

2022年08月22日

公司研究

评级：买入(首次覆盖)

## 拟参设山东液流海材料科技，向新兴电化学储能产业延伸

### ——山东海化(000822)点评报告

研究所

证券分析师：李永磊 S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

证券分析师：董伯骏 S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/08/19

表现	1M	3M	12M
山东海化	-3.1%	7.9%	-22.1%
沪深300	-2.8%	3.8%	-14.6%

市场数据

2022/08/19

当前价格(元)	8.74
52周价格区间(元)	6.04-16.00
总市值(百万)	7,823.10
流通市值(百万)	7,823.10
总股本(万股)	89,509.19
流通股(万股)	89,509.19
日均成交额(百万)	160.92
近一月换手(%)	3.28

事件：

2022年8月20日，山东海化发布公告：全资子公司山东海化氯碱树脂有限公司与液流储能科技有限公司投资设立山东液流海材料科技有限公司。氯碱树脂用自有资金出资1050万元，占股比例达35%。

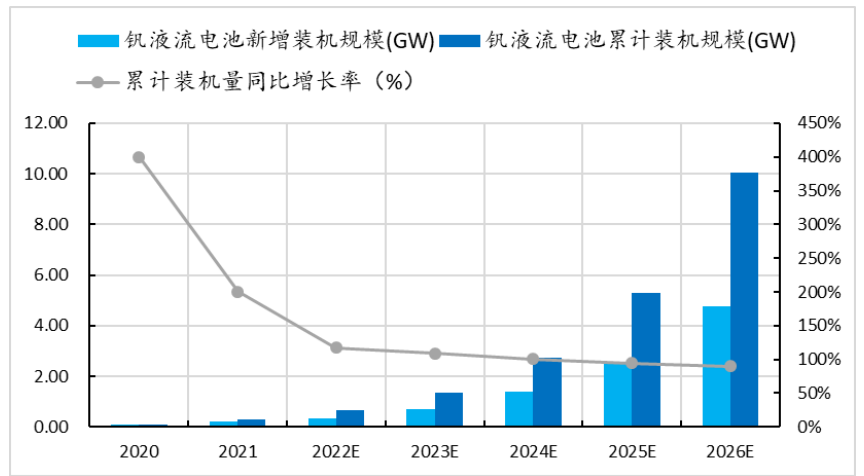
投资要点：

#### ■ 依托现有盐化工产业优势，向新兴电化学储能产业延伸

8月20日，公司发布公告，子公司氯碱树脂与液流储能拟投资设立山东液流海材料科技，未来主营新材料技术研发、专用化学和电子专用材料的制造、智能输配电及控制设备的销售等，其中子公司氯碱树脂出资35%，合资方液流储能出资65%。液流储能是新型液流电池提供商，掌握全钒液流电池核心专利技术，在电解液方面自主研发电解液配方，钒粉纯化技术，钒渣提纯技术；在电解液制备、纯化、检测方面研究解决析氢技术难题，以及无沉积和过充下腐蚀难题，能够提升电解液反应温宽至-30~60℃，降低25%造价，提升能量密度25%-30%，在效率、能效保障、资产保值、环保方面领先业内水平。山东海化是国内主要的纯碱生产企业之一，拥有氨碱法纯碱产能280万吨/年，预计公司将与液流储能在新型液流电池储能方面展开合作，公司依托现有氯碱树脂盐化工产业优势，向新兴电化学储能产业延伸，有利于加快产业升级，促进高质量发展。

全钒液流电池在循环寿命、安全性和资源友好性方面具有优势，适合于高安全、大规模、长寿命、长时间的充放电和可再生能源的应用场景，在大规模储能中应用前景良好。据CNESA，2021年钒液流电池新增装机规模达到0.2GW，累计装机规模达到0.3GW。2022年国内大量全钒液流电池储能项目开工建设，未来，在政府补贴的持续投入、产业链成熟化发展和规模效应降本等多种因素驱动下，全钒液流电池有望凭借优异特性提升渗透率。预计2026年，钒液流电池新增装机规模将达到4.75GW，累计装机规模将达到10.05GW，在新型储能领域的渗透率将达到20%。

图 1: 钒液流电池累计装机规模 (GW)



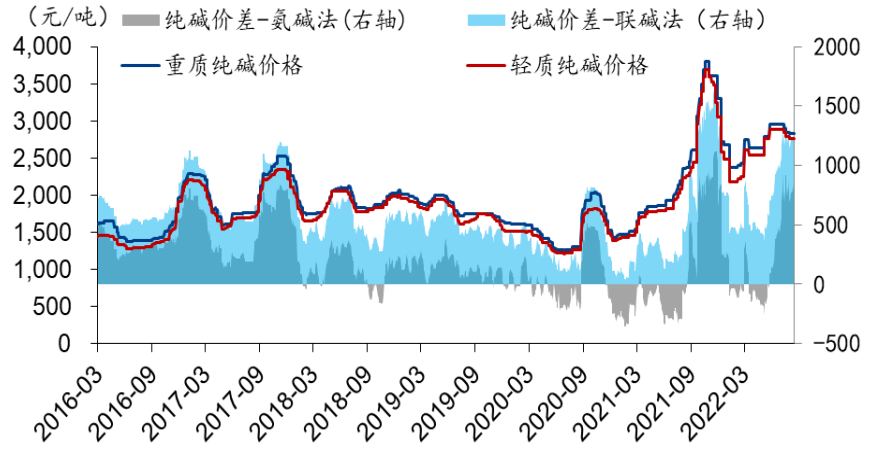
资料来源: CNESA, 国海证券研究所, 国海证券研究所

■ 受益于主业所在行业景气, 公司上半年业绩高增

2022年8月9日, 公司发布2022年上半年业绩报告: 2022年H1公司实现营业收入50.33亿元, 同比增长74.83%, 归母净利润6.61亿元, 同比增长147.62%; Q2单季度, 实现归母净利润4.77亿元, 环比增长160.7%, 同比增长155.02%。主要由于主导产品纯碱行业维持高景气周期, 纯碱产品价格较上年同期大幅上涨。据wind数据, 自2022年初以来, 纯碱价格回升, 2022年H1国内华东重碱、轻碱平均价格分别为2664、2546元/吨, 同比分别上涨55%、54%; 2022年Q2华东重碱、轻碱平均价格分别为2798、2725元/吨, 同比分别上涨50%、52%, 环比分别上涨11%、15%。

截止至2022年8月19日, 国内华东重碱、轻碱价格分别为2832、2768元/吨, 下游光伏行业需求快速增长, 纯碱行业供需紧平衡, 看好纯碱行业持续景气。

图 2: 纯碱行业高景气持续 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

- 盈利预测和投资评级** 公司拥有 280 万吨纯碱产能, 业绩弹性强, 看好公司基于现有氯碱树脂盐化工产业优势, 向新兴电化学储能产业延伸带来产业升级和新成长, 预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 12.67/13.06/13.55 亿元, 对应 PE 分别为 6.2/6.0/5.8 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示** 原材料价格波动风险、产品价格大幅下跌风险、下游需求不及预期、新设立公司经营管理不确定性风险、环保政策变化风险、安全生产风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5851	9549	9435	9576
增长率 (%)	59	63	-1	1
归母净利润 (百万元)	605	1267	1306	1355
增长率 (%)	340	109	3	4
摊薄每股收益 (元)	0.68	1.42	1.46	1.51
ROE (%)	17	26	21	18
P/E	10.22	6.18	5.99	5.77
P/B	1.75	1.62	1.28	1.05
P/S	1.06	0.82	0.83	0.82
EV/EBITDA	4.52	3.14	2.30	1.59

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：山东海化盈利预测表

证券代码:	000822				股价:	8.74		投资评级:	买入		日期:	2022/08/19	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	17%	26%	21%	18%	EPS	0.68	1.42	1.46	1.51				
毛利率	21%	23%	23%	23%	BVPS	3.96	5.38	6.84	8.35				
期间费率	4%	3%	3%	3%	<b>估值</b>								
销售净利率	10%	13%	14%	14%	P/E	10.22	6.18	5.99	5.77				
<b>成长能力</b>					P/B	1.75	1.62	1.28	1.05				
收入增长率	59%	63%	-1%	1%	P/S	1.06	0.82	0.83	0.82				
利润增长率	340%	109%	3%	4%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
总资产周转率	1.05	1.23	1.02	0.91	营业收入	5851	9549	9435	9576				
应收账款周转率	78.05	123.26	95.58	107.67	营业成本	4634	7375	7280	7359				
存货周转率	8.27	8.73	8.61	8.70	营业税金及附加	115	172	142	144				
<b>偿债能力</b>					销售费用	42	62	48	48				
资产负债率	37%	39%	34%	29%	管理费用	210	241	231	235				
流动比	1.61	1.91	2.32	2.81	财务费用	-1	-4	-11	-19				
速动比	1.24	1.51	1.94	2.42	其他费用/(-收入)	3	14	14	14				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业利润	835	1703	1742	1806				
现金及现金等价物	1341	2057	3701	4861	营业外净收支	-5	0	0	0				
应收款项	75	77	99	89	利润总额	831	1703	1742	1806				
存货净额	708	1094	1096	1100	所得税费用	225	436	435	452				
其他流动资产	1026	2138	1875	2024	净利润	605	1267	1306	1355				
<b>流动资产合计</b>	<b>3150</b>	<b>5367</b>	<b>6771</b>	<b>8074</b>	少数股东损益	1	0	0	0				
固定资产	2097	2091	2104	2102	归属于母公司净利润	605	1267	1306	1355				
在建工程	105	100	108	108	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
无形资产及其他	173	186	203	218	经营活动现金流	941	811	1802	1349				
长期股权投资	46	44	39	36	净利润	605	1267	1306	1355				
<b>资产总计</b>	<b>5571</b>	<b>7788</b>	<b>9225</b>	<b>10538</b>	少数股东权益	1	0	0	0				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	270	190	131	167				
应付款项	1430	1923	2073	2007	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	13	22	21	22	营运资金变动	-64	-651	351	-185				
其他流动负债	510	859	821	844	投资活动现金流	49	-192	-171	-182				
<b>流动负债合计</b>	<b>1953</b>	<b>2804</b>	<b>2915</b>	<b>2873</b>	资本支出	31	-203	-186	-194				
长期借款及应付债券	0	100	120	120	长期投资	0	2	5	3				
其他长期负债	99	99	99	99	其他	17	10	10	10				
<b>长期负债合计</b>	<b>99</b>	<b>199</b>	<b>219</b>	<b>219</b>	筹资活动现金流	-103	97	13	-7				
<b>负债合计</b>	<b>2052</b>	<b>3002</b>	<b>3133</b>	<b>3091</b>	债务融资	0	100	20	0				
股本	895	895	895	895	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3519	4786	6092	7447	其它	-103	-3	-7	-7				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5571</b>	<b>7788</b>	<b>9225</b>	<b>10538</b>	现金净增加额	887	716	1644	1160				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年化工行业研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。