

中泰化学-一体化成本优势奠定发展空间

——泛煤炭类股票研究

分析师：王文静

Email: wangwenjing@lxzq.com.cn

日期：2010年5月21日

www.lxzq.com.cn

要点：今日晨报中我们对中泰化学给予首次“买入”评级，市场对其概念性炒作将转入关注其业绩实际增长的阶段，中线看好。

◆ 政策支持奠定发展前景

近日结束的新疆座谈会议中央切实的将政策向新疆倾斜，在投资力度与政策优惠方面给予充分的保证，以缓解国内区域经济发展不平衡，同时将新疆地区的发展作为目前经济新增长点之一。中泰化学作为新疆国资委唯一控股的氯碱上市公司，新疆地区的基础建设与城镇化发展将会推动其PVC产品需求的逐步回升。另外，对于基础资源储备丰富，未来发展潜力巨大的新疆板块而言，强大的政府背景有利于公司在现有平台上整合各种资源，成为新疆的化工企业龙头。

◆ 公司一体化带来的成本优势

公司将依托资源禀赋优势和完整的产业移链条获得强大的成本优势，建设“煤炭—电力—电石—聚氯乙烯—煤化工”完整产业链。近年来我国PVC产业重心逐步向煤炭和原盐资源丰富的中西部地区转移，有望形成产业集约化，中泰化学将受益于行业整体结构的再调整。

◆ 产能扩张有望使得业绩2010年实现大幅增长

由于公司每年不断有新的产能投放，公司的业绩呈现持续增长。我们预计公司2010、2011年的EPS（最新股本）分别为0.51元、1.11元，目前的股价对应的PE分别为40倍、19倍，未来公司巨大的煤炭储能释放或使公司业绩超预期，我们给予公司中线“买入”投资评级。



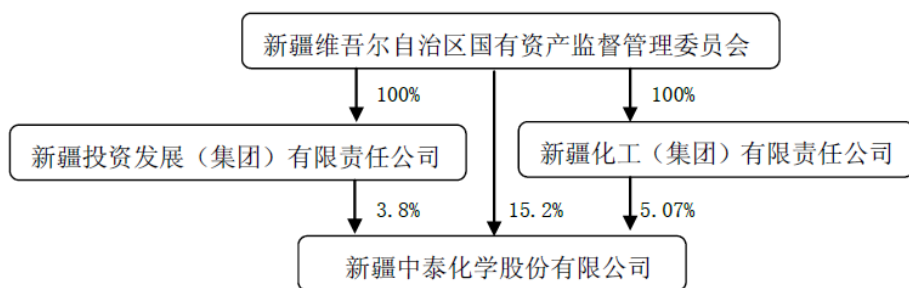
联讯证券

1、政策支持奠定新疆的发展前景

连续召开三日的新疆工作会议在京结束。胡锦涛主席在会中明确指出“努力推进新疆跨越式发展和长治久安”，中央也明确指出为推动新形势下新疆经济社会加快发展，必须加大政策支持力度。譬如，在新疆率先进行资源税费改革，对新疆困难地区符合条件的企业给予企业所得税“两免三减半”优惠；中央投资额继续向新疆自治区和兵团倾斜，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多；适当增加建设用地规模和新增建设用地占用未利用地指标；适当放宽在新疆具备资源优势、在本地区和周边地区有市场需求行业的准入限制；逐步放宽天然气利用政策，增加当地利用天然气规模等。

在本次会议中央切实的将政策向新疆倾斜，在投资力度与政策优惠方面给予充分的保证，以缓解国内区域经济发展不平衡，同时将新疆地区的发展作为目前经济新增长点之一。中泰化学作为新疆国资委唯一控股的氯碱上市公司，新疆地区的基础建设与城镇化发展将会推动其 pvc 产品需求的逐步回升。另外，对于基础资源储备丰富，未来发展潜力巨大的新疆板块而言，强大的政府背景有利于公司在现有平台上整合各种资源，成为新疆的化工企业龙头。

图表 1 股权结构



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

2、主业持续扩张，2011 年有望成为国内及世界级氯碱巨头

2010年，随着华泰化工二期完成，公司将达到PVC树脂82万吨/年、烧碱65万吨/年以上产能，成为行业前三名企业。2009年8月，公司拟以全资子公司新疆中泰化学阜康能源有限公司为主体，在阜康地区整体规划160万吨/年PVC 树脂、120万吨/年离子膜烧碱、2×15万千瓦+2×33万千瓦热电联产装置、320万吨/年电石渣制水泥等项目，总投资约150亿元。上述项目计划用五年左右的时间分四期建设。其中：一期工程建设项目为40万吨/年PVC树脂、30万吨/年离子膜烧碱，计划2010年全面开工，2011年建成投产。

