

近看产业链延伸 远观煤炭资源

研究结论

- 6月10日我们对中泰化学进行了调研。公司是我国配套较为完善的电石法PVC企业之一，目前公司已经投产的产能有PVC46万吨，烧碱35万吨，电石20万吨，发电机组2X2.5万千瓦。
- 满产满销 盈利向好：**自公司1月下旬恢复满负荷生产以来，公司产销状况良好，目前PVC产量每月4万吨左右，库存很少。考虑到目前主要消费市场6400-6500元/左右的市场价格，和公司400-500元的运费水平，目前公司的出厂价格在6000元/吨左右，整体PVC业务仍处于亏损的水平。烧碱销售也较好，价格在2200-2300元/吨左右。目前全行业满负荷生产的企业约有4-5家，PVC业务基本均处于亏损状态，随着油价的不断提高，乙烯法的成本不断抬升，竞争优势在不断向电石法倾斜，我们预计电石法行业开工率将继续回升，价格平衡点将继续上提。目前行业内部普遍预期7000元/吨的市场价格较为合理。
- 步步为营 稳步扩张：**公司的产能扩张有条不紊，在IPO和增发项目各完成12万吨PVC和10万吨烧碱的建设后，自公司华泰化工二期36万吨PVC和30万吨烧碱的建设预计将于明年建成。届时公司将形成近90万吨PVC和70万吨烧碱的生产规模。
- 产业链延伸 降低成本：**同时，为了最大程度攫取产业链利润，公司同时在建50万吨电石产能，其中30万吨将于今年年底前建成，届时公司电石产能将达到50万吨左右，自给率提高到60%以上；华泰化工2X13.5万千瓦的热电厂将于明年年中投产，届时将基本满足PVC生产用电，我们估计每度电将节约成本0.1元以上。同时公司还在积极报批电石生产的配套电厂，未来有望大幅提高公司的盈利水平。
- 有望获得煤炭资源 搭建长期发展平台：**目前公司在准东煤矿的勘探工作已经进入到到了精湛的阶段，预计将很快完成，考虑到公司目前已经有新疆国资委直接控股，自治区有动力将中泰化学作为地方的煤化工产业的龙头，公司未来很有希望获得煤炭资源。目前准东煤田的探明储量147亿吨，煤质热值高，约在6000-8000大卡，公司有望在2-3年后拥有质地极佳的煤化工发展平台，并有可能受益于未来的西煤东运。
- 风险因素：**宏观经济长时间低迷，在建项目投产晚于预期，财务压力。
- 公司近期的业绩将取决于氯碱行业的景气度和产业链延伸的速度，如果目前低迷状况维持，公司的业绩增长将主要来源于电力配套的逐渐完善，如果10年行业景气度回升，公司业绩有望恢复到0.6元/股左右，同时如果11年公司二期PVC项目达产，业绩有望达到0.71元/股。目前公司股价对应2010年PE23X，PB3X。我们给予公司短期增持的评级。但考虑到公司未来拥有优质大煤田的可能性较大，建议长期投资者买入。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

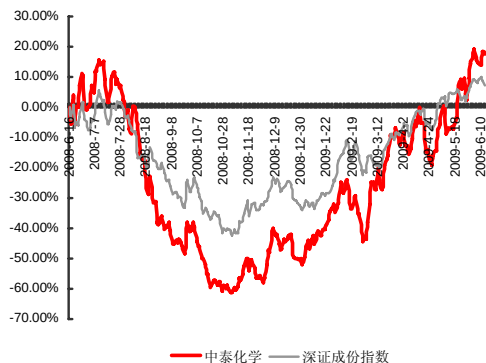
庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

公司评级	买入 增持 中性 减持
股价(2009年6月12日)	14.22元
目标价格(6个月)	16元
总股本/A股(万股)	53686/53686
A股市值(百万元)	7634
国家/地区	中国
行业	基础化工

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	26.40%	61.75%	24.54%
相对表现(%)	23.01%	29.24%	12.93%

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3432	3382	3794	5328
同比(%)	42%	-1%	12%	40%
净利润	121	51	319	380
同比(%)	-45%	-58%	532%	19%
毛利率(%)	17.7%	14.2%	22.3%	21.7%
ROE(%)	4.8%	2.0%	11.2%	11.9%
每股收益(元)	0.23	0.09	0.59	0.71
P/E	62.58	150.99	23.92	20.07
P/B	3.06	3.00	2.67	2.38

资料来源: 东方证券研究所预测

表：财务报表与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	917	681	842	1109	营业收入	3432	3382	3794	5328
现金	174	165	294	335	营业成本	2824	2903	2946	4172
应收账款	34	34	38	53	营业税金及附加	19	18	20	29
其它应收款	10	10	11	16	营业费用	226	176	209	298
预付账款	537	290	295	417	管理费用	189	169	209	293
存货	126	145	147	209	财务费用	46	56	48	104
其他	37	37	57	80	资产减值损失	11	2	2	3
非流动资产	3829	4872	5915	5427	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	23	23	23	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2255	3218	5081	4866	营业利润	118	58	360	428
无形资产	84	84	84	84	营业外收入	21	5	5	5
其他	1468	1548	727	455	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	4746	5554	6757	6537	利润总额	133	57	359	427
流动负债	1946	2705	3596	3026	所得税	12	6	39	47
短期借款	1162	1862	2762	1862	净利润	121	51	319	380
应付账款	590	610	589	834	少数股东损益	-1	-0	-0	-0
其他	195	233	244	330	归属于母公司净利润	122	51	319	380
非流动负债	304	308	306	307	EBITDA	353	332	775	927
长期借款	298	298	298	298	EPS (元)	0.23	0.09	0.59	0.71
其他	6	10	8	9					
负债合计	2250	3013	3902	3333	主要财务比率				
少数股东权益	27	27	27	27	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	537	537	537	537	成长能力				
资本公积	1271	1271	1271	1271	营业收入	42.5%	-1.5%	12.2%	40.4%
留存收益	541	581	864	1174	营业利润	-54.8%	-50.9%	522.4%	19.1%
归属母公司股东权	2468	2513	2827	3176	净利润	-45.2%	-58.2%	531.6%	19.2%
负债和股东权益	4746	5554	6757	6537	获利能力				
					毛利率	17.7%	14.2%	22.3%	21.7%
					净利率	3.5%	1.5%	8.4%	7.1%
					ROE	4.8%	2.0%	11.2%	11.9%
					ROA	2.5%	0.9%	4.7%	5.8%
					偿债能力				
					资产负债率	47.4%	54.3%	57.7%	51.0%
					净负债比率				
					流动比率	0.47	0.25	0.23	0.37
					速动比率	0.41	0.20	0.19	0.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.61	0.56	0.82
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	4.79	4.76	5.00	5.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.23	0.09	0.59	0.71
					每股经营现金流	0.03	1.25	1.38	2.03
					每股净资产	4.65	4.73	5.32	5.97
					估值比率				
					P/E	62.58	150.99	23.92	20.07
					P/B	3.06	3.00	2.67	2.38

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn