

投资评级 优于大市 首次覆盖

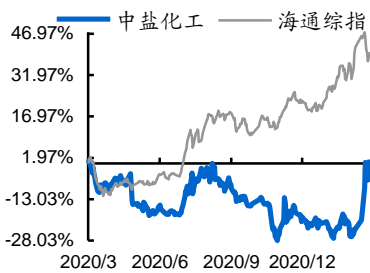
盐化工一体化生产企业, 产品迎来景气周期

股票数据

03月02日收盘价(元)	8.58
52周股价波动(元)	6.12-9.25
总股本/流通A股(百万股)	958/560
总市值/流通市值(百万元)	8217/4801

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	29.4	28.6	25.4
相对涨幅(%)	32.2	26.0	19.9

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: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 李智

Tel: (021)23219392

Email: lz11785@htsec.com

证书: S0850519110003

投资要点:

- 中盐化工: 盐化工一体化生产企业。**公司是一家集盐、盐化工、医药健康产品等生产及销售为一体的综合性企业, 主要包括盐产品、金属钠、氯酸钠、纯碱以及医药保健产品。2019年, 公司完成了对吉盐化集团持有的氯碱化工100%股权、高分子公司100%股权、纯碱业务经营性资产及负债、中盐昆山100%股权的收购, 主营业务中新增聚氯乙烯树脂(PVC)、烧碱、糊树脂、电石等板块, 并进一步扩大了纯碱产能, 实现了盐化工产业链的大幅延伸。
- 全球金属钠龙头。**金属钠全球产能装置15.55万吨, 2019年产量为13.69万吨, 其中国内11.09万吨, 国外2.6万吨。公司金属钠产能6.5万吨, 占全球产能的41.8%, 规模优势明显。全球消费领域主要集中在靛蓝粉行业和医药中间体行业, 占比分别为26%以上和64%以上。
- 纯碱、氯碱等产业链配套完善。**公司拥有“盐-电-精细化工产品”、“盐-石灰石-煤-纯碱-氯化铵”、“盐-煤-电-电石-PVC-烧碱”的一体化循环经济产业链。现有纯碱产能240万吨, 产能规模位于国内前三, 其中昆仑碱业150万吨(持股51%), 为氨碱法工艺, 中盐昆山60万吨, 为联碱法工艺, 盐碱分公司纯碱产能30万吨, 为氨碱法工艺; 聚氯乙烯树脂产能40万吨、烧碱36万吨, 糊树脂产能4万吨(二期扩产4万吨)。
- PVC、糊树脂、纯碱等化工品价格上行。**根据卓创资讯, 2月26日, 华北地区PVC出厂价在8700元/吨, 价格快速上行, 支撑市场上涨主要是春节期间美国德克萨斯州突发寒潮, 导致400万吨左右的PVC装置意外停车, 利好国内出口。PVC糊树脂价格24000元/吨, 强势上涨, 目前企业普遍库存偏低, 由于疫情带动下下游手套制品需求较好。纯碱目前价格1600元/吨, 处于上行态势, 2021年光伏玻璃新增产能项目集中, 对重碱需求增量明显, 同时浮法玻璃对重碱需求量保持增长态势。
- 盐资源和电力成本优势明显。**公司原盐储量约2亿吨, 盐湖位于内蒙、青海两地, 主要用于公司纯碱、盐化工产品生产原料。公司拥有位于内蒙古阿拉善盟的吉兰泰盐湖及位于青海省柴达木盆地的柯柯盐湖, 主要产品生产基地内蒙西部及青海德令哈地区煤炭、石灰石资源丰富, 为公司发展提供了优质可靠的资源保障, 同时, 区位优势造就了劳动力和能源成本较低。
- 盈利预测。**我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.57/1.14/1.19元/股, 给予21年10-12倍PE, 对应合理价值区间为11.4-13.68元, 首次覆盖“优于大市”评级。

风险提示。产品价格波动; 新项目投产进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9926	10046	8704	9890	9940
(+/-)YoY(%)	202.1%	1.2%	-13.4%	13.6%	0.5%
净利润(百万元)	871	895	550	1091	1138
(+/-)YoY(%)	314.0%	2.7%	-38.5%	98.3%	4.4%
全面摊薄EPS(元)	0.91	0.93	0.57	1.14	1.19
毛利率(%)	29.2%	27.9%	22.9%	29.3%	29.5%
净资产收益率(%)	16.1%	16.5%	8.1%	13.9%	12.6%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

- (1) 盐化工产品: 我们假设未来两年金属钠价格保持稳定、销量小幅增加, 纯碱价格中枢提升、销量保持稳定, PVC 价格中枢提升、销量保持稳定, 糊树脂随着二期投产销量增加、价格维持高位, 其他产品保持稳定。
- (2) 盐产品、药品等其他业务保持稳定。

