

中泰化学（002092）：拟非公开发行股票，用于华泰二期氯碱项目

化工行业

2009年9月30日

孙祺 010-66045426 sunqi@txsec.com

事件描述：

公司公告：拟向包括大股东新疆国资委、其他合法投资者等不超过10名的特定对象非公开发行股票，拟募集资金不超过人民币38亿元，全部向控股子公司新疆华泰重化工有限责任公司增资，用于建设华泰二期项目。

评论：

1. 此次融资项目的生产、技术、运营风险较小。

多年来公司的发展始终紧密围绕氯碱主业，两大主导产品聚氯乙烯树脂和烧碱一直占销售收入和利润的90%以上。上市前，公司在乌鲁木齐西山本部已有聚氯乙烯产能16万吨/年、烧碱产能10万吨/年。

2006年12月，公司首发上市，募集资金用于偿还先期投入于2006年4月已经建成的控股子公司华泰一期12万吨/年聚氯乙烯树脂和配套10万吨/年离子膜烧碱项目贷款。

2007年12月，公司增发A股，募集资金用于偿还先期投入于已经开始建设的华泰一期扩能技改12万吨/年聚氯乙烯树脂和配套10万吨/年离子膜烧碱项目贷款。该项目2007年12月完工投产。截至2008年年底，公司拥有聚氯乙烯树脂有效产能46万吨/年，烧碱有效产能35万吨/年。

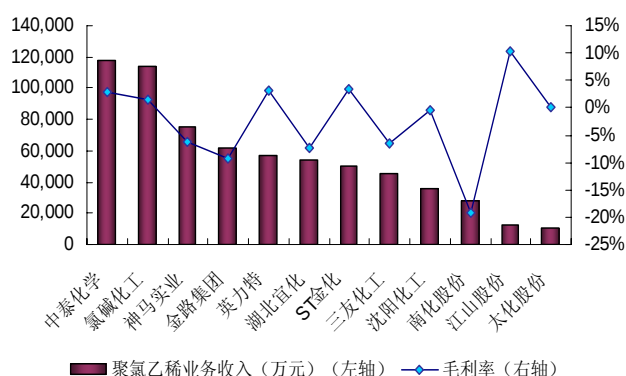
经过前两次股权融资后，本次公司募集资金拟用于华泰二期36万吨/年聚氯乙烯树脂和配套30万吨/年离子膜烧碱及2×135MW热电联产装置和100万吨/年电石渣制水泥熟料项目，总投资39.89亿元。项目已经先期施工，预计2010年中期建成投产。

因此，此次定向增发在生产、技术、运营等方面的风险小于一般再融资项目。

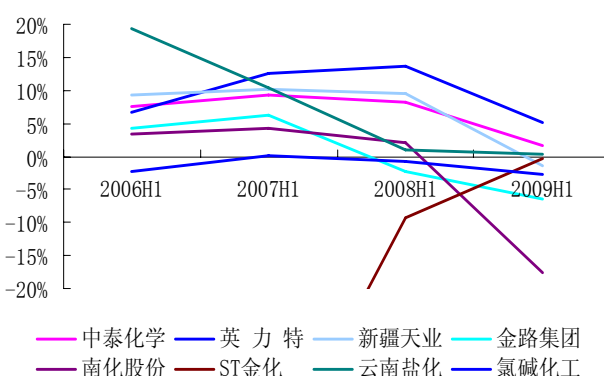
2. 此次融资项目的效益前景较为确定。

公司具有明确的上游一体化成本优势，毛利率和利润率在行业内长期处于前列。

图表 1：上市公司聚氯乙烯产品收入和毛利率比较



图表 2：上市氯碱公司营业利润率(扣除投资收益)比较



数据来源：公司2009年中报，天相投顾整理

数据来源：公司中报，天相投顾整理

特别是此次华泰二期的自备发电装置，将使得华泰全部烧碱用电自给，可以增厚EPS（增发前）0.203元。此外，托克逊县中泰化学盐化30万吨/年电石一期等项目年内投产，公司将实现电力9%自给和电石55%自给，从而不断降低成本。

氯碱属于基础化工，规模效益是除了上游一体化外另一个决定企业业绩的重要因素。公司2006年首发上市以来借助融资，实现产能和效益迅速发展。2005年以后，公司的产量增速一直超过全国的平均水平。即使在2008年氯碱行业遭遇多年未有的衰退状态下，2003-2008年，公司销售收入和利润年复合增长率分别达54%、22%。华泰二期完工后，公司有效产能将达到聚氯乙烯树脂约90万吨/年、烧碱约70万吨/年、发电能力350MW，跻身我国氯碱行业前三名。

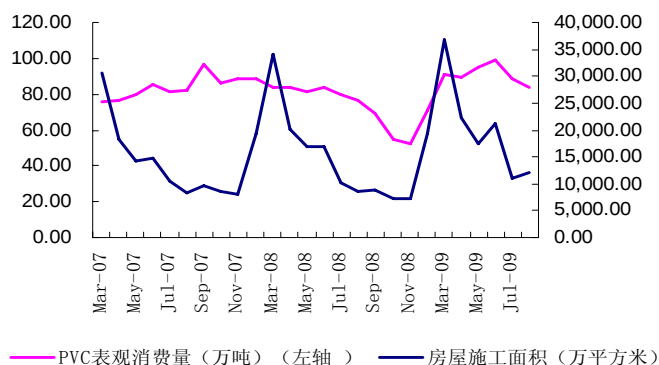
虽然国内氯碱行业总体产能过剩，但企业间巨大的盈利能力差异导致生存状态的迥异。公司凭借不断降低成本，长期保持了在行业内领先的竞争优势，销售压力很小。2009年上半年，全国聚氯乙烯树脂开工率58%，公司则一直满负荷生产。

3. 氯碱行业在逐步复苏。

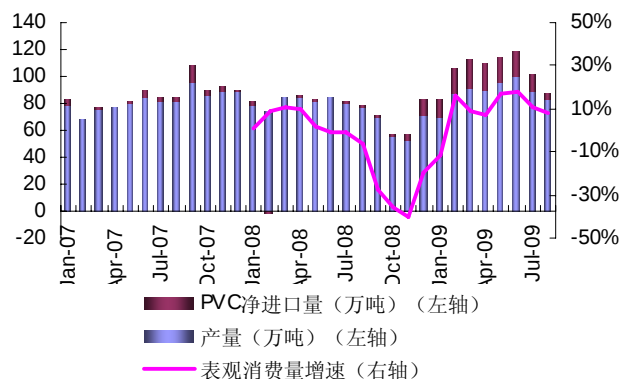
氯碱行业随宏观经济的波动显示出强周期性，企业效益也与宏观经济高度关联。

聚氯乙烯树脂和房地产行业有密切的相关性，目前随房地产行业逐步复苏。2009年1-8月房地产施工面积同比增加13.5%，特别是8月份同比增加39.5%。2009年1-8月，我国聚氯乙烯表观消费量同比增长了9.24%。值得注意的是自2008年末至2009年中期，进口低价聚氯乙烯大量倾销我国，明显抑制了国内产量和价格。随着全球经济复苏和国际原油价格震荡上行，国内以电石法为主导的聚氯乙烯企业的生存环境逐步改善。

图表 3：聚氯乙烯表观消费量和房地产施工面积



图表 4：我国聚氯乙烯净进口和表观消费量走势



数据来源：天相投顾分析系统

数据来源：天相投顾分析系统、百川资讯

四季度进入氯碱行业的传统需求淡季。目前国内电石法聚氯乙烯树脂的含税价格已经从8月份近7000元/吨的高位震荡回落至6600元/吨。但国内市场方面，房地产等主要下游仍在向好的趋势中；而国际市场方面，去年四季度国际经济急速下滑，今年同期欧美等聚氯乙烯制品出口市场有望适度恢复，因此，我们认为今年将相对出现“淡季不淡”的情况。而且成本因素决定聚氯乙烯树脂价格进一步下行的空间十分有限。从长周期和季节性角度看，目前都是氯碱行业复苏途中的相对低点，可以进行战略性配置。

4. 公司具备长期投资价值。

我们认为，在当前股市以震荡为主的形势下，以合理价位参与未来增长较明确而目前处于复苏初期的强周期行业公司的定向增发是一个较好的投资渠道。

远期，公司拟在阜康地区规划160万吨/年聚氯乙烯树脂、120万吨/年烧碱项目。其首期40万吨/年PVC和配套烧碱拟于2010年动工，2011年完工。规模效应加之成本优势，公司将称为世界级氯碱巨头，掌握行业话语权。

此次公司拟增发7,000-28,000万股份，以增发中位数17,500万股计算，预测2009-2011年每股收益分别为0.15元、0.61元、0.82元。以9月30日股价13.74元计算，相应2010-2011年市盈率为23倍、17倍。随着大盘调整，目前公司股价安全边际较高。考虑到氯碱行业的强周期性，目前行业仍处在相对底部阶段，而公司未来盈利增长明确，维持“增持”评级。

风险提示：（1）氯碱行业的复苏进度低于预期（2）以上限数量增发有股本摊薄风险。

相关报告：

2009年8月19日 调研深度报告：中泰化学（002092）：中小板走出的氯碱巨头

2008年8月28日 半年报点评：中泰化学（002092）：在氯碱行业复苏中不断增强实力

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：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100