

山东海化 (000822)

夯实基础，迎接行业复苏

增持/ 维持评级

股价：RMB7.18

分析师

肖晖

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

李辉

+755-82364424 lihuiys@lhqz.com

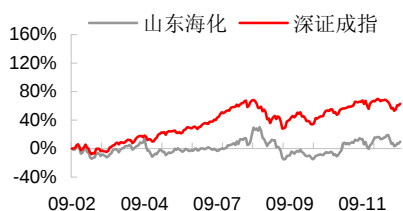
相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	895
流通 A 股 (百万股)	895
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	6427

- 山东海化于 2010 年 2 月 9 日公布 2009 年年报, 业绩与此前预告基本一致: 2009 年实现销售收入 54.58 亿元, 同比下降 36.36%; 实现净利润-7.05 亿元, 同比下降-435.69%; 实现每股收益-0.79 元/股, 同比增长-443.48%。
- 受全球金融危机影响, 公司主要产品纯碱的价格在 2009 年出现大幅下滑, 降幅超过 30%。价格大幅下跌, 是公司营业收入下降的主要原因。为夯实基础, 提高资产质量, 山东海化 2009 年大幅计提资产减值准备, 共确认资产减值损失 4.4 亿, 占公司 09 年实际亏损额的 48%, 加剧业绩的下滑。
- 09 年 4 季度, 受下游地产行业开工面积大幅增长的带动, 纯碱行业单月产量创历史新高, 行业开工率恢复至 9 成以上的正常水平, 价格也恢复上涨趋势。
- 09 年公司计提资产减值数额较大, 对单季度盈利产生较大影响。如果将资产减值损失加回到营业利润中, 可以明显看出, 公司业绩呈现逐季改善。亏损额从 08 年 4 季度的 2.44 亿降低至 09 年 4 季度的 7816 万, 尤其是 09 年 4 季度, 随着纯碱价格的上涨, 公司业绩出现明显改善。目前, 山东海化轻质纯碱出厂价 1400 元/吨, 根据我们测算, 纯碱业务已经可以实现盈利, 毛利率大致 15%左右。
- 我们维持山东海化 2010 年和 2011 年 0.23 元和 0.28 元的每股盈利预测, 目前股价对应 2010 年 PE31.2 倍, PB1.9 倍。从 PB 估值看, 公司具有一定安全边际。公司业绩对纯碱价格弹性较大, 价格每上涨 100 元/吨, 公司 EPS 增厚 0.19 元。纯碱行业目前处于复苏阶段, 维持增持评级

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5458.6	8065.5	8694.4
(+/-%)	-36.4	47.8	7.8
归属母公司净利润(百万元)	-704.8	197.3	240.2
(+/-%)	-435.7	-72.0	21.7
EPS(元)	-0.79	0.22	0.28
P/E(倍)	-9.1	32.6	26.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

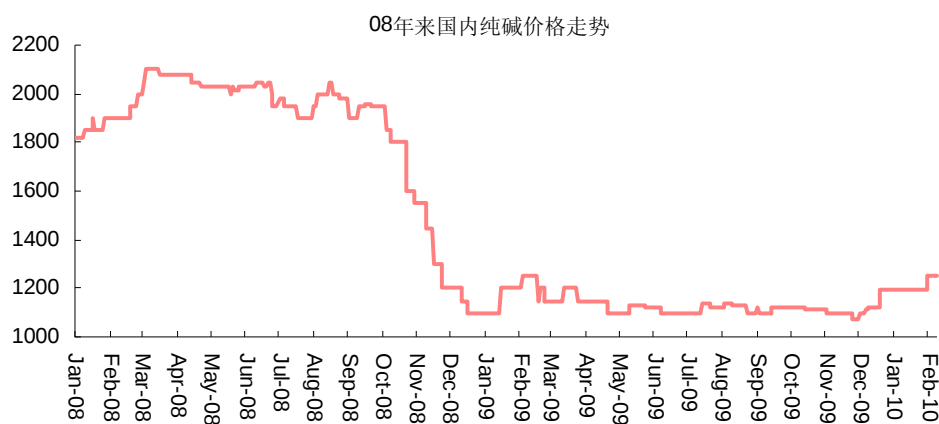
周期底部，大幅度亏损

山东海化于 2010 年 2 月 9 日公布 2009 年年报，业绩与此前预告基本一致：2009 年实现销售收入 54.58 亿元，同比下降 36.36%；实现净利润-7.05 亿元，同比下降 -435.69%；实现每股收益-0.79 元/股，同比增长-443.48%。

