

分析师： 李兴 021-63237807 lixing@cjsc.com.cn

联系人： 鄢祝兵 (8627) 65799773 yanzb@cjsc.com.cn

静待纯碱行业景气回升

事件描述

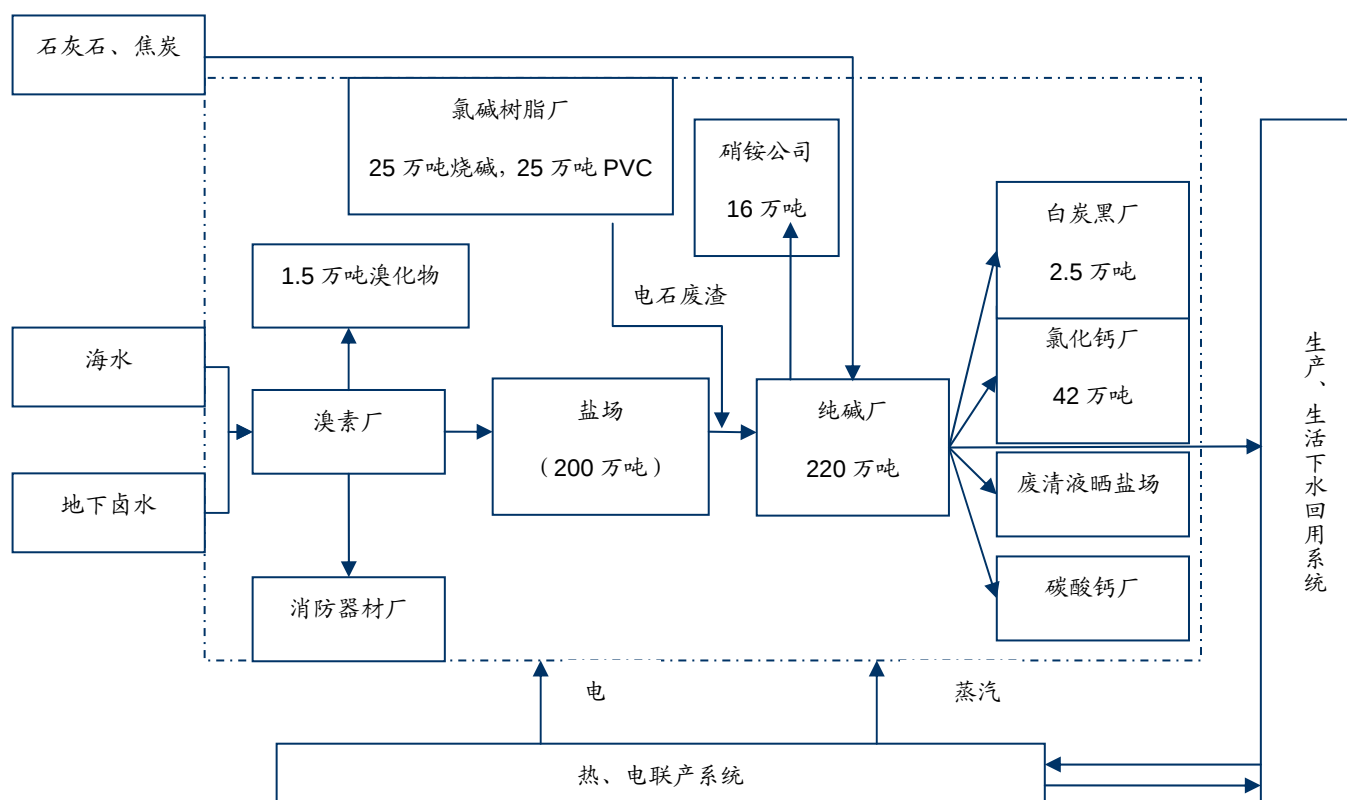
我们于近日调研了山东海化，就公司现状和未来发展与公司高管进行了交流。

事件评论

第一， 公司是国内最大的纯碱和海洋化工企业

公司是以发展海洋化工新兴产业为主导的现代化特大型企业，现为“全国 120 家建立现代企业制度试点企业集团”和“山东省重点培育的 23 家大型骨干企业集团”之一。公司主要生产与销售纯碱、氯化钙、氯化镁、硫酸钾、白炭黑、泡花碱、溴素、三聚氰胺、硝酸钠、亚硝酸钠等 40 多种海洋化工产品，在行业中处于领先地位。

图 1：公司循环经济图及目前主要产品产能状况（万元）

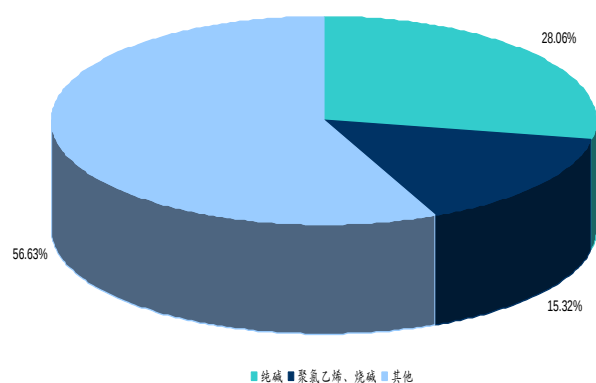


资料来源：长江证券研究部

公司目前拥有纯碱产能 220 万吨/年，是我国和世界最大的氨碱法制碱企业，也是单套装置产能最大的企业（120 万吨/年）；同时还拥有年产 25 万吨 PVC，25 万吨离子膜烧碱，200 万吨原盐的生产能力。除纯碱和氯碱主导产品外，公司还具有 1.5 万吨溴素，16 万吨亚硝酸钠、硝酸钠，2.5 万吨白炭黑，42 万吨氯化钙，4 万吨甲烷氯化物，16 万吨尿素，10 万吨硝酸，12 万吨硝酸铵，及部分硫酸钾、氯化镁的年产能。公司在建项目还有，20 万吨/年电石，10 万吨醋酸乙酯及 5 万吨苯胺，100 万吨卤盐。去年 10 月份开始，受全球金融风暴的影响和冲击，下游行业纷纷停产，减产，致使公司的产品随之受到了比较大的打击，2008 年，公司实现营业收入 85.78 亿元，同比降低 1.51 %；归属于母公司股东的净利润 2.07 亿元，同比降低 40.65%，实现基本每股收益 0.23 元。

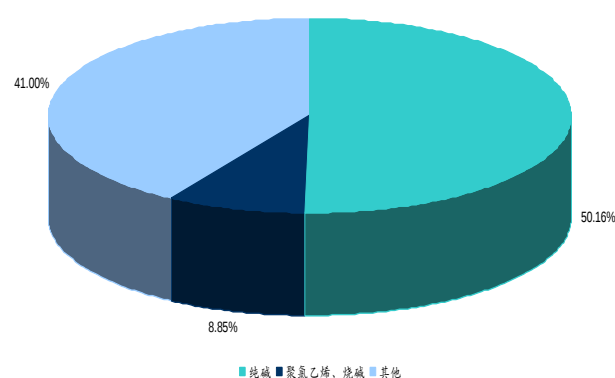
公司在循环经济方面也走在前列。公司目前拥有原盐—PVC 电石渣—纯碱—制碱废液—氯化钙；原盐—烧碱—甲烷氯化物、PVC；海水—原盐—卤水—溴素、硫酸钾、氯化镁等多条循环产业链，未来还可能拥有原盐—烧碱—醋酸乙酯—副产氢气—苯胺等产业链，这些循环产业链降低了企业的生产成本，同时实现了资源的综合利用，减少了污染，带来了经济和社会效益的双赢。

图 2：2008 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：2008 年公司主营业务毛利构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，纯碱行业产能供给压力大，未来下游需求有望回暖

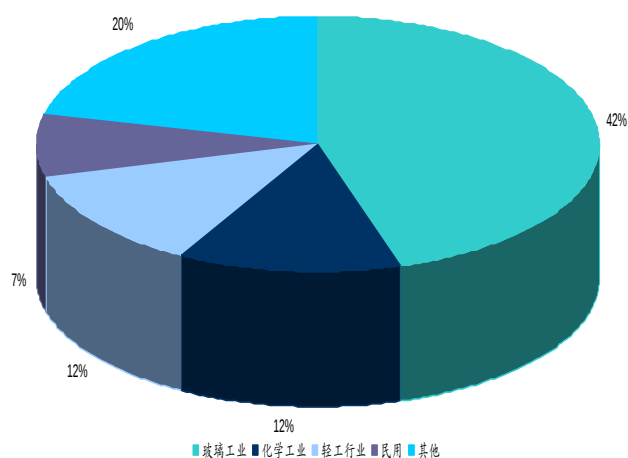
纯碱作为最重要和最基础的化工原料之一，广泛用于建材、化工、冶金、日化、农药等行业中，被称为工业之母。我国对于纯碱的消费结构参见图 4，其中玻璃行业的需求最大，占到 40%~50%，其次是氧化铝和日用洗涤剂行业，占到约 30%。但受到宏观经济和产业周期的影响，各下游行业产量增速均有不同幅度的下降。以占比最大的玻璃行业为例，2007 年产量增长高达 13.40%，2008 年、2009 年前 4 月累计产量增长已经下降到 6.4%和-6.99%，氧化铝的增长也由 07 年的 46.7%下降到 2008 年的 17.70%水平。

表 1：我国纯碱产量和下游相关产业产量增速(%)对比表

	纯碱	平板玻璃	氧化铝	合成洗涤剂	化学农药
2005 年	6.47	8.60	23.12	11.13	20.28
2006 年	12.4	15.83	54.00	12.40	20.18
2007 年	13.60	13.40	46.70	11.70	24.30
2008 年	6.4	6.5	17.70	-3.2	12.00
2009 年 4 月	-6.99	0.93	-6.75	-0.75	12.11

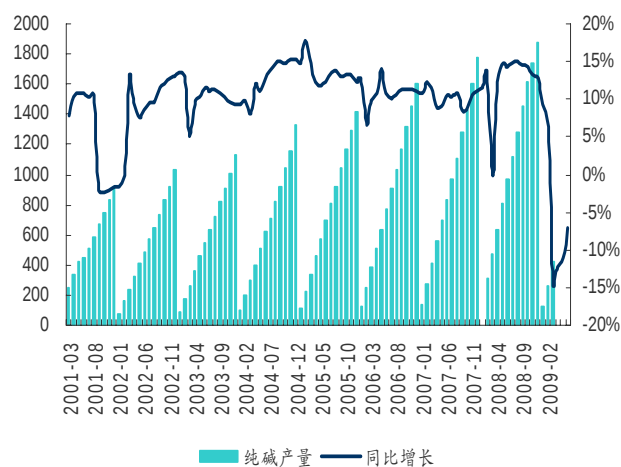
资料来源：长江证券研究部

图 4: 国内纯碱消费结构



资料来源：长江证券研究部

图 5: 国内纯碱月度累计产量及同比增速 (万吨)



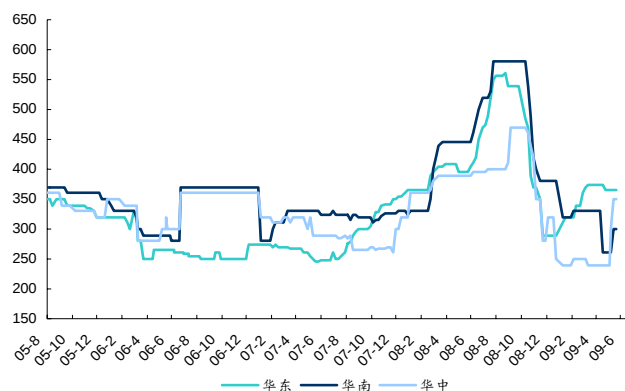
资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

国内纯碱供给方面，自 2004 年以来，纯碱的产量增量年均维持在 170 万吨左右，2007 年产量为 1771 万吨，增幅比例是自 2000 年以来最低的，增长比例为 7% 左右。而 2008 年增加的主要产能包括青海碱业的二期 90 万吨和金晶科技的一期二期的 100 万吨项目，这两个项目都在 2008 年下半年或者年底建成。另据不完全统计，08 年将增加产能约 420 万吨，09 年将增加 270 万吨，二者合计约 690 万吨，而在 02-07 年的五年内全国纯碱产量也不过增加了 732 万吨。受供需两方面因素共同影响，行业景气出现明显下滑，未来在下游房地产等下游行业全面回暖之前行业景气不容乐观。

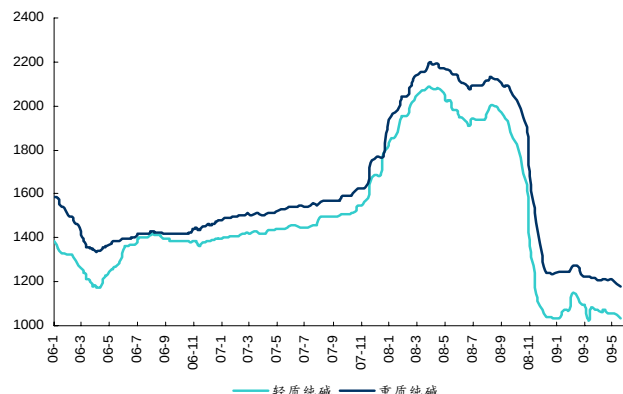
表 2: 国内主要纯碱产能扩张计划

2007	纯碱产能扩张情况	投产时间
重庆宜化	新建 60 万吨联碱装置	2007.10
山东海化	技改新增 20 万吨产能	2007.10
三友化工	技改新增 40 万吨产能	2007.10
总计	120 万吨	
2008	纯碱产能扩张计划	预计投产时间
青海碱业	新建纯碱二期 90 万吨项目	2008 年底
金晶科技	新建一期、二期 100 万吨	2008.8 和 2008.10
山东海化	技改新增 40 万吨产能	2008 年下半年
双环科技	技改新增 40 万吨产能	2008.11
河南安棚	40 万吨纯碱项目	2008 年底
徐州丰城盐化工	50 万吨联碱项目	2008 年底
四川和邦	60 万吨联碱项目	2009 年
总计	约 400 万吨左右	

2009 年下半年对纯碱行业来说，制约与利好因素并存，在需求难以明显增长的情况下，生产仍需减量运行，产量增长将会是近年最少。国内纯碱市场销售价格经历 2008 年底的低点后，将趋于理性，未来或许会小幅回升。综合各方面因素分析，2009 年纯碱产量乐观估计与 2008 年相当，悲观估计会退到 2007 年的水平；纯碱市场供求关系、价格不会有重大突破，全行业全年盈亏相抵仍会亏损。未来随着房地产开工面积逐步回升，随着玻璃产量提升，有望逐步带动纯碱行业走出低谷。

图 6：国内原盐价格走势（元/吨）


资料来源：中国资讯网 长江证券研究部

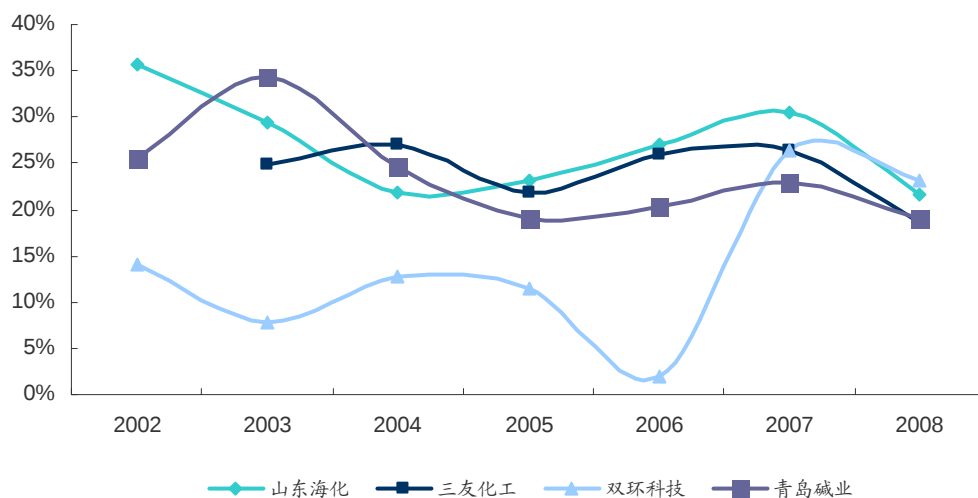
图 7：国内轻质纯碱、重质纯碱价格走势（元/吨）


资料来源：中国资讯网 长江证券研究部

第三，受累于行业景气下滑，公司纯碱业务短期盈利水平不容乐观

公司在 2007 年通过技改将纯碱产能扩大到 20 万吨，目前已经达到 220 万吨/年（其中，重质纯碱达到 140 万吨/年）。2008 年公司纯碱业务贡献的营业收入达到 28.06%，而对营业利润贡献达到 50.16%，纯碱业务作为公司主要的收入和利润来源。但从去年第四季度开始，纯碱价格大幅下跌，2008 年公司仅实现纯碱产量为 200 万吨左右，由于纯碱业务出现较大亏损，公司 2009 年一季度实现归属于母公司净利润-1.363 亿元，公司纯碱业务目前仍处于亏损状态，目前纯碱业务开工率仅为 80%-90%左右。

公司生产每吨纯碱需要消耗 1.5 吨原盐，3 吨蒸汽和 100 度电，原盐的价格波动是纯碱成本波动的主要因素。公司生产基地位于潍坊滨海经济开发区，是中国最大的海盐生产基地，当地原盐产量占到全国总产量的一半，当地生产原盐采用低下卤水，生产效率较高而且成本和运费较低。目前，公司已通过与集团置换进入上市公司的羊口盐场拥有 200 万吨/年的原盐产能（公司 220 万吨纯碱共需约 330 万吨原盐），可以提供公司 60%的原料所需。此外，合资在建的东营丰源盐场（占 51%股权，年产能 100 万吨）与胜利油田的分歧也已解决，未来的投产将进一步强化公司上游资源的优势。

图 8：国内纯碱行业上市公司毛利率情况


资料来源：wind 长江证券研究部

第四，氯碱及其它在建工程——扩展盐化工产业链

公司目前已拥有烧碱 25 万吨、PVC25 万吨的生产规模，生产经营良好，这是公司未来利润的主要来源。烧碱广泛的应用于纺织、印染、造纸、炼油化工等领域。公司所在地是重要的化工生产区，也临近山东东营等烧碱需求区域。随着石油价格预期上涨，PVC 价格可能会出现价格上涨，公司氯碱产能的规模效益也将日益体现，使得公司氯碱产品的盈利能力得到一定的保障。公司 PVC 的主要原料乙炔采用电石法生产，但由于公司电石采购自内蒙古和山西，而目前国内中小落后电石产能逐步淘汰，致使电石价格大幅上涨，电石价格及运输距离较长是公司氯碱项目的目前最大的负面因素。2009 年我国氯碱化工行业将受到经济环境疲软和下游需求低迷的双重考验，企业的利润空间和开工率也将取决于整体经济形势，未来基础设施建设、房地产等行业逐步回暖有望拉动氯碱行业需求。

图 9：国内 PVC 价格走势（元/吨）



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

图 10：国内烧碱价格走势



资料来源：化工在线 长江证券研究部

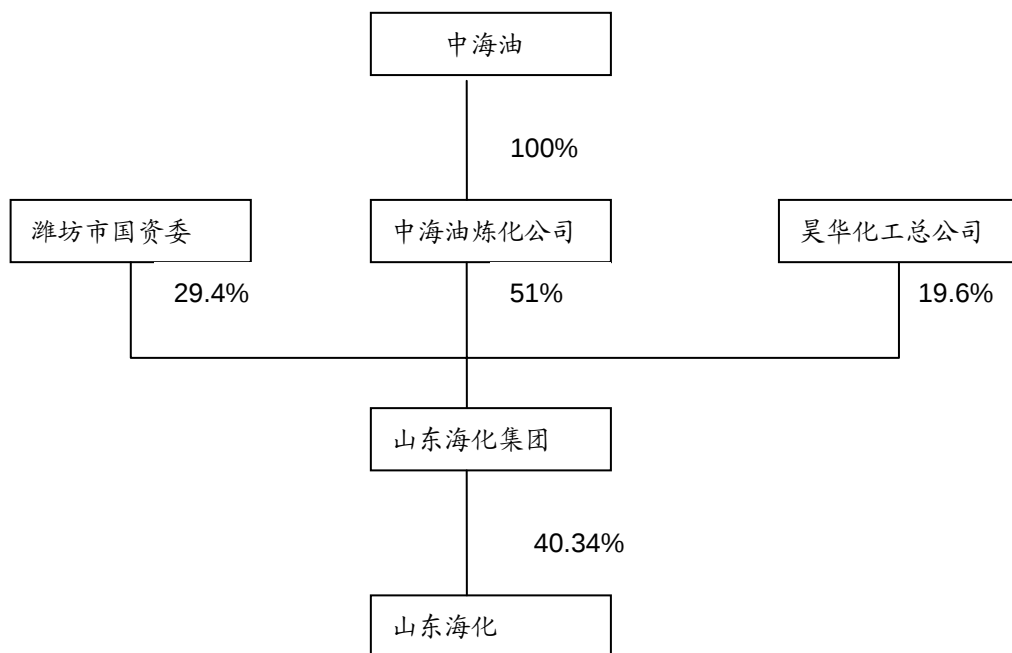
公司此前公告与内蒙古察右前旗辰东化工有限责任公司、内蒙古兴和县万达石材有限责任公司共同发起设立内蒙古海化辰兴化工有限公司，建设 20 万吨/年电石项目，该公司先期注册资本为 5000 万元。近日，公司发布公告，为保证电石项目的顺利建成达产，尽快实现 PVC 生产所需原材料电石的稳定供应，公司单方对控股子公司内蒙古海化内蒙古海化辰兴化工有限公司增加注册资本 5000 万元。增资后，该公司注册资本将由原来的 5000 万元增加到 10000 万元。本次投资不仅将增强我公司对该公司的控制力，同时对于加快该项目的建设进度，进一步完善公司产业链条，做大做强 PVC 产品，增强公司竞争力具有积极意义。

氯碱项目作为公司盐化工产业链的重要延伸，实现了公司从无机到有机的跨越，未来其在公司的营业收入和营业利润中将占更大比例，两碱循环也实现了资源的最大利用。此外，公司 10 万吨硝酸已于 2007 年底投产（与苯胺、硝酸铵配套），4 万吨/年甲烷氯化物（2 万吨二氯甲烷，2 万吨三氯甲烷），10 万吨/年醋酸乙酯和 5 万吨/年苯胺（醋酸乙酯副产物氢气可用于苯胺生产）也已试产，这些均是公司氯碱和盐化工产业链的延伸。

第五，股权结构变更后为公司发展提供更大平台

2008 年 9 月，中海石油炼化公司拟通过国有产权行政划转的方式受让潍坊市国资委持有的山东海化集团 51% 股权，并通过海化集团间接控制山东海化股份有限公司，占山东海化公司总股本的 40.34%。中海石油炼化公司将成为山东海化集团控股股东，进而中海油成为公司实际控制人。公司实际控制人的变更短期内不会对公司生产经营产生重大影响，从长期来看，公司具有更大的发展平台，有利于公司做大做强主业。

图 11：山东海化变更后股权结构



资料来源：公司公告 长江证券研究部

第六，估值与盈利预测

目前纯碱行业仍位于周期底部，未来行业景气回升仍需时日，我们预测公司 09 年、10 年、11 年 EPS 分别为-0.124 元、0.102 元和 0.382 元，目前股价对应于 10 年、11 年 PE 分别为 67 和 18 倍，目前股价对应 PB 为 1.67 左右，我们密切关注下半年或明年经济好转，带来公司相关投资机会，我们维持公司“中性”投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8578	9170	10341	12518	货币资金	600	917	1034	1252
营业成本	7545	8602	9393	11091	交易性金融资产	5	5	5	5
毛利	1033	568	948	1427	应收账款	411	429	484	586
% 营业收入	12.0%	6.2%	9.2%	11.4%	存货	683	771	842	994
营业税金及附加	68	72	82	99	预付账款	368	418	456	539
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	257	275	310	376	流动资产合计	2600	3109	3462	4151
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	205	220	248	300	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	长期股权投资	66	66	66	66
财务费用	154	148	181	185	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.6%	1.8%	1.5%	固定资产合计	4498	4449	4742	4225
资产减值损失	71	2	5	9	无形资产	191	172	163	155
公允价值变动收益	-7	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	13	0	0	0	递延所得税资产	53	0	1	2
营业利润	284	-149	122	458	其他非流动资产	1050	1050	1050	1050
% 营业收入	3.3%	-1.6%	1.2%	3.7%	资产总计	8459	8846	9485	9650
营业外收支	-6	0	0	0	短期贷款	2093	3134	3610	3329
利润总额	278	-149	122	458	应付款项	1140	554	605	714
% 营业收入	3.2%	-1.6%	1.2%	3.7%	预收账款	121	128	145	175
所得税费用	64	-34	28	105	应付职工薪酬	94	111	121	143
净利润	214	-115	94	353	应交税费	12	3	10	18
归属于母公司所有者的净利润	207.2	-111.2	91.2	341.9	其他流动负债	115	126	138	163
少数股东损益	7	-4	3	11	流动负债合计	3575	4057	4628	4542
EPS (元/股)	0.23	-0.12	0.10	0.38	长期借款	600	600	600	600
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	13	0	0	0
经营活动现金流净额	463	-18	953	1211	其他非流动负债	28	28	28	28
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	4216	4685	5257	5171
长期股权投资	-135	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3985	3908	3971	4211
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	257	253	256	268
固定资产投资	-541	-592	-1103	-425	股东权益	4243	4161	4228	4479
其他	3	0	0	0	负债及股东权益	8459	8846	9485	9650
投资活动现金流净额	-673	-592	-1103	-425	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.231	-0.124	0.102	0.382
股权融资	17	0	0	0	BVPS	4.45	4.37	4.44	4.70
银行贷款增加 (减少)	334	1041	476	-281	PE	30.93	-55.54	67.72	18.07
筹资成本	250	-115	-209	-288	PEG	1.64	-3.06	3.73	0.99
其他	-501	0	0	0	PB	1.61	1.58	1.56	1.47
筹资活动现金流净额	101	926	267	-569	EV/EBITDA	9.44	13.65	8.33	5.56
现金净流量	-109	317	117	218	ROE	5.2%	-2.8%	2.3%	8.1%
					EPS	0.231	-0.124	0.102	0.382

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。