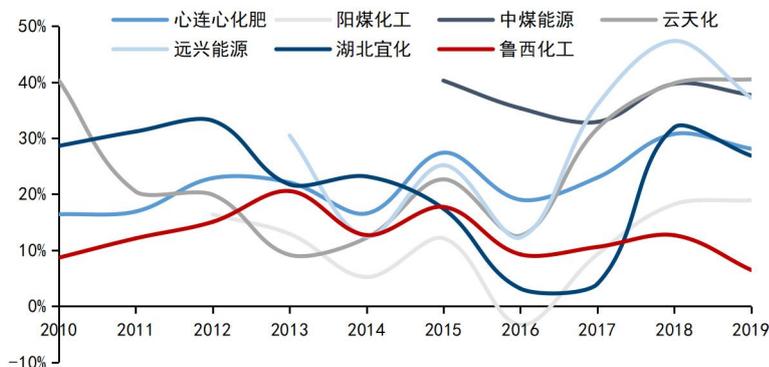
公司针对盈利能力较差、能耗较高的老旧生产设备采取了处置措施。公司成立初期，尿素及合成氨等化肥相关产品是重要组成，然而近年来由于设备老旧等原因，公司尿素盈利能力在同行中处于较低分位。公司于2021年不再生产尿素产品，并逐步处置了包括老合成氨、三聚氰胺、复合肥和氯化苳、隔膜等其他落后生产装置，它们因耗煤量大、能耗效益比较低而成为闲置资产。公司在闲置固定资产中的专用设备账面原值从2020年的0.59亿元增加到2023年的23.75亿元，累计折旧和减值准备相应增加。公司逐步淘汰或改造这些落后装置，以提高整体的能效和盈利水平，有助于公司优化资产结构，降低生产成本，并推动向更高效的生产方式转型。

表7: 公司闲置固定资产中的专用设备情况(亿元)

	账面原值	累计折旧	减值准备	账面价值
2020	0.59	0.42	0.14	0.03
2021	9.58	6.62	1.57	1.40
2022	15.54	10.93	2.66	1.95
2023	23.75	17.18	3.93	2.64

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：鲁西化工及同行的尿素产品毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

化工新材料：尼龙 6 及多元醇景气向好

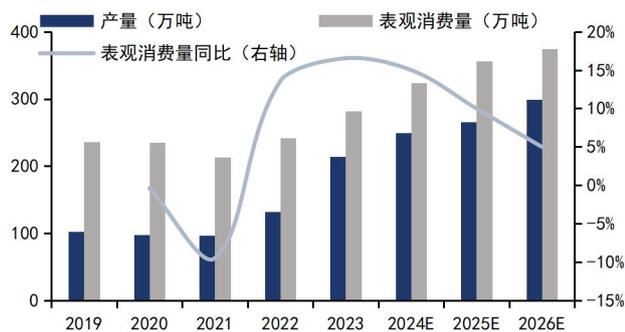
聚碳酸酯

聚碳酸酯（PC）是一种高性能的热塑性塑料，广泛应用于汽车零部件、医疗器械和电子元器件、高端光学级、薄膜、光学、电子、汽车、航空航天等多个领域，并且不断向光电领域、医疗领域及高复合、高性能、专用化、系列化方向发展。

近年来我国 PC 表观消费量稳步增长。我国 PC 的表观消费量从 2019 年的 236 万吨增长至 2023 年的 282 万吨，复合增速 5%，总体显示出市场需求的稳定增长。其中 2022 和 2023 年的表观消费量同比增速分别达到 14%和 17%，需求增速较高。

我国 PC 产业正在逐步满足国内市场需求，减少对外依赖。2019 年我国 PC 进口依赖度为 68%，显示出较高的对外依赖。随着国内产能和产量的提升，进口量呈现下降趋势，进口依赖度逐步下降至 2023 年的 37%，预计到 2026 年将进一步降至约 33%。鲁西化工拥有 30 万吨 PC 产能，国内市场份额约为 9%。

图12: 我国 PC 产量与表观消费量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

图13: 我国 PC 进出口量 (万吨) 与进口依赖度



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

表8: 我国 PC 前十大生产企业产能和市场份额

企业	产能 (万吨)	市场份额
科思创(中国)	60	17%
浙江石化	52	15%
万华化学	50	14%
鲁西化工	30	9%
海南华盛新材料	26	7%
中沙天津	26	7%
嘉兴帝人	15	4%
盛通聚源	13	4%
利华益维远	13	4%
沧州大化集团	10	3%
其他	53	15%

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

2023年,我国PC市场供需关系保持相对均衡状态。在原料成本方面,主要原料双酚A价格总体呈现下降趋势,特别是在上游生产设施持续增加产能的背景下,成本驱动力预期整体减弱。在2022年10月至2023年上半年,主要原料双酚A市场价格呈现下跌态势,PC成本压力得以缓解,直接促使PC行业毛利率的回升。然而,进入2023年三季度,随着国内双酚A行业装置检修的集中进行,行业整体开工率下降,导致供应紧张局势持续。与此同时,大宗商品市场行情的上涨进一步推高了双酚A价格,对PC行业的利润空间形成挤压。随着双酚A价格在高位运行后的宽幅回落,PC行业的成本压力得到缓解,利润空间得到提升。

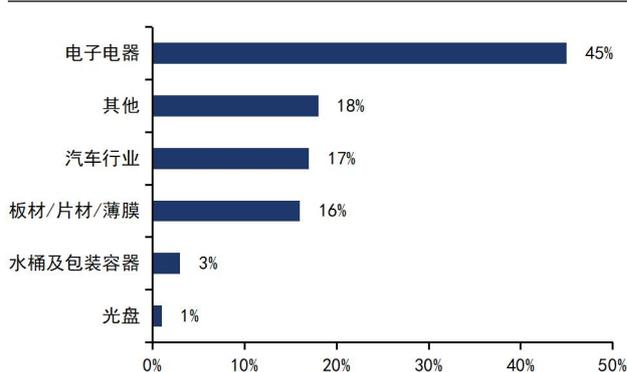
PC行业需求的增长点将继续依赖于现有领域的深化发展以及技术创新带来的新机遇。需求端,2023年PC消费领域整体保持稳定,没有显著的新消费领域拓展,电子电器和汽车行业分别占PC下游消费的45%和17%。市场需求的增长主要依赖于传统领域中新产品的更新换代,消费端增加主要依赖于电子电气、新能源汽车消费和终端制品出口量的带动。未来电子产品持续创新和更新,新能源汽车行业的快速发展,特别是PC在轻量化和电气化部件中的应用,以及终端制品出口市场的扩展,尤其是对高端PC制品的国际需求等,均可以为PC的消费增长提供动力。

图14: PC 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 2023 年 PC 下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

尼龙 6

作为己内酰胺的主要下游产品，尼龙 6 切粒主要用于生产纤维与工程塑料产品。分区域看，欧美地区以生产工程塑料和薄膜为主，而包括中国在内的亚太地区则以生产纤维为主。因其优异的机械性能、耐磨性和染色性，尼龙 6 被广泛用于制作新型面料，如功能性运动服、时尚服饰和内衣等；汽车行业对轻量化材料需求的增加，尼龙 6 因其高强度和耐热性，可应用于制造汽车零部件，如发动机罩、进气歧管和燃油系统部件等。近年来尼龙 6 的应用方向逐步拓宽，尤其随着功能性服装市场的扩大，以及汽车行业的发展，尼龙 6 市场需求得以扩大。

近年来，尼龙 6 行业经历了快速发展阶段。现有企业扩产计划较多，有效地增加了产能。这一趋势导致了规模化企业的增多，进而加剧了市场竞争的激烈程度，新进入者或将面临更高的进入壁垒。技术进步，尤其是聚合技术水平的提高，对行业的发展起到了关键作用。此外，其上游原料己内酰胺的生产企业通过延伸产业链，实现了成本控制和竞争力提升，也优化了生产流程。生产效率不断提升，单位投资、能耗和加工成本持续降低。

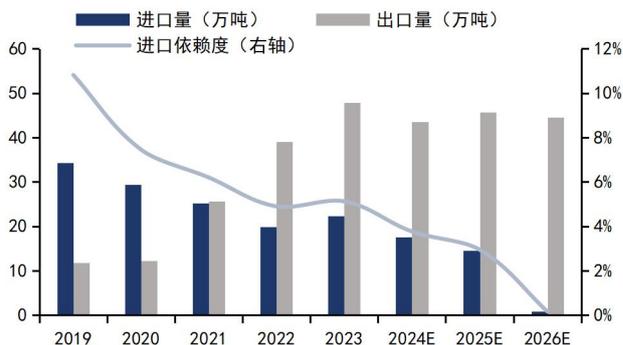
我国尼龙 6 对外依赖度持续降低。2019 年我国尼龙 6 进口依赖度为 11%，随着国内产能和产量的提升，进口量呈现下降趋势，进口依赖度逐步下降至 2023 年的 5%，预计到 2026 年将无需进口即可满足国内消费量。我国尼龙 6 的表观消费量从 2019 年的 318 万吨增长至 2023 年的 435 万吨，复合增速 8%，尤其是 2020 年需求增速较高。尽管随后增速有所下降，但随着人们生活水平的继续提高、尼龙应用领域扩大以及更有针对性的推广措施的促进下，尼龙产品的需求量还会进一步上升，我们预期 2026 年之前需求增速能维持在 5%左右的水平。

图16: 我国尼龙 6 产量与表观消费量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

图17: 我国尼龙 6 进出口量 (万吨) 与进口依赖度



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

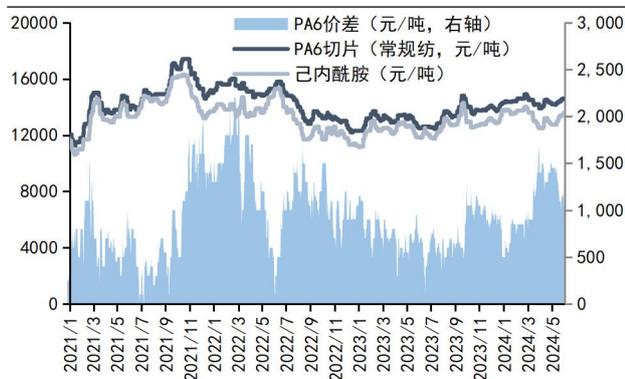
表9: 我国尼龙 6 前十大生产企业产能和市场份额

企业	产能 (万吨)	市场份额
浙江恒逸	51	8%
鲁西化工	40	6%
恒申合纤	35	5%
福建中锦	35	5%
福建永荣锦江	35	5%
江苏弘盛	35	5%
江苏海阳	35	5%
杭州聚合顺	35	5%
福建申远	21	3%
福建恒诚	21	3%
其他	325	49%

