

2010-03-09

基础化工

中泰化学 002092.SZ

维持

买入

当前价格	20.93 元
目标价格	25.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

程磊 张力扬 高峰

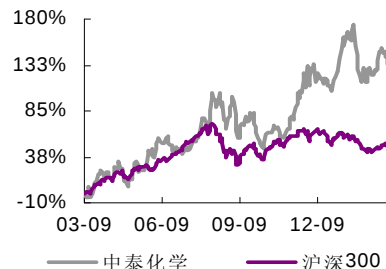
021-22169157

chenglei@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	537
总市值(百万元)	11,236
流通比例(%)	79.68%
12 个月最高/最低(元)	25.65/8.38
近 3 月日均成交量(百万股)	8.75
主要股东	中国化工橡胶总公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.90	11.76	87.00
绝对收益	3.39	2.44	130.72

相关报告:

打造新疆资源平台
 2010-01-04
 中泰化学 09 年中报点评: 公司经营拐点已现
 2009-08-30
 中泰化学: 依托新疆资源
 2009-08-14

跨越式发展的时代来临

◇ 事件: 公司公布 09 年年报

◆ 公司 09 年业绩符合市场预期:

公司 09 年实现每股收益 0.19 元, 符合市场预期。09 年公司生产装置安全、平稳运行, 保持了较高的开工率。随着经济复苏, PVC 市场价格开始触底回升, 公司盈利能力迅速恢复, 4 季度单季度毛利率恢复到 18.09%。

◆ 公司超额利润来源于新疆资源优势:

随着氯碱产业竞争的进一步加剧, 资源优势将会逐步显现出来。“电—碱”联产、“盐—碱”联产、“电石—PVC”联产将成为氯碱产业的主要发展趋势。公司积极利用资源、能源优势, 加大对上游产业的投入, 上下游平衡发展。公司通过建设“煤炭—电力—电石—聚氯乙烯”完整产业链, 依托新疆资源禀赋优势和完整的产业利润转移链条来获得超额利润。

目前公司疆内电石自给率接近 100% (疆外电石比疆内多 350 元/吨运费, 过去疆外占比较高), 这有利于公司降低 PVC 成本。随着公司自备电厂的建设, 公司 PVC 成本未来可下降到 4000 元/吨 (不含税), 成本优势十分明显。

◆ 自备电厂、氯碱项目逐步投产, 跨越式发展时代来临:

公司目前已具有 46 万吨 PVC、35 万吨烧碱、20 万吨电石的年产能。公司 2 × 13.5 万千瓦时的两台机组将分别于 2010 年 6 月和 8 月投产; 华泰子公司 36 万吨 PVC、30 万吨烧碱的建设已进入安装阶段, 预计于 2010 年 6 月前投产。公司准东阜康 160 万吨 PVC、120 万吨烧碱基地, 依托当地丰富的煤、电、石灰石等资源来规划建设, 建成后 will 形成较为完善的循环经济产业链, 这成为公司未来 3 年的发展重点, 其中一期 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱项目, 将于 2011 年底建成投产。未来公司整体规划将达到 240 万吨 PVC、180 万吨烧碱, 成为国内最具竞争优势的氯碱龙头。

◆ 维持“买入”评级:

我们预计公司 10、11 年每股收益分别为 0.83 和 1.57 元。根据测算, PVC 均价每涨 100 元/吨, 公司 10 年业绩增厚约 0.1 元/股。考虑到国家近期可能出台新疆区域振兴的重大政策, 公司可获得跨越式发展的机遇, 维持公司“买入”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,432	3,327	5,002	7,640	9,622
营业收入增长率	42.49%	-3.08%	50.38%	52.73%	25.94%
净利润(百万元)	122	103	448	843	1,317
净利润增长率	-44.14%	-15.46%	334.27%	88.32%	56.20%
EPS(元)	0.23	0.19	0.83	1.57	2.45
ROE	4.89%	3.99%	13.17%	20.27%	24.64%
P/E	92	109	25	13	9
P/B	2	5	4	3	3
EV/EBITDA	30	28	16	9	6

