

中化入主助推公司发展，加快公司战略布局

鲁西化工(000830)

事件概述

公司拟非公开发行股票募集资金不超过 32.96 亿元，全部用于偿还有息负债及补充流动资金，发行对象为公司控股股东中化投资。

分析判断：

► 从传统化肥企业逐步转型成为化工新材料龙头

鲁西化工经过近十年来持续不断的结构调整与创新发展的，已从传统化肥企业逐步转型成为国内一流的化工新材料企业。公司主营业务为化工产品的生产和销售，包括化工新材料、基础化工产品以及化肥三大类，2019 年尿素与复合肥收入占比仅为 11%，打造的“煤-盐-氟-硅与石化”产业链一体化优势逐渐显现。

► 中化集团入主鲁西，加快发展新材料板块

公司实际控制人已由聊城市国资委变更为中化集团。公司作为中化集团新材料业务的重要平台，有望获得中化集团的战略支持，中化集团将以扩大投资和产业链协同等多种方式支持和促进鲁西集团发展，努力建设先进的化工新材料产业园，促进鲁西集团在化工新材料领域迈上新台阶。

► 定增为公司注入资金，提升管理效率

公司拟非公开发行股票募集资金 32.96 亿元，全部用于偿还有息负债及补充流动资金，发行对象为公司控股股东中化投资。此次定增将降低公司资产负债率，减少财务费用，中化投资直接持股有利于公司提升管理与运营效率，加快战略布局。

投资建议

公司是国内煤化工领军企业，园区一体化建设趋于完善，在国内安全环保等各项政策法规趋严的背景下，化工园区具有不可复制性的优势，公司有望受益于疫情后的需求复苏及产品景气度回升。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 9.57/17.80/26.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.65/1.22/1.82 元，目前股价对应的 PE 为 17/9/6X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

产品景气度持续低迷，新产能建设不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,286	18,082	13,099	17,245	24,510
YoY (%)	35.1%	-15.1%	-27.6%	31.7%	42.1%
归母净利润(百万元)	3,068	1,692	957	1,780	2,666
YoY (%)	57.3%	-44.9%	-43.4%	86.0%	49.8%

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	11.24
股票代码：	000830
52 周最高价/最低价：	11.82/7.07
总市值(亿)	164.65
自由流通市值(亿)	164.57
自由流通股数(百万)	1,464.11



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

研究助理：王天鹤

邮箱：wangth@hx168.com.cn

毛利率 (%)	28.3%	18.7%	18.1%	20.7%	21.2%
每股收益 (元)	2.09	1.15	0.65	1.22	1.82
ROE	28.5%	15.1%	7.6%	12.2%	15.3%
市盈率	5.37	9.73	17.20	9.25	6.17

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 从传统化肥企业逐步转型成为化工新材料龙头	4
2. 中化集团入主鲁西，加快发展新材料板块	5
3. 定增项目为公司注入资金	6
4. 投资建议	6
5. 风险提示	7

图表目录

图 1 公司营收及增速	4
图 2 公司扣非归母净利及增速	4
图 3 公司加权 ROE	4
图 4 公司资产负债率 (%)	4
图 5 公司主营构成中肥料占比逐渐降低	5
图 6 公司产品毛利率及净利率	5
图 7 收购前鲁西化工的股权控制关系	6
图 8 收购完成后鲁西化工的股权控制关系	6
表 1 公司主要产品产能情况	5
表 2 可比公司估值表	7

1. 从传统化肥企业逐步转型成为化工新材料龙头

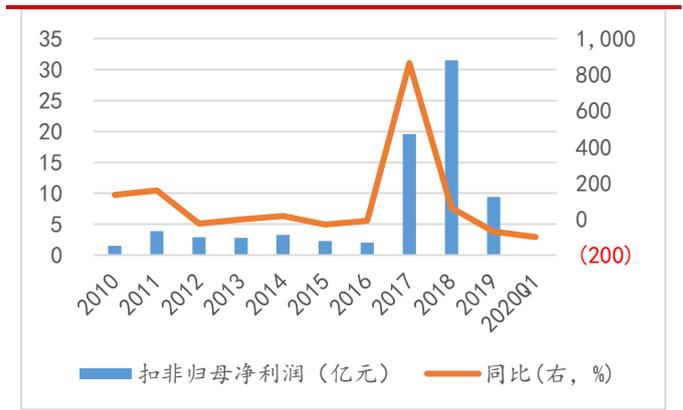
鲁西化工集团股份有限公司原属山东省聊城市市属国有控股企业，经过近十年来持续不断的结构调整与创新发展的，已从传统化肥企业逐步转型成为国内一流的化工新材料企业。鲁西化工的主营业务为化工产品的生产和销售，包括化工新材料、基础化工产品 and 化肥三大类。其中化工新材料包括己内酰胺、尼龙 6、聚碳酸酯、六氟丙烯、二氟甲烷、五氟乙烷、R410a、DMC 等；基础化工产品包括多元醇、烧碱、双氧水、甲烷氯化物、氯化石蜡、甲酸、有机胺、氨醇、硫酸、次氯酸钠、盐酸、氯磺酸、硝酸、硫化钠、氯化苄等；化肥产品包括尿素和复合肥。

