

山东海化 (000822)

公司研究/调研简报

氨碱法纯碱龙头企业, 有望受益行业景气回升

调研简报/基础化工

2019年06月05日

一、分析与判断

➤ 氨碱法龙头企业, 主营产品协同效应显著

公司是国内主要的纯碱生产企业之一, 地处重要海盐产区, 围绕丰富的卤水资源相继开发了纯碱、原盐、溴素等产品。目前, 公司具有氨碱法纯碱产能 280 万吨/年, 与三友化工均占国内产能 10% 左右, CR5 为 36%, 行业集中度较高; 溴素产量约为 600 吨/月, 配套其他环保产品。公司各产品相互依托, 协同效应显著, 对降低生产成本, 抵御市场风险, 提高竞争能力具有重要意义。

➤ 短期进入传统旺季, 纯碱库存低位价格或有上升

近年来纯碱行业库存量持续降低, 目前库存量仅为 30 万吨左右, 与 50 万吨的历史平均水平相比呈现较大幅度的下滑。三月中下旬以来, 国内多家纯碱企业陆续进行检修, 涉及产能占比 20% 以上, 市场供应量不断缩减。此外, 今年各地安全环保督查形势依然严峻, 京津冀地区产能或将遭受一定影响。目前, 华东地区轻质纯碱价格约为 1811 元/吨, 重质纯碱 1928 元/吨, 处于历史中位, 库存低位叠加需求提升, 纯碱或将进入旺季涨价通道。公司兼有规模优势和循环产业链优势, 将充分受益于纯碱行业景气回升。

➤ 长期受益供需趋紧, 转让热电资产聚焦主业发展

当前, 纯碱供需关系仍维持紧平衡状态, 从供给端来看, 自 2013 年以来国内纯碱产能几乎没有净增长, 当前全国纯碱产能基本稳定, 约为 3000 万吨/年, 行业开工率近 90%, 基本已达上限, 未来新增产能仍然有限且多为等量置换产能。从需求端来看, 下游应用主要包括玻璃、硅酸钠、氧化铝、无机盐化工及其他, 消费量持续增长。现阶段玻璃在产产能环保设施较为完善, 其下游房地产和汽车行业行情较好, 发展皆无明显减速; 日用化工需求也维持较高水平。日前, 公司决定转让全资子公司山东海化盛兴热电 100% 的股权, 以资产基础法评估其权益价值为 1.69 亿元, 此举将有利于公司优化资源配置、降低运行成本、集中发展主业, 为未来发展打下良好基础。

二、投资建议

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.72 元、0.77 元、0.83 元, 对应 PE 分别为 7 倍、6.5 倍、6 倍。参考 SW 纯碱板块当前平均 8.6 倍 PE 水平, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

三、风险提示:

下游需求不及预期; 退出产能复产的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,263	5,297	5,559	5,728
增长率 (%)	9.3%	0.6%	5.0%	3.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	587	644	692	742
增长率 (%)	-14.4%	9.7%	7.5%	7.3%
每股收益 (元)	0.66	0.72	0.77	0.83
PE (现价)	7.6	7.0	6.5	6.0
PB	1.3	1.1	1.0	0.8

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

推荐

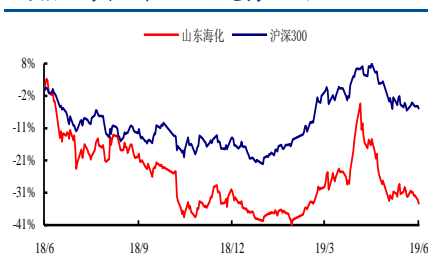
首次评级

当前价格: 5.01 元

交易数据 2019-6-4

近 12 个月最高/最低(元)	8.19/4.7
总股本 (百万股)	895
流通股本 (百万股)	895
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	45
流通市值 (亿元)	45

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 陶贻功

执业证号: S0100513070009
电话: 010-85127892
邮箱: taoyigong@mszq.com

研究助理: 李骥

执业证号: S0100119010009
电话: 021-60876731
邮箱: lij@mszq.com

研究助理: 王静姝

执业证号: S0100118070030
电话: 010-85127892
邮箱: wangjingshu@mszq.com

相关研究

1. 山东海化 (000822) 点评报告: 全国单套产能龙头 充分受益纯碱景气上行
2. 山东海化 (000822) 点评报告: 检修影响环比增速 长期持续受益纯碱上行

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,263	5,297	5,559	5,728
营业成本	4,279	4,196	4,357	4,440
营业税金及附加	78	79	83	92
销售费用	163	169	195	212
管理费用	206	217	228	235
研发费用	0	0	0	0
EBIT	536	634	696	750
财务费用	6	(2)	(6)	(10)
资产减值损失	(18)	0	0	0
投资收益	6	10	8	6
营业利润	609	647	710	765
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	618	647	710	765
所得税	31	29	35	42
净利润	587	618	674	723
归属于母公司净利润	587	644	692	742
EBITDA	752	891	970	1,046

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	460	1139	1932	2616
应收账款及票据	1249	1396	1435	1469
预付款项	48	45	50	50
存货	364	451	386	468
其他流动资产	16	16	16	16
流动资产合计	2152	3089	3833	4661
长期股权投资	53	63	71	77
固定资产	2063	2228	2420	2624
无形资产	85	82	79	76
非流动资产合计	2429	2340	2257	2164
资产合计	4581	5429	6090	6825
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	685	843	840	844
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	970	1200	1187	1199
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	154	154	154	154
非流动负债合计	267	267	267	267
负债合计	1237	1467	1454	1467
股本	895	895	895	895
少数股东权益	(31)	(56)	(74)	(93)
股东权益合计	3344	3961	4636	5359
负债和股东权益合计	4581	5429	6090	6825

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	9.3%	0.6%	5.0%	3.0%
EBIT 增长率	-30.4%	18.3%	9.7%	7.7%
净利润增长率	-14.4%	9.7%	7.5%	7.3%
盈利能力				
毛利率	18.7%	20.8%	21.6%	22.5%
净利润率	11.1%	12.1%	12.4%	13.0%
总资产收益率 ROA	12.8%	11.9%	11.4%	10.9%
净资产收益率 ROE	17.4%	16.0%	14.7%	13.6%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.6	3.2	3.9
速动比率	1.8	2.2	2.9	3.5
现金比率	0.5	0.9	1.6	2.2
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	5.0	7.6	6.7	6.7
存货周转天数	34.0	35.0	34.6	34.6
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.7	0.8	0.8
每股净资产	3.8	4.5	5.3	6.1
每股经营现金流	0.4	0.9	1.1	1.0
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	7.6	7.0	6.5	6.0
PB	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	5.4	3.8	2.6	1.8
股息收益率	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	587	618	674	723
折旧和摊销	197	256	274	296
营运资金变动	(443)	(28)	36	(132)
经营活动现金流	328	836	976	882
资本开支	24	158	183	198
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(24)	(158)	(183)	(198)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(45)	0	0	0
现金净流量	259	678	794	684

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士，2017年新财富有色金属行业第三名团队成员，2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。