

中泰化学(002092.sz)

PVC 业务亏损 煤矿提升公司估值

曹新 化工行业 首席研究员

电话: 021-68818805

eMail: cx2@gf.com.cn

公司业绩大幅下滑

2008 年三季度后,受危机冲击,下游需求萎缩,PVC 价格大幅下滑,行业全面陷入亏损,公司装置开工率下降。公司 PVC 业务也陷入亏损。2008 年公司净利润下降 46.81%。目前,PVC 价格处于低位运行,行业开工率有所上升,但产能过剩压力比较大,价格难以大涨。我们预计,公司业绩短期内难以转好。

煤矿提升公司估值

近期,公司出了关于准东煤田奇台县南黄草湖勘查区详查报告的公告。查明矿产资源总量 1,036,152 万吨,其中:控制的内蕴经济资源量(332)404,302 万吨(不粘煤);推断的内蕴经济资源量(333)631,850 万吨(不粘煤 603,110 万吨,长烟煤 28,740 万吨)。

业绩预测与评级

预计 2009、2010、2011 年公司每股收益分别为 0.22 元、0.59 元和 1.03 元。按目前股价计算,公司 2009 年动态市盈率为 42.73 倍,估值偏高,但考虑煤矿带来的估值影响,给予持有评级。

风险提示

PVC 价格波动大,行业竞争激烈,如果价格继续下跌,将影响公司业绩。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2,408.63	3,432.13	3250.00	4750.00	6080.00
EBITDA(百万元)	286.31	193.85	404.35	654.90	953.24
净利润(百万元)	218.37	121.99	115.88	317.82	553.67
净利润增长率	75.68%	-44.14%	-5.01%	174.26%	74.21%
每股收益(元)	0.925	0.227	0.22	0.59	1.03
市盈率	41.19	25.55	42.73	15.93	9.13
市净率	4.34	1.26	2.00	1.86	1.66
EV/EBITDA	29.85	13.69	16.78	17.80	18.30
每股红利(元)	0.07	0.00	0.1	0.3	0.4
股息率(%)	0.18	0.00	1.06	3.19	4.26

来源:新疆中泰化学股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

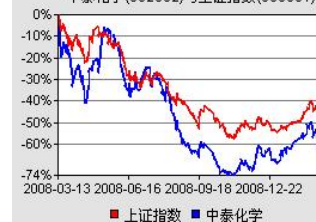
公司评级

持有

当前价格(元)	9.68
目标价格(元)	12.00
前次评级	持有

股价走势

中泰化学(002092)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.40%	51.72%	-47.32%
上证综指	-6.98%	19.19%	-44.16%

股票数据

总股本(万股)	53,686.00
流通 A 股(万股)	42,776.53
主要股东:	
	中国化工橡胶总公司
主要股东持股比例	15.20%
流通 A 股比例	79.68%

财务比率

ROE	4.94%
ROA	2.57%
资产负债率	47.42%
每股净资产(元)	4.60

2008 年报数据

公司业绩大幅下滑

2008年，公司实现营业总收入343212.60万元，净利润12199.20万元，同比分别增长42.49%和-46.81%。公司净利润大幅下滑。

导致公司净利润大幅下滑的主要原因是2008年三季度后，受危机冲击，下游需求萎缩，PVC价格大幅下滑，行业全面陷入亏损，公司装置开工率下降。公司PVC业务也陷入亏损。

烧碱价格继续维持高位，毛利率保持在40%以上。烧碱盈利用以弥补PVC业务的亏损。

目前，PVC价格处于低位运行，行业开工率有所上升，但产能过剩压力比较大，价格难以大涨。我们预计，公司业绩短期内难以转好。

公司正在新建设的36万吨PVC和30万吨烧碱项目明年投产，2010年可带来收益。另外，2台13.5万千瓦的自备电厂预计09年底投产。此外，公司50万吨电石项目也将陆续投产，但对公司短期业绩贡献十分有限。

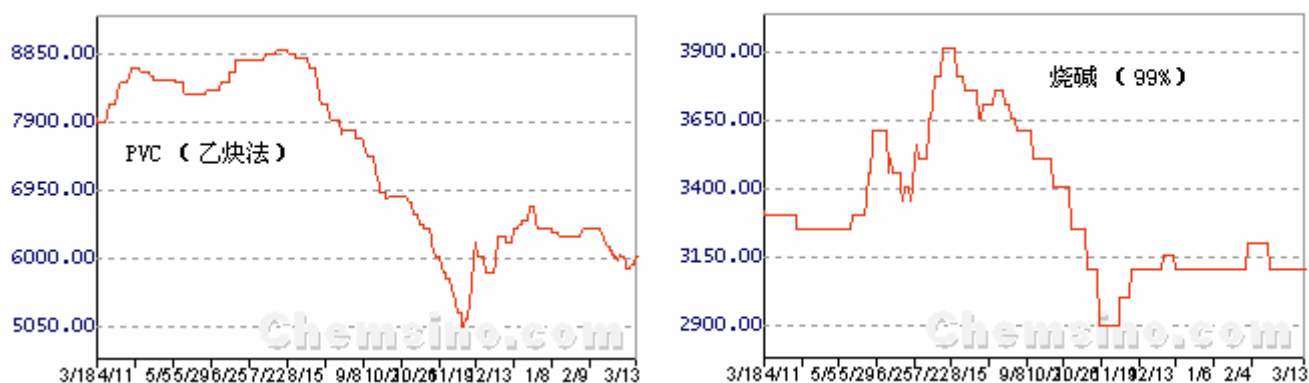
PVC 产品价格继续低位运行

近几年，我国PVC产能快速扩张，年增长超过了20%。2008年，我国PVC产能已超过1400万吨，而产量只有870万吨，行业开工率非常低，产能过剩严重。

随原油价格下跌，2008年下半年PVC价格也呈现下跌走势，而上游电石价格则相对稳定，跌幅相对较小，当电石法PVC价格跌到6000元/吨附近时，行业已全面陷入亏损，由此导致行业减产，价格反弹。但我们认为，由于产能过剩严重，在下游需求不见好转情况下，PVC价格短期内难以好转。

烧碱行业供求基本平衡，价格比较稳定。但PVC行业开工率的上升，将给烧碱价格带来一定压力。

图1 PVC与烧碱价格走势 元/吨



数据来源：中国化工在线

变动较大的几个指标

1、资产减值损失大增。2008年公司资产减值损失为1072.49万元，同比增加了763.75万元。主要原因是存货跌价计提增加了967.70万元。目前公司开工率恢复到了100%，存货和应收帐款也都恢复到正常状态。我们预计这部分损失今年减少。

2、营业外收入增加，营业外支出减少。2008年公司营业外收入为2098.65万元，同比增加了1900.44万元，主要是公司股东新疆三联违规买卖股票收益增加了1526.27万元，还有政府补助了379.23万元。2008年公司营业外支出减少了584.51万元，主要是固定资产处置减少所致。

煤矿已取得详查报告

近期，公司出了关于准东煤田奇台县南黄草湖勘查区详查报告的公告。

查明矿产资源总量1,036,152万吨，其中：控制的内蕴经济资源量（332）404,302万吨（不粘煤）；推断的内蕴经济资源量（333）631,850万吨（不粘煤603,110万吨，长烟煤28,740万吨）。

预测的资源量（334）436,973万吨（不粘煤415,231万吨、长焰煤21,742万吨）。

后续还将在勘探（精查）工作的基础上进行煤矿可研及初设工作。办理采矿权证的工作还将在准东煤田将军庙矿区煤炭资源总体规划确定后开展。

我们预计该煤矿的投产至少在2年以后。煤矿采煤量为300-500万吨，由于新疆煤价比较低，公司要实现比较好的盈利还需要仔细规划。

业绩预测

2009年，公司没有大项目投产，同时PVC价格也比较低，公司业绩将在低位运行。

2010年，公司36万吨PVC和30万吨烧碱项目将带来收益。另外，2台13.5万千瓦的自备电厂预计09年底投产，还有50万吨电石也将陆续投产。我们预计PVC价格也将逐步回升。

2011年公司煤矿可能投产，但业绩预测没考虑这部分收益。到2011年PVC价格可能上涨至高位。

表1 利润预测表 万元

	2007年	2008E	2009E	2010E
营业总收入	343212.60	325000.00	475000.00	608000.00
营业成本	282402.88	268465.00	375910.00	462800.00
营业税金及附加	1853.75	1787.50	2612.50	3344.00
销售费用	22583.49	21125.00	30875.00	40736.00
管理费用	18885.71	17875.00	26125.00	33440.00
财务费用	4639.74	3900.00	5700.00	7904.00
资产减值损失	1072.49	500.00	400.00	350.00
加公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	11774.54	13135.00	35890.00	62620.00
营业外收入	2098.65	500.00	600.00	600.00
营业外支出	599.26	600.00	700.00	800.00
利润总额	13273.94	13035.00	35790.00	62420.00
所得税费用	1184.96	1433.85	3936.90	6866.20
少数股东损益	-110.23	13.04	71.58	187.26
净利润	12199.20	11588.12	31781.52	55366.54
每股收益（元，摊薄）	0.23	0.22	0.59	1.03

数据来源：公司报告，广发证券发展研究中心

投资评级

按目前股价计算，公司2009年动态市盈率为42.73倍，估值偏高，但考虑煤矿带来的估值影响，给予持有评级。

风险提示

PVC价格波动大，行业竞争激烈，如果价格继续下跌，将影响公司业绩。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

中泰化学调研简报	曹新	2008-10-16
----------	----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。