

鲁西化工（000830.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月10日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	12.77
总市值	243.18亿
PE-TTM	26.10
PB-MRQ	1.25

估值结果

价值	273.91亿
DDM估值	上行空间 13%
状态	合理估值
价值	279.91亿
动态估值	上行空间 15%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内领先的综合性化工企业，依托聊城一体化化工新材料产业园区，横跨煤化工、盐化工、氟化工、硅化工四大领域，形成“多头多线，协同生产”的经营模式。公司已内酰胺、尼龙6、多元醇、有机硅、甲酸等核心产品产能位居国内前列。

成长空间方面，公司核心品种行业仍有中低速增长，但多数品种处于产能过剩阶段、公司份额已较高，且公司受煤炭指标制约暂无大规模扩张规划，规模缓慢增长，成长空间一般；盈利趋势方面，2025年公司盈利处于周期底部，多数产品价差分位处于历史低位，2026年部分产品景气修复，2027年随行业产能投放竞争压力又将增加，因此盈利趋势稳定；产业格局方面，公司核心品种多呈现多强并立格局，公司凭借园区一体化协同与规模经济获取一定成本优势，上下游无核心强势企业，整体而言产业格局尚可；护城河方面，公司核心护城河来源于园区一体化协同与规模经济，护城河较深且持续性尚可。

基于公司未来维持低速扩张、盈利能力自周期底部缓慢修复至社会平均回报率水平的基本假设，根据壹评级DDM估值与动态估值模型，公司估值处于合理区间。

风险提示

竞争加剧风险：若化工行业同质化竞争持续加剧、产能过剩局面难以缓解，或导致公司核心产品价差长期承压，盈利能力持续受压；

需求不及预期风险：若宏观经济放缓或下游纺织、汽车、房地产需求疲软，或导致化工品需求减弱、价格下跌，公司盈利将受到冲击；

原材料价格大幅波动风险：若煤炭等原材料价格大幅上涨而产品价格传导不畅，或挤压公司价差与毛利空间；

项目进展不及预期风险：若公司气化炉更新及新园区建设进度不及预期，或将制约公司中长期成长性与成本竞争力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

鲁西化工集团股份有限公司1998年在深交所上市，总部位于山东聊城。公司前身为鲁西化肥厂，历经多年发展，已从单一化肥企业转型为横跨煤化工、盐化工、氟化工、硅化工四大领域的综合性化工新材料平台型企业。公司现有一座具备一体化、集约化优势的化工新材料产业园区，园区内各装置上下游关联度高，协同效率高。

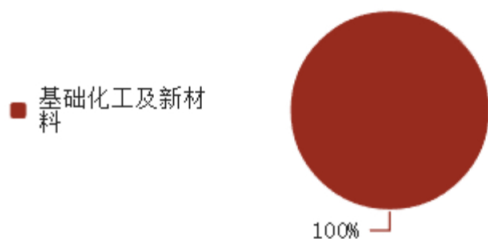
2. 业务介绍

对于鲁西化工公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

基础化工及新材料：

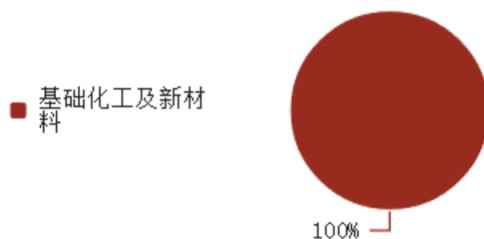
公司产品众多，涵盖基础化工和新材料领域，考虑到公司产业链一体化程度高，且产品属性相近，因此我们将公司所有产品合并至基础化工及新材料板块。公司主要产品为己内酰胺（产能70万吨）、尼龙6（70万吨）、聚碳酸酯PC（26.5万吨）、多元醇（75万吨）、有机硅单体（45万吨）、双氧水（60万吨）、双酚A（20万吨）、甲酸（40万吨）等，这些产品普遍具备同质化竞争，规模经济的特点。该业务上游原材料主要为煤炭、纯苯、丙烯、原盐等，原材料相对分散。该业务涵盖产品众多，覆盖下游行业广阔，因此该业务的景气周期与化工行业景气周期关联性较高。公司产品主要在国内进行销售，因此我们将此业务竞争市场界定为国内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司的商业模式呈现“重资产、低研发、低营销、客户分散”的传统化工特征。公司依托园区一体化实现能源与物料循环，凭借规模化构筑竞争优势。公司产品成熟且标准化程度高，对研发及销售强度要求低。公司产品众多，应用于多个下游行业，客户集中度低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