图 1 公司营收及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

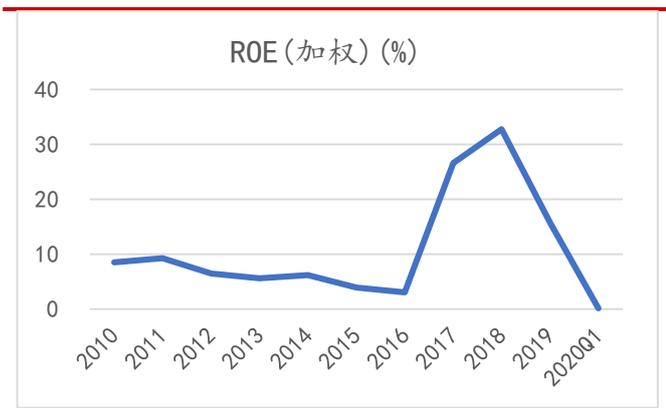
图 2 公司扣非归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

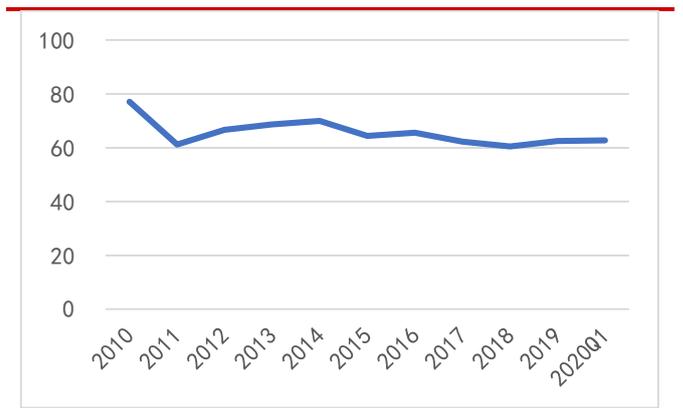
公司的营收及利润在 2017-2018 年增速较快，扣非归母净利润在 2018 年达到了 31.5 亿元，为历史最高。2019 年受市场影响，主要产品销售价格同比下降幅度较大，导致营业收入和净利润同比下降。公司已完成退城入园，园区一体化建设趋于完善，成本优势进一步增强，待行业回暖，产品生产负荷提升后，公司整体盈利能力有望再回归。

图 3 公司加权 ROE



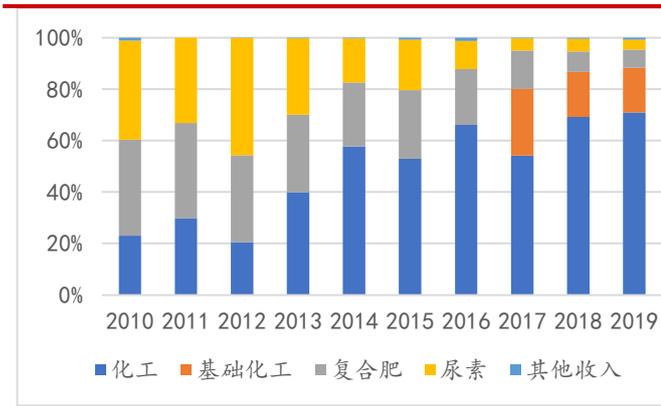
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图5 公司主营构成中肥料占比逐渐降低



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司产品毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表1 公司主要产品产能情况

