

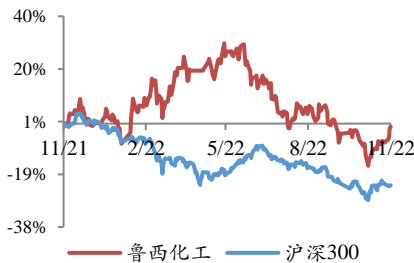
吸收合并鲁西集团落地，稳步推进规模化一体化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-25

收盘价(元)	13.32
近12个月最高/最低(元)	17.48/11.36
总股本(百万股)	1,920
流通股本(百万股)	1,464
流通股比例(%)	76.27
总市值(亿元)	256
流通市值(亿元)	195

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

相关报告

1. 三季度业绩承压，资本开支项目陆续落地 2022-11-16

主要观点：

● 事件描述

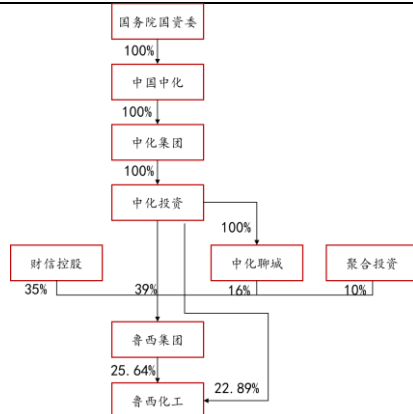
事件 1: 2022 年 11 月 23 日晚，鲁西化工公布吸收合并鲁西集团交易草案，拟通过向鲁西集团的全体股东发行股份吸收合并鲁西集团，发行价格 12.76 元/股，预计发行 5.01 亿股（原 4.92 亿股注销），最终交易对价为 63.95 亿元。本次交易实际新发行股份数量为 894.72 万股，收购少数股东权益作价 1.14 亿元。

事件 2: 公司披露 2022-2023 年度股东回报计划，预计最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。

● 吸收合并完成后中化直接持股上市公司，有效减少治理分层

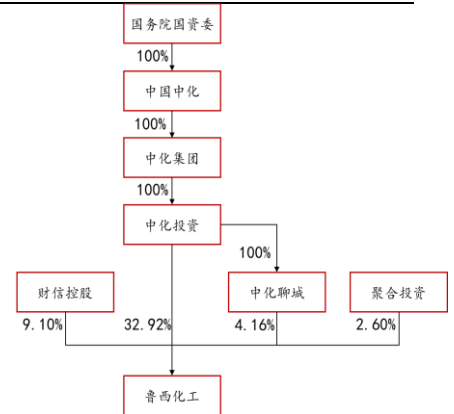
本次吸收合并前，中化投资直接持有上市公司 4.4 亿股，占比 22.89%，中化投资及中化聊城通过鲁西集团间接持有上市公司 4.92 亿股，占比 14.10%，为公司控股股东，直接及间接持有上市公司权益占比 36.99%。根据草案，吸收合并顺利完成，中化投资仍为公司控股股东，直接持有上市公司鲁西化工 6.3 亿股，占比 32.92%，并通过一致行动人中化聊城间接持有公司 0.8 亿股，占比 4.16%，合计权益占比 37.08%。此举将有助于减少公司治理分层，使公司治理结构更为扁平化，进一步提高管理和决策的效率，同时将优化国有资本配置和运行效率，有利于鲁西化工资产的统一，减少公司与鲁西集团的内部关联交易，增强公司的独立性。

图表 1 吸收合并前股权关系



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 2 吸收合并后股权关系



资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 明确未来三年股东回报计划，持续现金分红回报股东

公司披露 2022-2023 年度股东回报计划，预计最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。从历史情况来看，公司 2021 年实际分红比例超 80%，持续回馈股东。此次分红计划体现公司利润分配政策的连续性和稳定性。

● 持续巩固一体化优势，资本开支驱动成长

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。公司后续资本开支较多，120万吨/年双酚A项目已于2022年11月投产，预计将于明年开始贡献业绩；己内酰胺-尼龙6一期项目预计2022年四季度建成投产；有机硅一期项目预计2023年年底建成投产。