以煤化工和盐化工为基础，装置密集、园区一体化程度高，固定资产投入大，产线建设周期长、资本开支高，折旧压力显著，属典型重资产运营模式。2025年公司固定资产230亿元，占总资产比例为65%。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品主要为成熟大宗化学品，工艺路线稳定，技术迭代缓慢。公司研发聚焦工程优化与节能降耗，非前沿创新，研发投入占比较低，公司竞争力主要源于规模与成本，而非技术壁垒。2025年公司研发费用为8亿元，研发费用率为2.7%。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品高度标准化，下游客户采购注重价格、品质与供应稳定性，公司无需进行大量品牌及渠道推广。2025年公司销售费用为1亿元，销售费用率为0.3%。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司产品众多，下游涵盖农业、建材、化工等多个分散领域，单客户采购占比小，2025年公司前五大客户集中度为8%。公司客户结构多元，议价风险低，经营稳定性较强。

4. 历史经营绩效

公司ROE二十年均值超10%，但呈典型强周期特征。2021年超级景气期归母净利达46亿元峰值；2023年景气下行叠加双氧水事故，净利骤降至8亿元；2025年再临周期底部，净利9亿元。现金流与业绩基本同步、净现比健康，但业绩波动大，历史经营绩效尚可。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



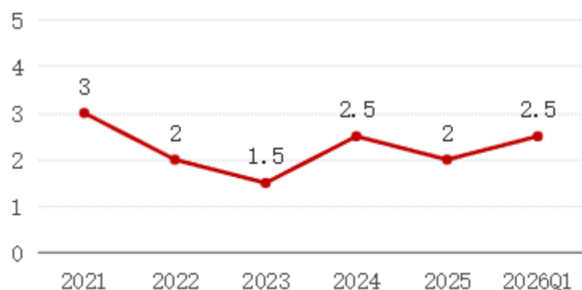
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力随周期大幅波动。受疫情影响，国内化工品景气大幅提升，公司毛利率于2021年30%见顶。此后随着行业供需恶化，行业景气持续下行，公司毛利率在2025年降至11%的历史低位。公司相较同行具备一定成本优势，但是优势并不显著，因此公司盈利易受行业景气周期影响。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



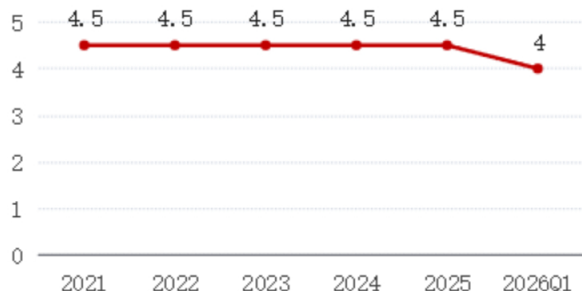
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长呈周期波动。公司营收由2016年109亿元增至2021年318亿元（5年CAGR约23%），主因新材料产能投放与景气周期；2022—2025年在250—300亿元间震荡，成长放缓。化工品（不含化肥）销量由2017年382万吨增至2025年529万吨。公司扩张受煤炭指标制约，成长能力表现一般。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



