

投资评级 优于大市 首次覆盖

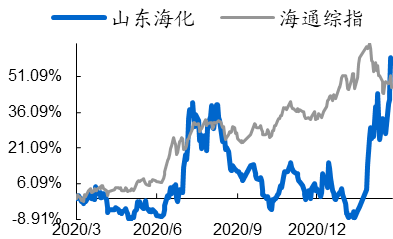
国内纯碱行业龙头，受益于纯碱价格回升

股票数据

04月01日收盘价(元)	5.00
52周股价波动(元)	3.30-6.13
总股本/流通A股(百万股)	895/895
总市值/流通市值(百万元)	4475/4475

相关研究

市场表现



	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.4	45.6	42.1
相对涨幅(%)	24.6	55.6	42.1

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

投资要点:

- 山东海化:国内纯碱行业龙头。**公司主营业务为生产及销售纯碱、溴素、氯化钙、原盐等产品。由于公司地处国内重要海盐产区,卤水资源丰富,为纯碱、原盐、溴素、氯化镁等产品提供了充足的原料保障。同时,各产品相辅相成,互惠互生,不仅实现了资源有效利用,而且协同协作效益显著,对降低生产成本,抵御市场风险,提高竞争能力具有重要意义。公司纯碱产销量位于行业前列,是国内主要纯碱生产企业之一。
- 今年以来纯碱价格有所上升,公司将显著受益。**2020年以来,玻璃价格屡创新高,玻璃企业利润丰厚,而纯碱价格跌至谷底,纯碱企业多数亏损,经营困难。今年以来,纯碱价格有所回升。根据卓创资讯,截至2021年3月26日,轻质纯碱(华东地区)价格为1750元/吨,重质纯碱(华东地区)价格为1875元/吨,近3个月分别上涨32.08%和27.12%。根据WIND互动易问答,公司纯碱产能280万吨/年,我们认为公司有望显著受益于纯碱价格上涨。
- 潍坊投资成公司间接控股股东,进一步优化国有资本布局。**根据2020年12月25日公告,为积极稳妥推进潍坊市属国有企业战略重组,进一步优化潍坊市属国有资本布局结构,潍坊市国资委拟将持有的海化集团约55%股权无偿划转至潍坊投资。无偿划转完成后,潍坊投资将持有海化集团约55%的股权,通过海化集团间接控制上市公司40.34%股份,为上市公司间接控股股东。公司认为,本次无偿划转有助于潍坊投资充分发挥潍坊市投融资主体、产业整合主体、创业投资主体功能,扩大业务规模、增强资本实力、发挥国有资本引领带动作用。
- 有序推进10万吨/年高附加值小苏打项目建设,夯实企业持续健康发展基础。**2019年11月,公司公告拟以自有资金投资建设10万吨/年小苏打项目,现正有序推进建设中。该项目以纯碱生产中富余的热碱液和CO₂气为原料,生产高附加值小苏打,既可增加产品种类,提高企业经济效益,又可回收富余废液和废气,满足达标排放要求。项目投资预算9377万元,建设期18个月,计划于2021年4月建成投产。公司预计每年可实现营业收入1.42亿元,净利润2000万元。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2021-23年公司归母净利润为6.05亿、8.04亿、9.99亿元,对应EPS分别为0.68元、0.90元、1.12元。参考同行业可比公司估值,我们给予公司2021年10-12倍PE,对应目标价6.80-8.16元,首次覆盖给予公司“优于大市”评级。
- 风险提示。**纯碱价格下跌,原材料价格波动,宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4621	3688	5778	6878	8193
(+/-)YoY(%)	-12.2%	-20.2%	56.7%	19.0%	19.1%
净利润(百万元)	163	-252	605	804	999
(+/-)YoY(%)	-72.2%	-254.7%	339.7%	32.9%	24.3%
全面摊薄EPS(元)	0.18	-0.28	0.68	0.90	1.12
毛利率(%)	13.2%	5.3%	22.8%	24.6%	25.3%
净资产收益率(%)	4.9%	-8.3%	16.9%	18.5%	18.8%

资料来源:公司年报(2019-2020),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

关键产品增长率假设: a.纯碱: 2021年, 随着相关产业政策的明朗及经济的进一步复苏, 纯碱下游需求将好于上年。预计2021-23年纯碱营收同比增长65%、20%、20%; 毛利稳步增长, 分别为22%、24%、24.7%; b.溴产品: 2021-23年, 预计营收同比增长25%、15%、15%; 毛利保持稳定, 分别为57%、57%、57%。

表 1 山东海化分业务盈利预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	3687.61	5778.02	6878.35	8192.56
总成本 (百万元)	3493.77	4460.58	5187.35	6123.23
总毛利 (百万元)	193.84	1317.43	1690.99	2069.32
总毛利率	5.26%	22.80%	24.58%	25.26%
纯碱				
收入 (百万元)	3086.74	5093.11	6111.74	7334.08
成本 (百万元)	3040.82	3972.63	4644.92	5522.57
毛利 (百万元)	45.92	1120.49	1466.82	1811.52
毛利率	1.49%	22.00%	24.00%	24.70%
溴产品				
收入 (百万元)	211.49	264.37	304.02	349.62
成本 (百万元)	93.06	113.68	130.73	150.34
毛利 (百万元)	118.44	150.69	173.29	199.29
毛利率	56.00%	57.00%	57.00%	57.00%
其他				
收入 (百万元)	389.38	420.54	462.59	508.85
成本 (百万元)	359.90	374.28	411.70	450.33
毛利 (百万元)	29.49	46.26	50.88	58.52
毛利率	7.57%	11.00%	11.00%	11.50%