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

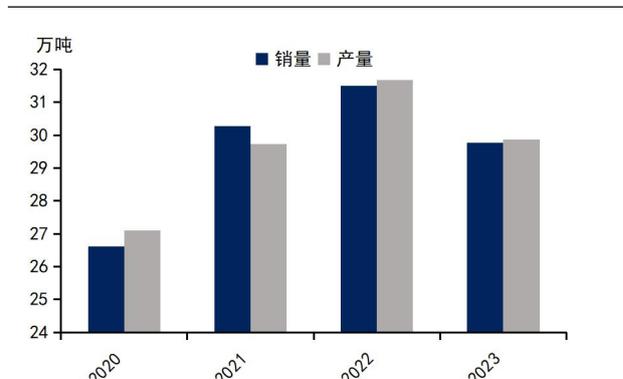
成本降低叠加需求回暖, 尼龙 6 盈利能力回升。尼龙 6 下游主要消费领域为锦纶纤维 (70%), 其次是工程塑料 (17%) 和薄膜 (8%) 等。2024 年以来由于成本端己内酰胺的价格有所下行, 叠加尼龙 6 下游需求回暖, 尼龙 6 价差总体走扩。随着国内经济的逐步复苏, 民用丝和汽车等传统行业的发展增速预计将有所恢复, 这将推动下游市场对尼龙切片的需求增加, 预期尼龙 6 的盈利能力将有所提升。

图18: 尼龙 6 价格与价差 (元/吨)



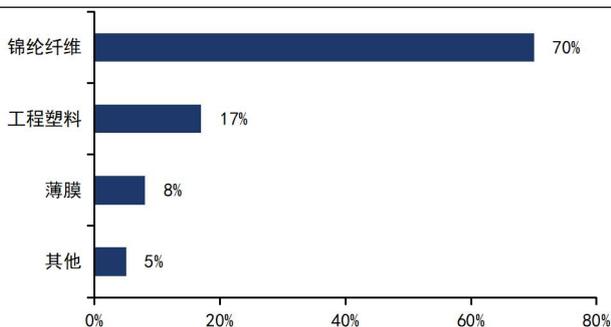
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司尼龙 6 产销 (万吨)



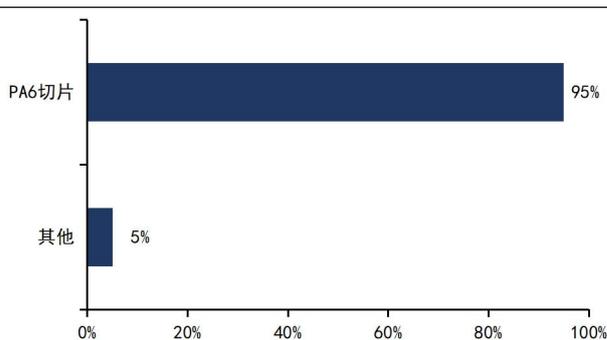
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 2023年尼龙6下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

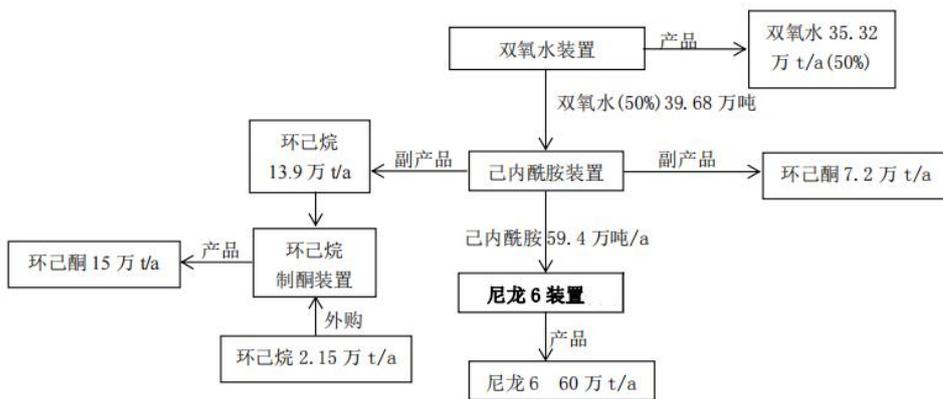
图21: 2023年己内酰胺下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

公司生产的尼龙6属煤化工下游产业链延伸类产品, 依托公司园区内已有的己内酰胺等为原料, 发展下游化工产品, 延伸自身产业链。目前公司拥有己内酰胺及尼龙6产能分别为40万吨, 国内市场份额均为6%, 且各有30万吨在建产能。

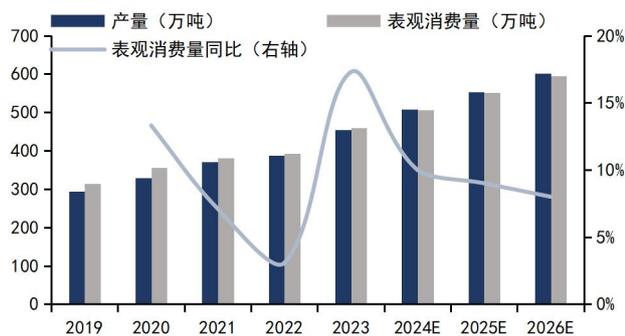
图22: 鲁西化工60万吨/年己内酰胺·尼龙6项目各装置之间上下游关系图



资料来源: 环评报告, 国信证券经济研究所整理

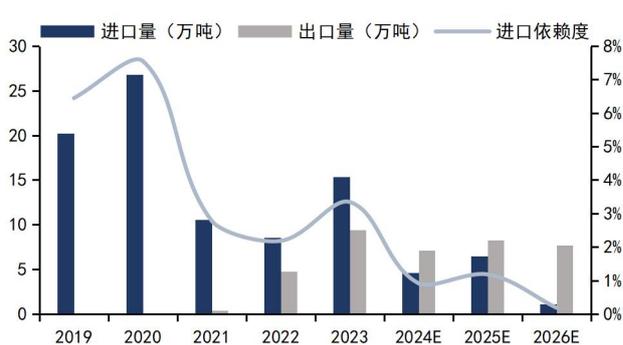
2019-2023年我国己内酰胺产量逐年增加。近年来我国己内酰胺产能和产量也在持续提升, 进口依赖度由2019年的6%逐步下降至2023年的3%, 预计到2026年将无需进口, 且加大出口。我国己内酰胺的表观消费量从2019年的314万吨增长至2023年的460万吨, 复合增速10%, 需求增速在2023年达到17%。预期随着尼龙6产能的持续增加, 己内酰胺需求量还将保持增长。

图23: 我国己内酰胺产量与表观消费量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

图24: 我国己内酰胺进出口量 (万吨) 与进口依赖度



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

表10: 我国尼龙6及己内酰胺前十大生产企业产能和市场份额

尼龙6	产能 (万吨)	市场份额	己内酰胺	产能 (万吨)	市场份额
浙江恒逸	51	8%	福建申远	80	12%
鲁西化工	40	6%	福建永荣	60	9%
恒申合纤	35	5%	中石化湖南	60	9%
福建中锦	35	5%	沧州旭阳	45	7%
福建永荣锦江	35	5%	巴陵恒逸	45	7%
江苏弘盛	35	5%	鲁西化工	40	6%
江苏海阳	35	5%	南京福邦特	40	6%
杭州聚合顺	35	5%	神马尼龙科技	38	6%
福建申远	21	3%	福建天辰	35	5%
福建恒诚	21	3%	兖矿鲁南化工	30	5%
其他	325	49%	其他	192	29%

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

看好下游纺织品行业景气复苏, 带动上游需求回暖。库存周期显示, 中国纺织业产成品存货同比存在上行趋势, 行业或处在补库周期, 催动上游原材料需求回暖, 尼龙6随之受益。中国服装鞋帽针纺织品类零售额同比处于较低水平, 但2024年一季度依然保持同比增长。我们看好纺织品行业景气复苏, 带动上游原材料端的需求回暖。

图25: 中国纺织业产成品存货同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

海外需求方面, 从美国服装批发商及零售库存、库存销售比看, 美国服装库存或

已经处于去化周期尾声，有望步入补库周期，从而推动我国纺织品的出口需求。

图27: 美国服装批发商及零售库存（百万美元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 美国服装批发商及零售库存销售比

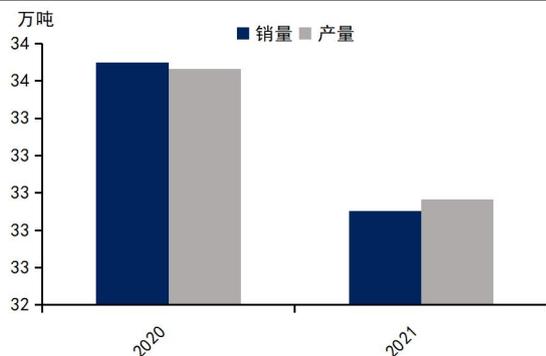


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

多元醇

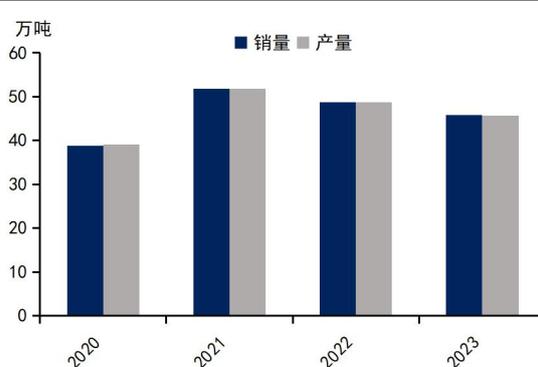
公司多元醇主要包括正丁醇和辛醇。正丁醇下游主要是丙烯酸丁酯（55%）、醋酸丁酯（20%）、DBP（14%）等，其中，丙烯酸丁酯是制造涂料的重要原料之一，广泛应用于建筑、汽车、家具等领域；醋酸丁酯作为胶黏剂的溶剂，应用于包装、木材加工、建筑等行业；DBP（邻苯二甲酸二丁酯）是 PVC 塑料的增塑剂，用于生产软质 PVC 产品，如软管、软质玩具等。辛醇下游主要是 DOTP（49%）、DOP（37%）、丙烯酸辛酯（12%）等，其中 DOTP（对苯二甲酸二辛酯）和 DOP（邻苯二甲酸二辛酯）作为 PVC 的增塑剂，广泛应用于制造 PVC 膜材料，如农用薄膜、包装膜等。因此，正丁醇终端主要用于涂料、胶黏剂、塑料软质品，辛醇下游主要应用领域为 PVC 膜类、电缆、手套、胶带、香精香料等行业。

