

纯碱供需持续保持紧张， 公司下半年业绩有望超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预告, 2017年前三季度预计实现归母净利润5.1亿~5.4亿元, 同比增长666%~711%; 第三季度单季度实现归母净利润预计为1.78亿~1.98亿元, 同比增长343%~393%。
- **纯碱价格超市场预期, 公司盈利能力显著提升。** 公司业绩大幅增长的原因主要有两个: 1) 今年公司主导纯碱产品销量同比大幅增加, 公司生产装置仅8月下旬负荷小幅下降, 其余时间基本保持满产状态; 2) 今年上半年纯碱均价同比大幅增长, 同时公司严控生产成本, 纯碱产品毛利率大幅扩大。2016年4季度纯碱行业受环保督查、原材料价格上涨和下游需求回暖等多方面因素的影响, 价格大幅上涨, 公司重质纯碱价格一度涨至2400元/吨。进入2017年, 纯碱价格先抑后扬, 随着供需格局的持续好转, 目前公司重质纯碱价格已经达到2500元/吨, 超过了前期高点, 前三季度重碱均价分别为2240、1723和2005元/吨。根据我们的模型测算, 公司第三季度纯碱单吨净利接近300元/吨, 在目前价格下单吨净利有望达到600元/吨, 产品盈利能力十分强劲。
- **纯碱供需格局持续改善, 产品价格有望维持高位。** 1) **需求保持旺盛。** 纯碱的主要下游玻璃行业保持高景气度, 价格持续上涨, 库存仍然维持低位, 纯碱价格可以顺利传导。截至9月底, 全国浮法玻璃生产线共计293条, 在产240条, 日容量共计160320吨, 同比增加3350吨, 增幅2.13%。2) **供给仍受到环保影响。** 8月份受环保督查影响, 行业开工率受到较大影响, 进入9月份行业开工率出现提升, 目前维持在90%左右, 但是其原料石灰石等受环保限产影响很大导致供需紧张, 影响了部分氨碱法装置的开工率, 同时为纯碱价格形成支撑。我们认为进入四季度, 环保督查仍有可能影响行业开工, 从而激化供需紧张的局面。3) **联碱法装置开工率仍有下降可能。** 9月份尿素价格上涨带动了氯化铵价格跟涨, 从而改善了部分联碱法装置的经济性, 目前联碱法行业开工率维持在八成。如果氯化铵价格出现下滑, 联碱法装置的开工率很可能会再度下降。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到纯碱价格上涨超出预期, 我们上调了公司盈利预测。我们预计2017-2019年EPS分别为1.01元、1.14元、1.29元, 给予公司2018年15倍估值, 对应目标价17.1元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 装置运行发生安全事故的影响; 纯碱下游需求出现大幅下滑的风险; 海外进口纯碱冲击国内市场的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3360.75	4385.31	4584.02	4797.82
增长率	-4.60%	30.49%	4.53%	4.66%
归属母公司净利润(百万元)	-123.09	904.55	1015.96	1151.17
增长率	-200.36%	834.88%	12.32%	13.31%
每股收益EPS(元)	-0.14	1.01	1.14	1.29
净资产收益率ROE	-5.76%	29.72%	25.04%	22.10%
PE	-84	11	10	9
PB	4.84	3.41	2.55	1.99

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

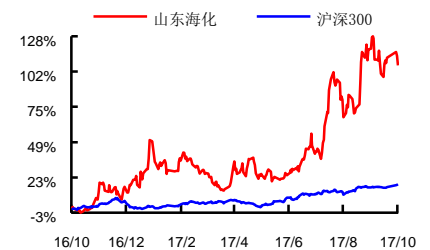
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 021-50755259
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.95
流通A股(亿股)	8.95
52周内股价区间(元)	5.45-12.8
总市值(亿元)	103.74
总资产(亿元)	37.23
每股净资产(元)	2.78

相关研究

1. 山东海化(000822): 业绩符合预期, 看好下半年纯碱行业景气度 (2017-08-04)
2. 山东海化(000822): 纯碱供需格局持续好转, 公司业绩有望超预期 (2017-07-07)

关键假设：

假设 1：预计未来 3 年纯碱行业供需格局持续向好，纯碱价格有望保持强势，公司盈利将大幅好转。预计 2017~2019 年纯碱产品毛利率分别为 38%、39.4%和 42.1%；