公司远景规划 PVC 产能将达到 220 万吨，烧碱 170 万吨，电石 330 万吨，发电机组 2100MW。如果规划能够顺利实施，公司将成为国内甚至是世界级氯碱巨头。仅次于世界最大 PVC 树脂企业日本信越化学公司（总产能 350 万吨/年）。

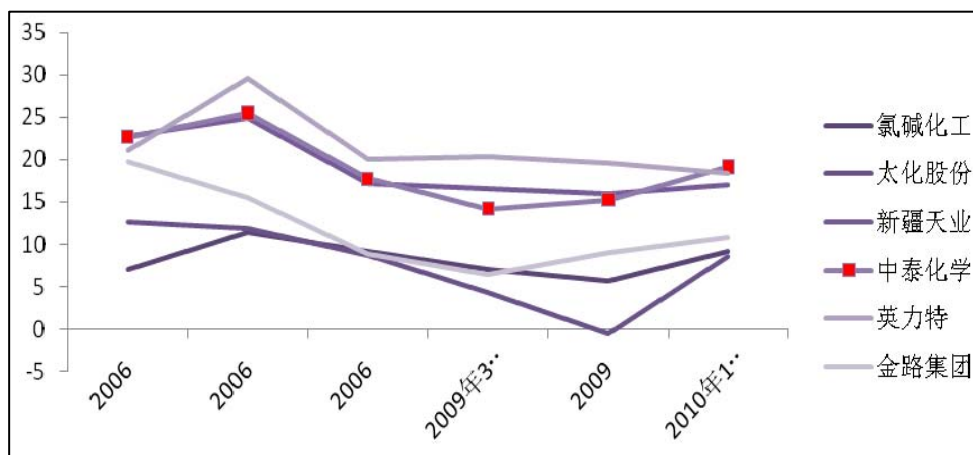
图表 2 公司未来产能扩张情况

	公司持股	产品产能(万吨/年)	2009	2010	2011
乌鲁木齐西山本厂	100%	聚氯乙烯	16	16	16
		烧碱	10	10	10
新疆华泰重化工有限责任公司	99.11%	聚氯乙烯	30	66	66
		烧碱	25	60	60
		热电(万千瓦时)	2×2.5	2×2.5	2×2.5
		电(万千瓦时)		2×13.5	2×13.5
新疆新冶能源化工股份有限公司	41.46%	电石	10	30	50
新疆中泰矿冶有限公司	100%	电石	40	40	70
新疆中璐矿冶有限公司	100%	石灰石		60	60
新疆中胎化学阜康能源有限公司	100%	聚氯乙烯			40
		烧碱			30
		聚氯乙烯	46	82	122
		烧碱	35	70	100

3、产业链扩张带来一体化成本优势

氯碱行业资源消耗特征明显，电力是氯碱行业最重要的成本，占50%以上，电力占PVC 树脂直接原料电石成本70%左右。氯碱企业成本提升的根本途径在于向上游煤炭、电力等资源、能源的一体化。中泰化学自2009年以来的产业链一体化提高毛利率的措施已经显现其效应，在2006-2009年其产品毛利率一直位于行业中等偏上水平，而在2010年1季度毛利率成为行业领先。

图表3 中泰化学2010年1季度毛利率成为行业领先



- 1) **电石自给率不断提高:** 2008年，公司电石70%外购，且从疆外采购比例大，运费400-450元/吨，导致较高的费用支出。公司自备电石装置2009年为48万吨/年，2010年将进一步提升至68万吨/年，公司电石自给率将达到50%以上，既可降低生产成本，也节省运费。随着公司未来自备电石的陆续投产，公司产品成本进一步降低。

2) **电力自给率不断提高**: 新疆自发电成本为0.17 元/千瓦时, 当地购电成本0.36 元/千瓦时(离子膜烧碱、含税)和0.42 元/千瓦时(电石用、含税)。因此公司自建电厂, 2009年装机5万千瓦, 2010年将分别各有13.5万千瓦投产。2010年, 公司电力自给率将达到近40%。