图29: 公司正丁醇产销量（万吨）



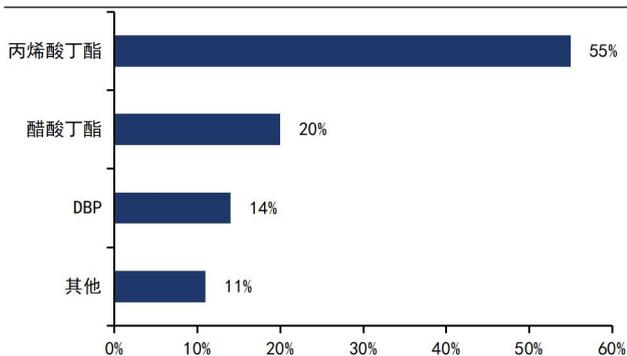
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 及 2023 年公司未披露正丁醇产销量。

图30: 公司辛醇产销量（万吨）



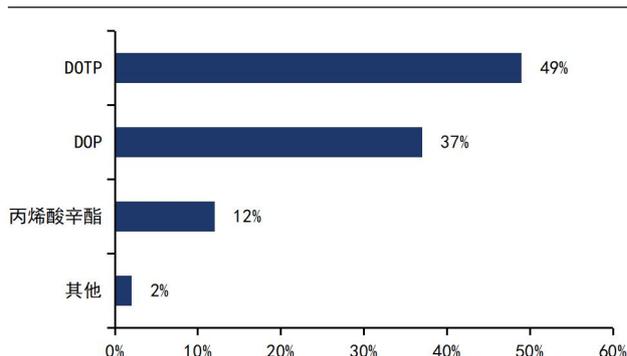
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 2023年正丁醇下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理。

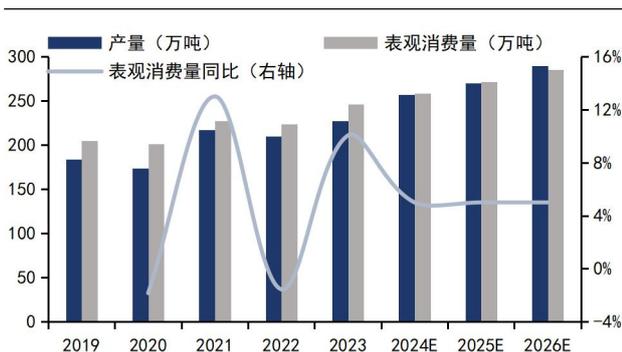
图32: 2023年辛醇下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

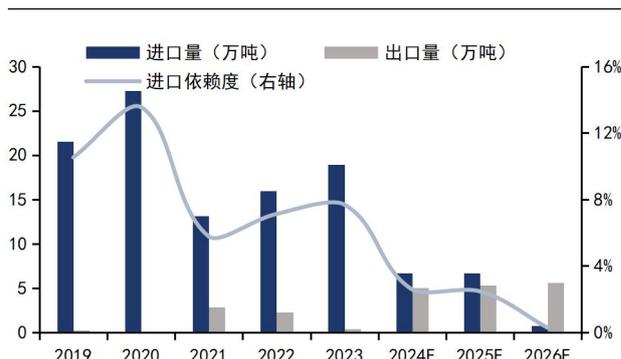
2019-2023年我国正丁醇和辛醇产量复合增速均为6%, 2023年正丁醇和辛醇进口依赖度分别为8%和11%, 预计到2026年国内产量均可满足国内消费量。2019-2023年我国正丁醇和辛醇的表观消费量复合增速分别为5%和7%。预期随着房地产、家电、汽车等行业需求回暖, 正丁醇和辛醇需求量将保持增长。

图33: 我国正丁醇产量与表观消费量(万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

图34: 我国正丁醇进出口量(万吨)与进口依赖度



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

图35: 我国辛醇产量与表观消费量(万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

图36: 我国辛醇进出口量(万吨)与进口依赖度



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

鲁西化工目前拥有 75 万吨多元醇产能，其中正丁醇 30 万吨，辛醇 45 万吨，均在 国内厂商中位列前茅，市场份额分别占到 11%和 15%。

表11: 我国正丁醇及辛醇前十大生产企业产能和市场份额

正丁醇	产能（万吨）	市场份额	辛醇	产能（万吨）	市场份额
鲁西化工	30	11%	鲁西化工	45	15%
烟台万华	30	11%	天津渤化	28	10%
扬子巴斯夫	29	11%	齐鲁石化	26	9%
华谊钦州	27	10%	华鲁恒升	25	9%
延安能源	20	7%	南京诚志	23	8%
四川石化	20	7%	山东建兰	21	7%
天津渤化	17	6%	江苏华昌	18	6%
兖矿集团	14	5%	山东蓝帆	14	5%
安庆曙光	12	4%	利华益集团	14	5%
吉林石化	12	4%	大庆石化	13	4%
其他	61	23%	其他	68	23%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

2023 年以来正丁醇及辛醇存在阶段性景气高点，2024 年一季度盈利同比提升。2023 年房地产市场表现相对疲软，与此同时，家电和汽车行业则展现出较好的市场需求，对增塑剂及酯类产品需求呈现增长态势。下游行业新增产能逐步投产，带动增塑剂和酯类企业的开工率提升。正丁醇和辛醇作为关键原料，其需求量随之增加。2023 年国内多元醇行业新增产能较少，加之现有企业集中进行停车检修，导致整体市场供应呈现偏紧状态。生产及下游企业的原料和成品库存持续保持在较低水平，需求稳定，带动 2023 年正丁醇和辛醇价格的高位运行。进入 2024 年以来，市场供应端逐渐宽松，正丁醇和辛醇价格相对于 2023 年的阶段性高位有所下降，但与 2023 年同期相比仍是同比上涨。

图37: 正丁醇价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38: 辛醇价格与价差（元/吨）



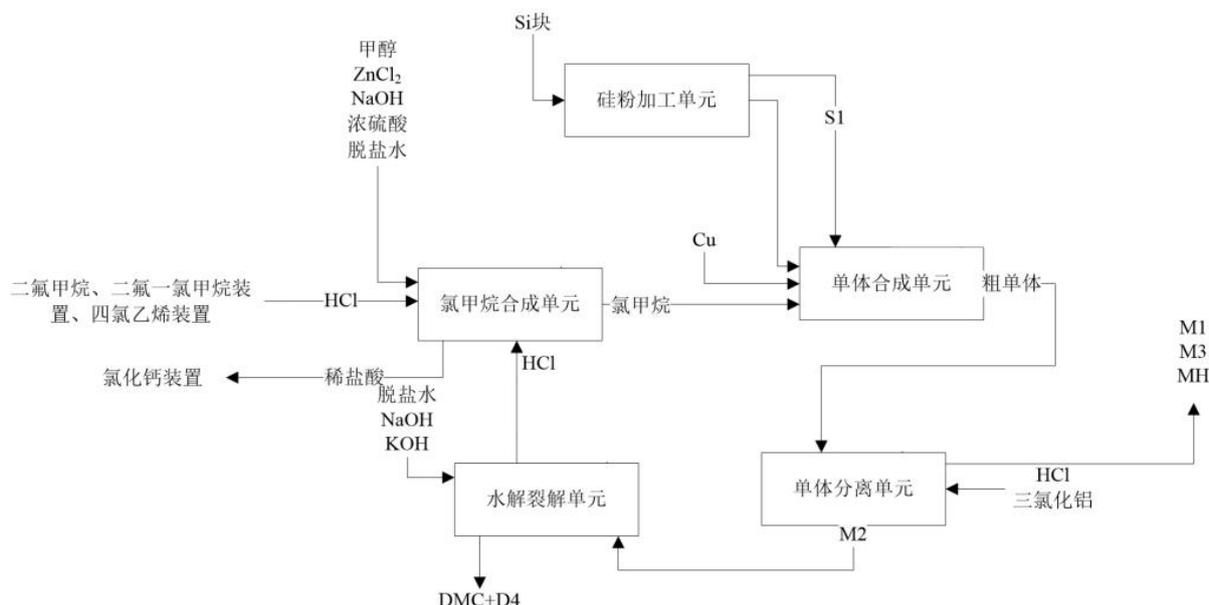
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

有机硅

有机硅材料广泛应用于建筑、电子电器、纺织服装、能源、医疗卫生行业等。二甲基二氯硅烷是有机硅工业中最广泛生产的单体，其上游原料是金属硅和氯甲烷，下游合成有机硅 DMC、D4 等中间体，再延伸用于生产硅橡胶、硅树脂、硅油等终

端产品。

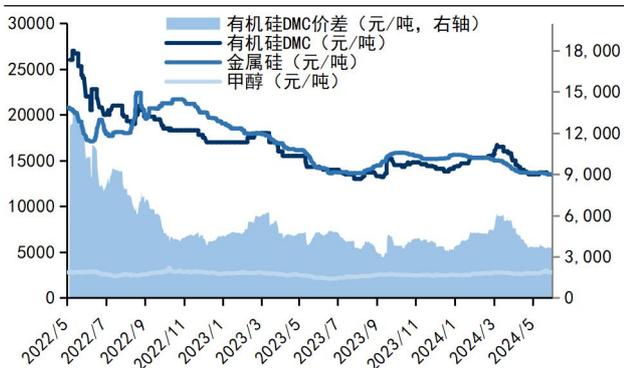
图39: 鲁西化工有机硅项目工艺流程



资料来源: 环评报告, 国信证券经济研究所整理

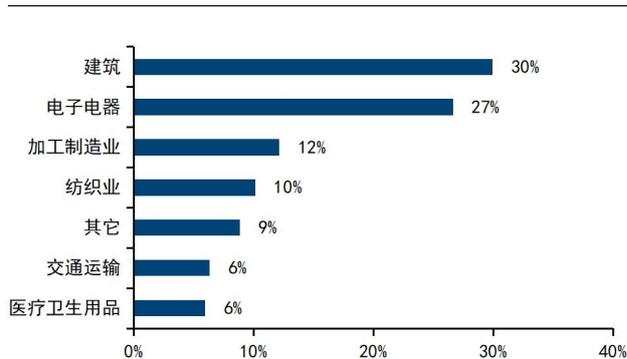
2023年DMC价格持续低迷, 供应过剩而需求不足的局面未见好转。同时, 房地产市场的疲弱导致硅酮胶和密封胶需求受挫; 光伏行业的技术快速迭代和投资热情的减退, 伴随着市场竞争的加剧, 为市场带来了较大的不确定性。此外, 欧美国家减少了对我国进口的需求, 东南亚市场也迎来了外资品牌的竞争, 这进一步压制了我国产品的出口。在这些因素的共同作用下, 全年有机硅市场的基本面是供给过剩, 市场价格保持在较低水平。

