

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

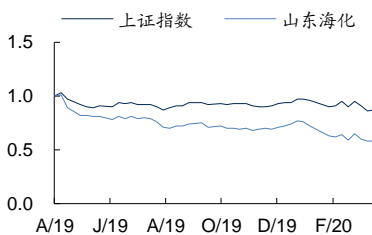
山东海化(000822)
增持

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 04 月 03 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	895/895
总市值/流通(百万元)	3,356/3,356
上证综指/深圳成指	2,735/9,952
12个月最高/最低(元)	7.81/3.54

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

检修季缓解高库存, 纯碱有望止跌

● 国内纯碱扩产竞争加剧, 公司盈利大幅下滑

公司 2019 年实现营收 46.21 亿元 (-12.19%), 归母净利润 1.63 亿元 (-72.20%), 营收减少主要由于国内纯碱产能增加, 竞争加剧, 盈利大幅下降主要因为公司纯碱产品价格下滑, 加之原材料涨价导致毛利大降, 报告期内公司毛利率为 13.21%, 同比下降 5.47 个百分点。

● 投建 10 万吨高附加值小苏打, 深化循环产业成本优势

公司是纯碱行业龙头公司, 营收中纯碱占比达到 88%, 现有纯碱产能 300 万吨/年, 占国内产能 9.09%, 公司具有显著规模优势和循环产业优势, 2019 年 11 月公司计划投资建设 10 万吨/年小苏打项目, 预计 2021 年上半年建成。该项目以纯碱生产中富余的热碱液和 CO₂ 气为原料, 生产高附加值小苏打, 既可增加产品种类, 提高企业经济效益, 又可回收富余废液和废气, 满足达标排放要求, 该项目预计每年可以创造盈利 1.43 亿元, 增加盈利 2000 万元。

● 纯碱行业竞争加剧, 复工复产后需求有望回暖

2019 年国内纯碱产能和产量创新高, 供给呈现过剩局面。19 年纯碱产能达到 3300 万吨, 同比增长 4%, 产能增长同时一部分低端产能长期关停, 行业集中度加速提升。需求端受国内环保政策和贸易战的影响, 需求端增长乏力, 19 年国内纯碱均价降幅达到 5%。

未来短期看复工复产下需求有所改善, 长期看房地产需求韧性较强。进入二季度, 一方面纯碱行业进入检修旺季, 有利于库存消耗, 另一方面二季度纯碱下游复工复产增加了需求量, 纯碱将价格将有望止跌, 回归成本线以上, 市场平稳运行。

● 投资建议: 给予“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 2.2/3.2/4.0 亿元, 同比增速 37/46/23%, 摊薄 EPS=0.25/0.36/0.45 元/股, 当前股价对应 PE=15/10/8 倍, 给予“增持”评级。

● 风险提示:

原材料价格波动的风险; 纯碱下游需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,262.65	4,621.27	4,153.62	4,721.29	5,117.26
(+/-%)	9.25%	-12.19%	-10.12%	13.67%	8.39%
净利润(百万元)	586.55	163.04	222.57	324.72	399.98
(+/-%)	-14.40%	-72.20%	36.51%	45.89%	23.18%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.18	0.25	0.36	0.45
EBIT Margin	10.19%	4.86%	7.15%	9.07%	10.40%
净资产收益率(ROE)	17.38%	4.85%	6.37%	8.80%	10.18%
市盈率(PE)	5.72	20.59	15.08	10.34	8.39
EV/EBITDA	6.11	8.91	8.44	6.78	5.87
市净率(PB)	0.99	1.00	0.96	0.91	0.85

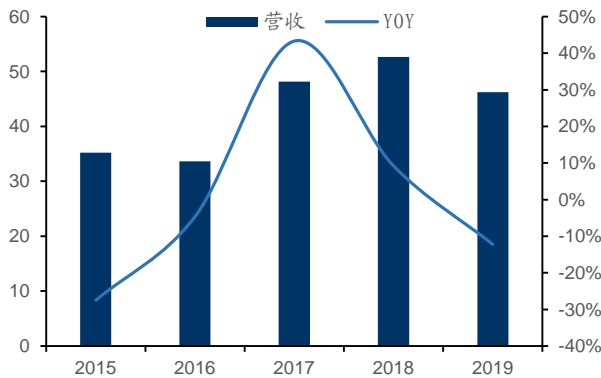
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

国内纯碱扩产竞争加剧，公司盈利大幅下滑

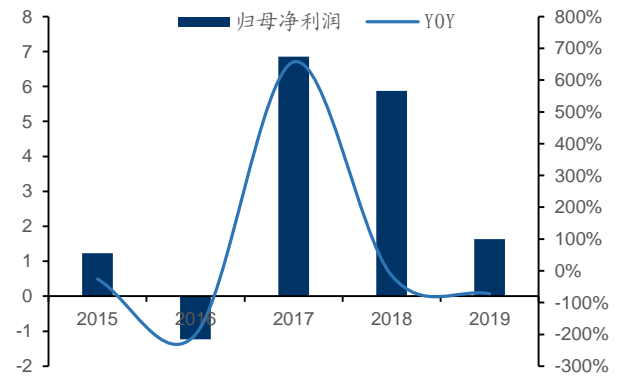
公司公布2019年年度报告，2019年实现营业收入46.21亿元，同比减少12.19%，归母净利润1.63亿元，同比下降72.20%。营收减少主要由于2019年国内纯碱产能增加，竞争加剧，盈利大幅下降主要因为公司纯碱产品价格下滑，加之原材料涨价导致毛利大降，报告期内公司毛利率为13.21%，同比下降5.47个百分点，净利率也降至3.54%。

图 1: 公司营业收入和同比变化 (亿元、%)



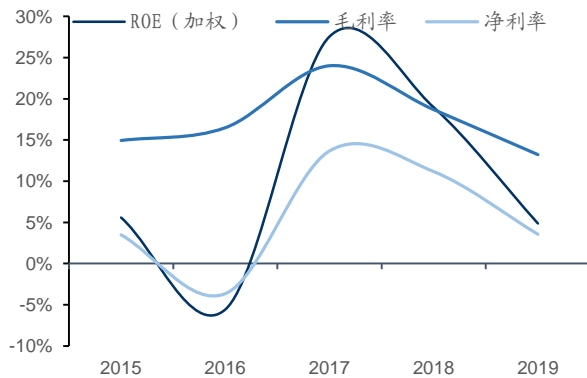
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)



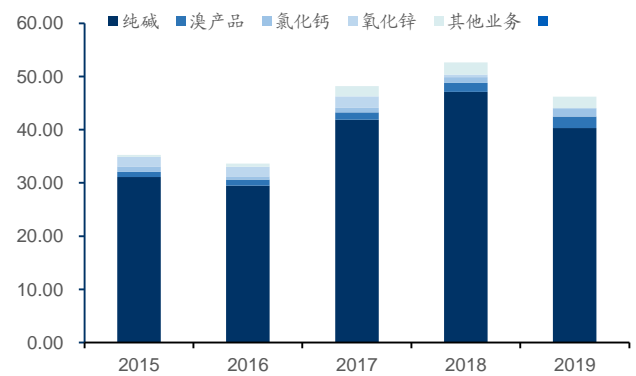
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司毛利率、净利率和 ROE 变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司营收产品结构 (亿元)



