

山东海化(000822)调研报告

——盐化遇阻石化待破题

原材料/基础化工材料与制品

中性

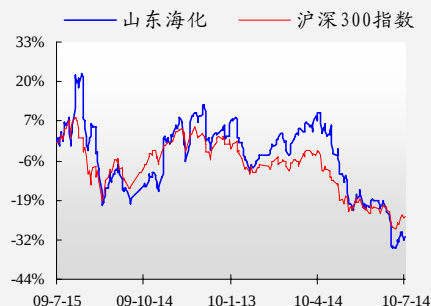
维持评级

发布时间: 2010年7月16日

投资要点:

- 公司是我国最大的纯碱生产商,也是最大的盐化工业生产厂商之一,公司具有年产 230 万吨纯碱的生产能力。
- 2009 年,由于纯碱价格大幅下跌,导致公司业绩出现较大亏损。
- 我国纯碱行业已经处于供大于求的状况,产能利用率仅 83%,行业景气度短时间内很难有较大改观。
- 目前,公司的最终控股股东是中海油,在集团层面已经开始大力扩展石化产业,这些石化资产能否进入上市公司对公司今后的发展具有重大影响意义。
- 基于公司的基本面逐步向好,以及集团资产的注入预期,给予公司股票 30 倍 P/E 是合理的。因此,公司股票的市场价格在 6.00 元左右较为合理,对应 2010、2011 年预期 P/E 值分别为 35.29 倍和 30.00 倍。维持对公司股票“中性”的投资评级。

走势图



市场数据

2010-7-15

收盘价:	5.18 元
52 周最高价:	9.80 元
52 周最低价:	4.88 元
平均持仓成本:	7.64 元

基本数据

2010Q1

总股本(万股):	89,509
流通 A 股(万股):	89,509
每股收益(元):	0.02
每股净资产(元):	3.69
每股经营现金流(元):	-0.18
市净率:	1.45

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	545864.12	-37.49	-70479.80	—	-0.79			
2010E	655000.00	20.00	15200.00	—	0.17		31.41	
2011E	694300.00	6.00	17900.00	17.76	0.20		26.70	
2012E								

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550207100074

TEL: (8621)6336 7000-255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

纯碱行业复苏前景不明朗

我国纯碱行业在经历了去年的全行业亏损之后,今年上半年有了一定的复苏迹象。首先,产量出现较高增速。今年1~5月,全国纯碱总产量为869.4万吨,同比增长18.0%。近年来我国纯碱产量如图1所示。