产品价格大幅下滑，开工不足是亏损的主要原因

受全球金融危机影响，公司主要产品纯碱的价格在 2009 年出现大幅下滑，降幅超过 30%。价格大幅下跌，是公司营业收入下降的主要原因。

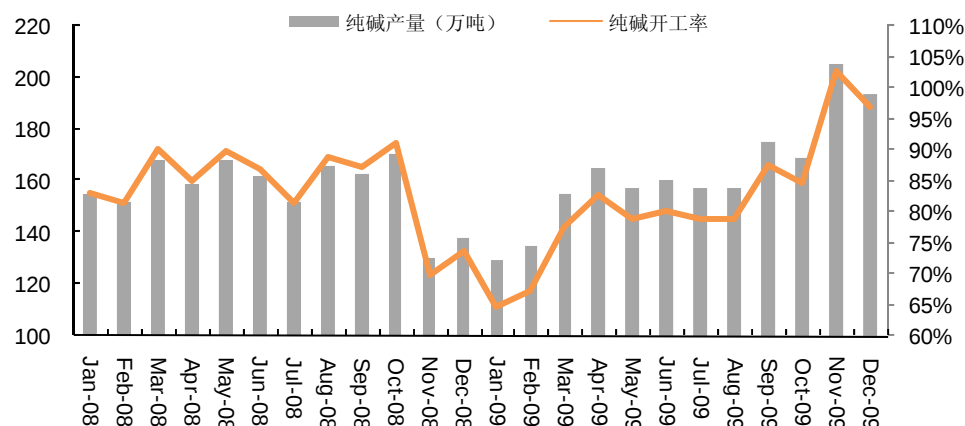
图 1 09 年国内纯碱价格大幅下跌



资料来源：化工在线，华泰联合证券研究

纯碱下游行业需求低迷，主要下游行业平板玻璃 09 年初一度有超过 20%生产线停产，其它下游行业也受到金融危机的严重冲击。需求低迷导致全行业开工率明显下降，单位成本上升，加剧业绩的下滑。09 年 1 季度行业开工率不足 7 成，比正常水平下降 2 成。

图 2 009 年国内纯碱行业开工率下降明显



资料来源：华泰联合证券研究

纯碱行业 09 年处于周期底部

09 年轻质纯碱 1100 元/吨的价格，处于过去 5 年多来最低水平。该价格水平下，全行业出现大幅亏损，而这也是我国纯碱行业首次出现全行业亏损。

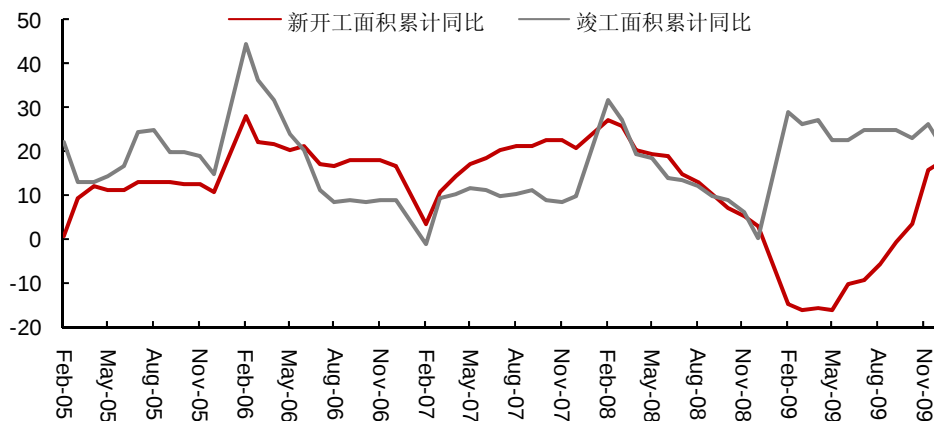
大幅计提减值加剧业绩下滑

为夯实基础，提高资产质量，山东海化 2009 年大幅计提资产减值准备，分别于 3 季度和 4 季度对旗下天祥化工厂和盛兴化工公司计提了 2.42 亿元和 6045 万元的减值准备。2009 年，公司共确认资产减值损失 4.4 亿，占公司 09 年实际亏损额的 48%，对应公司 EPS 下降 0.4 元。

需求拉动纯碱行业复苏

09 年 4 季度，受下游地产行业开工面积大幅增长的带动，纯碱行业单月产量创历史新高，行业开工率恢复至 9 成以上的正常水平，价格也恢复上涨趋势。

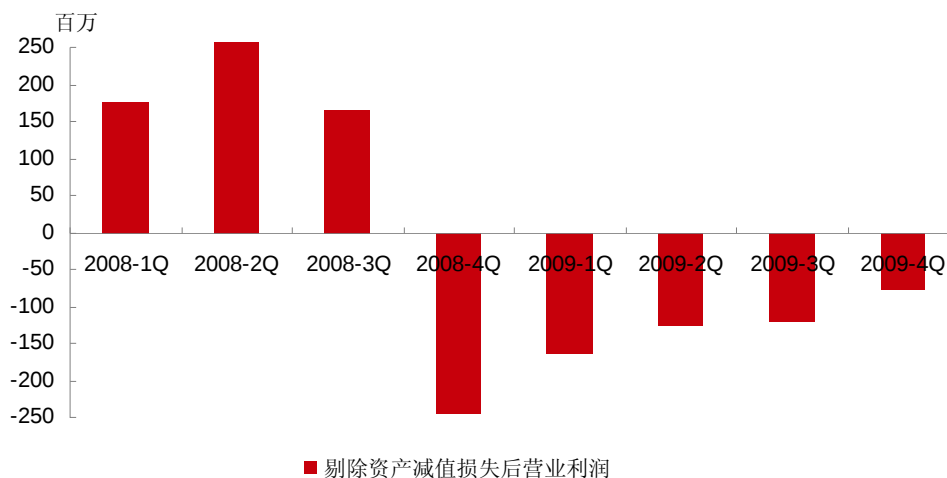
图 3 纯碱单月产量 09 年创出历史新高



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

09 年公司计提资产减值数额较大，对单季度盈利产生较大影响。如果将资产减值损失加回到营业利润中，可以明显看出，公司业绩呈现逐季改善。亏损额从 08 年 4 季度的 2.44 亿降低至 09 年 4 季度的 7816 万，尤其是 09 年 4 季度，随着纯碱价格的上涨，公司业绩出现明显改善。

