

中泰化学(002092)

煤炭资源引发市场激情

维持评级

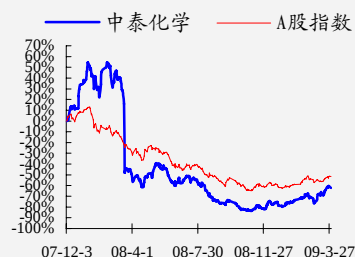
原材料/化工

2009 年 3 月 31 日

投资要点:

- 本报告主要分成两个部分，第一部分是对公司煤炭资源现状和前景的分析，第二部分是对公司 PVC 氯碱主业的分析。
- 公司煤炭资源储量巨大，根据建设计划，至少还需要 2-3 年才能达产，短期内不能贡献业绩。
- 受运输条件的限制，疆内煤炭外运成本较大，公司管理层的主要精力主要集中于 PVC 氯碱主业，未来产煤以自用为主，煤矿开采规模短期内不会过大。
- 公司地处新疆，生产 PVC 氯碱有天然的成本优势。公司正在建设 2 个年产能 50 万吨的电石基地，建成以后生产成本将大幅下降；公司 3 个 2x15 万千瓦的电厂正在规划中，建成以后，公司将形成完整的电-电石-PVC/烧碱产业链。
- 经济危机使得 PVC 和烧碱的下游行业受到不同程度的冲击，对 PVC 和烧碱的需要明显下降，但是我们认为 PVC 和烧碱是基础化工品，它们市场总量很大，可以容纳成本领先的优势企业。
- 我们预测中泰化学 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.07 元和 0.30 元，给予谨慎推荐的评级。

走势图



市场数据

2009-3-30

收盘价:	10.75 元
52 周最高价:	18.30 元
52 周最低价:	4.60 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	53,686
流通 A 股 (万股):	53,686
每股收益 (元):	0.23
每股净资产 (元):	4.60
每股经营现金流 (元):	0.58
市净率:	2.34

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6336 7000-264

分析师: 王师

TEL: (8621)6336 7000-248

地址: 上海市延安东路 45 号 20F
(邮编 200002)

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007	240,863	45.23	22,937	79.63	0.49		22.12	
2008	343,213	42.49	12,199	(46.81)	0.23		47.36	
2009E	320,000	-7.70	3,810	-68.76	0.07		153.6	
2010E	480,000	50.00	15,930	318.11	0.30		35.83	

煤炭资源分析

1. 历史背景

中泰化学作为疆内规模最大的化工企业之一，对上游原料需求量较大，公司一直希望能通过纵向一体化的方式降低化工产品的生产成本。

2006 年底，公司向新疆维吾尔自治区政府提交了关于请求落实煤炭资源的报告，自治区政府批示同意该公司在准东地区开展煤炭勘查工作。

2007 年上半年，经过奇台县国土资源局和昌吉回族自治州国土资源局的调查，初步认定公司申请的新疆准东煤田奇台县南黄草湖煤矿区（以下简称南黄草湖矿区）的探矿权范围无重叠、不存在矿业权纠纷（我国矿业权包含探矿权和采矿权）。此后，2007 年 6 月，新疆自治区国土资源厅授予了公司南黄草湖矿区的探矿权，探矿面积 246.8 平方公里。

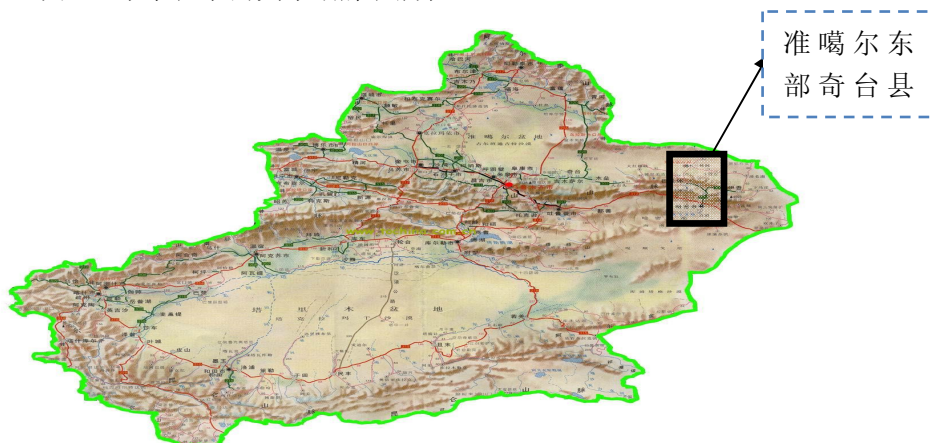
历经普查和详查，公司于 2009 年 3 月收到国土资源部矿产储量管理中心关于《〈新疆准东煤田奇台县南黄草湖勘查区详查报告〉矿产资源储量评审意见书》，认定勘查区的勘查程度达到了详查要求。目前公司已委托新疆乌鲁木齐地质勘查科技开发工作开始进行精查工作，

