

Q2 业绩短期承压，新项目逐步投产成长可期

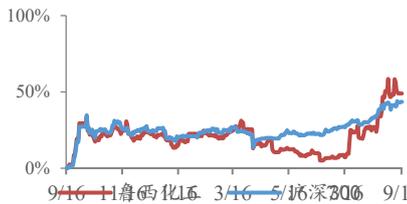
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2025-09-16

收盘价 (元)	14.39
近 12 个月最高/最低 (元)	15.31/9.76
总股本 (百万股)	1,904
流通股本 (百万股)	1,904
流通股比例 (%)	99.99
总市值 (亿元)	274
流通市值 (亿元)	274

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 吸收合并鲁西集团落地，稳步推进规模化一体化 2022-11-25
2. 三季度业绩承压，资本开支项目陆续落地 2022-11-16

● 事件描述

8月21日，鲁西化工发布2025年半年报，实现营业收入147.39亿元，同比增长4.98%；实现归母净利润7.63亿元，同比下降34.81%；实现扣非归母净利润6.87亿元，同比下降43.02%；实现基本每股收益0.40元/股。其中第二季度实现营业收入74.49亿元，同比+2.21%，环比+2.18%；实现归母净利润3.51亿元，同比下降41.88%，环比下降15.10%；实现扣非归母净利润3.03亿元，同比下降51.55%，环比下降20.94%。

● 化工新材料盈利收窄，基础化工板块同比改善

2025年上半年公司整体毛利率12.92%，同比-5.07 pct，主要产品处于传统淡季，经营承压。分板块来看，化工新材料/基础化工/化肥/其他产品上半年毛利率分别为11.43%/22.12%/5.84%/12.03%，同比分别-9.77 pct/+8.79 pct/-1.58 pct/+2.03 pct。化工新材料板块盈利收窄，基础化工板块盈利能力改善。

化工新材料板块，聚碳酸酯、尼龙6、有机硅等产品价差承压是盈利下滑的主要原因。国内PC增量脚步放缓，同时国内终端消费量无明显变化，受原料双酚A价格影响，产品价格持续低迷；尼龙6方面，原料纯苯波动较大，国内纺织行业开工率大幅降低，加之尼龙6产能增加，行业内竞争加剧，导致价格降低；有机硅主要下游为建筑等行业，受房地产行业持续低迷因素影响，以及原料工业硅成本支撑不足，有机硅价格二季度出现明显下滑。

基础化工板块，甲烷氯化物和烧碱价格高于去年同期，盈利能力有所改善。其中，二氯甲烷受下游制冷剂R32（二氟甲烷）需求旺季，以及新能源锂电池隔膜行业增速较快的影响，开工较好，价格高于去年同期；烧碱主要下游国内氧化铝产能利用率大幅提升，烧碱需求同比例增长，且关联产品液氯价格偏低，在一定程度上限制了烧碱的开工率，因此价格明显高于去年同期。

费用方面，2025H1销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.26%/1.65%/0.62%，环比变动+0.10/-0.31/+0.03pct。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。2025年，有机硅项目顺

利打通全流程并实现投产，乙烯下游一体化项目、15万吨丙酸等项目有序推进。资本开支将驱动公司盈利持续增长。

● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.92、31.05、41.83 亿元。对应 PE 分别为 12.09、8.92、6.62 倍。维持“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) 行业产能扩张风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	29763	31966	35932	37830
收入同比 (%)	17.4%	7.4%	12.4%	5.3%
归属母公司净利润	2029	2292	3105	4183
净利润同比 (%)	147.8%	13.0%	35.5%	34.7%
毛利率 (%)	14.8%	15.9%	18.1%	20.3%
ROE (%)	10.9%	10.9%	12.9%	14.8%
每股收益 (元)	1.07	1.19	1.61	2.17
P/E	10.98	12.09	8.92	6.62
P/B	1.20	1.32	1.15	0.98
EV/EBITDA	7.00	6.76	5.30	3.86