图40: 有机硅 DMC 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 2023年有机硅中间体下游消费结构

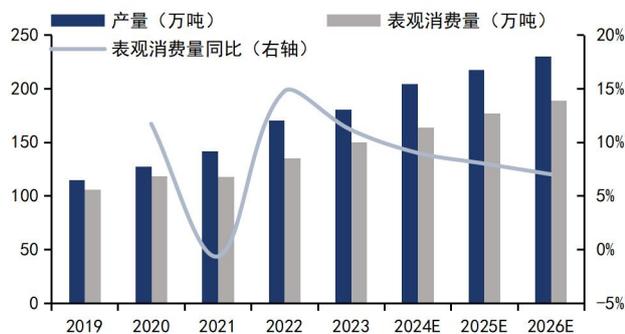


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

2019-2023年我国有机硅中间体产量复合增速为12%, 增速较高。2023年有机硅中间体进口依赖度为7%, 预计2024年国内产量若顺利释放, 已经可以满足国内

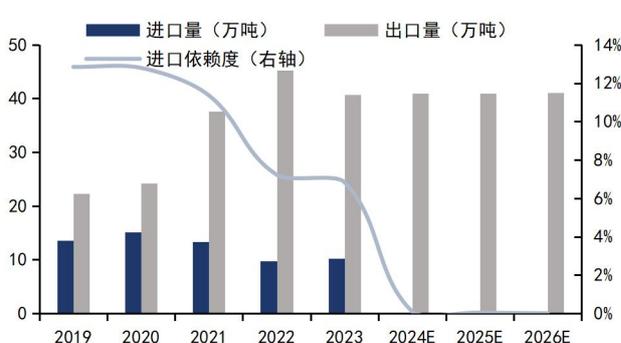
消费量。2019-2023 年我国有机硅中间体的表观消费量复合增速为 9%。预期随着房地产、电子电器等行业需求回暖，有机硅中间体需求量有望回暖。

图42: 我国有机硅中间体产量与表观消费量（万吨）



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

图43: 我国有机硅中间体进出口量（万吨）与进口依赖度



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理和预测

鲁西化工目前拥有有机硅产能 5 万吨，市场份额约为 2%。而 40 万吨在建产能顺利投产后，市场份额或将提升至 12%，将在有机硅生产企业中占有重要一席。

表12: 我国有机硅中间体前十大生产企业产能和市场份额

企业	产能 (万吨)	市场份额
合盛硅业(鄞善)	50	17%
东岳有机硅	35	12%
新安有机硅	27	9%
江西蓝星星火	25	9%
三友硅业	20	7%
湖北兴瑞	20	7%
陶氏有机硅(张家港)	20	7%
新疆西部合盛硅业	20	7%
云南能投化工	15	5%
内蒙恒业成	13	4%
其他	46	16%

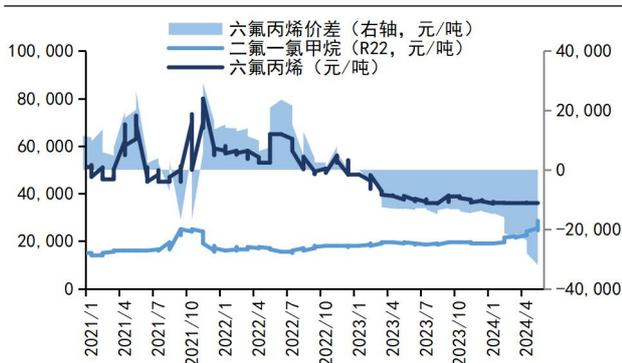
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

氟材料

公司氟材料产品主要包括六氟丙烯、聚全氟乙丙烯、聚四氟乙烯等。氟化工泛指一切生产含氟产品的工业，含氟物质具有高稳定性和优异的不粘性等特性，具有较高的工业和商业价值。六氟丙烯在新型制冷剂、灭火剂、医药中间体、氟橡胶、氟化液等领域有广泛应用。聚四氟乙烯和聚全氟乙丙烯则因其化学稳定性、优良的电气性能、抗老化性等优异特性，被广泛应用于轨道交通、通讯、化工设备、新能源汽车、家用电器等行业。其中，聚四氟乙烯（PTFE）是由四氟乙烯经聚合而成的高分子化合物，是应用最广泛的含氟聚合物，也是最主要的氟塑料（在氟塑料中占 57%），下游行业主要为电子电器（28%）、化工（27%）和机械（25%）等。聚全氟乙丙烯（FEP）是四氟乙烯和六氟丙烯的共聚物，是一种软性塑料，具有良好加工性能，适合用于电线电缆绝缘层，下游主要为电线电缆、涂料等。

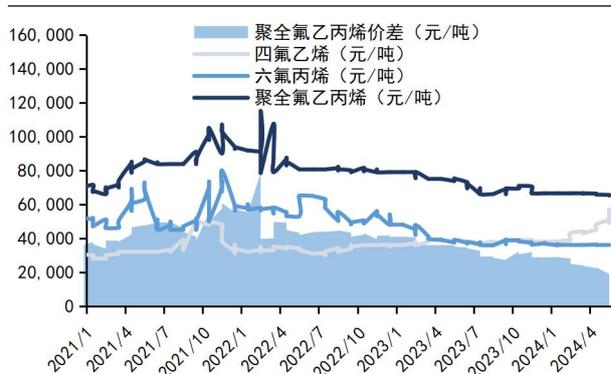
公司氟材料产品价格及价差偏弱。2023 年六氟丙烯的供应保持稳定且货源充足。其应用领域七氟丙烷在 2023 年下半年利润改善、需求增长，其他产品则按需采购，市场上出现了一定程度的博弈僵持，导致价格出现小幅波动。进入 2024 年该状况并未改善，且由于原料端二氟一氯甲烷（R22）的价格走高，六氟丙烯价差进一步走弱。聚四氟乙烯市场整体供货情况稳定，下游买家根据订单需求进行比价采购，生产商在这一环境下维持着较低的利润水平。聚全氟乙丙烯市场长期呈现买方市场特征，2023 年上半年由于供应量增加以及产品同质化趋势加强，市场价格呈现下降趋势，到 2024 年价格仍处于较低位置震荡。

图44: 六氟丙烯价格与价差（元/吨）



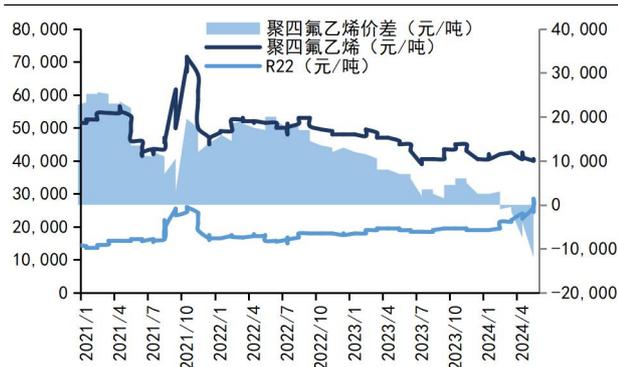
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图45: 聚全氟乙丙烯价格与价差（元/吨）



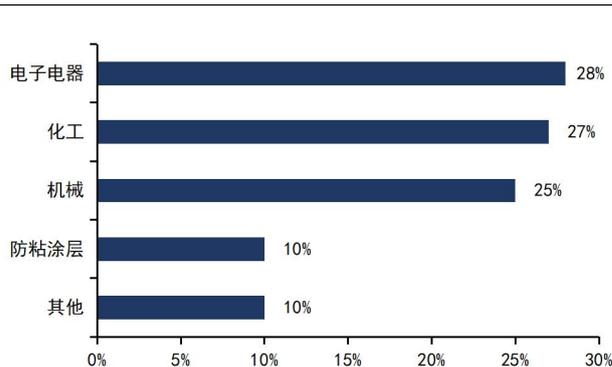
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图46: 聚四氟乙烯价格与价差（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图47: 2023 年聚四氟乙烯下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

公司六氟丙烯产能位列国内厂商第二位，市场份额约为 17%。据百川盈孚，2023 年我国六氟丙烯行业产能约为 12 万吨，其中鲁西化工产能为 2 万吨，市场份额约为 17%；聚四氟乙烯产能约为 20 万吨，其中鲁西化工产能为 1 万吨，市场份额约为 5%。

表13: 我国六氟丙烯及聚四氟乙烯生产企业产能和市场份额

六氟丙烯	产能（万吨）	市场份额	聚四氟乙烯	产能（万吨）	市场份额
内蒙永和	3.5	29%	东岳化工	5.5	28%
鲁西化工	2.0	17%	中昊晨光	3.0	15%
浙江巨化	1.5	12%	浙江巨化	2.5	13%
常熟三爱富	1.4	12%	江西理文	1.7	8%
福建三农	1.0	8%	江苏梅兰	1.0	5%
东岳化工	1.0	8%	鲁西化工	1.0	5%
江苏梅兰	0.7	6%	山东华氟	0.4	2%
江西理文	0.6	5%	其他	4.9	25%
大金新材料(常熟)	0.4	3%			

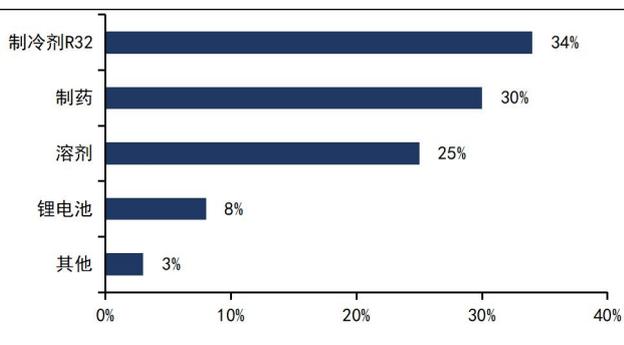
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