2. 矿区资源介绍

中泰化学拥有探矿权的南黄草湖矿区位于新疆东北部、准噶尔盆地东南部，行政区划归属奇台县。准噶尔盆地煤炭资源丰富，目前国内已有包括神华在内的多家大型煤炭企业在当地布局。

准噶尔盆地为我国重要煤炭富集地之一，盆地东西长约 1000 千米，宽度约 600 千米，面积约 18 万平方千米，主要煤种为变质程度中高的侏罗纪系煤炭。根据甘肃省地矿局的有关资料，准噶尔矿区东部富煤带围绕盆地周边分布，富煤中心分布于和什托洛盖西部、克拉玛依、准噶尔盆地南以及**准噶尔盆地东将军庙**（中泰化学煤矿所在地）等地。

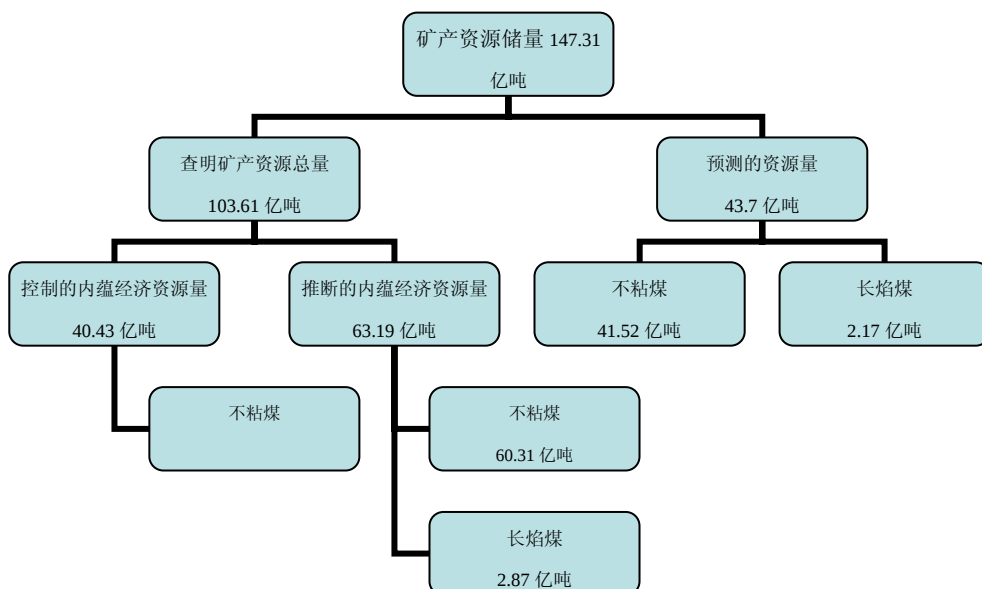
图 1 中泰化学南黄草湖煤矿所在地



资料来源：东北证券金融与产业研究所

根据公司公告，南黄草湖煤矿资源 147.32 亿吨，其中查明资源总量 103.21 亿吨，预测的资源量 43.7 亿吨，所藏煤炭以不粘煤和长焰煤为主。

图 2 中泰化学南黄草湖煤矿储量一览



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所整理

详查结果显示，南黄草湖矿区共有 9 个可采煤层，主要可采煤层为 B6 和 B3 两层。B6 煤层埋藏深度 220 米-650 米，B3 煤层的埋藏深度在 300-830 米，埋藏深度适合井工开采，露天开采的可能性极小。该 2 煤层平均单层煤厚度分别为 8.57 米、26.73 米，合计占矿区总煤层厚度的 76%。如果该矿区未来进入开发，那么 B6 和 B3 将为主要开采区域，其中 B3 埋藏浅、煤层厚，适合机械化综采放顶落煤。

从煤种来看，该矿区煤炭磷份、硫份、灰份均较低，以不粘煤为主，少量含有长焰煤（变质程度高于不粘煤），各煤层发热量在 4102-6940 大卡/千克之间。从指标上看，该地区煤炭适宜用为动力发电、民用燃料、化工，不会用于冶金。

