

氯碱化工（600618）：2009 年主业将出现转机

中性（维持）

化工行业

当前股价：5.10 元

报告日期：2009 年 3 月 23 日

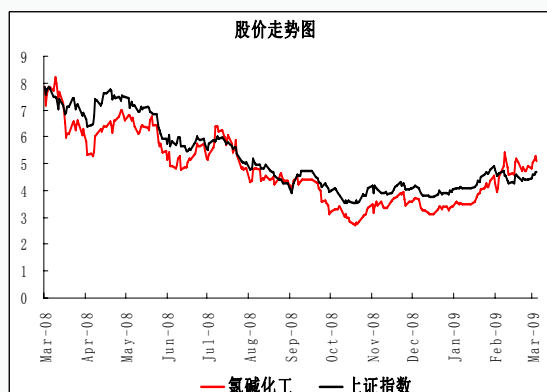
主要财务指标（单位：百万元）

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	5099	5668	5320	5654
(+/-)	36%	11%	-6%	6%
营业利润	24	-21	74	92
(+/-)	-129%	-70%	456%	19%
归属母公司净利润	56	11	74	88
(+/-)	-127%	-81%	591%	19%
每股收益(元)	0.05	0.01	0.06	0.08
市盈率(倍)	106	551	80	67

公司基本情况（2009 年 3 月 20 日止）

总股本/已流通股（万股）	115,640/26,613
流通市值（亿元）	38.24
每股净资产（元）	2.32
资产负债率（%）	59.24

股价表现（最近一年）



天相石化化工组

010-66045426 sunqi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008年，公司实现营业总收入56.68亿元，同比增长11%，利润总额1,811.19万元，同比降低70%，归属母公司净利润1,070.83万元，同比降低81%，基本每股收益0.01元。
- 公司是典型氯碱企业，产品周期性强。特别是PVC产品，占销售收入的47%，上半年因国际原油价格高企抬高成本，毛利率为-9%，四季度以后因宏观经济走弱，国内PVC行业出现整体性成本倒挂，下半年毛利率为-19%。烧碱产品占公司销售收入28%，成为公司主业收入主要贡献者，下半年毛利率34%高于上半年的44%，是因为全行业PVC产量大幅减小的情况下，氯碱平衡使得联产烧碱得以量减价保。此外，公司烧碱出口比例较大，因而利润较高。
- 化工园区循环利用和对外投资增加收益。公司PVC以外的氯产品占销售收入的22%。公司是上海化工园区唯一的氯供应商，通过循环利用，氯产品盈利能力在行业中领先，毛利率15%。除金融资产出售，公司在化工园区的上海联恒及宁夏西部氯碱等企业投资收益的利润贡献明显。2008年公司股权投资收益7,513.81万元，占利润总额的414%。
- PVC产品的盈利能力将在2009年出现拐点。预计2009年行业将延续低迷，但公司为上市公司中唯一完全乙烯法PVC企业，而全球乙烯产能不断增长，国际经济预计至少在2010年才能复苏，使得公司PVC原料价格将处在较低水平，扭转多年来对约占行业产能75%的电石法PVC企业的成本劣势。
- 外延式拓展有望增添实力。公司是中国氯碱行业的先行者，积累的技术、管理实力较强，正采用多种方式向中西部资源丰富省份拓展。2008年上半年，大股东华谊集团与公司签订对亿利化学股权托管协议，拟在亿利化学在一个完整会计年度实现盈利后将该股权转让或注入到公司。
- 盈利预测与投资评级。预测2009~2010年每股收益（EPS）分别为0.06元、0.08元，相应市盈率为80倍、67倍。考虑主业将出现较大改善，给予“中性”投资评级。
- 风险提示：进口低价PVC对国内市场造成一定冲击；上海化工园区的关联企业生产经营情况直接影响公司效益；国家出口政策与环境对公司业绩影响大于行业其他企业。



图表 赢利预测（万元）

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	509,882	566,823	532,023	565,434
增长率 (%)	36.49%	11.17%	-6.14%	6.28%
减：营业成本	451,923	514,865	478,331	507,045
营业毛利	57,959	51,958	53,691	58,389
毛利率 (%)	11.37%	9.17%	10.09%	10.33%
减：营业税金及附加	2,390	2,405	2,660	2,827
销售费用	11,919	13,631	11,704	13,005
管理费用	29,109	30,141	26,601	28,272
财务费用	18,258	20,723	18,621	19,225
资产减值损失	90	3,241		
期间费用率	11.63%	11.38%	11.20%	11.20%
加：公允价值变动收益	0	0		
投资净收益	6,190	16,077	13,301	14,136
营业利润	2,383	-2,106	7,405	9,197
增长率 (%)	-113.17%	-188.40%	-451.63%	24.19%
加：营业外收入	4,262	4,435	3,724	3,958
减：营业外支出	694	518	1,064	1,131
利润总额	5,950	1,811	10,065	12,024
增长率 (%)	-129.41%	-69.56%	455.80%	19.46%
利润率 (%)	1.17%	0.32%	1.89%	2.13%
减：所得税	248	505	2,516	3,006
实际赋税比率 (%)	4.16%	27.86%	25.00%	25.00%
净利润	5,702	1,306	7,549	9,018
归属母公司所有者的净利润	5,580	1,071	7,398	8,837
增长率 (%)	-126.95%	-80.81%	590.77%	19.46%
净利润率 (%)	1.09%	0.19%	1.39%	1.56%
少数股东损益	123	236	151	180
总股本（万股）	115,640	115,640	115,640	115,640
每股收益（元）	0.048	0.009	0.064	0.076
每股净资产（元）	2.51	2.32	2.43	2.51
净资产收益率 (%)	1.92%	0.40%	2.63%	3.05%

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014