基础化工：盈利低位待景气回暖

甲烷氯化物

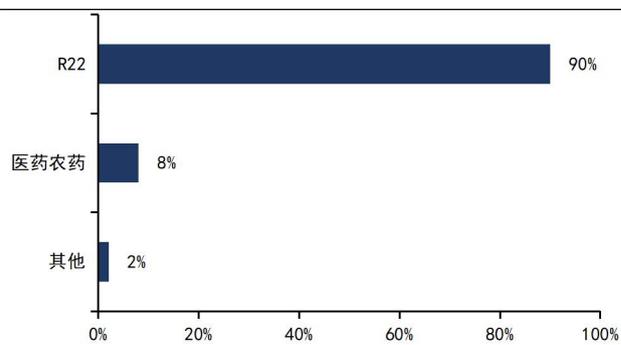
甲烷氯化物是指包含一氯甲烷、二氯甲烷和三氯甲烷（氯仿）在内的有机氯化物，是有机产品中仅次于氯乙烯的大宗氯系产品，为重要的化工原料和有机溶剂。一氯甲烷主要用于生产有机硅和纤维素、农药，二氯甲烷主要用于生产制冷剂 R32（二氟甲烷），三氯甲烷主要用于生产制冷剂 R22（二氟一氯甲烷），其余用于医药，作为药物萃取剂和麻醉剂等。

图48: 2023 年二氯甲烷下游消费结构



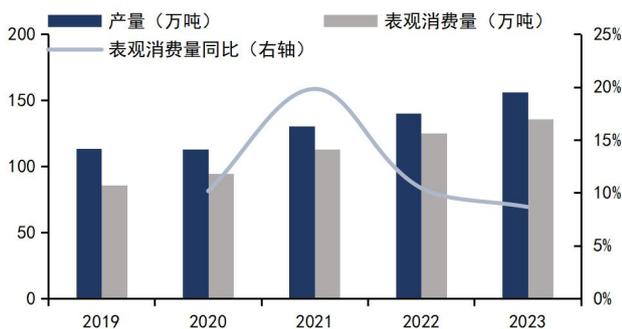
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图49: 2022 年三氯甲烷下游消费结构



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图50: 我国二氯甲烷产量与表观消费量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图51: 我国三氯甲烷产量与表观消费量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

据百川盈孚, 鲁西化工甲烷氯化物产能为 40 万吨, 市场份额约为 10%, 规模较为领先。

表 14: 我国甲烷氯化物前十大生产企业产能和市场份额

企业	产能 (万吨)	市场份额
宁波巨化化工	45	11%
山东金岭化工	44	11%
鲁西化工	40	10%
浙江巨化	40	10%
东岳化工	38	9%
广西田东锦化	30	7%
江苏富强	30	7%
九江九宏	24	6%
江苏梅兰	20	5%
江苏理文	16	4%
其他	82	20%

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

2023 年上半年甲烷氯化物下游医药、农药、锂电池膜、海绵等行业开工率提升, 制冷剂行业进入生产高峰期, 新能源产能扩张, 锂电池膜行业需求增长迅速, 原材料需求增加, 开工率较高, 行业价格整体走势相对稳定。下半年下游其它医药、农药、海绵、胶水等行业开工率下滑, 制冷剂行业受配额管控、出口减少等影响低于往年同期开工率, 甲烷氯化物价格低位震荡波动。

图52: 二氯甲烷价格与价差 (元/吨)

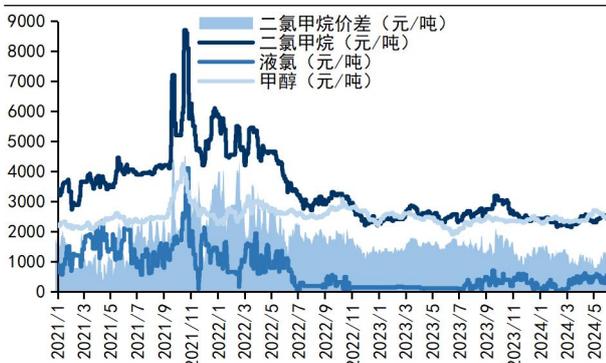


图53: 三氯甲烷价格与价差 (元/吨)

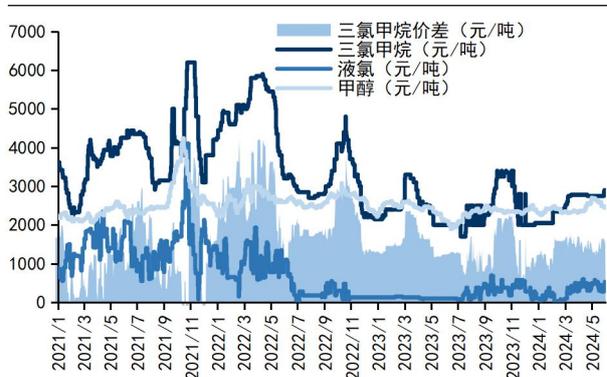
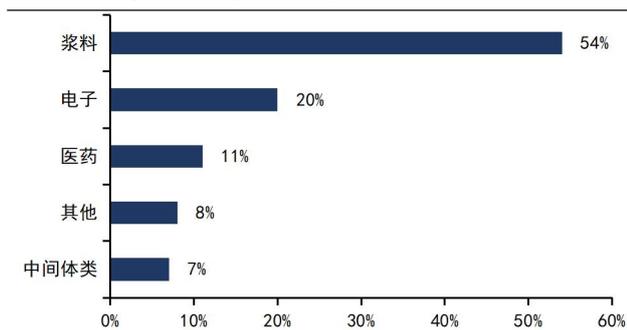
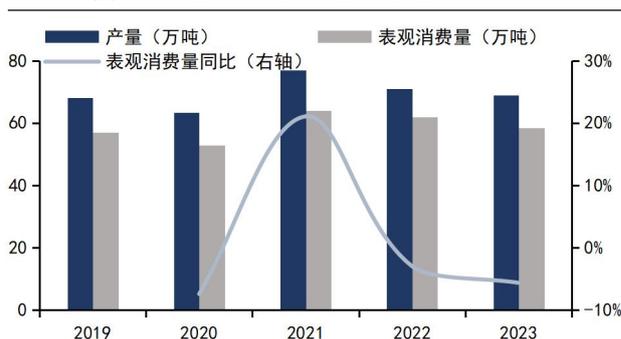


图55: 2023 年 DMF 下游消费结构



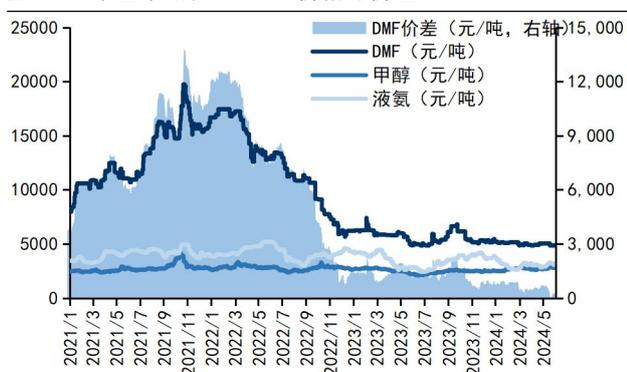
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图56: 我国 DMF 产量与表观消费量 (万吨)



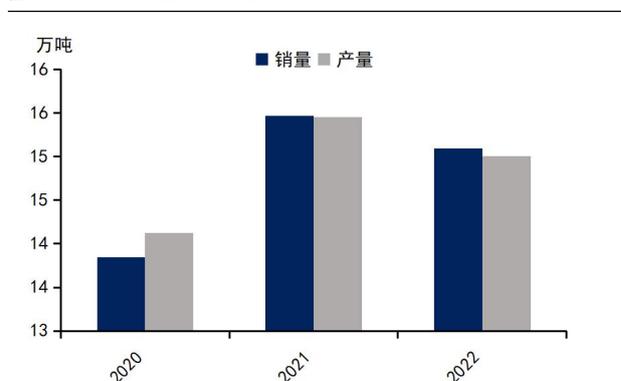
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图57: 二甲基甲酰胺 (DMF) 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: DMF 产销量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表15: 我国 DMF 前十大生产企业产能和市场份额

企业	产能 (万吨)	市场份额
鲁西化工	35	19%
华鲁恒升	33	18%
江西江心连心	20	11%
安阳九天	15	8%
华鲁恒升(荆州)	15	8%
天福化工	10	5%
河南瑞柏	10	5%
晋煤日月	10	5%
延长兴化	10	5%
广安玖源	10	5%
其他	14	8%

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

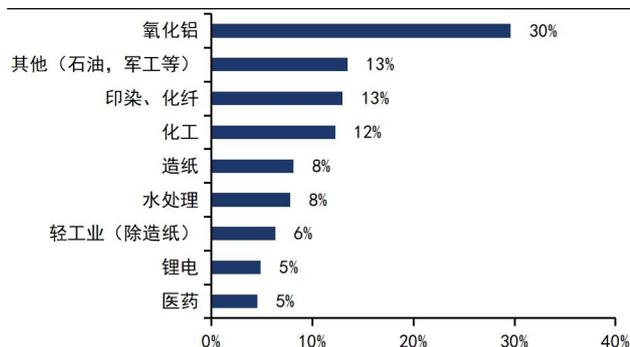
氯碱

公司氯碱生产装置采用离子膜法生产烧碱, 这一技术已被广泛采用于各类工业企业。烧碱的应用非常广泛, 下游应用中占比最大的是氧化铝, 其次是印染及化纤、精细化工、造纸等, 也可用于生产药剂及有机中间体, 旧橡胶的再生, 金属钠制造、水的电解以及无机盐生产, 在制取硼砂、铬盐、锰酸盐、磷酸盐等领域也使

用烧碱。

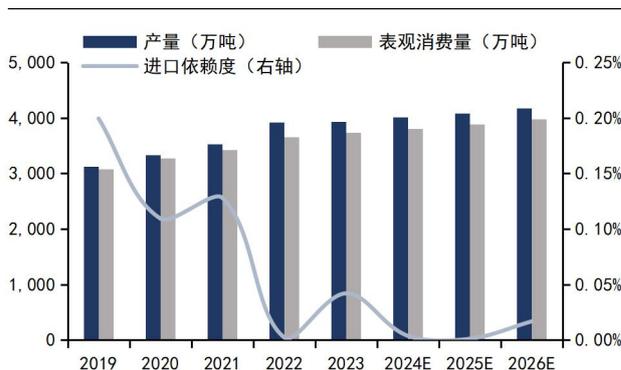
2023年，由于国内氧化铝产能利用率同比下降，烧碱的需求量也相应减少，导致烧碱市场出现了量价齐跌的局面。房地产市场的持续低迷进一步影响了PVC和添加剂等产品的需求，造成相关企业面临严重亏损，进而导致氯气用量减少，烧碱企业的开工率也相应降低。同时，受到地缘政治冲突和国际贸易环境变化的影响，国际市场对烧碱的需求减少，我国出口量大幅下降，使得国内烧碱价格主要在低位徘徊。2024年以来烧碱市场暂未见到显著的需求增长，市场仍处于较为平淡的状态。