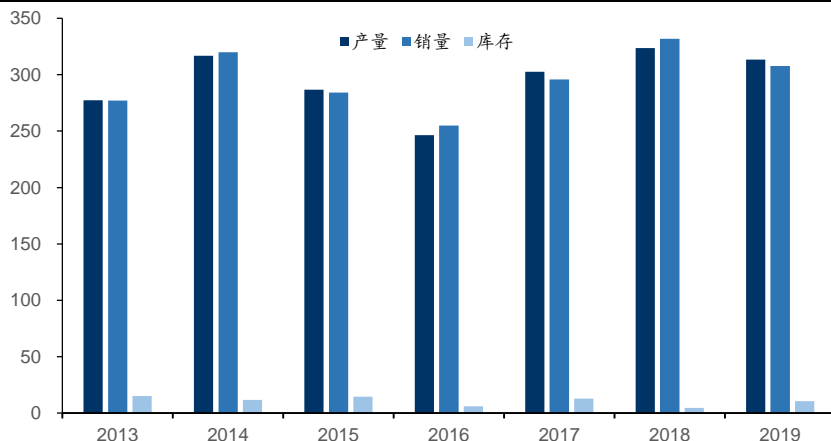
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投建 10 万吨高附加值小苏打，深化循环产业成本优势

公司是纯碱行业龙头公司，营收中纯碱占比达到 88%，现有纯碱产能 300 万吨/年，占国内产能 9.09%，公司具有显著规模优势和循环产业优势。

2019 年 11 月公司计划投资建设 10 万吨/年小苏打项目，预计 2021 年上半年建成。该项目以纯碱生产中富余的热碱液和 CO₂ 气为原料，生产高附加值小苏打，既可增加产品种类，提高企业经济效益，又可回收富余废液和废气，满足达标排放要求，该项目预计每年可以创造盈利 1.43 亿元，增加盈利 2000 万元，进一步优化循环经济降低成本，提高了公司核心竞争力。

图 5: 公司化工品产销和库存 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

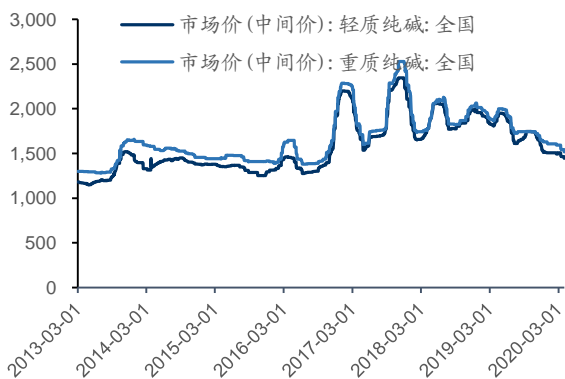
纯碱行业竞争加剧, 复工复产后需求有望回暖

2019 年国内纯碱产能和产量创新高, 供给呈现过剩局面。19 年纯碱产能达到 3300 万吨, 同比增长 4%, 产量 2750 万吨, 同比增长 5%。新增产能产能达到了 188 万吨, 其中金大地 100 万吨装置 2019 年 1 月份投产, 2019 年青海盐湖镁业纯碱产能达到 120 万吨, 与此同时有 150 万吨产能长期处于关停状态, 企业集中度增高, 竞争加剧, 2020 年大企业有可能继续增大产能增加竞争力, 供应局面优胜劣汰格局将重新展开。

19 年受国内环保政策和贸易战的影响, 需求端增长乏力。具体下游玻璃需求缓慢上升, 19 年增速约为 6.6%, 但纺织、印染以及化工行业因受安全和环保检查, 开工率持续低位, 布产量降幅达到 30%, 氧化铝需求也有一定下降。供给过剩局面下, 19 年国内纯碱价格和价差持续下滑。2019 年国内轻质纯碱市场均价为 1766 元/吨, 重质纯碱均价为 1827 元/吨, 降幅分别达到 5.4%和 4.7%。2020 年一季度受疫情对需求的影响, 纯碱价格降幅在 100-150 元/吨。