表 1 公司主要产品盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
盐化工				
收入 (亿元)	91.92	81.05	92.91	93.41
成本 (亿元)	95.28	62.37	65.24	65.37
毛利率	28%	23%	30%	30%
盐				
收入 (亿元)	0.36	1.51	1.51	1.51
成本 (亿元)	0.25	1.12	1.12	1.12
毛利率	32%	26%	26%	26%
药品				
收入 (亿元)	1.35	1.01	1.01	1.01
成本 (亿元)	0.41	0.31	0.31	0.31
毛利率	70%	70%	70%	70%
其他				
收入 (亿元)	3.46	3.46	3.46	3.46
成本 (亿元)	3.45	3.30	3.30	3.30
毛利率	0%	5%	5%	5%
总计				
收入 (亿元)	100.46	87.04	98.90	99.40
成本 (亿元)	72.44	67.09	69.96	70.09
毛利率	28%	23%	29%	29%

资料来源: 招股说明书 (2020), Wind, 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
600075.SH	新疆天业	7.18	0.03	0.49	0.87	239	15	8
002092.SZ	中泰化学	10.03	0.16	0.06	0.85	63	167	12
000683.SZ	远兴能源	2.52	0.17	0.02	0.23	15	126	11
均值								10.3

注: 收盘价为 2021 年 03 月 02 日价格, EPS 为 wind 一致预期
资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	10046	8704	9890	9940
每股收益	0.93	0.57	1.14	1.19	营业成本	7244	6709	6996	7009
每股净资产	5.66	7.07	8.21	9.40	毛利率%	27.9%	22.9%	29.3%	29.5%
每股经营现金流	1.70	2.21	1.66	1.54	营业税金及附加	147	135	149	152
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
价值评估 (倍)					营业费用	656	569	646	649
P/E	9.18	14.94	7.53	7.22	营业费用率%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
P/B	1.52	1.21	1.04	0.91	管理费用	351	348	396	398
P/S	0.71	0.94	0.83	0.83	管理费用率%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	4.12	1.85	1.97	1.79	EBIT	1584	930	1688	1717
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	283	185	162	141
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.8%	2.1%	1.6%	1.4%
毛利率	27.9%	22.9%	29.3%	29.5%	资产减值损失	-43	-29	-37	-33
净利润率	8.9%	6.3%	11.0%	11.5%	投资收益	67	26	30	30
净资产收益率	16.5%	8.1%	13.9%	12.6%	营业利润	1346	768	1544	1600
资产回报率	6.3%	4.1%	7.4%	7.1%	营业外收支	7	0	0	0
投资回报率	13.6%	8.9%	14.1%	12.6%	利润总额	1353	768	1544	1600
盈利增长 (%)					EBITDA	2343	3473	2546	2067
营业收入增长率	1.2%	-13.4%	13.6%	0.5%	所得税	270	121	242	251
EBIT 增长率	-7.2%	-41.3%	81.5%	1.7%	有效所得税率%	20.0%	15.7%	15.7%	15.7%
净利润增长率	2.7%	-38.5%	98.3%	4.4%	少数股东损益	188	97	211	210
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	895	550	1091	1138
资产负债率	57.8%	44.5%	40.6%	37.2%					
流动比率	0.43	0.98	1.39	1.72	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.33	0.82	1.23	1.55	货币资金	606	1349	2763	4084
现金比率	0.09	0.28	0.57	0.84	应收账款及应收票据	176	715	1143	1307
经营效率指标					存货	648	649	651	691
应收帐款周转天数	6.40	8.00	7.20	8.00	其它流动资产	1643	2010	2224	2282
存货周转天数	32.66	35.31	33.99	36.00	流动资产合计	3073	4724	6782	8364
总资产周转率	0.71	0.65	0.67	0.62	长期股权投资	274	274	274	274
固定资产周转率	1.05	1.22	1.57	1.66	固定资产	9539	7109	6291	5972
					在建工程	371	291	276	266
					无形资产	593	662	767	853
					非流动资产合计	11064	8623	7895	7653
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	14137	13346	14676	16017
净利润	895	550	1091	1138	短期借款	1974	0	0	0
少数股东损益	188	97	211	210	应付票据及应付账款	2605	2608	2618	2558
非现金支出	793	2573	895	384	预收账款	295	305	319	334
非经营收益	208	66	14	13	其它流动负债	2204	1929	1933	1970
营运资金变动	-455	-1171	-616	-269	流动负债合计	7079	4841	4870	4861
经营活动现金流	1629	2116	1594	1477	长期借款	720	720	720	720
资产	-15	-131	-167	-142	其它长期负债	373	373	373	373
投资	-14	0	0	0	非流动负债合计	1093	1093	1093	1093
其他	104	26	30	30	负债总计	8172	5934	5963	5954
投资活动现金流	74	-105	-138	-112	实收资本	836	958	958	958
债权募资	4295	-1974	0	0	归属于母公司所有者权益	5423	6773	7864	9002
股权募资	0	122	0	0	少数股东权益	542	639	850	1060
其他	-6066	586	-43	-43	负债和所有者权益合计	14137	13346	14676	16017
融资活动现金流	-1771	-1267	-43	-43					
现金净流量	-67	743	1413	1322					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 02 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 邓勇 石油化工行业
 李智 基础化工行业

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,扬农化工,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; 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。	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。
	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。