图59: 2023年烧碱下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图60: 我国烧碱产量与表观消费量（万吨）



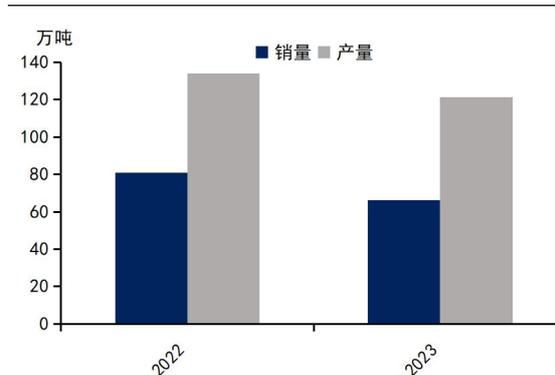
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图61: 烧碱价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图62: 烧碱产销量（万吨，以32%烧碱计）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我国烧碱市场集中度较低，CR10 仅为 19%。鲁西化工拥有 40 万吨烧碱产能，市场份额约为 1%。

表 16: 我国烧碱前十大生产企业产能和市场份额

企业	产能 (万吨)	市场份额
新疆中泰	146	3%
聊城信源集团	113	2%

新疆天业	110	2%
昊邦化学	105	2%
陕西金泰	83	2%
陕西北元	80	2%
泰兴新浦	75	2%
东营华泰	75	2%
东南电化	72	1%
上海氯碱	72	1%
其他	4063	81%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

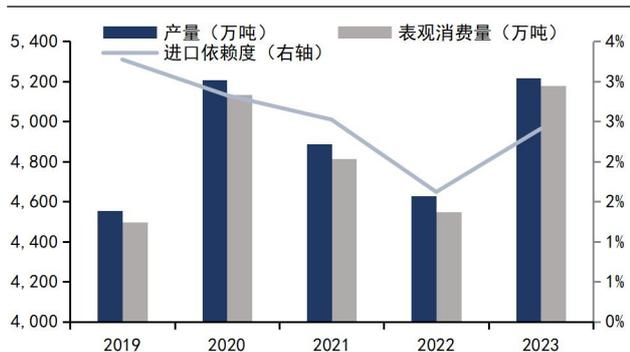
化肥：以复合肥为主，供给偏宽松

复合肥

公司化肥产品以复合肥为主，另外还包括硝基肥、液体肥、硫酸铵等。复合肥是一种含有两种或更多种主要植物营养素（氮、磷、钾）的化肥。这些营养素对于植物生长至关重要，它们通常以不同的比例结合在一起，以满足特定作物或土壤类型的需求。复合肥广泛应用于农业生产中，包括粮食作物（如小麦、玉米）、经济作物（如棉花、大豆）、水果和蔬菜等。

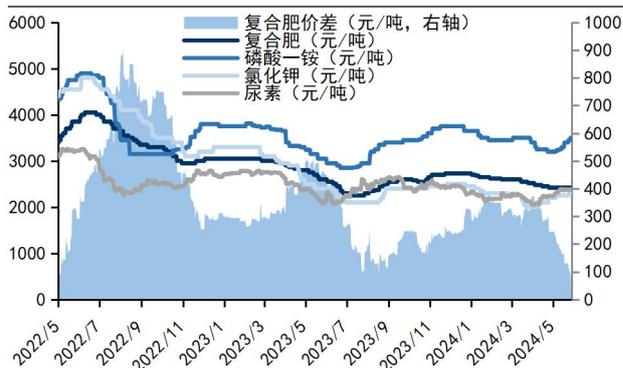
国内化肥行业总体产能过剩，竞争激烈，复合肥行业内总体开工负荷较低，2023年复合肥产能利用率仅为31%。2023年以来，复合肥价格总体以跌为主。尤其是2024年二季度以来，成本端磷酸一铵、氯化钾、尿素价格均呈现阶段性上涨趋势，挤压复合肥利润空间。

图63：我国复合肥产量与表观消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图64：复合肥价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我国复合肥市场目前呈现出高度分散的竞争格局，市场集中度相对较低，CR10仅为11%。鲁西化工拥有140万吨复合肥产能，市场份额约为1%。面对集中度低、竞争激烈的市场环境，公司也在不断调整优化发展战略，比如淘汰落后的老旧产能提升整体能效。

表17：我国复合肥前十大生产企业产能和市场份额

企业	产能（万吨）	市场份额
----	--------	------

湖北乐开杯	270	2%
金正大	230	1%
嘉施利（荆州）	215	1%
史丹利	210	1%
菏泽金正大	190	1%
施可丰	180	1%
河北冀衡	175	1%
河南心连心	155	1%
三宁化工	150	1%
湖北华强	150	1%
其他	15108	89%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

财务分析

资本结构及偿债能力分析

公司资产负债率总体较为稳定，2019 年以来有下降趋势。公司 2023 年资产负债率为 52%，流动比率 0.18，速动比率 0.06，权益乘数 2.07。综合来看，公司资产负债率较高，流动比率、速动比率较低，公司存在一定的偿债风险。

图 65：鲁西化工资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 66：鲁西化工流动比率、速动比率、权益乘数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

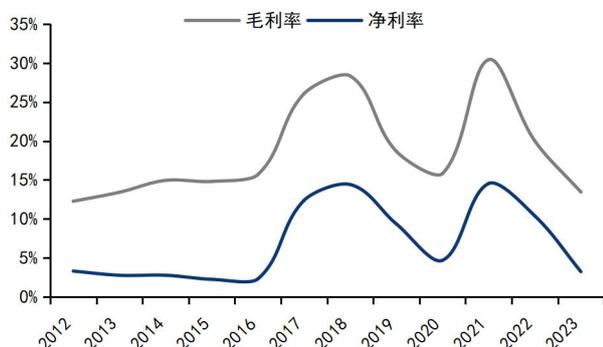
经营效率分析

公司总资产周转率、存货周转率、账款周转率处于较好水平。2023 年公司总资产周转率为 0.73，存货周转率为 13.41，应收账款周转率为 524.50，在行业内同类公司中处于较好水平。

盈利能力分析

近十年来，公司盈利出现 2018 和 2021 年两个高点，同时也是化工行业景气度的高点。2022-2023 年，化工品供应端逐渐宽松，需求从 2021 年的反弹中逐渐放缓，演变成供给过剩、需求偏弱的市场局面，鲁西化工毛利率也随之下降。2023 年公司毛利率、净利率分别为 13.4%、3.2%，相对较低，而公司销售、管理、财务费用率仍处于较低水平，在费用控制方面表现较好。

图67: 鲁西化工毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

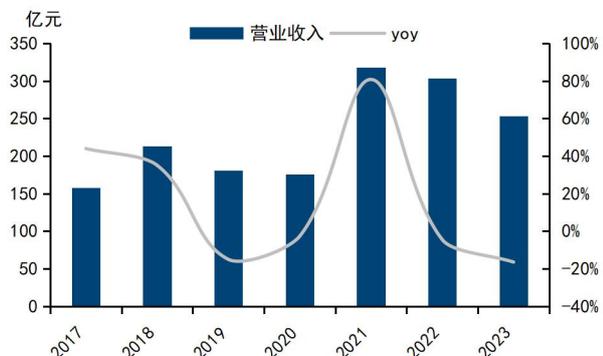
图68: 鲁西化工销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

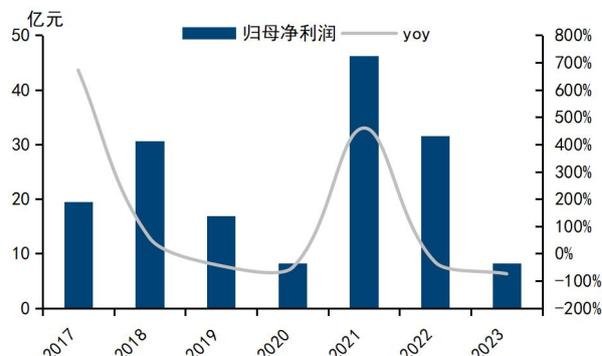
2021 年为公司营收及归母净利润的高点，2023 年归母净利润承压。公司营收受主营产品市场变化影响较大，存在明显的波动。公司 2018~2023 年营收复合增长率约为 4%，而归母净利润复合增长率约为-23%，2023 年归母净利润承压。2023 年，化工行业景气度整体较低，市场呈现下游需求偏弱、产能过剩、同质竞争加剧等状况，压缩企业效益空间。

图69: 鲁西化工营业收入（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

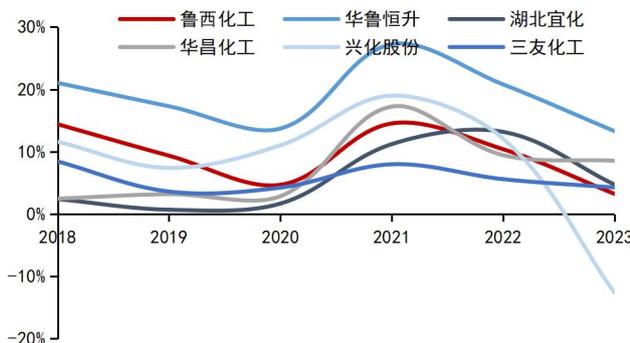
图70: 鲁西化工归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

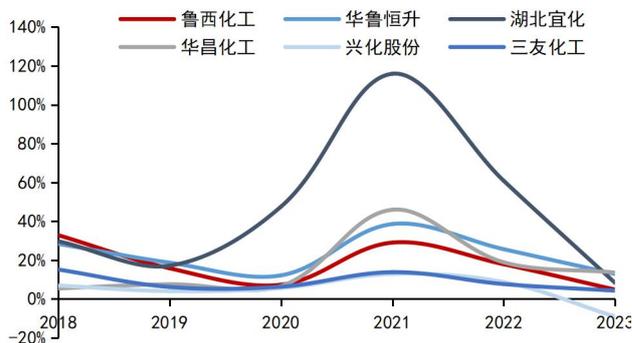
公司净利率、净资产收益率 (ROE) 在可比公司处于中等水平，2023 年公司净利率为 3%，净资产收益率为 5%，资本利用效率上还有待提升。

图71: 可比公司净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图72: 可比公司ROE (加权)