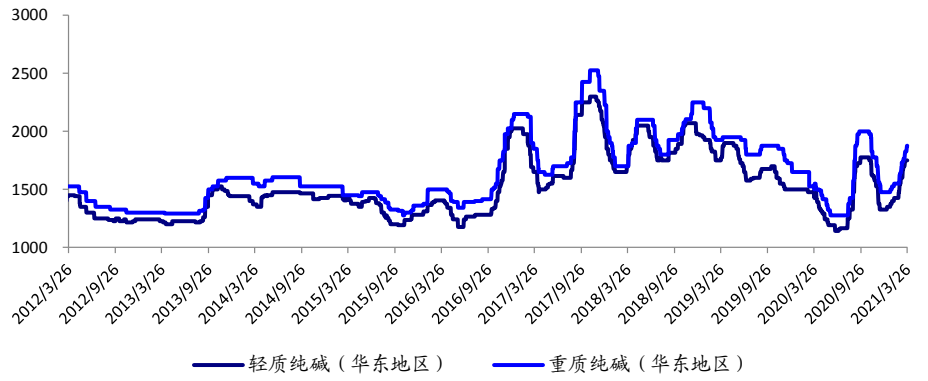
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600409.SH	三友化工	10.96	0.33	0.24	0.78	19.10	44.63	13.95
000683.SZ	远兴能源	2.60	0.17	0.02	0.23	13.23	110.32	11.49
002539.SZ	云图控股	9.30	0.21	0.49	0.67	23.26	14.97	13.62
均值						18.53	56.64	13.02

注: 收盘价为 2021 年 4 月 1 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: WIND, 海通证券研究所

图1 纯碱市场价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	3688	5778	6878	8193
每股收益	-0.28	0.68	0.90	1.12	营业成本	3494	4461	5187	6123
每股净资产	3.40	4.00	4.85	5.92	毛利率%	5.3%	22.8%	24.6%	25.3%
每股经营现金流	-0.55	1.08	1.41	1.69	营业税金及附加	58	90	107	131
每股股利	0.09	0.08	0.07	0.06	营业税金率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
价值评估 (倍)					营业费用	41	65	80	98
P/E	-17.74	7.40	5.57	4.48	营业费用率%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
P/B	1.47	1.25	1.03	0.84	管理费用	176	225	269	323
P/S	1.21	0.77	0.65	0.55	管理费用率%	4.8%	3.9%	3.9%	3.9%
EV/EBITDA	13.93	3.01	1.98	1.22	EBIT	-82	936	1233	1513
股息率%	1.8%	1.6%	1.3%	1.1%	财务费用	-12	13	17	24
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
毛利率	5.3%	22.8%	24.6%	25.3%	资产减值损失	-252	-143	-163	-171
净利润率	-6.8%	10.5%	11.7%	12.2%	投资收益	5	9	9	11
净资产收益率	-8.3%	16.9%	18.5%	18.8%	营业利润	-300	806	1081	1353
资产回报率	-5.9%	12.1%	13.4%	13.7%	营业外收支	2	1	1	1
投资回报率	-2.3%	19.8%	21.3%	21.2%	利润总额	-298	807	1082	1354
盈利增长 (%)					EBITDA	229	1228	1554	1876
营业收入增长率	-20.2%	56.7%	19.0%	19.1%	所得税	-47	202	276	352
EBIT 增长率	-136.9%	1235.3%	31.7%	22.7%	有效所得税率%	15.7%	25.0%	25.5%	26.0%
净利润增长率	-254.7%	339.7%	32.9%	24.3%	少数股东损益	0	1	2	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-252	605	804	999
资产负债率	30.0%	28.7%	28.2%	27.4%					
流动比率	1.59	1.79	1.96	2.14	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.15	1.36	1.53	1.71	货币资金	356	779	1399	2187
现金比率	0.30	0.59	0.88	1.16	应收账款及应收票据	13	21	21	27
经营效率指标					存货	503	542	656	782
应收帐款周转天数	1.25	1.31	1.12	1.21	其它流动资产	1014	1028	1032	1042
存货周转天数	52.57	44.37	46.16	46.63	流动资产合计	1886	2370	3109	4038
总资产周转率	0.86	1.16	1.15	1.13	长期股权投资	53	53	53	53
固定资产周转率	1.76	2.63	2.89	3.14	固定资产	2090	2198	2379	2613
					在建工程	35	124	221	322
					无形资产	88	90	94	96
					非流动资产合计	2420	2615	2896	3234
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	4306	4985	6005	7272
净利润	-252	605	804	999	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	1	2	3	应付票据及应付账款	744	807	976	1163
非现金支出	565	435	484	534	预收账款	8	12	14	16
非经营收益	-53	-10	-10	-12	其它流动负债	434	505	596	707
营运资金变动	-756	-67	-18	-13	流动负债合计	1186	1323	1586	1886
经营活动现金流	-497	964	1262	1511	长期借款	0	0	0	0
资产	14	-479	-591	-684	其它长期负债	107	107	107	107
投资	7	0	0	0	非流动负债合计	107	107	107	107
其他	0	9	9	11	负债总计	1293	1430	1693	1993
投资活动现金流	21	-470	-582	-673	实收资本	895	895	895	895
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3043	3583	4338	5303
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-30	-29	-27	-24
其他	-81	-70	-60	-50	负债和所有者权益合计	4306	4985	6005	7272
融资活动现金流	-81	-70	-60	-50					
现金净流量	-557	423	620	788					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 华峰化学,诺普信,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,东岳硅材,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,东华能源,鼎龙股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。