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3027	6609	10455	14754	营业收入	29763	31966	35932	37830
现金	721	4086	7713	11987	营业成本	25350	26871	29442	30136
应收账款	46	53	54	59	营业税金及附加	238	242	277	293
其他应收款	45	40	50	53	销售费用	62	70	74	80
预付账款	165	244	259	245	管理费用	574	448	681	659
存货	1737	1884	2074	2100	财务费用	159	503	488	444
其他流动资产	313	303	304	310	资产减值损失	-229	-107	-97	-48
非流动资产	33241	33316	33442	32780	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	47	45	43	42	投资净收益	5	5	5	6
固定资产	23211	23837	24416	25443	营业利润	2434	2851	3897	5178
无形资产	2358	2481	2534	2605	营业外收入	143	66	78	96
其他非流动资产	7626	6952	6448	4690	营业外支出	75	78	86	80
资产总计	36268	39925	43897	47535	利润总额	2502	2839	3889	5194
流动负债	10543	10680	10486	8607	所得税	471	546	781	1007
短期借款	4770	4654	4538	3299	净利润	2031	2293	3109	4188
应付账款	1516	1663	1841	1851	少数股东损益	2	2	3	4
其他流动负债	4257	4363	4106	3457	归属母公司净利润	2029	2292	3105	4183
非流动负债	6909	8133	9190	10529	EBITDA	4860	5525	6549	7827
长期借款	3921	5391	6862	8392	EPS (元)	1.07	1.19	1.61	2.17
其他非流动负债	2988	2742	2328	2137					
负债合计	17452	18813	19676	19136					
少数股东权益	135	137	140	144					
股本	1910	1926	1926	1926					
资本公积	4835	4835	4835	4835					
留存收益	11936	14214	17321	21494					
归属母公司股东权益	18681	20975	24082	28255					
负债和股东权益	36268	39925	43897	47535					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	3939	5038	5686	7224	成长能力				
净利润	2029	2292	3105	4183	营业收入	17.4%	7.4%	12.4%	5.3%
折旧摊销	2285	2273	2323	2432	营业利润	114.8%	17.1%	36.7%	32.9%
财务费用	165	512	562	603	归属于母公司净利	147.8%	13.0%	35.5%	34.7%
投资损失	-5	-5	-5	-6	获利能力				
营运资金变动	-597	-272	-338	-49	毛利率 (%)	14.8%	15.9%	18.1%	20.3%
其他经营现金流	2687	2801	3481	4292	净利率 (%)	6.8%	7.2%	8.6%	11.1%
投资活动现金流	-2414	-2528	-2498	-1931	ROE (%)	10.9%	10.9%	12.9%	14.8%
资本支出	-2431	-2266	-2427	-2192	ROIC (%)	6.7%	7.5%	8.7%	10.1%
长期投资	0	50	50	42	偿债能力				
其他投资现金流	17	-312	-122	219	资产负债率 (%)	48.1%	47.1%	44.8%	40.3%
筹资活动现金流	-1199	855	440	-1019	净负债比率 (%)	92.8%	89.1%	81.2%	67.4%
短期借款	-3485	-116	-116	-1239	流动比率	0.29	0.62	1.00	1.71
长期借款	1649	1471	1471	1530	速动比率	0.11	0.42	0.77	1.44
普通股增加	-6	15	0	0	营运能力				
资本公积增加	-70	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.80	0.82	0.80
其他筹资现金流	714	-514	-915	-1309	应收账款周转率	653.93	607.22	659.52	639.35
现金净增加额	339	3365	3627	4274	应付账款周转率	16.72	16.16	15.99	16.28

每股指标 (元)				
每股收益	1.07	1.19	1.61	2.17
每股经营现金流薄)	2.06	2.62	2.95	3.75
每股净资产	9.78	10.89	12.51	14.67

估值比率				
P/E	10.98	12.09	8.92	6.62
P/B	1.20	1.32	1.15	0.98
EV/EBITDA	7.00	6.76	5.30	3.86

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。