

山东海化 (000822)

公司研究/简评报告

全国单套产能龙头 充分受益纯碱景气上行

—山东海化(000822)点评报告

简评报告/化工

2017年08月04日

一、事件概述

山东海化近日公告 2017 年半年度报告, 1-6 月累计实现营业总收入 22.26 亿元, 同比增加 66.75%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.37 亿元, 同比增加 1173.96%。其中二季度单季度实现营业总收入 11.23 亿元, 同比增加 53.00%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.62 亿元, 同比增加 151.01%, 环比一季度下降 77.67%。

二、分析与判断

➤ 上半年业绩同比大幅增加因纯碱量价齐升

2017 年 1-6 月业绩同比高增长得益于收入占比近 90% 的纯碱量价齐升: (1) 2017 年 1-6 月, 重碱(百川华东送到价, 下同) 均价 1878 元/吨, 同比上涨 31%; (2) 公司纯碱厂排渣场北渣池护坡 2016 年 1 月份发生溃泄, 导致 2016 年上半年纯碱产量大幅降低, 低基数叠加今年需求旺盛下, 2017 年上半年纯碱产销量同比大幅增加; (3) 主导产品纯碱成本控制较好, 各项生产消耗达到较好水平。

➤ 二季度业绩环比下降因纯碱价格阶段性回落及装置检修

2017 年二季度业绩环比大幅下降因二季度纯碱价格回落叠加装置检修: (1) 2017 年二季度, 重碱均价 1672 元/吨, 环比下跌 21%; (2) 根据百川资讯统计, 山东海化 6 月 2 日-6 月 10 日检修, 预计当月减产 4 万吨左右, 考虑到人工、折旧摊销等费用的持续性, 测算得减产影响净利润逾 2700 万元, 且半年度大修费用较高, 加上化工装置负荷升降缓慢, 整体检修导致净利润减幅预计超 3500 万元。二季度大修后预计下半年检修力度将减弱, 业绩有望顺利实现。

➤ 7、8 月价格普涨展现行业协同提价能力, 高开工、负库存下价格有望持续上行

6 月底纯碱联合会议在贵州召开后, 7 月重/轻碱调涨 20 元-80 元/吨不等, 其中唐山某大厂轻碱上涨 80 元/吨 (达 1760 元/吨)。7 月 22 日纯碱联合会议在大连召开, 8 月 1 日重/轻碱各普遍调涨 50-80、0-20 元不等, 潍坊、唐山某大厂重碱分别调涨 80、50 元/吨。目前厂家轻碱库存普遍低至 2 天, 重碱甚至为负库存。而玻璃厂家纯碱库存存在 10-20 天低位, 8 月初价格普涨有望推动旺季来临前的新一轮补库存需求, 6 月开工率已高企至 90.14%, 供需紧张下纯碱价格有望持续上行。

➤ 玻璃盈利能力高企打开纯碱提价空间

二三线地产高景气大幅提振了玻璃需求, 表现为二季度玻璃价格并未跟跌纯碱。目前龙头企业箱净利率高达 13-14 元/重量箱, 8 月初来看华北沙河地区、华中个别厂家分别上调 0.5-1、1 元/重量箱, 其它地区也呈现稳中有升格局。纯碱上涨 100 元/吨仅增加玻璃箱成本 1.3 元, 玻璃价格料短期内不会成为纯碱提价的阻力。

三、盈利预测与投资建议

我们认为 8 月价格普涨将调动下游补库存情绪, 叠加纯碱企业负库存及社会库存由年初 100 万吨大幅去化至最新 29 万吨, 行业将持续向供需紧平衡演变, 公司为纯碱单套产能龙头 (280 万吨) 将充分受益价格上行。我们预计公司 2017-2019 年净利润为 6.2、7.1、7.8 亿元, 对应 PE 分别为 16、14 和 12 倍。维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示:

纯碱价格大幅下滑。

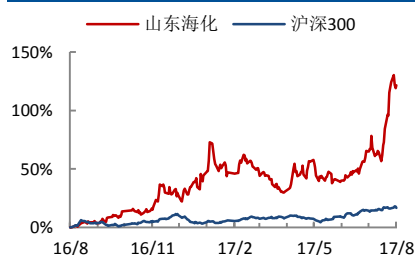
强烈推荐 维持

合理估值: 12.5—13.0 元

交易数据 2017-8-3

收盘价(元)	10.87
近 12 个月最高/最低(元)	11.48/5.05
总股本(百万股)	895
流通股本(百万股)	895
流通股比例(%)	100
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	97