假设 2：预计公司其他业务（溴产品、氧化锌、氯化钙等）盈利情况保持平稳。

假设 3：假设公司三费率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
纯碱产品	收入	2947.12	3951.00	4128.00	4319.00
	增速	-5.26%	34.06%	4.48%	4.63%
	毛利率	16.32%	37.99%	39.44%	42.12%
其他业务	收入	413.63	434.31	456.03	478.83
	增速	0.33%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.56	18.00	18.00	18.00
合计	收入	3,360.75	4,385.31	4,584.03	4,797.83
	增速	-4.60%	30.49%	4.53%	4.66%
	毛利率	16.48%	36.01%	37.31%	39.71%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3360.75	4385.31	4584.02	4797.82	净利润	-123.42	904.99	1017.20	1152.30
营业成本	2807.03	2806.13	2873.94	2892.64	折旧与摊销	222.52	521.12	526.14	530.30
营业税金及附加	72.72	92.66	97.64	101.92	财务费用	8.51	-4.33	-7.91	-13.60
销售费用	131.94	175.98	182.62	191.61	资产减值损失	-16.53	10.00	10.00	10.00
管理费用	159.33	177.62	196.22	201.69	经营营运资本变动	118.14	-289.87	-55.00	-23.19
财务费用	8.51	-4.33	-7.91	-13.60	其他	78.49	-29.00	-29.78	-30.28
资产减值损失	-16.53	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	287.71	1112.90	1460.65	1625.53
投资收益	2.27	20.00	20.00	20.00	资本支出	-31.58	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	51.59	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	20.01	10.00	10.00	10.00
营业利润	200.01	1147.25	1251.51	1433.57	短期借款	-429.00	50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-344.37	10.00	10.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-144.35	1157.25	1261.51	1443.57	股权融资	0.03	0.00	0.00	0.00
所得税	-20.94	252.26	244.31	291.27	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-123.42	904.99	1017.20	1152.30	其他	-10.83	7.33	12.91	18.60
少数股东损益	-0.33	0.44	1.24	1.13	筹资活动现金流净额	-439.80	57.33	12.91	18.60
归属母公司股东净利润	-123.09	904.55	1015.96	1151.17	现金流量净额	-132.08	1180.23	1483.56	1654.13
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	278.35	1458.57	2942.14	4596.26	成长能力				
应收和预付款项	1057.85	1269.28	1373.36	1417.05	销售收入增长率	-4.60%	30.49%	4.53%	4.66%
存货	259.30	258.21	264.35	266.39	营业利润增长率	4.96%	473.59%	9.09%	14.55%
其他流动资产	2.52	3.29	3.43	3.59	净利润增长率	-201.02%	833.26%	12.40%	13.28%
长期股权投资	38.58	38.58	38.58	38.58	EBITDA 增长率	-2.57%	286.05%	6.35%	10.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1843.42	1345.32	842.20	334.92	毛利率	16.48%	36.01%	37.31%	39.71%
无形资产和开发支出	85.37	72.36	59.34	46.32	三费率	8.92%	7.96%	8.09%	7.91%
其他非流动资产	190.12	190.12	190.12	190.12	净利率	-3.67%	20.64%	22.19%	24.02%
资产总计	3755.51	4635.73	5713.53	6893.24	ROE	-5.76%	29.72%	25.04%	22.10%
短期借款	0.00	50.00	50.00	50.00	ROA	-3.29%	19.52%	17.80%	16.72%
应付和预收款项	951.36	873.65	925.47	946.84	ROIC	8.36%	48.81%	65.40%	106.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.83%	37.95%	38.61%	40.65%
其他负债	662.27	667.22	675.99	682.03	营运能力				
负债合计	1613.63	1590.87	1651.46	1678.87	总资产周转率	0.90	1.05	0.89	0.76
股本	895.09	895.09	895.09	895.09	固定资产周转率	1.95	2.92	4.40	8.42
资本公积	1504.86	1504.86	1504.86	1504.86	应收账款周转率	23.30	32.22	26.65	27.16
留存收益	-256.75	647.80	1663.75	2814.93	存货周转率	9.07	10.65	10.78	10.69
归属母公司股东权益	2145.21	3047.75	4063.71	5214.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	54.74%	—	—	—
少数股东权益	-3.33	-2.89	-1.64	-0.51	资本结构				
股东权益合计	2141.88	3044.86	4062.07	5214.37	资产负债率	42.97%	34.32%	28.90%	24.36%
负债和股东权益合计	3755.51	4635.73	5713.53	6893.24	带息债务/总负债	0.00%	3.14%	3.03%	2.98%
					流动比率	1.44	2.77	4.04	5.43
					速动比率	1.21	2.53	3.80	5.20
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.14	1.01	1.14	1.29
					每股净资产	2.39	3.40	4.54	5.83
					每股经营现金	0.32	1.24	1.63	1.82
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	431.04	1664.04	1769.74	1950.27					
PE	-84.28	11.47	10.21	9.01					
PB	4.84	3.41	2.55	1.99					
PS	3.09	2.37	2.26	2.16					
EV/EBITDA	22.98	5.27	4.12	2.89					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn