多种产品价格大幅上涨，看好长期成长空间

投资评级 优于大市 维持

股票数据

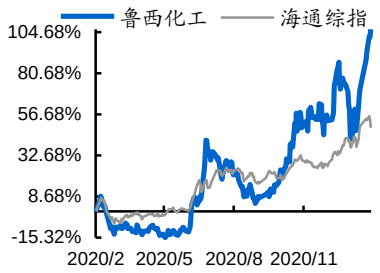
02 月 25 日收盘价(元)	18.00
52 周股价波动（元）	7.07-18.57
总股本/流通 A 股（百万股）	1904/1464
总市值/流通市值（百万元）	34278/26353

相关研究

《鲁西化工：2020H1 归母净利润同比下滑 70.86%，看好未来成长空间》2020.08.26

《19 年归母净利润 16.9 亿元同比减少 44.86%，主要源于产品价格下滑》2020.04.14

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	26.8	39.2	44.9
相对涨幅（%）	29.5	30.7	33.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威
Tel:(0755)82764281
Email:lw10053@htsec.com
证书:S0850515040001
分析师:孙维容
Tel:(021)23219431
Email:swr12178@htsec.com
证书:S0850518030001

投资要点:

- **多种产品价格同比大幅提升，公司盈利能力显著提升，看好长期成长空间。**受油价的持续上涨及需求回暖的影响，辛醇等多种化工产品价格大幅上涨，公司盈利能力进一步提升，我们预计公司 2021 年第一季度及全年盈利将同比大幅改善。跟据百川资讯及海通研究所数据库，截至 2021 年 2 月 21 日，2021Q1 公司 PC、辛醇、DMF 均价分别为 19923 元/吨、10899 元/吨、9782 元/吨；同比变化分别为 49%、67%、86%。

- **辛醇均价 2021Q1 同比上涨 67%至 10899 元/吨，我们预计供需错配将导致价格高位维持。**辛醇价格的持续上涨主要是由于辛醇市场供需不平衡。从供应端来看，华东主力港口辛醇库存急剧下降。从需求端来看，后疫情时期，医疗以及基建行业刺激辛醇下游增量明显。需求端的井喷导致供需阶段性失衡，并进一步刺激辛醇行业景气度改善。

- **中化投资认购公司非公开发行股票 4.39 亿股，央企的扩大投资将进一步促进公司在化工新材料领域向国际一流升级发展。**1）本次非公开发行的股票数量为 4.39 亿股，发行对象为中化投资，价格为 7.50 元/股。募集资金用于鲁西化工偿还有息负债及补充流动资金，有助于进一步增强鲁西化工的资本实力、优化资产结构，促进鲁西化工在化工新材料领域向国际一流迈进。2）本次发行前，中化投资直接持有鲁西集团 39%股权、通过全资子公司中化聊城间接持有鲁西集团 6.01%的股权，以及通过其一致行动人聚合投资持有鲁西集团 10%的股份，合计控制鲁西集团 55.01%的股权。新增股份上市后，中化投资持有鲁西化工 23.08%的股权，鲁西集团持有鲁西化工 25.85%的股权。中化集团仍为公司的实际控制人，但是公司控股股东由鲁西集团变更为中化投资。3）中化投资为公司的间接控股股东、实际控制人中化集团的全资子公司，而中化集团为国务院国资委履行出资人职责的国有独资公司。本次股权变动将有助于推动鲁西集团新旧动能转换及产业升级，发挥各方优势，加强化工新材料和高端化工装备产业合作，打造世界一流化工新材料企业，实现国有资产的保值增值。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.42、0.92、1.23 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值倍数为 2021 年 24-26 倍 PE，对应合理价值区间为 22.08-23.92 元，维持优于大市评级。

- **风险提示：**在建项目进度低于预期，产品市场价格波动，国内整体经济增速下行。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21286	18082	16425	21320	25152
(+/-)YoY(%)	35.1%	-15.1%	-9.2%	29.8%	18.0%
净利润(百万元)	3068	1692	802	1750	2345
(+/-)YoY(%)	57.3%	-44.9%	-52.6%	118.2%	34.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.61	0.89	0.42	0.92	1.23
毛利率(%)	28.3%	18.7%	17.3%	20.3%	21.4%
净资产收益率(%)	28.5%	15.1%	6.9%	10.9%	13.3%