● 投资建议

预计公司2022-2024年归母净利润分别为37.47、46.41、50.53亿元，同比增速为-18.9%、23.9%、8.9%。对应PE分别为6.82、5.51、5.06倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 吸收合并事项尚需履行的决策及审批程序未通过；
- (2) 原材料及产品价格大幅波动；
- (3) 宏观经济下行；
- (4) 新建项目建设进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31794	29818	33097	34407
收入同比 (%)	80.7%	-6.2%	11.0%	4.0%
归属母公司净利润	4619	3747	4641	5053
净利润同比 (%)	460.0%	-18.9%	23.9%	8.9%
毛利率 (%)	30.4%	22.4%	25.5%	25.8%
ROE (%)	25.7%	17.3%	17.6%	16.1%
每股收益 (元)	2.43	1.95	2.42	2.63
P/E	6.29	6.82	5.51	5.06
P/B	1.62	1.18	0.97	0.81
EV/EBITDA	3.67	4.42	2.96	2.27

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2817	6157	8214	10101	营业收入	31794	29818	33097	34407
现金	379	2063	4031	6222	营业成本	22123	23144	24670	25514
应收账款	91	117	111	116	营业税金及附加	261	227	264	273
其他应收款	19	1015	845	690	销售费用	71	66	90	82
预付账款	318	429	458	437	管理费用	445	417	559	515
存货	1771	2284	2520	2389	财务费用	465	264	106	-74
其他流动资产	239	249	249	247	资产减值损失	-524	-122	-162	-216
非流动资产	29299	29074	29405	29283	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	52	5	-57	-93	投资净收益	15	17	22	20
固定资产	21043	21361	21353	21204	营业利润	6932	4895	6379	6990
无形资产	1989	2166	2405	2567	营业外收入	21	185	80	95
其他非流动资产	6215	5541	5702	5605	营业外支出	905	312	415	544
资产总计	32116	35231	37619	39384	利润总额	6047	4768	6045	6541
流动负债	9097	7894	5279	1506	所得税	1427	1020	1402	1487
短期借款	3369	849	-1671	-4986	净利润	4620	3748	4642	5054
应付账款	829	1275	1271	1225	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	4899	5770	5680	5267	归属母公司净利润	4619	3747	4641	5053
非流动负债	4949	5520	5875	6365	EBITDA	9847	6609	8514	8891
长期借款	1048	1530	2011	2618	EPS (元)	2.43	1.95	2.42	2.63
其他非流动负债	3901	3991	3864	3747					
负债合计	14045	13414	11154	7871					
少数股东权益	126	127	128	129					
股本	1904	1920	1920	1920					
资本公积	4787	4787	4787	4787					
留存收益	11253	14983	19630	24679					
归属母公司股东权益	17944	21690	26337	31385					
负债和股东权益	32116	35231	37619	39384					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	9464	4959	7127	7861	成长能力				
净利润	4619	3747	4641	5053	营业收入	80.7%	-6.2%	11.0%	4.0%
折旧摊销	2084	1619	2085	1994	营业利润	537.6%	-29.4%	30.3%	9.6%
财务费用	454	283	203	117	归属于母公司净利	460.0%	-18.9%	23.9%	8.9%
投资损失	-15	-17	-22	-20	获利能力				
营运资金变动	1705	-750	-239	164	毛利率 (%)	30.4%	22.4%	25.5%	25.8%
其他经营现金流	3531	4574	5339	5442	净利率 (%)	14.5%	12.6%	14.0%	14.7%
投资活动现金流	-3672	-1468	-2839	-2506	ROE (%)	25.7%	17.3%	17.6%	16.1%
资本支出	-3684	-2011	-2722	-2584	ROIC (%)	23.2%	14.2%	16.4%	16.5%
长期投资	0	-31	-21	-73	偿债能力				
其他投资现金流	12	574	-96	152	资产负债率 (%)	43.7%	38.1%	29.7%	20.0%
筹资活动现金流	-5725	-1808	-2319	-3165	净负债比率 (%)	77.7%	61.5%	42.1%	25.0%
短期借款	-4904	-2520	-2520	-3315	流动比率	0.31	0.78	1.56	6.71
长期借款	858	482	482	607	速动比率	0.08	0.44	0.99	4.83
普通股增加	0	15	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.99	0.85	0.88	0.87
其他筹资现金流	-1679	216	-281	-457	应收账款周转率	350.74	254.98	299.15	296.57
现金净增加额	66	1684	1969	2191	应付账款周转率	26.69	18.15	19.42	20.82

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。