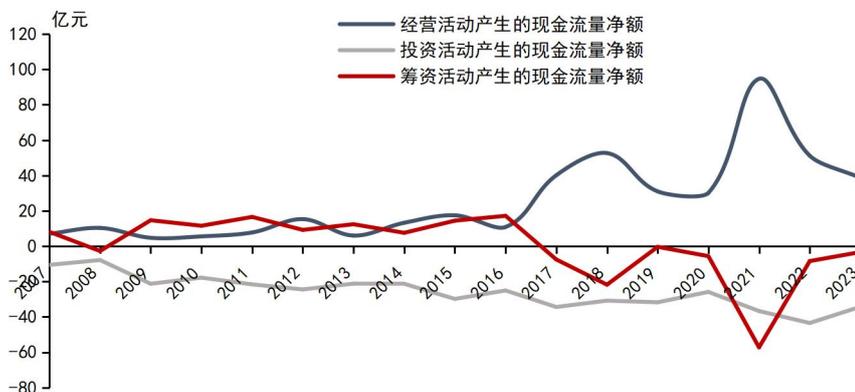


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流量分析

公司现金流量情况较好, 经营活动健康。2018年至2022年, 公司经营活动现金净流量整体呈上升趋势。2023年公司经营活动现金净流量为38.65亿元, 尽管受产品盈利能力下降影响, 经营活动现金流低于2021及2022年, 但高于2019及2020年。公司投资活动有逐渐增加趋势, 2023年投资活动现金净流量为-34.28亿元, 表明公司在扩张和资本支出方面比较积极。从整体上看, 经营活动现金流相对较为充裕, 现金流结构较为健康。

图73: 公司现金流量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

化工新材料: 产品销量方面, 我们假设公司30万吨尼龙6在建产能于2024年底投产, 2025年满产满销; 40万吨有机硅在建产能逐步于2025和2026年达产并满

产满销；辛醇和正丁醇产能不变，销量假设与 2023 年持平。价格方面，截至 2024 年 6 月 2 日，2024 年辛醇/正丁醇/尼龙 6/有机硅 DMC 市场均价较 2023 年同比 +3%/+4%/+8%/-2%，我们基于此同比增速假设了 2024 年该部分产品的单吨收入，2025 和 2026 年单吨收入则采用 2023 和 2024 年的平均值。毛利方面，公司 2024 年一季度毛利率同比+5.6 pct，主要得益于主营产品辛醇、正丁醇、尼龙 6 等的利润修复，故对于该板块，我们假设 2024-2026 年单吨毛利同比增速为 +40%/+1%/+1%。

预测化工新材料板块 2024-2026 年营收分别为 169.5/228.4/254.6 亿元，毛利分别为 34.6/41.2/44.1 亿元，毛利率 20%/18%/17%，2024 年的毛利率提升主要来自于辛醇、正丁醇、尼龙 6 等产品的盈利向好，后续预期的毛利率略微下降来自于公司新增产能如有机硅产品投产初期可能盈利能力较弱的影响。

基础化工：该板块预计 2024-2026 年没有新增产能，故销量预期维持 2023 年水平。截至 2024 年 6 月 2 日，2024 年烧碱/二甲基甲酰胺市场均价较 2023 年同比 -9%/-11%，而行业目前盈利水平处于历史较低分位，预期 2024 年下半年或有略微修复。我们假设 2024 年基础化工板块单吨收入同比-5%，2025-2026 年维持 2024 年的水平；假设 2024 年单吨毛利同比-5%，并在 2025-2026 年略微修复，毛利同比增速+2%/+2%。

预测基础化工板块 2024-2026 年营收分别为 59.5/59.5/59.5 亿元，毛利分别为 8.2/8.4/8.6 亿元，毛利率 14%/14%/14%，毛利率较稳定。

化肥：该板块预计 2024-2026 年没有新增产能，2024 年以来复合肥价格变动不大，故我们维持 2024-2026 年销量预期均为 140 万吨，单吨收入均为 2023 年水平。鉴于农业需求较为稳定，我们给予 2024-2026 年单吨毛利预估稳定在 2023 年的水平。

预测化肥板块 2024-2026 年营收分别为 26.4/26.4/26.4 亿元，毛利分别为 1.9/1.9/1.9 亿元，毛利率 7%/7%/7%，毛利率总体保持稳定。

其他：公司其他收入占比较小，我们假设其 2023-2025 年收入稳定，毛利率稳定在 2023 年的 4%。

表18: 鲁西化工业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
化工新材料						
收入（亿元）	204.7	168.4	160.6	169.5	228.4	254.6
yoy	66%	-18%	-5%	6%	35%	11%
销量（万吨）	302	299	267	283	333	353
单吨收入（元）	6788	5625	6009	5989	6859	7213
单吨毛利（元）	2105	702	874	1224	1236	1248
毛利（亿元）	63.5	21.0	23.4	34.6	41.2	44.1
yoy	133%	-67%	11%	48%	19%	7%
毛利率	31%	12%	15%	20%	18%	17%
辛醇（亿元）						
	63	46	44	45	44	45
销量（万吨）	52	49	46	46	46	46
单吨收入（元）	12117	9536	9565	9892	9664	9707
正丁醇（亿元）						
	36	23	17	18	18	17
销量（万吨）	33	31	24	24	24	24
单吨收入（元）	10813	7584	6982	7280	7282	7181
尼龙 6（亿元）						
	38	39	35	38	74	73
销量（万吨）	30	31	30	30	60	60
单吨收入（元）	12531	12400	11816	12733	12316	12288

有机硅（亿元）			7	7	33	59
销量（万吨）			5	5	25	45
单吨收入（元）			13291	13062	13177	13177
其他收入（亿元）	68	60	58	62	60	60
基础化工						
收入（亿元）	92.3	102.7	62.6	59.5	59.5	59.5
yoy	151%	11%	-39%	-5%	0%	0%
销量（万吨）	200	199	177	177	177	177
单吨收入（元）	4613	5173	3529	3353	3353	3353
单吨毛利（元）	1648	1888	489	465	474	484
毛利（亿元）	33.0	37.5	8.7	8.2	8.4	8.6
yoy	208%	14%	-77%	-5%	2%	2%
毛利率	36%	36%	14%	14%	14%	14%
化肥						
收入（亿元）	19.0	30.6	26.0	26.4	26.4	26.4
yoy	24%	61%	-15%	1%	0%	0%
销量（万吨）	116	141	138	140	140	140
单吨收入（元）	1644	2173	1883	1883	1883	1883
单吨毛利（元）	9	134	135	135	135	135
毛利（亿元）	0.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
yoy	-84%	1750%	-1%	1%	0%	0%
毛利率	1%	6%	7%	7%	7%	7%
其他						
收入（亿元）	1.9	1.8	4.4	4.4	4.4	4.4
yoy	142%	-9%	148%	0%	0%	0%
毛利（亿元）	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
yoy	3596%	107%	-48%	0%	0%	0%
毛利率	9%	21%	4%	4%	4%	4%
合计						
总营收（亿元）	317.9	303.6	253.6	259.7	318.6	344.8
yoy	81%	-5%	-16%	2%	23%	8%
毛利（亿元）	96.7	60.8	34.1	45.0	51.6	54.7
yoy	248%	-37%	-44%	32%	15%	6%
毛利率	30%	20%	13%	17%	16%	16%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测 注：公司未单独披露化工新材料和基础化工行业产品销量，以及有机硅销量，该部分数据为根据公司产品结构估算所得。

未来 3 年业绩预测

2021 年以来，公司各项费用率总体较为稳定，预测期间费用率时，我们采用公司之前两年的平均费用率，即根据 2022-2023 年平均费用率预测 2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%/1.7%/3.5%/1.2%，得到各项费用预测如下表。

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营业收入分别为 259.69/318.63/344.85 亿元，归母净利润 16.99/19.28/23.94 亿元，每股收益分别为 0.89/1.01/1.25 元，对应当前股价 PE 为 13.9/12.2/9.8X，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表19：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	25358	25969	31863	34485
营业成本	21948	21474	26699	29012
销售费用	48	49	60	65
管理费用	597	518	643	676

研发费用	933	901	1139	1215
财务费用	251	313	235	216
营业利润	1133	2163	2489	3052
利润总额	1053	2111	2438	3001
归属于母公司净利润	819	1699	1928	2394
EPS	0.43	0.89	1.01	1.25
ROE	5%	10%	10%	12%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测情景分析

按乐观、中性、悲观三种情景对盈利预测进行分析，中性情景即前文所得盈利预测结果作为基准，乐观情景下，营业收入增长率较中性情景提升 5%，营业成本占销售收入比例、各项费用率降低 5%；悲观情景下，营业收入增长率较中性情景降低 5%，营业成本占销售收入比例、各项费用率提升 5%。

表20：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	30,357	25,358	26,000	32,196	34,977
(+/-%)	-4.5%	-16.5%	2.5%	23.8%	8.6%
净利润(百万元)	3155	819	2666	3156	3768
(+/-%)	-31.7%	-74.1%	225.6%	18.4%	19.4%
摊薄 EPS	1.64	0.43	1.39	1.65	1.97
中性预测					
营业收入(百万元)	30,357	25,358	25,969	31,863	34,485
(+/-%)	-4.5%	-16.5%	2.4%	22.7%	8.2%
净利润(百万元)	3155	819	1699	1928	2394
(+/-%)	-31.7%	-74.1%	107.5%	13.5%	24.2%
摊薄 EPS(元)	1.64	0.43	0.89	1.01	1.25
悲观的预测					
营业收入(百万元)	30,357	25,358	25,939	31,531	33,996
(+/-%)	-4.5%	-16.5%	2.3%	21.6%	7.8%
净利润(百万元)	3155	819	757	754	1088
(+/-%)	-31.7%	-74.1%	-7.6%	-0.3%	44.3%
摊薄 EPS	1.64	0.43	0.39	0.39	0.57
总股本(百万股)	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：12.52-15.14 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表21：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	80.73%	-4.52%	-16.47%	2.4%	22.7%	8.2%	5.0%	5.0%
营业成本/营业收入	69.58%	79.98%	86.56%	82.7%	83.8%	84.1%	83.5%	83.8%
管理费用/营业收入	1.06%	1.54%	1.85%	1.7%	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%
研发费用/销售收入	3.27%	3.26%	3.68%	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
销售费用/销售收入	0.22%	0.19%	0.19%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业税及附加/营业收入	0.82%	0.71%	0.76%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	23.61%	16.70%	22.15%	19.4%	20.8%	20.1%	20.4%	20.3%
股利分配比率	31.04%	132.47%	204.13%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表22：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.15	T	19.43%
无风险利率	2.50%	Ka	10.26%
股票风险溢价	6.75%	有杠杆 Beta	1.51
公司股价（元）	12.28	Ke	12.72%
发行在外股数（百万）	1916	E/(D+E)	71.83%
股票市值（E，百万元）	23534	D/(D+E)	28.17%
债务总额（D，百万元）	9229	WACC	9.81%
Kd	3.00%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 12.52-15.14 元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，鲁西化工公司所处行业成熟，现金流稳定，适合该估值方法。