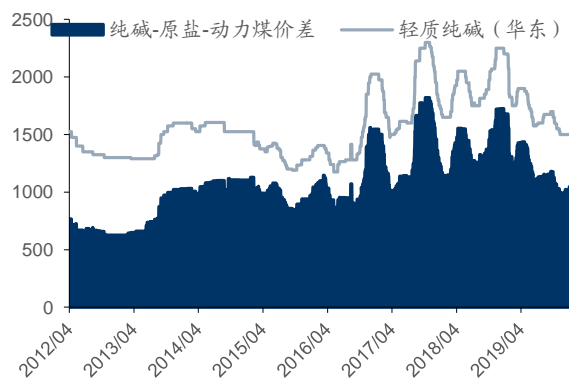
短期看复工复产下需求有所改善, 长期看房地产需求韧性较强。进入 2020 年二季度, 一方面纯碱行业进入检修旺季, 有利于库存消耗, 另一方面二季度纯碱下游复工复产增加了需求量, 纯碱将价格将有望止跌, 回归成本线以上, 市场平稳运行。

图 6: 国内纯碱市场价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 华东轻质纯碱价格和价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议:

公司是国内纯碱龙头，当前国内纯碱下游复工复产明显增加，长期看国内房地产需求韧性较强，未来纯碱供需有望改善。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 2.2/3.2/4.0 亿元，同比增速 37/46/23%，摊薄 EPS=0.25/0.36/0.45 元/股，当前股价对应 PE=15/10/8 倍，给予“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动的风险；纯碱下游需求不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	906	1155	1451	1838	营业收入	4621	4154	4721	5117
应收款项	45	41	46	50	营业成本	4011	3489	3899	4158
存货净额	425	373	419	449	营业税金及附加	67	60	68	74
其他流动资产	727	654	743	805	销售费用	156	140	159	173
流动资产合计	2104	2222	2659	3142	管理费用	164	168	167	181
固定资产	2166	2027	1849	1635	财务费用	(4)	(3)	(3)	(4)
无形资产及其他	83	81	80	78	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	117	117	117	117	资产减值及公允价值变动	42	20	10	5
长期股权投资	49	49	49	49	其他收入	(36)	0	0	0
资产总计	4519	4496	4754	5021	营业利润	240	319	441	541
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(24)	(24)	(10)	(10)
应付款项	645	566	636	681	利润总额	217	296	431	531
其他流动负债	316	279	312	334	所得税费用	53	72	106	130
流动负债合计	961	845	948	1015	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	163	223	325	400
其他长期负债	227	186	145	104					
长期负债合计	227	186	145	104	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1187	1031	1093	1119	净利润	163	223	325	400
少数股东权益	(30)	(30)	(29)	(28)	资产减值准备	64	(2)	(3)	(4)
股东权益	3361	3495	3690	3930	折旧摊销	286	223	228	230
负债和股东权益总计	4519	4496	4754	5021	公允价值变动损失	(42)	(20)	(10)	(5)
					财务费用	(4)	(3)	(3)	(4)
					营运资本变动	567	(29)	(82)	(74)
					其它	(64)	3	4	5
					经营活动现金流	973	397	461	552
					资本开支	(440)	(60)	(35)	(5)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(435)	(60)	(35)	(5)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(179)	(89)	(130)	(160)
					其它融资现金流	266	0	0	0
					融资活动现金流	(92)	(89)	(130)	(160)
					现金净变动	446	248	296	387
					货币资金的期初余额	460	906	1155	1451
					货币资金的期末余额	906	1155	1451	1838
					企业自由现金流	582	359	434	553
					权益自由现金流	848	361	437	556

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.18	0.25	0.36	0.45
每股红利	0.20	0.10	0.15	0.18
每股净资产	3.76	3.90	4.12	4.39
ROIC	5%	7%	10%	13%
ROE	5%	6%	9%	10%
毛利率	13%	16%	17%	19%
EBIT Margin	5%	7%	9%	10%
EBITDA Margin	11%	13%	14%	15%
收入增长	-12%	-10%	14%	8%
净利润增长率	-72%	37%	46%	23%
资产负债率	26%	22%	22%	22%
息率	5.3%	2.7%	3.9%	4.8%
P/E	20.6	15.1	10.3	8.4
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.9	8.4	6.8	5.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032