3. 前景分析

中泰化学目前持有南黄草湖矿区的探矿权，且已经过详查，公司采矿权正在办理当中。从我国煤炭企业申请采矿权的一般程序来看，在向国土资源部报送采矿权申请前，要先进行可研、煤矿前期设计等工作，待发改委通过该项目审核后方具备申请采矿权资格。目前中泰化学尚处在煤矿精查阶段，预计 2009 年内取得采矿权证的可能性较小。



南黄草湖矿区资源储量虽已基本确定，但矿区的可采储量短期内无法确定。可采储量需要公司项目通过各级主管部门审批后，根据煤矿的预计年产能和经批准的可采年限来进行确定。（可采储量=设计年产能×可采年限）

如果公司可以取得南黄草湖矿区的采矿权，则需按照国土资源部有关规定缴纳采矿权价款，采矿权价款缴纳额度按可采储量计算，可分期缴纳。目前新疆地区采矿权二级市场价格基本上是 1-1.5 元/吨，公司表示由于自治区政府有意将公司作为疆内资源整合平台，所以在采矿权价款缴纳上会有一定优惠措施，即等到该矿区正式投产后从吨煤销售收入中进行提取。

但从国土资源部和财政部的有关规定来看，以南黄草湖矿区的储量，其采矿权价款需中央及地方两级国土资源部门进行审批，这意味着时间成本的进一步加大。

公司在 2007 年底曾发布公告，计划对南黄草湖矿区设计建设 300-500 万吨/年生产能力的煤矿。从我们调研的情况来看，公司远景规划可能远大于此，但目前还没有明确的方案。

综上，我们对中泰化学未来向煤炭业务发展的总体判断如下：

1、由于设计发改委对项目的审批，两级国土资源部门对采矿权及其价款的确定，1 年内公司无法取得采矿权；

2、即使在资金、技术、人员、采矿权都已到位的情况下，按公司较早公布的煤矿建设计划，至少还需 2-3 年方可达产；

3、新疆为我国煤炭运输区域划分中的“自给区”，疆内虽然资源丰富，但外运成本过高。即使在未来兰新复线建成的情况下，疆煤通过陇海-兰新线可达连云港的铁路运费将近 440 元/吨，运输费用远大于煤炭销售附加值。

4、公司不希望改变主营业务，未来产煤应以自用为主，煤矿开采规模短期内不会过大，目前公司的行为只是进行资源储备；

公司主业分析

1 公司概况

中泰化学于 2006 年底在深圳中小板挂牌上市，发起人为新疆化工集团，该公司原为新疆国资委管理的国有独资企业，现在的实际控制人是中国化工集团。2005 年 10 月，经国务院国资委批准，新疆化工集团由新疆国资委行政划拨至中国化工新材料总公司。2006 年 4 月，经中国化工批准，新疆化工集团持有的中泰化学 4,080 万股国有股（占总股本的 30%）划转到中国化工新材料总公司直接持有。自此，中国化工新材料总公司成为中泰化学第一大股东。

由于中泰化学曾经的省国企背景，我们认为新疆省国资委对公司仍有一定的控制力。而且公司为当地的利税、就业做出了巨大的贡献，因此新疆省将全力支持公司的发展。

公司 IPO 发行 1 亿股，2007 年增发 3243 万股，2008 年转增以后，总股本超过 5.3 亿股，总市值超过 40 亿元，在中小板中属于市值较大的个股。

截止到 2008 年底，公司小非中，新疆三联投资集团有限公司、新疆中原富海投资有限公司为自然人控制的投资公司，未来存在套现的可能，但相对公司总股本而言，所占比例有限。

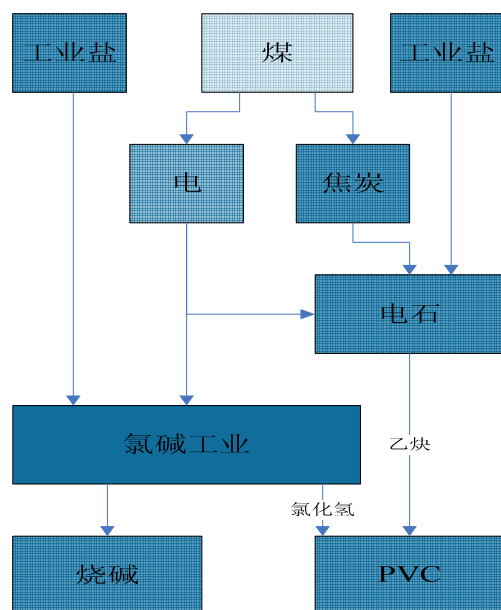
表1 十大股东持股表（20081231）

股东名称	持股比例（%）	持股总数
中国化工橡胶总公司	15.20	81,600,000
乌鲁木齐环鹏有限公司	9.31	50,000,000
新疆三联投资集团有限公司	5.87	31,535,932
新疆化工（集团）有限责任公司	5.07	27,200,000
新疆投资发展（集团）有限责任公司	3.80	20,402,302
乌鲁木齐国有资产经营有限公司	3.73	20,000,000
中国工商银行－易方达价值成长混合型证券投资基金	3.52	18,894,581
新疆中原富海投资有限公司	2.35	12,602,500
中国建设银行－中小企业板交易型开放式指数基金	1.01	5,410,026
中国工商银行－广发聚丰股票型证券投资基金	0.90	4,810,700