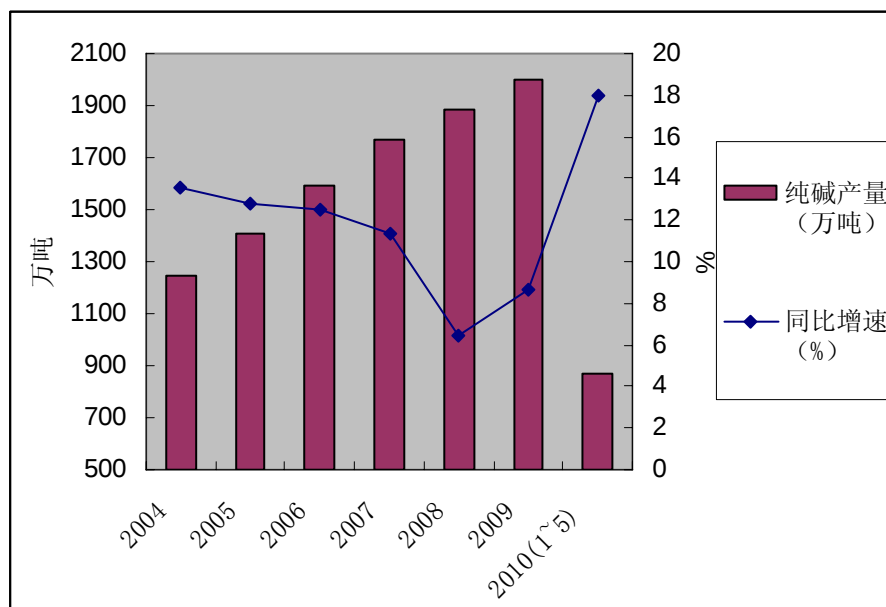


图1 近年来我国纯碱产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

其次,纯碱价格同比也有所回升,下游的玻璃和氧化铝行业增速也较快,产生了一定的需求拉动。近年来我国纯碱市场价格走势如图2所示。

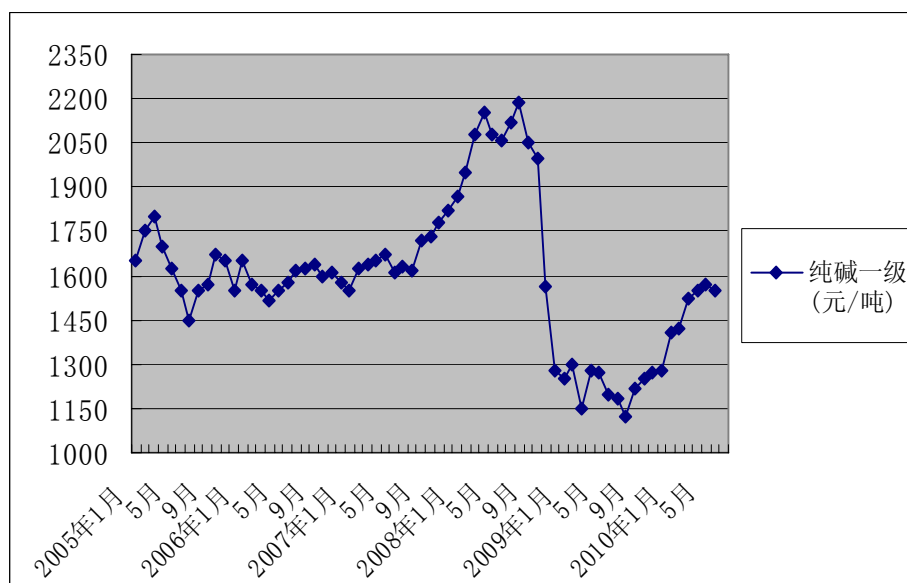


图2 近年来我国纯碱市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

然而，由于产能过剩和新增产能的仍然十分庞大，出口竞争也日趋激烈，行业的景气复苏尚存在较大的不确定性。截至 2009 年底，我国纯碱总产能达到 2400 万吨/年，约占全球的 28%，产量为 2001.4 万吨，产能利用率为 83.4%。预计 2010 年将新增产能 300 万吨/年，产能利用率与去年基本持平。2009 年 10 月，印度财政部发布仲裁公告，决定对原产于中国的纯碱征收 20% 的特别保障措施税，将导致我国对印度的纯碱出口大幅度减少。还有土耳其年产百万吨天然碱厂投产，对我国纯碱出口中东的贸易造成很大影响。此外，美国天然碱的出口也有一定幅度增加。

目前，纯碱的市场价格仍然徘徊于企业的盈亏平衡点附近。由于对房地产、汽车等玻璃使用的主要行业的景气度存在担忧，使得纯碱的需求及价格逐渐显出疲态。展望今后一段时期，由于产能的较快扩张，产量的集中释放，将对价格产生较大的抑制作用。因此，扭亏仍然是大多数纯碱生产企业的主要目标，暂不具备大幅提升行业景气度的可能。

集团资产应有注入预期

去年 9 月，海化集团 51% 的股权转由中海油持有，中海油成为了公司的实际控制人。海化的发展将由原先单一的盐化工业，转向盐化和石化并举的发展格局。海化的此次股权转让受到了山东省政府和中海油总公司的高度重视，通过引入中海油，山东将进一步巩固其中国石化行业第一省的地位，而中海油将建立又一个大型石化基地，使其发展下游业务的战略迈出重要的一步，双方的合作是一种双赢。

目前，海化集团已经拥有 500 万吨/年炼油的生产规模，并有进一步扩大规模的可能。纵观海化今后的发展，盐化工业固然具有资源、规模等优势，然而，由于纯碱、烧碱等行业的发展空间已经不大，转而大力发展石化产业将成为公司继续做大做强的必然选择。

能否成功转型对公司意义重大

海化集团的规模位于我国基础化工行业的前列，集团除了炼油之外的其他主业资产基本都进入了上市公司。目前，公司是我国最大的纯碱生产企业，具有年产 230 万吨的生产规模。公司还具有盐资源的优势，50% 自供，其余也在就近采购，具有较明显的成本优势。然而，公司从 2007 年起就进入了发展停滞阶段，去年由于国际金融危机影响更是出现了大幅亏损，今年情况也比较困难。公司近年来的营业收入和净利润如图 3 所示。