3) **煤矿、盐矿资源丰富**: 公司地处西部, 煤炭、原盐储量丰富, 新疆的煤炭、原盐、石灰石、电力等资源丰富。2007年8月, 公司获得了新疆准东煤田南黄草湖一至九个煤矿区248.6平方公里的煤炭探矿权, 初步探明储量为147亿吨。除了煤炭之外, 公司目前还拥有储量为6973万吨的盐矿, 已经形成50万吨工业盐的生产能力, 原盐需求完全可以自足。

图表4 目前公司拥有的矿产资源

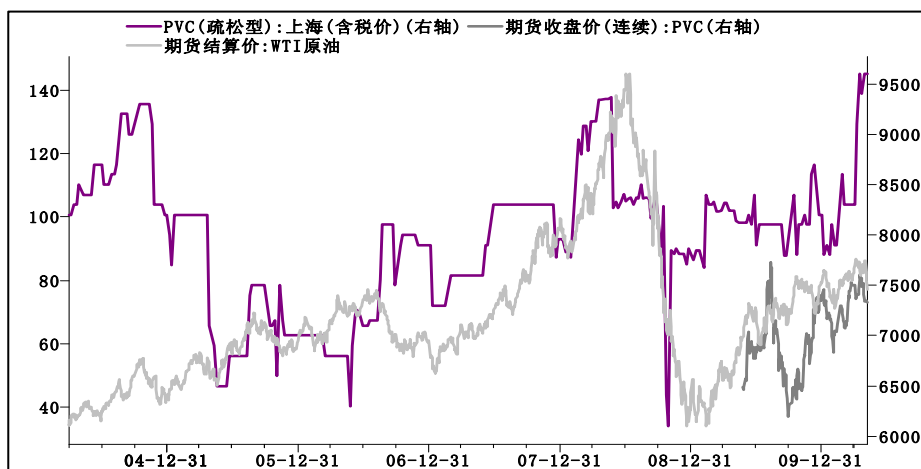
所有者	与公司关系	资源	储量(亿吨)	
公司		煤炭	147.31	办理中
托克逊县中泰化学盐化有限责任公司	控股子公司	盐	0.6973	有
新疆中鲁矿冶有限公司	全资子公司	石灰石	0.4971	有

4、电石法 PVC 与乙烯法 PVC 对比: 一体化电石法 PVC 更具竞争优势

◆ 在中长期国际原油价格走高背景下, 电石法PVC发展前景广阔

世界上PVC生产主要以乙烯法为主, 因此PVC与石油价格的联动效应十分显著。而我国从资源禀赋多煤少油就决定了电石法工艺所占比例较高。近期纽约原油期货价格在70-85 美元/桶左右振荡, 石油价格的波动直接导致乙烯法PVC 成本大幅波动, 其相关走势可见图表6。电石法PVC 由于电石价格相对稳定, 这相对于乙烯法PVC 更具有成本稳定性。一般情况下, 国际原油价格对乙烯法和电石法的盈利比较点为每桶70 美元左右(见图表7), 我们认为原油价格仍处于一个中长期上行趋势, 国内电石法PVC 生产企业仍具有较大的发展前景。

图表5 国际油价与PVC价格具有极强的联动性



数据来源: WIND, 联讯证券投资研究中心

图表6 原油70美元/桶为乙烯法及电石法PVC的分界点

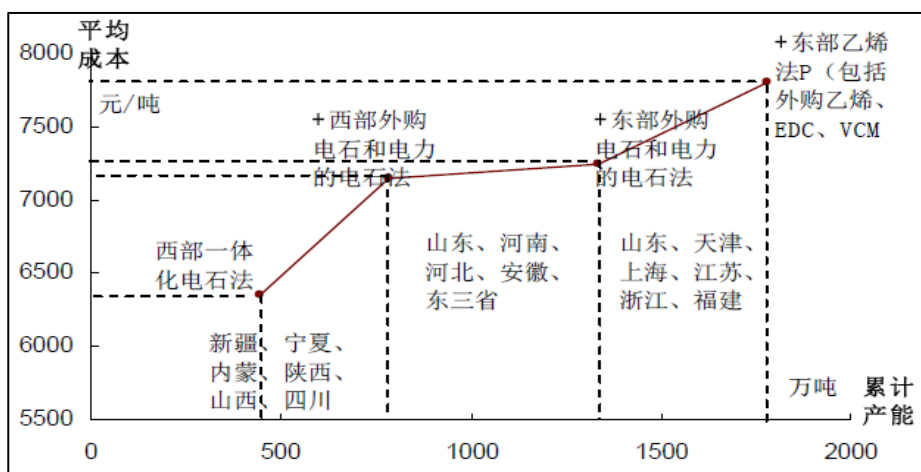
电石法				
电石（元/吨）	3200 现价	3400	3600	3800
1 吨 PVC 需 1.5 吨电石	4800	5100	5400	5700
PVC 完全成本（元/吨）	7164.179	7611.94	8059.701	8507.463
乙烯法				
原油（美元/桶）	70		80	
乙烯（美元/吨）	1100	1200	1300	1345
1 吨 PVC 需 0.5 吨乙烯	4333	4727	5120	5298
PVC 完全成本（元/吨）	7221	7878	8534	8829

数据来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

◆ 中泰化学的一体化电石法PVC更具有成本优势

我国电石的主产区为内蒙、宁夏、陕西、新疆和甘肃等西部省份，而有大量PVC 产能分布在山东、天津以及江、浙地区，其中大部分电石法PVC 企业需要外购电石，西北地区电石运至华东和华北地区需要350~500元/吨的运费。目前华东、华北地区电石到厂价在3300~3500 元/吨，加上东部省份电价较高，根据业内测算华东、华北地区电石法PVC 企业完全成本已达7300 元/吨左右，与当地7300~7500 元/吨的电石法PVC 市场价很接近，甚至有相当一部分中小规模企业已经亏损。而西部地区已经具备一体化电石法工艺的完全成本则在6500附近，相比国内外购电石法、乙烯法制PVC具有较大的成本优势。中泰化学目前从电石、电力、煤炭等方面不断提高自给率，正逐步达到一体化电石法工艺，其成本优势将逐步显现。

图表7 各类PVC到华东地区的完全成本



数据来源：招商证券化工研究组、联讯证券投资研究中心

4、盈利预测：给予首次“增持”评级

◆ 政策支持奠定发展前景

随着中央从政策和资金等方面对新疆给予力度空前的支持，中央和自治区一系列重大战略措施的

实施，给中泰化学实现跨越式的发展带来难得机遇。而前期对新疆板块概念性炒作将会转入对实质性业绩的关注，中泰化学则有望成为其中佼佼者。

◆ 一体化带来的成本优势

公司将依托资源禀赋优势和完整的产业利润转移链条获得超额利润，建设“煤炭—电力—电石—聚氯乙烯”完整产业链。近年来我国PVC产业重心逐步向煤炭和原盐资源丰富的中西部地区转移，形成产业集约化，中泰化学将受益于行业结构的再调整。

◆ 产能扩张有望使得业绩2010年实现大幅增长

由于公司不断有新的产能投放，公司的业绩将持续增长。我们预计公司2010、2011年的EPS（最新股本）分别为0.51元、1.11元，目前的股价对应的PE分别为40倍、19倍，未来公司巨大的煤炭储能释放业绩或将超预期，我们给予公司中期“买入”投资评级。

图表8 中泰化学2010年-2011年业绩摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2408.63	3432.13	3326.50	5498.71	7703.69
增长率(%)	45.23%	42.49%	-3.08%	65.30%	40.10%
归属母公司股东净利润	218.37	121.99	103.13	398.16	855.86
增长率(%)	71.02%	-44.14%	-15.46%	286.07%	114.95%
每股收益(EPS)	0.284	0.159	0.134	0.517	1.112
每股股利(DPS)	0.037	0.094	0.007	0.134	0.288
每股经营现金流	0.585	0.405	0.874	1.445	2.693
销售毛利率	25.50%	17.72%	15.25%	20.80%	24.00%
销售净利率	9.16%	3.52%	3.15%	7.37%	11.30%
净资产收益率(ROE)	9.27%	4.94%	4.04%	13.97%	24.57%
投入资本回报率(ROIC)	18.72%	10.02%	5.60%	20.04%	24.36%
市盈率(P/E)	82.67	147.99	175.06	45.34	21.09
市净率(P/B)	7.67	7.32	7.07	6.34	5.18

数据来源：WIND，联讯证券投资研究中心

投资风险：公司阶段性面临的投资风险主要是大盘的系统风险，以及经济不确定性可能带来产品价格大幅下滑。

笔者备注：近期我们将针对具有一定煤炭资源的中游企业，做系列泛煤炭类上市公司研究。

信息披露

分析师承诺

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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责条款

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。在作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。