

## 纯碱



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

## 山东海化 (000822)

## 行业温和复苏，经营正走出低谷

推荐

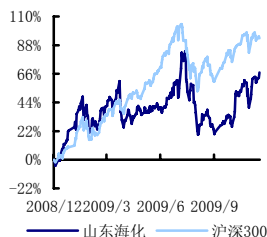
## 市场数据

| 报告日期        | 2009-12-30 |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 7.89       |
| 52周最高/最低(元) | 9.40/4.90  |
| 总股本(百万股)    | 895.09     |
| 流通股本(百万股)   | 895.08     |
| 总市值(百万元)    | 7062.26    |
| 流通市值(百万元)   | 7062.18    |
| 每股净资产(元)    | 3.80       |

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2008   | 2009E   | 2010E | 2011E |
|------------|--------|---------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 8578   | 5381    | 8534  | 9631  |
| 同比增长(%)    | -1.5%  | -37.3%  | 58.6% | 12.9% |
| 净利润(百万元)   | 207    | -686    | 168   | 284   |
| 同比增长(%)    | -40.7% | -431.0% | -     | 69.2% |
| 毛利率(%)     | 12.0%  | 1.6%    | 10.6% | 11.5% |
| 净利率(%)     | 2.4%   | -12.7%  | 2.0%  | 2.9%  |
| 每股收益(元)    | 0.23   | -0.77   | 0.19  | 0.32  |
| 每股经营现金流(元) | 0.52   | 0.22    | 1.20  | 1.20  |

## 股价走势



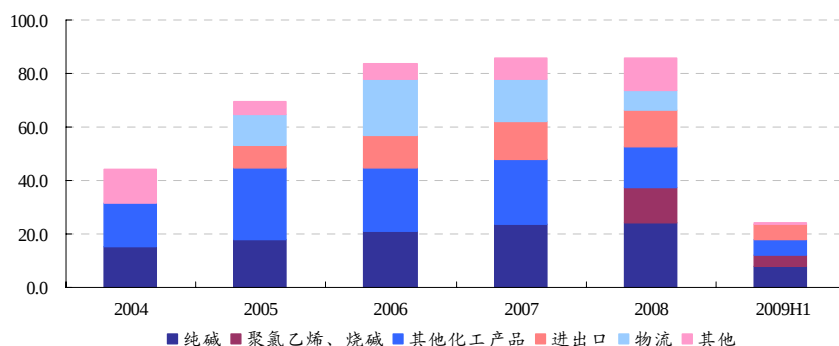
## 投资要点

我们于近日调研了山东海化，与公司管理层就行业运行态势、公司经营现状和未来发展等问题进行了沟通交流。主要内容及结论如下：

- **山东海化属于综合性盐化工企业。**公司以海水和卤水为原料生产和销售 40 多种化工产品，以纯碱（220 万吨）为主导，以溴素（1 万吨）、氯化钙（42 万吨）、PVC（25 万吨）、烧碱（25 万吨）等为辅。08 年实现营业收入 85.78 亿元，净利润 2.14 亿元，其中纯碱业务是主要利润来源。

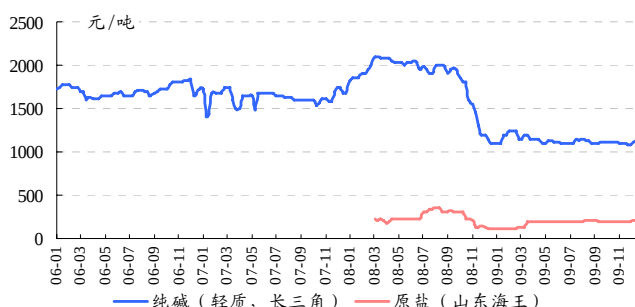
## 相关报告

图 1 山东海化历年收入和产品构成（亿元）

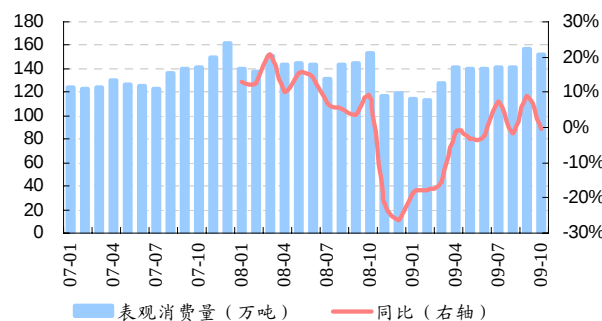


数据来源：Wind，兴业证券研发中心

- **纯碱行业温和复苏。**纯碱价格自 06 年的 1500 元/吨上涨到 08 年 7 月的 2100 元/吨，08 年底又下跌到最低 1000 元/吨左右，和宏观经济一起经历了大幅波动。09 年以来，纯碱价格基本在底部徘徊，主要原因是需求萎缩、产能过剩。随着半年多来房地产开工面积上升，作为后周期的玻璃开工率已回升至高位，从而带动纯碱价格出现回升：目前山东地区价格（不含税）为 1050 元/吨，氨碱法企业基本盈亏平衡（表 1），而联碱法企业略有盈利。

**图 2 国内纯碱和原盐价格**


资料来源：化工在线、百川资讯，兴业证券研发中心

**图 3 国内纯碱表观消费情况**


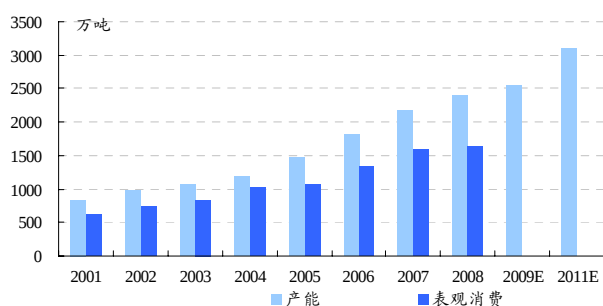
资料来源：CPCIA，兴业证券研发中心

**表 1 氨碱法纯碱生产成本构成**

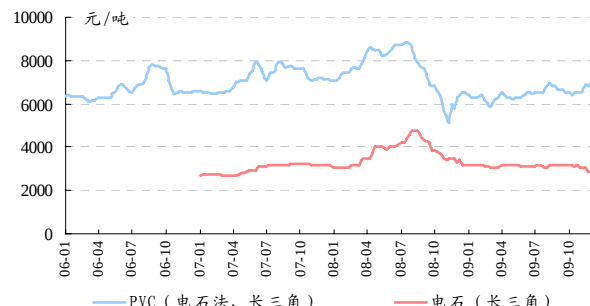
| 项目        | 单耗(吨/吨)   | 单价(元/吨)  | 总价(元/吨)   | 占比(%)     | 山东海化原料来源 |
|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|
| 原盐        | 1.45-1.55 | 140.00   | 203-217   | 19.4-20.4 | 50%自供    |
| 蒸汽        | 3.00      | 120.00   | 360       | 33.8-34.5 | 集团公司     |
| 石灰石       | 1.30-1.42 | 50.00    | 65-71     | 6.2-6.7   | 外购       |
| 电力        | 100kwh    | 0.56/kwh | 56        | 5.3-5.4   | 热电联产     |
| 焦炭、人工、折旧等 |           |          | 360       | 34.25     |          |
| 合计        |           |          | 1044-1064 | 100.00    |          |

资料来源：兴业证券研发中心

- **长期看纯碱价格依然受制于过剩产能。**国内纯碱产能近几年仍然处于快速释放期，今年总产能 2500-2600 万吨，2011 年产能预计将达 3100 万吨，而需求增速低于 15%，产能过剩局面依然严峻。同时由于物料具有腐蚀性，纯碱装置停车会损坏设备，由此加大了停车难度和退出壁垒，从而对产品价格的反弹空间形成一定制约。

**图 4 国内纯碱产能和表观消费情况**


资料来源：CPCIA，兴业证券研发中心

**图 5 国内 PVC 和电石价格**


资料来源：化工在线，兴业证券研发中心

- **公司主要业务经营趋好：**1、纯碱产能 220 万吨（最大可达 300 万吨），由于 50%原盐自供，成本约比长三角低 100 元/吨，目前出厂价税后 1050 元/吨，处于盈亏平衡点，开工率由上半年的 75%-80%回升到现在的 90%，库存也在走低；2、烧碱和 PVC 产能各 25 万吨，目前 PVC 不含税成本为 5600 元/吨，出厂价 5500 元/吨，目前满产；3、其他化工产品中，溴素、氯化钙、硝酸钠和硝酸的盈利情况较好，甲烷氯化物、醋酸乙酯、尿素、苯胺处于微利或亏损状态。
- **配套项目有望改善盈利。**公司目前电石全部外购，到厂价 3100 元/吨，而 PVC 配套的 20 万吨电石项目已经建好，按照单耗计算，该项目可以覆盖 55%的 PVC 产能；而按照电价 0.36-0.37 元/kwh（含税）以及 250 元/吨的运费，相比外购，每吨电石可节约 400 元以上。另外，东营 100 万吨/年卤盐配套工程也在进行之中。
- **经营正走出低谷，给予“推荐”评级。**我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为-0.77、0.19 和 0.32 元。在经历了行业的大起大落和 09 年的巨额亏损之后，随着下游需求的逐步恢复，以及电石、卤盐等配套工程的完工并投入使用，我们预期公司经营将重回正常轨道。

公司目前 PB 在 2 倍左右，处于化工行业低端；虽然基于 2010 年预期业绩的 PE 并不低，但是其净利润相对于纯碱价格的弹性较大（表 3），存在超预期的可能。考虑到纯碱行业处于复苏早期，公司经营正在低谷，因此我们给予“推荐”评级。
- **风险提示：**纯碱、PVC 复苏慢于预期的风险，纯碱新增产能投产过快的风险。

表 2 山东海化盈利预测假设

| 年份             |               | 2008  | 2009E  | 2010E | 2011E |
|----------------|---------------|-------|--------|-------|-------|
| 纯碱             | 销售数量 (万吨)     | 153   | 170    | 210   | 230   |
|                | 单价 (含税, 元/吨)  | 1842  | 1180   | 1400  | 1450  |
|                | 营业收入 (万元)     | 24.07 | 17.15  | 25.13 | 28.50 |
|                | 毛利率 (%)       | 21.52 | -5.00  | 11.00 | 13.00 |
| PVC<br>烧碱      | 销售数量 (万吨)     | 14.2  | 15     | 25    | 25    |
|                | 单价 (PVC, 元/吨) | 7550  | 6500   | 7500  | 8000  |
|                | 单价 (烧碱, 元/吨)  | 3310  | 2600   | 2800  | 2900  |
|                | 营业收入 (万元)     | 13.14 | 13.65  | 25.75 | 27.25 |
|                | 毛利率 (%)       | 6.95  | 0.50   | 13.50 | 15.00 |
| 其他化<br>工产品     | 营业收入 (万元)     | 15.20 | 12     | 20    | 25    |
|                | 毛利率 (%)       | 12.24 | 6.50   | 10.00 | 10.00 |
| 进出口            | 营业收入 (万元)     | 14.14 | 12.00  | 13.20 | 14.52 |
|                | 毛利率 (%)       | 6.56  | 8.00   | 8.00  | 8.00  |
| 物流             | 营业收入 (万元)     | 7.19  |        |       |       |
|                | 毛利率 (%)       | 2.79  |        |       |       |
| 其它             | 营业收入 (万元)     | 10.98 | 2      | 5     | 5     |
|                | 毛利率 (%)       | 10.03 | -1.00  | 5.00  | 5.00  |
| 合计             | 营业收入 (万元)     | 85.78 | 53.81  | 85.34 | 96.31 |
|                | 同比增长率 (%)     | -0.31 | -37.26 | 58.58 | 12.86 |
|                | 毛利率 (%)       | 12.87 | 1.59   | 10.59 | 11.54 |
| 销售费用 /营业收入 (%) |               | 3.00  | 3.40   | 2.80  | 2.80  |
| 管理费用 /营业收入 (%) |               | 2.39  | 4.30   | 2.50  | 2.50  |
| 财务费用 /营业收入 (%) |               | 1.79  | 2.93   | 1.91  | 1.48  |
| 实际税率 (%)       |               | 22.89 | 22.00  | 22.00 | 22.00 |

资料来源：兴业证券研发中心

表 3 山东海化 EPS 与纯碱价格敏感性分析 (其他条件固定)

| 纯碱价格 (含税, 元/吨) | 2010 年 EPS |
|----------------|------------|
| 1000           | -0.30      |
| 1100           | -0.18      |
| 1200           | -0.06      |
| 1300           | 0.06       |
| 1400           | 0.19       |
| 1500           | 0.30       |
| 1600           | 0.41       |
| 1700           | 0.52       |
| 1800           | 0.63       |

资料来源：兴业证券研发中心

## 附表

**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2600 | 2345  | 2900  | 3260  |
| 货币资金           | 600  | 538   | 853   | 963   |
| 交易性金融资产        | 5    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 269  | 248   | 275   | 310   |
| 其他应收款          | 143  | 74    | 118   | 133   |
| 存货             | 683  | 415   | 598   | 668   |
| <b>非流动资产</b>   | 5858 | 5716  | 5497  | 5232  |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 66   | 41    | 41    | 41    |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 4498 | 4745  | 4733  | 4572  |
| 在建工程           | 1040 | 670   | 485   | 392   |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 191  | 183   | 175   | 167   |
| <b>资产总计</b>    | 8459 | 8061  | 8397  | 8492  |
| <b>流动负债</b>    | 3575 | 3897  | 4048  | 3847  |
| 短期借款           | 1721 | 2167  | 1969  | 1557  |
| 应付票据           | 656  | 635   | 763   | 852   |
| 应付账款           | 485  | 371   | 534   | 596   |
| 其他             | 713  | 723   | 782   | 842   |
| <b>非流动负债</b>   | 641  | 638   | 634   | 631   |
| 长期借款           | 600  | 600   | 600   | 600   |
| 其他             | 41   | 37    | 34    | 31    |
| <b>负债合计</b>    | 4216 | 4534  | 4682  | 4478  |
| 股本             | 895  | 895   | 895   | 895   |
| 资本公积           | 1501 | 1501  | 1501  | 1501  |
| 未分配利润          | 1299 | 648   | 807   | 1077  |
| 少数股东权益         | 257  | 228   | 247   | 263   |
| <b>股东权益合计</b>  | 4243 | 3527  | 3715  | 4015  |
| <b>负债及权益合计</b> | 8459 | 8061  | 8397  | 8492  |

**现金流量表**

| 单位: 百万元           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 207  | -686  | 168   | 284   |
| 折旧和摊销             | 463  | 532   | 604   | 662   |
| 资产减值准备            | 47   | -90   | 10    | 6     |
| 无形资产摊销            | 9    | 8     | 8     | 8     |
| 公允价值变动损失          | -7   | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 154  | 162   | 167   | 145   |
| 投资损失              | -13  | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 7    | -27   | 11    | 19    |
| 营运资金的变动           | 81   | -319  | -101  | 46    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 762  | 197   | 1072  | 1071  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -663 | -370  | -400  | -400  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 240  | 110   | -357  | -561  |
| 现金净变动             | 339  | -62   | 315   | 110   |
| 现金的期初余额           | 707  | 600   | 538   | 853   |
| 现金的期末余额           | 1046 | 538   | 853   | 963   |

**利润表**

| 单位: 百万元        | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>    | 8578 | 5381  | 8534  | 9631  |
| 营业成本           | 7545 | 5296  | 7630  | 8520  |
| 营业税金及附加        | 68   | 54    | 85    | 96    |
| 销售费用           | 257  | 183   | 239   | 270   |
| 管理费用           | 205  | 231   | 213   | 241   |
| 财务费用           | 154  | 162   | 167   | 145   |
| 资产减值损失         | 71   | 400   | 0     | 0     |
| 公允价值变动         | -7   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益           | 13   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>    | 284  | -944  | 200   | 359   |
| 营业外收入          | 28   | 60    | 60    | 60    |
| 营业外支出          | 34   | 30    | 30    | 30    |
| <b>利润总额</b>    | 278  | -914  | 230   | 389   |
| 所得税            | 64   | -201  | 51    | 86    |
| 净利润            | 214  | -713  | 179   | 303   |
| 少数股东损益         | 7    | -27   | 11    | 19    |
| <b>归属母公司净利</b> | 207  | -686  | 168   | 284   |
| <b>EPS (元)</b> | 0.23 | -0.77 | 0.19  | 0.32  |

**主要财务比率**

|                | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |        |        |       |
| 营业收入增长率        | -1.5%  | -37.3% | 58.6%  | 12.9% |
| 营业利润增长率        | -53.0% | -432.3 | -78.8% | 79.5% |
| 净利润增长率         | -40.7% | -431.0 | -75.5% | 69.2% |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |        |        |       |
| 毛利率            | 12.0%  | 1.6%   | 10.6%  | 11.5% |
| 净利率            | 2.4%   | -12.7% | 2.0%   | 2.9%  |
| ROE            | 5.2%   | -20.8% | 4.8%   | 7.6%  |

**偿债能力(%)**

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 49.8% | 56.2% | 55.8% | 52.7% |
| 流动比率  | 0.73  | 0.60  | 0.72  | 0.85  |
| 速动比率  | 0.51  | 0.49  | 0.57  | 0.67  |

**营运能力(次)**

|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 资产周转率   | 1.01  | 0.65  | 1.04  | 1.14  |
| 应收帐款周转率 | 25.67 | 19.18 | 30.06 | 30.30 |

**每股资料(元)**

|        |      |       |      |      |
|--------|------|-------|------|------|
| 每股收益   | 0.23 | -0.77 | 0.19 | 0.32 |
| 每股经营现金 | 0.52 | 0.22  | 1.20 | 1.20 |
| 每股净资产  | 4.45 | 3.69  | 3.87 | 4.19 |

**估值比率(倍)**

|    |       |        |       |       |
|----|-------|--------|-------|-------|
| PE | 33.13 | -10.01 | 40.91 | 24.18 |
| PB | 1.72  | 2.08   | 1.98  | 1.83  |

**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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

**机构销售部****机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

**上海地区销售经理**

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

**北京地区销售经理**

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

**广东地区销售经理**

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

**研究报告发布**

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

**重要声明**

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。我们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,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。