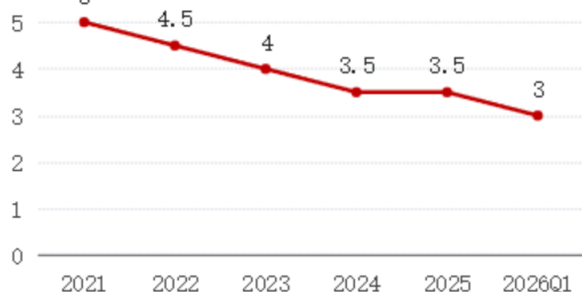
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力表现良好。收现能力方面，公司近五年经营性现金流/净利润均大于150%，表现良好；上下游议价力方面，公司近五年上下游净占款/净资产均值大于10%，表现良好。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司长期股东回报尚可但受周期影响波动大。股息率方面，公司股利支付率近五年保持在30%以上，受行业周期性影响，公司股息率波动幅度相对较大，近四年均值约2.7%。资本利得方面，2021年后公司股价持续回落，在2025年受反内卷政策影响有所反弹，股价波动较大，表现相对一般。

5. 四维评级

成长空间方面，公司核心品种行业仍有中低速增长，但多数品种处于产能过剩阶段、公司份额已较高，且公司受煤炭指标制约暂无大规模扩张规划，规模缓慢增长，成长空间一般；盈利趋势方面，2025年公司盈利处于周期底部，多数产品价差分位处于历史低位，2026年部分产品景气修复，2027年随行业产能投放竞争压力又将增加，因此盈利趋势稳定；产业格局方面，公司核心品种多呈现多强并立格局，公司凭借园区一体化协同与规模经济获取一定成本优势，上下游无核心强势企业，整体而言产业格局尚可；护城河方面，公司核心护城河来源于园区一体化协同与规模经济，护城河较深且持续性尚可。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司作为平台型化工企业，成长性主要来源于产品品类延伸与规模扩张。当前公司多数核心品种已处于产能过剩阶段，短期内扩张或相对有限。长期看，公司虽具有扩张能力，但是扩张受煤炭指标制约，且公司在多个产品领域已达到前五的份额水平，或难以大幅扩张。综合来看，公司整体成长空间一般。

基础化工及新材料(3星):

公司核心产品需求增速处于5%~15%范围，需求增速尚可。公司凭借成本优势，具有扩张的能力，但是公司扩张节奏将受到行业景气以及煤炭指标的制约，因此成长空间表现一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势相对稳定。2025年公司盈利处于周期底部，毛利率仅11%、ROIC仅3.4%，多数产品价差分位处于历史低位。展望后市，2026年公司部分产品景气修复，但2027年随着部分行业产能投放，景气或又将承压，整体而言，公司盈利趋势稳定。

基础化工及新材料(3星):

公司产品众多，一方面，不同产品景气不同，对公司的业绩波动有一定的平抑效果，另一方面，当化工行业整体景气的时候，公司多产品间易出现共振，公司业绩易出现大幅波动。当前公司产品景气分化，短期内难以出现共振情况，因此盈利趋势表现相对稳定。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所处行业同质化程度高，竞争激烈，公司凭借规模优势，具备一定竞争力，在本行业中格局尚可。上下游方面，没有大型核心企业，公司对上下游议价力良好。公司所处行业替代品风险低。整体而言，公司产业格局尚可。

基础化工及新材料(3星):

公司产品同质化程度高，价格竞争较为激烈，公司多个产品的规模在国内领先，具有一定成本优势，因此在本行业中格局尚可。上游原料主要为煤炭、纯苯、丙烯、原盐等，来源分散，下游客户分散，几乎没有强势企业，因此对上下游议价力良好。公司产品主要为成熟的大宗型化工品，替代品风险低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司核心护城河来源于园区一体化协同与规模经济，护城河较深且持续性尚可。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
基础化工及新材料	(3星) 公司是国内领先的综合性化工企业，从主要产品的份额来看，国内市占率约10%，经壹评级调整后，平滑周期波动，稳态期公司ROIC为7%，无超额收益。公司业务控制力较强，整体而言护城河宽度星级尚可。	(3星) 公司核心护城河来源于园区一体化协同与规模经济。公司核心产品具备规模经济的特点，公司装置规模国内领先，可有效提高竞争力。另外，公司产业横跨煤化工、盐化工、氟化工、硅化工领域，产品之间高效协同，一体化可降低生产成本，提升竞争力。持续性方面，受行业技术扩散、企业规模提升等因素影响，公司竞争优势未来将有所下降，但因行业本身盈利能力较差，因此判断公司优势下降幅度有限，综合来看，公司护城河持续性表现尚可。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业存在一定周期性，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值处于合理区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为基础化工及新材料，我们对其进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