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究院

分析师: 范劲松

执业证号: S0100513080006

电话: 0755-22662087

邮箱: fanjinsong@mszq.com

研究助理: 陈煜

执业证号: S0100117060043

电话: 021-60876725

邮箱: chenyu@mszq.com

分析师: 杨林

执业证号: S0100517050001

电话: 13621397096

邮箱: yanglin@mszq.com

相关研究

1. 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,361	4,855	5,106	5,357
增长率 (%)	-4.60%	44.46%	5.16%	4.92%
归属母公司股东净利润 (百万元)	(123)	616	706	784
增长率 (%)	-200.36%	600.16%	14.73%	10.99%
每股收益 (元)	(0.14)	0.69	0.79	0.88
PE (现价)	(79.05)	15.80	13.77	12.41
PB	4.54	3.63	2.87	2.33

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3361	4855	5106	5357
营业成本	2807	3659	3790	3937
营业税金及附加	73	105	110	116
销售费用	132	175	179	183
管理费用	159	215	221	227
EBIT	209	711	816	905
财务费用	9	10	12	13
资产减值损失	-17	-8	-8	-8
投资收益	2	2	3	3
营业利润	200	701	805	893
营业外收支	-344	21	24	27
利润总额	-144	722	828	919
所得税	-21	105	120	133
净利润	-123	617	708	786
归属于母公司净利润	-123	616	706	784
EBITDA	427	932	1037	1126

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	278	1021	2098	3179
应收账款及票据	1055	1363	1350	1328
预付款项	3	1	-2	-5
存货	263	251	239	227
其他流动资产	-2	-12	-14	-16
流动资产合计	1598	2623	3671	4713
长期股权投资	39	42	45	49
固定资产	1722	1553	1385	1216
无形资产	85	83	81	79
非流动资产合计	2157	2008	1866	1724
资产合计	3756	4632	5537	6437
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	723	822	789	701
其他流动负债	385	472	677	854
流动负债合计	1107	1294	1466	1555
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	506	656	681	706
非流动负债合计	506	656	681	706
负债合计	1614	1950	2146	2261
股本	895	895	895	895
少数股东权益	-3	-2	0	2
股东权益合计	2145	2684	3390	4174
负债和股东权益合计	3756	4632	5537	6437

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-4.60%	44.46%	5.16%	4.92%
EBIT 增长率	-1.71%	241.17%	14.74%	10.91%
净利润增长率	-200.36%	600.16%	14.73%	10.99%
盈利能力				
毛利率	16.48%	24.64%	25.78%	26.50%
净利润率	-3.66%	12.68%	13.83%	14.63%
总资产收益率 ROA	-3.29%	13.33%	12.79%	12.21%
净资产收益率 ROE	-5.76%	23.02%	20.89%	18.82%
偿债能力				
流动比率	1.4	2.0	2.5	3.0
速动比率	1.2	1.8	2.3	2.9
现金比率	0.3	0.8	1.4	2.0
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	15.4	8.3	8.4	7.9
存货周转天数	33.1	19.1	17.3	15.6
总资产周转率	0.9	1.2	1.0	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	-0.1	0.7	0.8	0.9
每股净资产	2.4	3.0	3.8	4.7
每股经营现金流	0.3	1.0	1.1	1.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	-60.0	15.8	13.8	12.4
PB	3.4	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	16.6	9.5	7.6	6.2
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(123)	617	708	786
折旧和摊销	(17)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	573	23	68	22
经营活动现金流	288	860	998	1031
资本开支	-95	-78	53	53
投资	115	2	-129	-129
投资活动现金流	20	-76	-76	-76
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-438	122	140	109
筹资活动现金流	-440	122	140	109
现金净流量	-132	906	1063	1064

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

陈煜，上海交通大学材料科学与工程硕士。2015年4月起在国金证券从事基础化工行业研究工作。2017年5月加入民生证券研究院化工团队。对粘胶短纤、天然橡胶、钛白粉、油脂化工、民爆等行业具有较深入研究。

杨林，北京化工大学化学工程与技术学士、硕士，中国注册会计师，曾任职普华永道会计师事务所、国都证券，太平洋证券研究院化工行业组长，第一作者在国际著名学术SCI期刊发表论文2篇，2017年4月加入民生证券研究院化工团队。

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相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 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相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 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1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，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。