图 4 不考虑资产减值损失，营业利润逐季改善明显



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

09 年 12 月以来，纯碱价格恢复上涨，涨幅约 300 元/吨。目前，山东海化轻质纯碱出厂价 1400 元/吨，根据我们测算，纯碱业务已经可以实现盈利，毛利率大致 15% 左右。

估值及投资建议

我们维持山东海化 2010 年和 2011 年 0.23 元和 0.28 元的每股盈利预测，目前股价对应 2010 年 PE31.2 倍，PB1.9 倍。从 PB 估值看，公司具有一定安全边际。公司业绩对纯碱价格弹性较大，价格每上涨 100 元/吨，公司 EPS 增厚 0.19 元。纯碱行业目前处于复苏阶段，维持增持评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2044	3032	4149	5172	营业收入	5459	8065	8694	9239
现金	634	1073	2239	3147	营业成本	5327	7117	7648	8092
应收账款	274	328	318	338	营业税金及附加	57	40	43	46
其他应收款	101	131	141	150	营业费用	192	202	217	231
预付账款	112	356	306	324	管理费用	225	242	261	277
存货	476	498	535	566	财务费用	157	152	153	159
其他流动资产	447	645	609	647	资产减值损失	440	30	30	30
非流动资产	5689	5021	4516	3987	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	66	66	66	66	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	3946	4095	3898	3528	营业利润	-927	283	342	404
无形资产	221	212	202	192	营业外收入	48	0	0	0
其他非流动资产	1455	648	349	200	营业外支出	38	0	0	0
资产总计	7733	8053	8665	9159	利润总额	-918	283	342	404
流动负债	3735	3803	4097	4226	所得税	-178	62	75	89
短期借款	2139	1950	2150	2200	净利润	-740	221	267	315
应付账款	521	569	612	647	少数股东损益	-35	14	14	16
其他流动负债	1074	1283	1335	1379	归属母公司净利润	-705	207	253	299
非流动负债	495	525	575	625	EBITDA	-309	893	1000	1092
长期借款	450	500	550	600	EPS (元)	-0.79	0.23	0.28	0.33
其他非流动负债	45	25	25	25	主要财务比率				
负债合计	4229	4328	4673	4852	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	222	236	249	266	成长能力				
股本	895	895	895	895	营业收入	-36.4%	47.8%	7.8%	6.3%
资本公积	1501	1501	1501	1501	营业利润	-423.2%	-70.8%	21.0%	18.0%
留存收益	884	1093	1346	1646	归属于母公司净利润	-435.7%	-72.0%	22.6%	18.0%
归属母公司股东权益	3282	3489	3743	4042	获利能力				
负债和股东权益	7733	8053	8665	9159	毛利率 (%)	2.4%	11.8%	12.0%	12.4%
现金流量表					净利率 (%)	-12.9%	2.4%	2.9%	3.2%
单位: 百万元					ROE (%)	-21.5%	5.7%	6.8%	7.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	-11.2%	5.5%	8.1%	10.3%
经营活动现金流	-108	727	1068	966	偿债能力				
净利润	-740	221	267	315	资产负债率 (%)	54.7%	56.3%	53.9%	53.0%
折旧摊销	462	458	505	529	净负债比率 (%)	70.50%	68.92%	66.18%	65.80%
财务费用	157	152	153	159	流动比率	0.55	0.75	1.01	1.22
投资损失	-11	0	0	0	速动比率	0.42	0.63	0.88	1.09
营运资金变动	-220	-319	143	-43	营运能力				
其他经营现金流	244	215	0	7	总资产周转率	0.67	0.99	1.04	1.04
投资活动现金流	-53	4	0	0	应收账款周转率	17	16	22	23
资本支出	87	-2	0	0	应付账款周转率	10.59	13.05	12.95	12.85
长期投资	13	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	48	1	0	0	每股收益 (最新摊薄)	-0.79	0.22	0.28	0.33
筹资活动现金流	182	-291	97	-59	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.12	0.01	1.19	1.08
短期借款	418	-189	200	50	每股净资产 (最新摊薄)	3.67	3.89	4.18	4.52
长期借款	-150	50	50	50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-9.12	32.57	25.36	21.49
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	1.96	1.85	1.72	1.59
其他筹资现金流	-86	-152	-153	-159	EV/EBITDA	-29	10	9	8
现金净增加额	34	439	1166	908					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com