量：短期内，我们假设公司新产能投放以及开工率持续提升，销量维持小幅度增长，我们预计2028年公司产品销量将达到约820万吨；长期而言，由于公司扩张受制于煤炭指标，因此我们出于保守估计，假设公司维持低速增长，远期我们预计公司销量将达到1100万吨。

价：短期内，受油价波动影响，我们预计公司产品单价先涨后跌，预计2028年将回落至0.4万元/吨。长期而言，我们假设公司产品价格维持相对稳定，因产品结构变化导致单价波动，远期我们预计公司产品价格在0.4~0.41万元/吨。

盈利能力假设：

短期内：在行业反内卷，部分产品景气上升以及油价贡献增量收益的影响下，我们预计公司的毛利率可以修复至15%上下。

长期而言：我们认为公司所处行业竞争激烈，公司无法获取显著超额收益，因此公司远期毛利率将低于历史均值，我们预计公司远期毛利率将维持在15%左右。

表2：公司整体业绩预测

鲁西化工	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	253.6	297.6	291.4	338.4	330.0	326.7	331.2	345.4
归母净利润(亿)	8.2	20.3	9.1	16.7	22.6	18.9	21.4	22.7
归母净利润增速(%)	-74.1	148.0	-55.2	84.0	35.0	-16.4	13.5	5.9
经营性净利润(亿)	8.0	20.1	9.0	16.0	22.0	18.4	20.2	21.4
经营性净利润增速(%)	-74.4	152.4	-55.5	78.5	37.6	-16.5	10.0	6.0
经营性归母净利润(亿)	8.0	20.1	8.9	16.0	22.0	18.3	20.2	21.4
经营性归母净利润增速(%)	-74.5	152.4	-55.6	78.5	37.6	-16.5	10.0	6.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

基础化工及新材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	253.6	297.6	291.4	338.4	330.0	326.7	331.2	345.4
收入增速(%)	-16.5	17.4	-2.1	16.1	-2.5	-1.0	1.4	4.3
经营性净利润(亿)	8.0	20.1	9.0	16.0	22.0	18.4	20.2	21.4
经营性净利率(%)	3.1	6.8	3.1	4.7	6.7	5.6	6.1	6.2
经营性净利润增速(%)	-74.4	152.4	-55.5	78.5	37.6	-16.5	10.0	6.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
基础化工及新材料	2.3%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	24.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
基础化工及新材料 (亿)	89.6	190.3	279.9	-	-	-	279.9
公司整体测算(亿)	89.6	190.3	279.9	-	-	-	279.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
基础化工及新材料 (亿)	138.7	135.2	273.9	-	-	-	273.9
公司整体测算(亿)	138.7	135.2	273.9	-	-	-	273.9

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第9页

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处的行业透明度较高，主要原材料、产品价格易获取，产能扩张等关键数据易跟踪，但是公司产品众多，部分产品信息存在缺失；公司信息披露规范完整，定期报告和临时公告较为详实，但与市场交流较少，信息充分度一般。

业绩预测层面：我们对公司远期的产能假设较为保守，对公司远期的盈利能力假设较为保守，即我们对公司的业绩预测较为保守。公司有较高概率实现甚至超过我们预测的业绩。

总体而言，公司估值确定性尚可。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间 $(X) = \text{估值}/\text{市值} - 1$ ，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。