数据来源：公司公告

公司主业是氯碱工业，主要产品是 PVC（聚氯乙烯）和烧碱。子公司新疆华泰重化工有限责任公司是公司重点发展的氯碱基地，其中一期和一期技改共计年产能为 24 万吨 PVC 和 20 万吨烧碱，正在建设的华泰二期规模为年产 36 万吨 PVC 和 30 万吨烧碱。阜康市博达焦化有限责任公司拥有 9 万吨/年的焦炭生产能力（焦炭是电石的重要原料）。新疆中泰矿冶有限公司承接了原博达焦化的电石资产，电石产能为 18 万吨/年，正在新建 50 万吨/年的电石项目。托克逊县中泰化学盐化有限责任公司主营工业盐的开采和销售，并将成为公司第二个电石基地。新疆米东天山水泥有限责任公司，生产水泥，可以消化电石渣。另外公司取得了准东地区的九个煤矿区的探矿权，探明储量超过 100 亿吨。公司以氯碱工业为核心而打造的产业链已渐渐清晰。

图3 以氯碱工业为核心的产业链

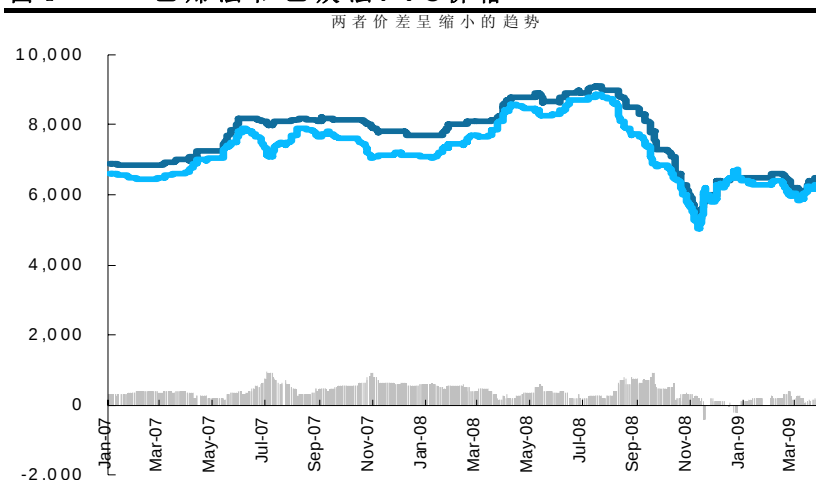


数据来源：东北证券

2 公司优势：做最便宜的 PVC

PVC 主要有两条工艺路线，即乙烯法和电石法。乙烯法具有生产规模大、污染少、能耗低等优点，乙烯法致命的缺点在于我国原油产量不足，原料需要通过进口解决。石法成本低，工艺简单，是目前国内企业普遍青睐的工艺，但能耗高，污染大。由于以前电石法乙炔工业控制水平较差，因此质量上与乙烯法存在一定的差距，因此产品价格比乙烯法略低，但随着技术水平的提高，这种差距正在被缩小，两种工艺产品的价差也呈缩小的趋势。