光大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。

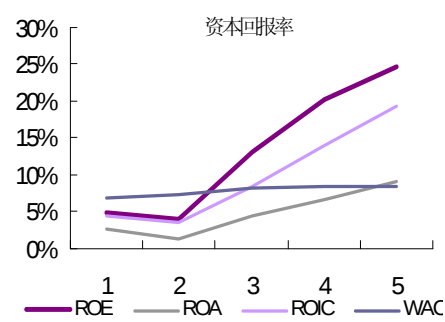
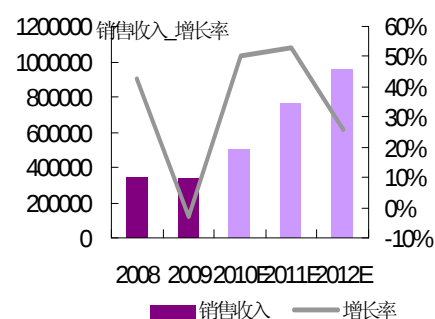
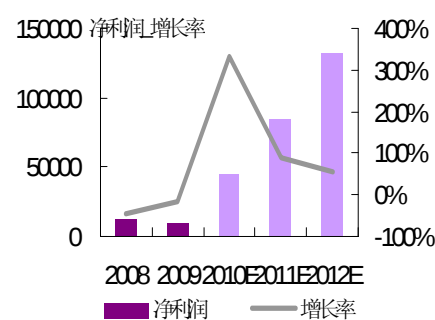
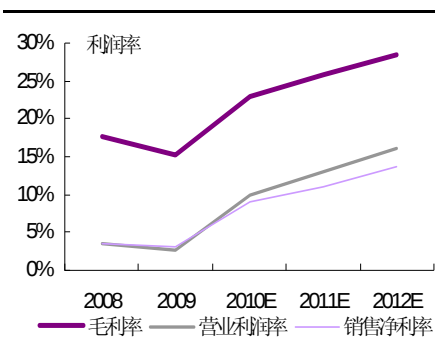
附录：

图表1： 公司季度数据情况 单位：百万

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	QoQ	YoY
营业收入	746.13	991.53	1028.06	666.41	664.87	941.91	815.42	904.30	10.90%	35.70%
营业成本	574.24	754.18	838.96	656.65	561.34	809.17	708.09	740.71	4.61%	12.80%
销售费用	49.39	60.61	63.58	52.26	56.01	62.83	54.51	60.10	10.26%	15.01%
管理费用	50.29	63.03	51.70	23.83	23.62	30.26	23.00	41.90	82.14%	75.82%
财务费用	10.71	16.76	13.97	4.95	12.26	14.94	17.79	15.92	-10.47%	221.57%
资产减值损失	5.78	0.17	-0.41	5.19	1.66	2.80	0.92	-1.21	-231.38%	-123.38%
投资收益	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	2.30	-3.55	-254.59%	-
营业利润	52.74	89.74	54.62	-79.34	7.29	19.19	12.79	41.59	225.16%	-152.41%
营业外收支	0.55	14.16	-0.89	1.18	0.34	11.51	4.51	30.03	566.33%	2454.13%
利润总额	53.29	103.89	53.73	-78.17	7.62	30.70	17.30	71.61	314.06%	-191.62%
所得税	-0.52	7.34	3.17	1.86	2.50	5.24	2.39	12.18	409.30%	553.53%
净利润	53.81	96.55	50.56	-80.03	5.12	25.46	14.90	59.43	298.77%	-174.26%
归属于母公司所有者的净利润	53.98	95.87	50.90	-78.75	5.08	24.70	13.13	60.22	358.70%	-176.46%
少数股东损益	-0.17	0.68	-0.34	-1.28	0.04	0.76	1.78	-0.78	-144.07%	-38.71%
EPS（元/股）	0.10	0.18	0.09	-0.15	0.01	0.05	0.02	0.11	358.70%	-176.46%
每股经营性现金流净额（元）	-0.12	0.19	0.19	0.33	0.28	0.19	0.44	0.33	-26.69%	-1.51%

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,432	3,327	5,002	7,640	9,622
营业成本	2,824	2,819	3,850	5,669	6,884
EBITDA	417	466	950	1,595	2,289
折旧和摊销	238	278	306	448	583
销售费用	226	233	350	535	674
管理费用	189	119	170	260	327
财务费用	46	61	111	154	156
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
营业利润	118	91	501	992	1,550
利润总额	133	127	533	992	1,550
少数股东损益	27	29	35	35	35
归属母公司净利润	121.99	103.13	447.86	843.41	1,317.40

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	4,746	7,477	10,184	12,525	14,423
流动资产	917	1,312	2,366	3,579	4,464
货币资金	174	694	1,501	2,292	2,887
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	34	37	55	84	105
应收票据	37	82	125	191	241
其他应收款	22	40	60	92	115
存货	126	144	200	294	357
可供出售投资	0	0	410	410	410
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	23	219	219	219	219
固定资产	3,668	5,771	7,020	8,152	9,168
无形资产	84	84	80	76	72
总负债	2,250	4,894	7,682	9,264	9,976
无息负债	790	2,149	2,435	3,537	4,293
有息负债	1,460	2,745	5,248	5,727	5,683
股东权益	2,496	2,583	3,402	4,161	5,346
股本	537	537	537	537	537
公积金	1,271	1,271	1,271	1,271	1,271
未分配利润	541	633	946	1,537	2,459
少数股东权益	27	29	35	35	35

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	311	666	799	1,973	2,366
净利润	122	103	448	843	1,317
折旧摊销	238	278	306	448	583
净营运资金增加	-1,296	-513	-834	-370	173
其他	1,248	797	879	1,051	292
投资活动产生现金流	-1,595	-2,311	-1,550	-1,576	-1,596
净资本支出	1,144	2,187	1,327	1,207	1,088
长期投资变化	1	197	0	0	0
其他资产变化	-2,739	-4,694	-2,877	-2,783	-2,684
融资活动现金流	379	2,154	1,558	394	-175
股本变化	268	0	0	0	0
债务净变化	-30	-937	-654	-967	-1,179
其它长期负债变化	-24	1,359	286	1,103	756
净现金流	-904	508	807	791	595

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	42.49%	-3.08%	50.38%	52.73%	25.94%
净利润增长率	-44.14%	-15.46%	334.27%	88.32%	56.20%
EBITDA 增长率	-1.83%	11.92%	103.69%	67.87%	43.50%
EBIT 增长率	-35.73%	5.02%	242.47%	77.97%	48.73%
估值指标					
PE	92	109	25	13	9
PB	2	5	4	3	3
EV/EBITDA	30	28	16	9	6
EV/EBIT	70	71	23	13	8
EV/NAPLAT	77	86	27	15	10
EV/Sales	4	4	3	2	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	17.72%	15.25%	23.04%	25.80%	28.45%
EBITDA 率	12.14%	14.02%	18.99%	20.88%	23.79%
EBIT 率	5.22%	5.66%	12.88%	15.01%	17.72%
税前净利润率	3.87%	3.82%	10.66%	12.99%	16.11%
税后净利润率	3.55%	3.10%	8.95%	11.04%	13.69%
ROA	2.57%	1.38%	4.40%	6.73%	9.13%
ROE	4.89%	3.99%	13.17%	20.27%	24.64%
ROIC	4.34%	3.51%	8.40%	13.99%	19.29%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.52	0.79	0.84	0.61	0.35
资产负债率	47.42%	65.45%	69.31%	69.01%	65.11%
流动比率	0.47	0.46	0.50	0.57	0.63
速动比率	0.41	0.41	0.46	0.52	0.58
每股指标					
EPS	0.23	0.19	0.83	1.57	2.45
每股红利	0.01	0.00	0.08	0.16	0.25
每股经营现金流	0.58	1.24	1.49	3.68	4.41
每股净资产	4.60	4.76	6.27	7.69	9.89
每股销售收入	639.30	619.62	931.76	1423.10	1792.32
每股 EBITDA	0.78	0.87	1.77	2.97	4.26

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程磊，南京工业大学化学工程学士，南京大学管理学硕士。09年6月加盟光大证券研究所。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

张力扬，石油大学化学工程学士，南开大学金融学硕士。6年石油化工工作经验，06年6月开始在长江证券研究所从事石化化工行业证券分析，07年7月加入光大证券研究所。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

高崢，华东师范大学金融学硕士，Johns Hopkins University-南京大学中美中心硕士交流生，华东理工大学化学工程学士、英语专业学士。05年7月开始在德勤华永会计师事务所从事审计工作，07年7月加入光大证券销售交易部，09年3月开始在光大证券研究所从事化工行业研究。2009年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第2名。

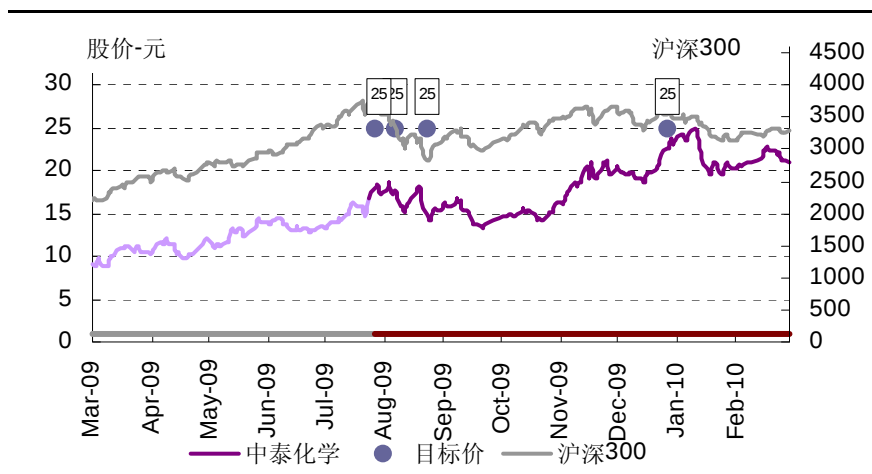
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中泰化学（002092）

分析师：程磊



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-08-03	16.79	25.00	买入
2009-08-14	17.21	25.00	买入
2009-08-30	16.57	25.00	买入
2010-01-04	21.83	25.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。