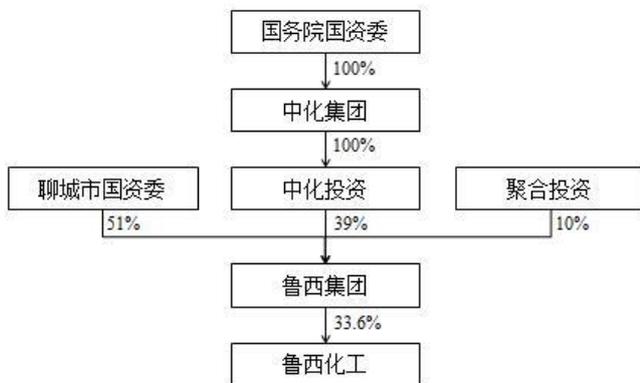
大类	产品	产能 (万吨)
化肥	合成氨	100
	尿素	90
	复合肥	60+80
化工	甲醇	90
	烧碱	40 (折百)
	PC	30
	甲酸	20
	多元醇 (丁醇+辛醇)	85
	有机硅 DMC	2.25
	DMF	10
	环己酮	10
	甲烷氯化物	22
	甲烷氯化物	22
	双氧水	90
	己内酰胺	30
	PA-6	20
	三聚氰胺	24
	氯磺酸	10
	R32	1
	R125	1
	氯化苳	8
氯化石蜡	10	
甲胺	10	

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

2. 中化集团入主鲁西, 加快发展新材料板块

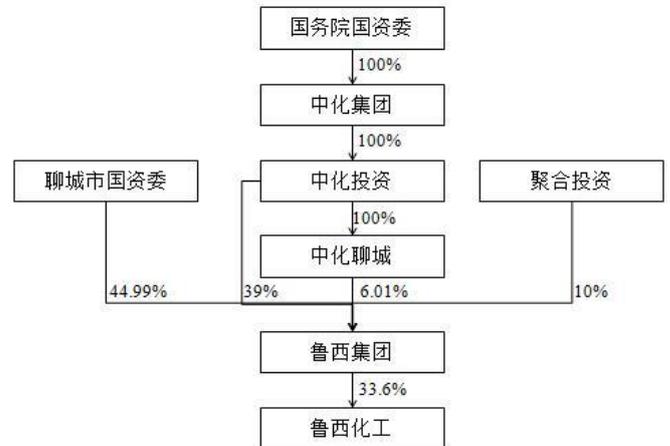
2019年10月，聊城市国资委对鲁西集团进行战略重组，向中化投资无偿划转所持鲁西集团部分股权，中化投资通过持股及与聚合投资的一致行动合计控制鲁西集团55.01%的股权，公司实际控制人由聊城市国资委变更为中化集团。

图7 收购前鲁西化工的股权控制关系



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 收购完成后鲁西化工的股权控制关系



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司作为中国中化集团有限公司化工新材料业务拓展的重要平台，有望在产业链协同发展、核心技术研发、市场营销等方面获得中化集团的战略支持。与鲁西集团的合作是中化集团与山东省在高端化工（新材料）领域合作的重要内容，也是中化集团在化工新材料领域进一步增强创新能力和产业实力的有力举措。中化集团将以扩大投资和产业链协同等多种方式支持和促进鲁西集团发展，努力建设先进的化工新材料产业园，促进鲁西集团在化工新材料领域迈上新台阶。

3. 定增项目为公司注入资金

根据公告，公司拟非公开发行股票募集资金不超过32.96亿元，全部用于偿还有息负债及补充流动资金，发行对象为公司控股股东中化投资。以发行上限测算，定增完成后，中化投资将直接持有公司股权比例23.08%，合计持有公司股权48.93%，公司实控人仍为中化集团。一方面资金注入有助于公司降低资产负债率，为新业务发展提供有力支持，同时减少财务费用，另一方面中化直接持股有利于提升公司管理与运营效率，加快未来战略布局。

公司正在建设的项目包括尼龙6二期项目、输变电工程项目、高端氟材料一体化项目等，公司走化工产业和化工工程产业相结合的道路，并且全力建设一流化工园区，发挥园区一体化优势，以持续提升盈利能力和综合实力。

4. 投资建议

公司是国内煤化工领军企业，园区一体化建设趋于完善，在国内安全环保等各项政策法规趋严的背景下，化工园区具有不可复制性的优势，公司有望受益于疫情后的需求复苏及产品景气度回升。我们预计公司2020-2022年的归母净利润为9.57/17.80/26.66亿元，对应EPS分别为0.65/1.22/1.82元，目前股价对应的PE为17/9/6X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE			PB
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600426	华鲁恒升	378.20	24.53	22.14	30.75	15.42	17.08	12.30	2.68
600309	万华化学	2061.24	101.30	90.14	127.73	20.35	22.87	16.14	5.20
600096	云天化	74.69	1.52	2.50	4.60	49.17	29.87	16.24	1.69
600063	皖维高新	69.52	3.85	4.29	6.17	18.06	16.23	11.27	1.39
600989	宝丰能源	754.60	38.02	45.68	57.20	19.85	16.52	13.19	3.23
	平均					24.57	20.51	13.83	2.84
000830	鲁西化工	164.65	16.92	9.57	17.8	9.73	17.20	9.25	1.57

注：可比公司中，除华鲁恒升、万华化学外，其余公司盈利预测为 wind 一直预测。

资料来源：wind，华西证券研究所

5. 风险提示

产品景气度持续低迷，新产能建设不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	18,082	13,099	17,245	24,510	净利润	1,692	957	1,780	2,667
YoY (%)	-15.1%	-27.6%	31.7%	42.1%	折旧和摊销	1,832	1,678	1,778	1,928
营业成本	14,706	10,723	13,667	19,310	营运资金变动	-826	-412	-69	109
营业税金及附加	115	90	114	162	经营活动现金流	3,096	2,321	3,478	4,577
销售费用	607	380	497	747	资本开支	-3,255	-713	-2,724	-3,249
管理费用	327	259	327	468	投资	76	500	-100	-100
财务费用	576	233	191	162	投资活动现金流	-3,177	-208	-2,817	-3,340
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	0	330	0	0
投资收益	5	5	7	9	债务募资	15,356	-1,219	641	-163
营业利润	1,521	1,132	2,105	3,192	筹资活动现金流	-39	-2,133	-561	-1,138
营业外收支	495	35	40	40	现金净流量	-118	-19	100	100
利润总额	2,015	1,167	2,145	3,232					
所得税	323	210	365	566	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,692	957	1,780	2,667	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	1,692	957	1,780	2,666	营业收入增长率	-15.1%	-27.6%	31.7%	42.1%
YoY (%)	-44.9%	-43.4%	86.0%	49.8%	净利润增长率	-44.9%	-43.4%	86.0%	49.8%
每股收益	1.15	0.65	1.22	1.82	盈利能力 (%)				
					毛利率	18.7%	18.1%	20.7%	21.2%
					净利率	9.4%	7.3%	10.3%	10.9%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	5.6%	3.4%	5.8%	8.0%
货币资金	519	500	600	700	净资产收益率 ROE	15.1%	7.6%	12.2%	15.3%
预付款项	270	178	235	328	偿债能力 (%)				
存货	1,170	853	1,087	1,536	流动比率	0.21	0.20	0.23	0.29
其他流动资产	1,140	960	1,205	1,599	速动比率	0.11	0.12	0.14	0.16
流动资产合计	3,099	2,491	3,127	4,164	现金比率	0.04	0.04	0.04	0.05
长期股权投资	227	227	227	227	资产负债率	62.5%	55.2%	51.8%	47.5%
固定资产	21,176	20,935	21,338	22,617	经营效率 (%)				
无形资产	1,448	1,484	1,497	1,522	总资产周转率	0.60	0.46	0.57	0.73
非流动资产合计	27,111	25,905	27,321	29,224	每股指标 (元)				
资产合计	30,210	28,396	30,448	33,388	每股收益	1.15	0.65	1.22	1.82
短期借款	8,409	7,199	7,850	7,697	每股净资产	7.64	8.60	9.93	11.88
应付账款及票据	1,172	933	1,139	1,645	每股经营现金流	2.11	1.58	2.37	3.12
其他流动负债	4,857	4,094	4,354	4,895	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	14,437	12,227	13,344	14,237	估值分析				
长期借款	85	75	65	55	PE	9.73	17.20	9.25	6.17
其他长期负债	4,371	3,371	2,371	1,571	PB	1.38	1.31	1.13	0.95
非流动负债合计	4,456	3,446	2,436	1,626					
负债合计	18,894	15,673	15,781	15,864					
股本	1,465	1,794	1,794	1,794					
少数股东权益	125	125	125	125					
股东权益合计	11,317	12,723	14,668	17,524					
负债和股东权益合计	30,210	28,396	30,448	33,388					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：助理分析师，中国人民大学理学学士，中科院化学所理学硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。