资料来源：公司年报（****-****），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

1）关键产品价格假设：a. 辛醇：2020-2022 年，7100、8500、8500 元/吨 b. 聚碳酸酯：2020-2022 年，预计不含税均价分别为 14280、15400、15400 元/吨；c. 丁醇：2020-2022 年，预计不含税均价分别为 5440、6500、6500 元/吨。

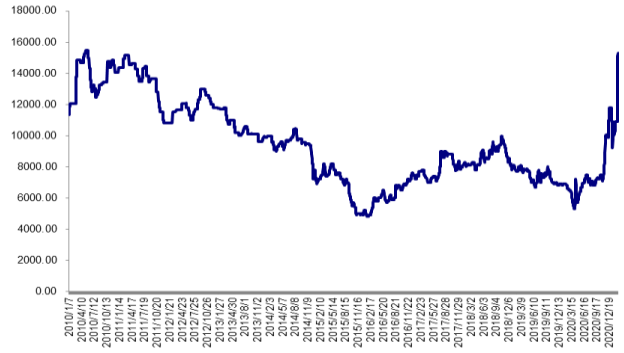
2）关键产品销量假设：a. 聚碳酸酯：2020-2022 年，预计销量分别为 12、13、15 万吨；b. 辛醇：2020-2022 年，预计销量分别为 30、31、34 万吨；c. 丁醇：2020-2022 年，预计销量分别为 32、35、38 万吨；d. 己内酰胺：根据公司关于投资建设己内酰胺•尼龙 6 项目一期工程的公告及环评报告，公司在建 30 万吨己内酰胺，公告预计 2022 年 9 月完工投产。2020-2022 年预计销量分别为 8、12、18 万吨；e. 尼龙 6：根据公司关于投资建设己内酰胺·尼龙 6 项目一期工程的公告，公司在建 30 万吨尼龙 6，公告预计 2022 年 9 月完工投产。2020-2022 年预计销量分别为 15、17、23 万吨；f. 氟制冷剂（含 R22、R32、R125）：根据聊城市自然资源和规划局的公示，公司在建 16 万吨 R22、4 万吨 R32 和 2 万吨 R125，我们预计 2021 年中投产，2021-2022 年预计销量分别为 7.5、15.0 万吨；g. 氟橡塑（含 PTFE、HFP、F46）：根据聊城市自然资源和规划局的公示，公司在建 2 万吨 PTFE、3 万吨 HFP 和 2 万吨 F46，我们预计 2021 年中投产，2021-2022 年预计销量分别为 3.0、4.0 万吨。

表 1 鲁西化工分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入(百万元)	18081.58	16425.05	21319.67	25152.15
总成本（百万元）	14706.04	13591.17	16983.66	19770.75
总毛利（百万元）	3375.53	2833.88	4336.00	5381.40
总毛利率	18.67%	17.25%	20.34%	21.40%
化工品（包括化工新材料和基础化工产品）				
收入（百万元）	15960.78	14146.05	18973.67	22786.15
成本（百万元）	12787.71	11529.03	14875.35	17659.27
毛利（百万元）	3173.06	2617.02	4098.31	5126.88
毛利率	19.88%	18.50%	21.60%	22.50%
复肥				
收入（百万元）	1279.98	1365.00	1386.00	1386.00
成本（百万元）	1134.16	1210.07	1226.61	1219.68
毛利（百万元）	145.82	154.93	159.39	166.32
毛利率	11.39%	11.35%	11.50%	12.00%
氮肥				
收入（百万元）	710.32	774.00	810.00	810.00
成本（百万元）	664.43	723.69	745.20	737.10
毛利（百万元）	45.90	50.31	64.80	72.90
毛利率	6.46%	6.50%	8.00%	9.00%
其他产品				
收入（百万元）	130.50	140.00	150.00	170.00
成本（百万元）	119.74	128.38	136.50	154.70
毛利（百万元）	10.75	11.62	13.50	15.30
毛利率	8.24%	8.30%	9.00%	9.00%

资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

图 1 辛醇价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯，海通证券研究所

图 2 DMF 价格走势（元/吨）

资料来源：百川资讯，海通证券研究所

图 3 PC 价格走势（元/吨）

资料来源：百川资讯，海通证券研究所

表 2 鲁西化工可比公司估值表

			EPS（元/股）			PE（倍）		
公司名称	股票代码	股价（元）	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
华鲁恒升	600426.SH	43.62	1.51	1.24	1.77	13.18	35.20	24.58
三友化工	600409.SH	14.11	0.33	0.22	0.72	19.10	62.94	19.84
	平均值					16.14	49.07	22.21

资料来源： WIND，海通证券研究所，股价为 2021 年 2 月 25 日收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.89	0.42	0.92	1.23
每股净资产	5.88	6.06	8.42	9.28
每股经营现金流	1.63	1.43	1.35	1.76
每股股利	0.50	0.30	0.30	0.36
价值评估（倍）				
P/E	20.26	42.74	19.58	14.62
P/B	3.06	2.97	2.14	1.94
P/S	1.46	1.61	1.61	1.36
EV/EBITDA	7.47	14.78	11.11	9.02
股息率%	**2.8%**	**1.7%**	**1.7%**	**2.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	18.7%	17.3%	20.3%	21.4%
净利润率	9.4%	4.9%	8.2%	9.3%
净资产收益率	15.1%	6.9%	10.9%	13.3%
资产回报率	5.6%	2.6%	5.2%	6.4%
投资回报率	6.3%	4.3%	7.3%	8.6%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-15.1%	-9.2%	29.8%	18.0%
EBIT 增长率	-59.8%	-25.1%	85.5%	27.9%
净利润增长率	-44.9%	-52.6%	118.2%	34.0%
偿债能力指标				
资产负债率	62.5%	62.7%	52.4%	51.1%
流动比率	0.21	0.17	0.23	0.25
速动比率	0.11	0.07	0.08	0.09
现金比率	0.04	0.04	0.05	0.05
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.69	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	29.04	36.41	36.42	35.46
总资产周转率	0.60	0.53	0.63	0.69
固定资产周转率	0.85	0.68	0.84	0.93

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**18082**	**16425**	**21320**	**25152**
营业成本	14706	13591	16984	19771
毛利率%	18.7%	17.3%	20.3%	21.4%
营业税金及附加	115	115	128	151
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
营业费用	607	542	661	805
营业费用率%	3.4%	3.3%	3.1%	3.2%
管理费用	327	312	394	465
管理费用率%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
EBIT	1754	1315	2439	3118
财务费用	576	430	384	334
财务费用率%	3.2%	2.6%	1.8%	1.3%
资产减值损失	-7	-5	-3	-3
投资收益	5	7	8	9
营业利润	**1521**	**1000**	**2216**	**2979**
营业外收支	495	28	28	28
利润总额	**2015**	**1028**	**2244**	**3007**
EBITDA	3586	2060	3037	3761
所得税	323	226	494	662
有效所得税率%	16.0%	22.0%	22.0%	22.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	**1692**	**802**	**1750**	**2345**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1692	802	1750	2345
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	1839	750	601	647
非经营收益	390	297	219	146
营运资金变动	-826	871	4	211
经营活动现金流	**3096**	**2721**	**2576**	**3349**
资产	-3255	-2175	-2614	-2508
投资	76	8	0	0
其他	3	7	8	9
投资活动现金流	**-3177**	**-2161**	**-2605**	**-2498**
债权募资	15356	397	-2263	273
股权募资	0	0	439	0
其他	-15395	-875	1903	-1024
融资活动现金流	**-39**	**-479**	**80**	**-751**
现金净流量	**-118**	**81**	**50**	**100**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	519	600	650	750
应收账款及应收票据	84	137	177	209
存货	1170	1356	1694	1921
其它流动资产	1327	525	596	642
流动资产合计	3099	2618	3117	3522
长期股权投资	227	220	220	220
固定资产	21176	23980	25518	26911
在建工程	2893	1393	1893	2393
无形资产	1448	1696	1827	1973
非流动资产合计	27111	28655	30823	32863
资产总计	**30210**	**31273**	**33940**	**36385**
短期借款	8409	8805	6542	6816
应付票据及应付账款	1172	1438	1637	1905
预收账款	351	345	436	515
其它流动负债	4506	4554	4718	4888
流动负债合计	14437	15142	13333	14122
长期借款	85	85	85	85
其它长期负债	4371	4371	4371	4371
非流动负债合计	4456	4456	4456	4456
负债总计	**18894**	**19599**	**17790**	**18579**
实收资本	1465	1465	1904	1904
归属于母公司所有者权益	11192	11549	16025	17680
少数股东权益	125	125	125	126
负债和所有者权益合计	**30210**	**31273**	**33940**	**36385**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 25 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（****），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威　　基础化工行业
孙维容　　基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　华峰化学,诺普信,扬农化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,东岳硅材,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,东华能源,鼎龙股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。