表23：鲁西化工 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	2,836.1	3,084.2	3,260.5	3,625.0	3,711.8
所得税税率	19.43%	20.79%	20.11%	20.45%	20.28%
EBIT*(1-所得税税率)	2,285.2	2,443.0	2,604.9	2,883.7	2,959.1
折旧与摊销	2,235.1	2,576.3	2,886.4	3,060.5	3,247.4
营运资金的净变动	5,086.7	896.0	(4.9)	441.7	(64.9)
资本性投资	(3,904.0)	(3,951.8)	(3,781.7)	(3,879.2)	(3,870.9)
FCFF	5,703.0	1,963.6	1,704.6	2,506.8	2,270.8
PV(FCFF)	5,193.3	1,628.3	1,287.2	1,723.8	1,422.0
核心企业价值		35,471.6			
减：净债务		9,184.7			
股票价值		26,286.9			
每股价值		13.72			

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表24：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.4%	9.6%	9.8%	10.0%	10.2%
永续增长率变化	1.4%	15.14	14.64	14.16	13.71	13.28
	1.2%	14.88	14.40	13.94	13.49	13.07
	1.0%	14.63	14.16	13.72	13.29	12.88
	0.8%	14.40	13.94	13.51	13.09	12.70
	0.6%	14.17	13.73	13.31	12.90	12.52

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：13.35-14.24 元

我们选取了华鲁恒升、湖北宜化、三友化工作为可比公司。华鲁恒升是一家综合性煤化工企业，主营产品包括尿素、己内酰胺、多元醇、DMF 等，与鲁西化工产品重合度相对较高；湖北宜化也是经营化工、化肥产品的企业，主营产品包括尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯、PVC、烧碱等，产品种类较多，与鲁西化工也有共同的主营产品如烧碱、氯碱产品、化肥等；三友化工生产纯碱、粘胶短纤维、烧碱、PVC、有机硅环体等，与鲁西化工同处于氯碱、有机硅行业。

2024/2025 年可比公司平均预测 PE 为 15.2/13.5 倍。鉴于鲁西化工部分产品盈利回暖，另有部分产品盈利还在历史较低分位，后续有望修复，主要新增产能均有望于 2025-2026 年释放利润增量，故给予公司 2024 年预测 PE 为 15-16 倍，对应股价区间 13.35-14.24 元。

表25：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	28.70	60,450.92	1.68	2.09	2.24	17.1	13.7	12.8	2.0
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	12.72	13,022.34	0.43	0.76	0.90	29.6	16.7	14.1	1.9
600409.SH	三友化工	优于大市	5.28	11,147.49	0.27	0.32	0.45	19.6	16.5	11.7	0.8
平均值					1.06	1.43	1.57	23.3	15.2	13.5	2.0
000830.SZ	鲁西化工	优于大市	12.28	23,476.83	0.43	0.89	1.01	28.6	13.9	12.2	1.3

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 6 月 6 日。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 13.35-14.24 元之间，今年动态市盈率 15-16 倍，相对于公司目前股价有 9%-16% 溢价空间。考虑公司作为化工平台型公司，产业链丰富，盈利弹性较大，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 13.35-14.24 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,与实际情况可能存在差异,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 6.75%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相近的企业比如华鲁恒升、湖北宜化、三友化工等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2024 年平均预测 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司作为化工平台型公司,产业链丰富,以及部分产品处于景气低点,盈利弹性较大,在行业平均动态 PE 的基础上对估值上限给予 7% 的溢价,最终给予公司 2024 年 15-16 倍 PE 估值,可能存在估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司 2024-2026 年收入增长率分别为 2.4%/22.7%/8.2%,可能存在对公司产品销量及价格预计乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 17%/16%/16%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司 30 万吨尼龙 6 在建产能于 2024 年底投产,2025 年满产满销;40 万吨有机硅在建产能逐步于 2025 和 2026 年达产并满产满销,若实际投产、达产不及预期,存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受其主营产品价格、原材料价格影响较大,我们预计未来 3 年公司主要产品价格不发生较大的下降,原材料不出现剧烈上涨。若由于形势变化,主营产品实际价格大大低于预期,或原材料价格高于预期,均可能存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

产品价格下行及毛利率下降的风险:受原油价格波动、大宗原材料价格波动、同行业新增产能、下游供需变化等多种因素影响,带来化工产品价格波动频繁或同比下降,可能对公司的生产经营造成影响。

行业竞争加剧的风险:公司多个产品存在市场供给过剩的情况,随着行业竞

争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，公司将面临市场份额下降的风险。随着其他厂商的扩产，以及技术逐渐成熟，行业竞争或将加剧。

安全环保风险：公司生产的部分化工产品为危险化学品，在产品的生产、储存、灌装、运输等环节，存在一定的安全环保风险。2023年5月1日，鲁西化工全资子公司聊城鲁西双氧水新材料科技有限公司双氧水装置发生爆炸着火事故，造成10人死亡、1人受伤，直接经济损失5445.31万元。经调查认定，双氧水公司“5·1”重大爆炸着火事故是一起因对高浓度双氧水安全风险辨识不清，管控不力，违章操作，现场人员聚集造成的重大生产安全责任事故。根据调查组处理建议及山东省人民政府的批复，聊城市应急局对公司及双氧水公司分别处200万元以上1000万元以下的罚款；追究刑事责任5人，移送司法机关追究刑事责任1人（均为双氧水公司人员，非上市公司高级管理人员），企业层面给予党纪政务处分人员18人。

财务风险

固定资产减值风险：公司2021年以来固定资产减值准备持续增加，存在一定的减值风险。未来若继续增加固定资产减值，可能对公司盈利等财务状况存在一定影响。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：若公司不能维护技术方面的核心竞争力，出现技术被赶超或替代的情况，将无法持续保持其核心成本优势，从而对公司的经营产生不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，将对公司的生产经营造成不利影响。

核心技术泄密风险：如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司所处煤化工、盐化工、氟硅化工、化肥等行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现业绩不及预期的风险。

贸易政策风险：贸易战或关税问题可能影响原材料成本或者产品销售。

补贴和税收风险：政府政策在补贴或税收方面的变动可能影响公司的营收和利润。

其它风险

不可抗力风险：雷击、台风、洪水、海啸、地震等自然灾害可能破坏公司生产设施，造成人员伤亡，并可能进一步引发火灾、爆炸、环境污染事故等次生灾害；此外，社会动乱、战争、工人罢工等事件将可能对公司的生产经营活动造成严重影响，进而对经营业绩产生不利影响。

员工违规风险：由于员工人数多，内部犯罪、贪污或滥用职权等内控问题需要严格防范，否则可能存在相应风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	295	394	356	348	366	营业收入	30357	25358	25969	31863	34485
应收款项	87	69	70	88	94	营业成本	24280	21948	21474	26699	29012
存货净额	1676	1597	1569	1913	2103	营业税金及附加	217	192	191	238	256
其他流动资产	757	419	511	649	650	销售费用	57	48	49	60	65
流动资产合计	2815	2479	2505	2998	3213	管理费用	582	597	518	643	676
固定资产	26498	27476	25080	25158	26095	研发费用	990	933	901	1139	1215
无形资产及其他	2322	2322	2245	2167	2090	财务费用	239	251	313	235	216
投资性房地产	2723	2959	2959	2959	2959	投资收益	6	3	8	8	8
长期股权投资	50	47	45	42	40	资产减值及公允价值变动	(309)	(427)	(368)	(368)	0
资产总计	34407	35282	32833	33325	34397	其他收入	(868)	(764)	(901)	(1139)	(1215)
短期借款及交易性金融负债	6911	10719	5957	4997	4593	营业利润	3811	1133	2163	2489	3052
应付款项	1555	1748	1703	1987	2257	营业外净收支	(23)	(80)	(52)	(52)	(52)
其他流动负债	3523	1413	2921	3077	3053	利润总额	3788	1053	2111	2438	3001
流动负债合计	11990	13880	10582	10060	9903	所得税费用	633	233	410	507	603
长期借款及应付债券	3719	3272	3272	3272	3272	少数股东损益	0	1	2	2	3
其他长期负债	1243	1108	1021	973	883	归属于母公司净利润	3155	819	1699	1928	2394
长期负债合计	4962	4380	4293	4245	4155	现金流量表（百万元）					
负债合计	16952	18260	14875	14305	14058	净利润	3155	819	1699	1928	2394
少数股东权益	126	127	128	129	131	资产减值准备	(265)	96	3763	1006	36
股东权益	17330	16896	17830	18891	20208	折旧摊销	2162	2249	2235	2576	2886
负债和股东权益总计	34407	35282	32833	33325	34397	公允价值变动损失	309	427	368	368	0
关键财务与估值指标						财务费用	239	251	313	235	216
每股收益	1.64	0.43	0.89	1.01	1.25	营运资本变动	(882)	(1769)	5087	896	(5)
每股红利	2.18	0.87	0.40	0.45	0.56	其它	265	(97)	(3762)	(1005)	(34)
每股净资产	9.03	8.82	9.30	9.86	10.54	经营活动现金流	4745	1725	9390	5770	5278
ROIC	13%	4%	7%	9%	9%	资本开支	0	(2759)	(3904)	(3952)	(3782)
ROE	18%	5%	10%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	20%	13%	17%	16%	16%	投资活动现金流	1	(2756)	(3902)	(3949)	(3779)
EBIT Margin	14%	6%	11%	10%	9%	权益性融资	10	24	0	0	0
EBITDA Margin	21%	15%	20%	18%	18%	负债净变化	(69)	1293	0	0	0
收入增长	-5%	-16%	2%	23%	8%	支付股利、利息	(4180)	(1671)	(765)	(868)	(1077)
净利润增长率	-32%	-74%	108%	14%	24%	其它融资现金流	3659	1863	(4762)	(961)	(403)
资产负债率	50%	52%	46%	43%	41%	融资活动现金流	(4830)	1130	(5526)	(1828)	(1481)
股息率	17.8%	7.1%	3.2%	3.7%	4.6%	现金净变动	(84)	99	(38)	(8)	18
P/E	7.5	28.7	13.9	12.2	9.8	货币资金的期初余额	379	295	394	356	348
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	货币资金的期末余额	295	394	356	348	366
EV/EBITDA	6.3	10.7	7.6	6.7	6.1	企业自由现金流	0	(1003)	5703	1964	1705
						权益自由现金流	0	2153	689	817	1129

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032