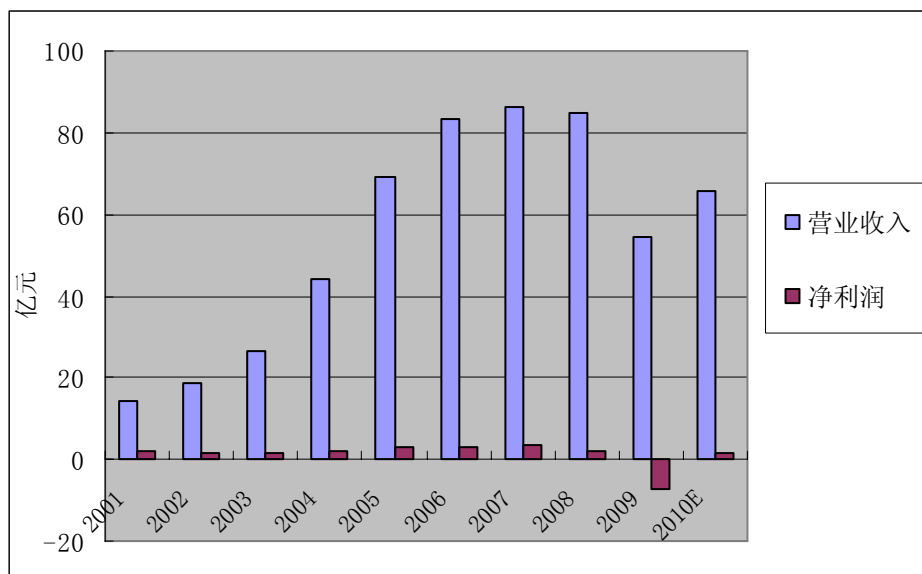


图3 近年来公司营业收入和净利润示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券金融与产业研究所

金融危机只是纯碱和公司利润下滑的导火索。纯碱行业的产能过剩，公司的其他业务缺乏竞争力，是导致公司陷入困境的根本原因。反观石化产业，炼油和乙烯两条产业链目前盈利能力都不错。炼油行业在新的成品油定价机制下，去年全行业实现利润总额约 1000 亿元，今年 1~5 月实现利润总额 325.55 亿元；乙烯产业最主要的两大类产品，有机化学原料和合成材料今年 1~5 月实现利润总额分别为 153.07 亿元和 144.75 亿元。

石化产业的优势主要体现在以下几个方面：一是产业规模庞大，演进路线合理；二是我国对石化产品还处于供不应求状态；三是上游企业具有一定的垄断优势；四是盈利能力良好。公司要发展石化产业可以先从收购集团的 500 万吨/年炼油装置开始，待以后集团扩建后，成熟一块收购一块。这样既可以保证公司的资产收益率，又可以逐步落实收购的资金。按照吨油净利润 200 元计算，500 万吨/年炼油装置可新增净利润约 10 亿元，这样可以使公司的盈利能得到极大的提升。

但是，集团的炼油资产能否注入上市公司还有较大的不确定性。首先是中海油是否会回归 A 股，何时能够回归？如果中海油回归 A 股的进程较快，那么海化集团将炼油资产注入公司的可能性将较小，因为一旦注入就会形成同业竞争，就像上海石化和中国石化一样。

综合行业和公司的基本面情况，暂不考虑集团炼油资产的注入，对公司 2010 年、2011 年的经营业绩做出如下预测，具体如表 1 所示。

表 1 公司业绩预测表

项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
营业收入	85.78	54.59	65.50	69.43
营业成本	75.45	53.27	55.73	59.08
税金及附加	0.68	0.57	0.66	0.71
销售费用	2.57	1.92	2.50	2.60

管理费用	2.03	2.25	2.10	2.25
财务费用	1.54	1.57	1.51	1.50
资产减值损失	0.71	4.40	1.00	1.00
公允价值变动收益	-0.07	0.01	-0.03	0.05
投资收益	0.13	0.11	0.15	0.17
营业利润	2.87	-9.27	2.12	2.51
营业外收入	0.28	0.48	0.30	0.30
营业外支出	0.34	0.38	0.35	0.37
利润总额	2.81	-9.18	2.07	2.44
所得税	0.64	-1.78	0.52	0.61
净利润	2.17	-7.40	1.55	1.83
归属母公司净利润	2.10	-7.05	1.52	1.79
少数股东损益	0.71	-0.35	0.03	0.04
EPS	0.23	-0.79	0.17	0.20

数据来源：公司年报、东北证券金融与产业研究所

注：除 EPS 单位为元外，其余均为亿元。

估值及评级

基于公司的基本面逐步向好，以及集团资产的注入预期，给予公司股票 30 倍 P/E 是合理的。因此，公司股票的市场价格在 6.00 元左右较为合理，对应 2010、2011 年预期 P/E 值分别为 35.29 倍和 30.00 倍。维持对公司股票“中性”的投资评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。