图 4 乙烯法和乙炔法 PVC 价格

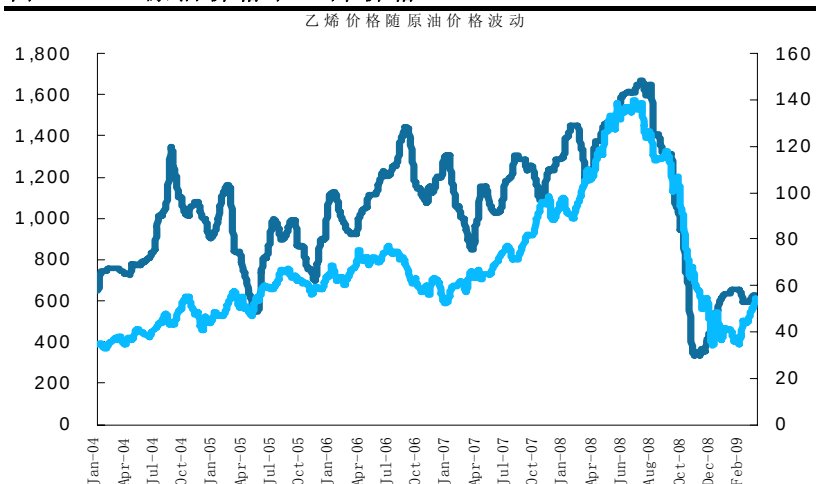


数据来源：化工在线

1) 乙烯法和电石法之争

乙烯法原料乙烯的成本占到总生产成本的三分之一以上，乙烯价格与原油挂钩，因此原油价格是乙烯法成本的主要影响因素。

图 5 原油价格和乙烯价格



数据来源：化工在线

乙烯法 PVC 投资大，单位折旧较高。开工率对成本影响较大。由于油价未来仍存在上涨的空间，且我国原油供应不足，乙烯法产能仅占我国 PVC 产能的 25%，因此乙烯法 PVC 的存在并不妨碍电石法 PVC 的发展。

2) 煤炭资源保证 PVC 成本领先

电石法 PVC 的成本中，电石的成本占到 70%，而电石成本中，电力成本超过了 50%，因此电价对 PVC 成本有决定性作用。由于政府对电价进行统一管制，各地上网电价差别不大（针对 PVC 和氯碱是大工业电价）。虽然水电发电成本低于火电，但是水电供应不稳定，我们只比较不同地区的火电价格。从区域上来看，我国电力总体上“东紧西松”的格局，即东部电力相对紧张，西部电力相对宽松，新疆发电小时数低于全国平均水平。更为重要的是，新疆煤炭储量占全国 40%，而且受地理位置限制，新疆煤炭外运量很少，因此疆内煤炭价格非常便宜，发电成本很低。但新疆的上网电价同其他省份相差不多，主要是因为新疆电网投资巨大，因此输电费较贵，如果公司能就近自建电厂，将建立起绝对的成本优势。

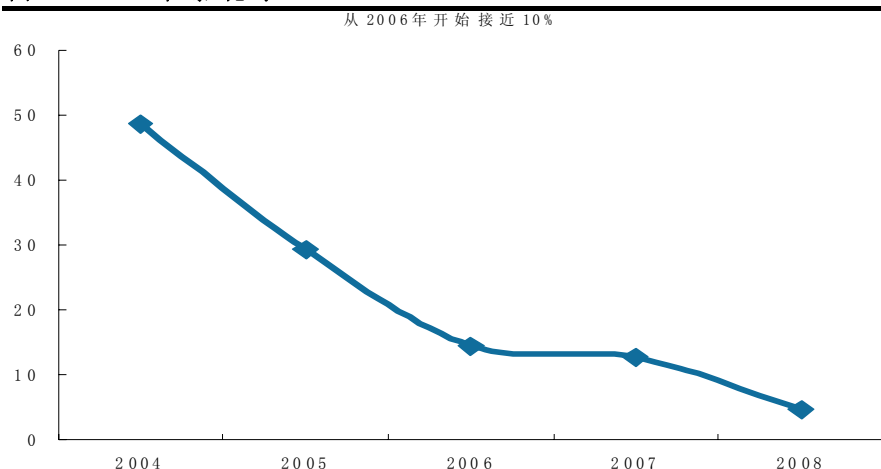
新疆是我国少数几个电力富裕的省级行政区，而且从电的源头煤分析，新疆煤炭资源丰富，由于交通不便，无法外运，只能在本地消费，新疆当地的煤价很低，只有 160 元/吨左右。

按每度电耗煤 350 克，每吨 PVC 实际耗电（包含氯碱工艺）7000 度，每吨 PVC 实际耗煤 2.45 吨煤，把 PVC 运到长三角地区的运费是 400-500 元，即实际每吨煤的运费为 200 元，实际煤的到达价为 360-370 元。

假设中泰化学自建电石厂和电厂，形成完整的产业链，以 160-170 元的煤价发电，则 PVC 吨成本下降到 4200 元，比现在低 1800 元。电石法达到这样的成本全国只能在新疆才有可能，对应乙烯法相当于原油价格 40 美元以下。

自建电石厂和电厂的 ROE 水平高于公司现有资产。2005 年以后，国内 PVC 行业进入供过于求的阶段，竞争激烈产品盈利能力下降，但公司凭借成本优势，ROE 保持 10%，高于行业平均水平。2008 年受原材料成本上升和需求不足影响，ROE 下降到 5%。

图 6 中泰化学 ROE



数据来源：WIND

以下估算按电石、电以市场价销售。

假设吨电石盈利 100 元，由于目前疆内电石供应不足，公司需要从外地采购，平均运价 400 元/吨，自建电石厂相当于每吨电石盈利 500 元。50 万吨/年电石项目投资 10 亿元，年盈利 2.5 亿元，ROE 为 25%。

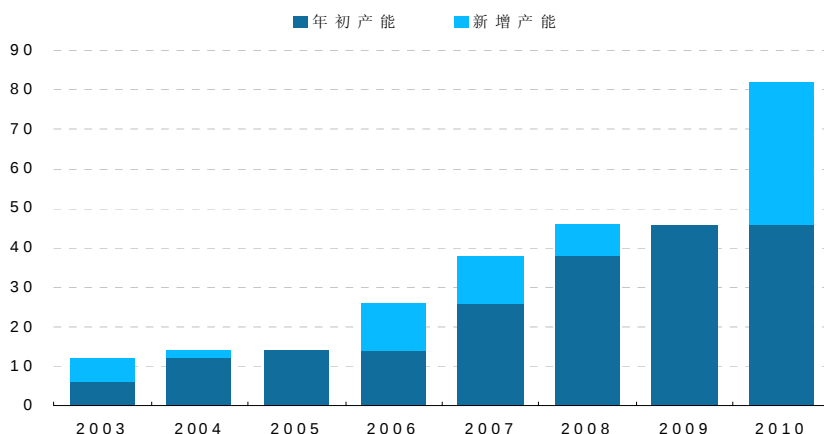
公司目前电价（不含税）是 0.36 元，假设单位耗煤 400 克/Kwh，电的成本大约是 0.14 元/Kwh，过网费 0.04 元/Kwh，则每度电的利润是 0.18 元。15 万千瓦机组的投资额大约是 6 亿元，年发电小时数 5000 小时，每年利润 1.35 亿元，ROE 为 22.5%。

3) 不断完整产业链

公司的战略是做大做强氯碱 PVC 产业，战术是向上游延伸产业链，最大规模发挥新疆地区的资源优势，成为行业内成本领先的企业。

公司的第一步是扩大 PVC、氯碱产能。公司 2003 年，公司 PVC 和烧碱的产能分别为 12 万吨/年和 9 万吨/年，由于原有老装置能耗较高，引进新型大规模装置有利于降低单位成本。2006 年底公司上市之时，“华泰一期 12 万吨 PVC/10 万吨烧碱项目”已经完成公司 PVC 和烧碱产能已经增加到 25.9 万吨/年和 23.9 万吨/年。2007 年 12 月，“华泰一期技改 12 万吨 PVC/10 万吨烧碱项目”建成投产。由于目前电石法 PVC 和烧碱单套装置的极限产能就是 12 万吨/10 万吨，继续复制产能的规模效应主要体现在期间费用的摊薄和供应能力的增强，稳定而强大的供应能力能提高公司在行业中的地位。按照公司目前的规划，“华泰二期 36 万吨 PVC/30 万吨烧碱项目”将于 2010 年投产，届时公司 PVC 和烧碱产能将分别达到 80 万吨/年和 70 万吨/年。

图 7 2010 年公司 PVC 产能将迎来第三个增长高峰

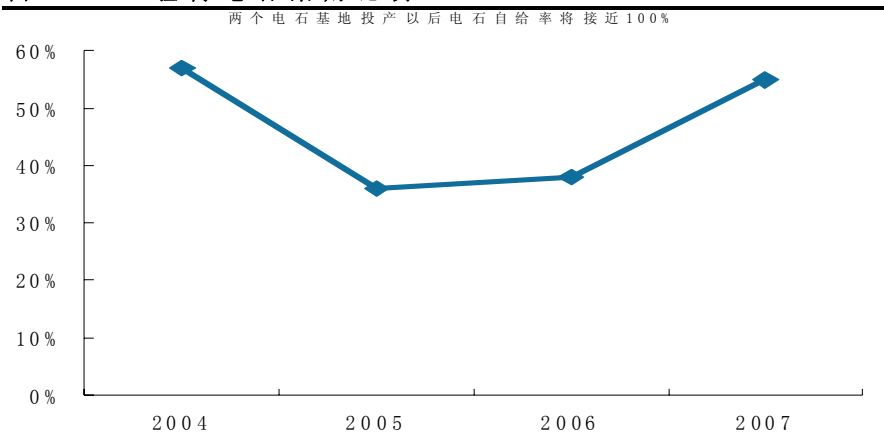


数据来源：东北证券

第二步是提高电石自供比例，正在稳步推进中。公司目前拥有博达一期二期共 18 万吨/年电石产量，占公司总需求量的 26%。公司计划新建中泰矿冶和托克逊两个 50 万吨电石基地，其中新疆中泰矿冶有限公司一期 20 万吨/年电石项目中 10 万吨电石装置于 2008 年 12 月 31 日投料试车，整个项目计划于 2009 年下半年全面

建成。托克逊县中泰化学盐化年产 50 万吨电石一期 30 万吨/年电石项目于 2008 年 9 月中旬开工建设。预计 2010 年底，公司电石基地全部投产以后，总的电石产能为 118 万吨/年，按 80 万吨 PVC 需 120 万吨电石推算，公司电石自给率将达到 98%。

图 8 疆内电石采购比例



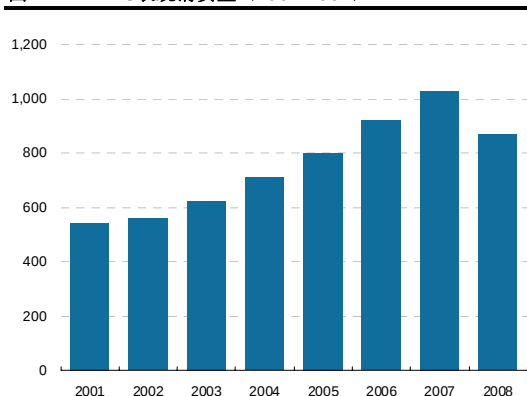
数据来源：公司公告

第三步是自建电厂。公司规划在奇台县、阜康地区、托克逊县工业园区内分别建设 3 套 2x15 万千瓦热电联产发电机组。其中，奇台县是公司煤矿所在地，阜康和托克逊分别是两个电石基地的所在地，为电石装置配套。

3 PVC 和氯碱行业

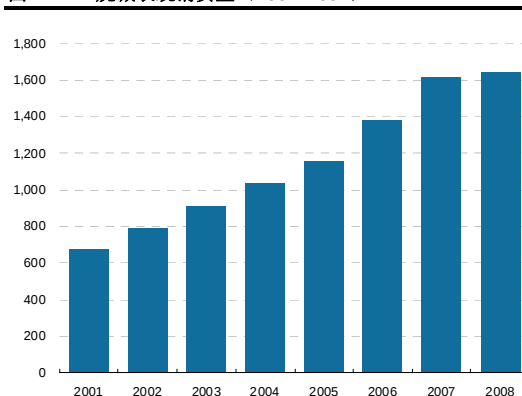
氯碱工业是一门基础工业，PVC 和烧碱都是重要的基础化工品。其中，PVC 是五大通用塑料之一，可被加工成各种塑料制品，按其用途可分为软质和硬质产品，主要用于生产软、硬管、门窗、薄膜、电缆护套、人造革等，我国每年消费量超过 1000 万吨。烧碱广泛应用于轻工、化工、纺织、医药、冶金、石油等行业，每年消费量超过 1500 万吨。从 2001 年起，国内 PVC 需求年均增长率为 7.0%，烧碱需求年均增长率为 13.4%。

图9 PVC表观消费量（2001-2007）



数据来源：东北证券

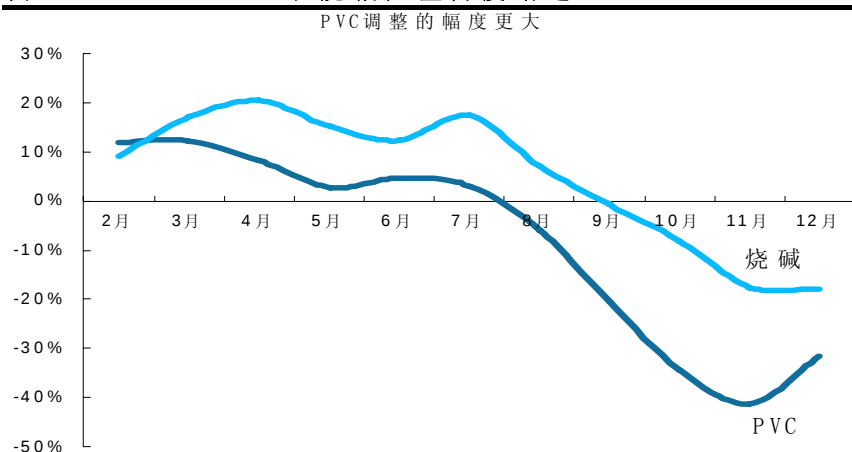
图10 烧碱表观消费量（2001-2007）



数据来源：东北证券

受经济危机的影响，下游房地产建设速度放缓、对各种塑料制品的外需下降，PVC 需求大幅萎缩，许多企业减产或者停车检修，从 8 月份开始全国 PVC 产量同比增速就下滑到零以下，11 月份产量同比下降 41%。经济危机带来的短期冲击可能会对 PVC、氯碱行业带来巨大冲击，但是由于这两种产品用途广泛、性价比高，未来它们的需求仍将稳中有增。

图 11 2008PVC 和烧碱产量月度增速



数据来源：WIND

PVC 和氯碱行业技术上已经非常成熟，固定资产投资较大，是典型的周期性行业。由于新建产能过多，行业开工率在 80%以下，2008 年最低时只有 30%左右。在整体经济如此低迷的环境下，许多扩产计划推迟，行业供给压力开始减轻。

表2 部分新建、在建PVC项目

项目名称	规模（万吨/年）	地点	预计投产时间	目前建设阶段
平煤集团（平神集团）聚氯乙烯生产项目	30	河南平顶山	2009年6月	基建完成
淮北矿业集团安徽定远盐化工项目	40	安徽定远		年内开建
北元化工扩建项目	50	陕西	2009年9月	主设备订货已完
东方希望和乌江实业合资氯碱项目	36	区		
山东信发氯碱项目	40	山东	09年4月底	土建
新川化工一期20万吨/年PVC项目	20	甘肃金昌	2009年5月	设备安装
四川永祥20万吨/年PVC项目	20	市		推迟到明年
南宁绿洲化工氯碱项目	32	广西横县		项目奠基开工
庆华集团宁夏电石、PVC项目	50	宁夏吴忠市		签约
韩华（宁波）乙烯法PVC项目	30	浙江宁波		已通过环评
陕西金泰氯碱化工二期扩建项目	20	陕西榆林	项目延期	二期扩建奠基
广西田东锦盛化工一期氯碱项目	20	广西	年底投产	设备安装了
濮阳市得胜化工30万吨/年氯碱项目	30	河南		备案
内蒙晨宏力氯碱项目	12	善左旗	2009年6月	毕

数据来源：中国氯碱网

表3 PVC装置扩产项目推迟明细

地区	PVC工厂	现有产能	最终形成产能	扩产产能	原定投产时间	备注
辽宁	锦化化工	4	11	7	08年	扩产时间顺延
陕西	陕西北元	10	60	50	09年	扩产时间可能顺延
内蒙	内蒙三联	12	16	4	09年	扩产时间顺延
内蒙	内蒙临海	15	25	10	09年	扩产时间顺延
内蒙	内蒙君正	5	15	10	08年	扩产时间顺延
河南	河南恒通	6	21	15	09年	目前是否扩产视行情而定
河南	河南神马	25	45	20	09年	预计从原计划的09年上半年顺延至09年下半年
湖南	衡阳建滔	10	20	10	09年	扩产时间顺延
四川	成都华融	10	20	10	08年	由于行情不佳, 扩产计划顺延
四川	四川金路	34	40	6	09年	扩产时间可能顺延
江苏	北方氯碱	10	30	20	09年	扩产计划暂停

数据来源: 中国氯碱网

4 盈利预测

表4 主要假设

		2007	2008	2009	2010
销量	PVC	30.48	40	40	60
	烧碱	24.04	30	30	45
价格	PVC	6214	6649	6500	6500
	烧碱	1834	2238	2000	2000

表5 利润表预测

	2007	2008	2009	2010
营业收入	240,863	343,213	320,000	480,000
营业成本	179,446	282,403	267,800	390,000
营业税金及附加	1,652	1,854	1,566	2,700
销售费用	13,610	22,583	20,800	31,200
管理费用	17,028	18,886	19,200	28,800
财务费用	2,809	4,640	6,400	9,600
资产减值损失	309	1,072	0	0
加: 营业外收入	198	2,099	0	0
减: 营业外支出	1,184	599	0	0
利润总额	25,063	13,274	4,234	17,700
减: 所得税	3,006	1,185	423	1,770
净利润	22,057	12,089	3,811	15,930
减: 少数股东损益	220	-110	0	0
归属于母公司所有者的净利润	21,837	12,199	3,811	15,930
EPS	0.93	0.23	0.07	0.30

公司煤矿短期内不能贡献利润, 我们的盈利预测仅考虑公司 PVC 和氯碱业务。我们估计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.07 元和 0.30 元, 给予谨慎推荐的评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209