

中泰化学 (002092)

增持/维持评级

股价: RMB14.6

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

肖洁

(0755)8236 8532

xiaojie@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

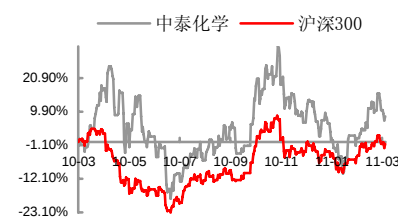
《中泰化学: 上游一体化进行时》
20100629

《中泰化学: 丰富资源助力公司快速扩张》20100103

基础数据

总股本 (百万股)	1,154
流通 A 股 (百万股)	1,154
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	16,853

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

产能扩张驱动高速增长

- 2010 年, 公司实现营业收入 40.8 亿元, 同比增长 22.69%; 实现净利润 2.9 亿元, 同比增长 182.43%, 低于我们的预期 10% 左右。
- 2010 年, 公司综合毛利率 27%, 比 2009 年提高了 8 个百分点, 主要得益于 PVC 产品毛利率的大幅提高, 从 2008 年、2009 年的 9.55%、5.96%, 提高到 19.29%。三项费用率合计 14.6%, 比 2009 年提高了 2 个百分点, 管理费用增长 71.24% 主要源于本期职工薪酬的增加和修理费用的增加, 营业费用增长 35.56% 主要体现在运输费用的提高。
- 公司盈利能力的大幅提升主要是受益于 PVC 行业的景气回升。2010 年, PVC 的表观消费量总计 1255 万吨, 同比增速达 17.2%, 下游需求复苏; 2010 年 PVC 的年均利差比 2008 年、2009 年提高 15% 左右, 行业盈利好转。2011 年, 政府将强制开工 1000 万套保障房刺激下游需求, 我们预计 PVC 行业仍可以保证 15% 的消费增速。
- 产品产销量低于预期。2010 年, 公司 PVC 产量 51.32 万吨, 离子膜烧碱产量 40.02 万吨, 略低于预期。因为华泰二期 36 万吨 PVC、30 万吨烧碱项目由于存在热电并网的问题并未如期投产。2010 年底, 新产能进入试生产, 开工率保持在 60-70%, 预计 2011 年将正常运行。
- 公司资源扩张战略清晰。“十二五”期间, 公司计划扩张电石法 PVC 和烧碱产能, 分别达到 300 万吨/年、220 万吨/年, 并完成配套上游一体化的配套。产能扩张的复合增速达 30%, 产销量的增长和上游一体化带来的成本降低双轮驱动公司业绩的高速成长。
- 我们预计, 公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.4 元、0.65 元、1.04 元, 对应 2011 年 PE34.7 倍, 维持“增持”评级。未来, 关注公司上游一体化的进程, 以及 PVC 行业盈利能力的进一步好转。
- 风险因素: 地产调控超预期, 国际油价大幅下跌。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4081.1	6064.0	8017.0	10467.0
(+/-%)	22.7	48.6	32.2	30.6
归属母公司净利润(百万元)	291.3	465.0	755.0	1291.0
(+/-%)	182.4	59.6	62.4	71.0
EPS(元)	0.25	0.40	0.65	1.12
P/E(倍)	57.9	36.2	22.3	13.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司盈利能力大幅增强.....	4
PVC 行业处于景气回升的阶段	4
公司通过疆内采购降低成本	5
产品产销量略低于预期.....	6
资源扩张战略清晰.....	6
盈余预测和估值	7

图表目录

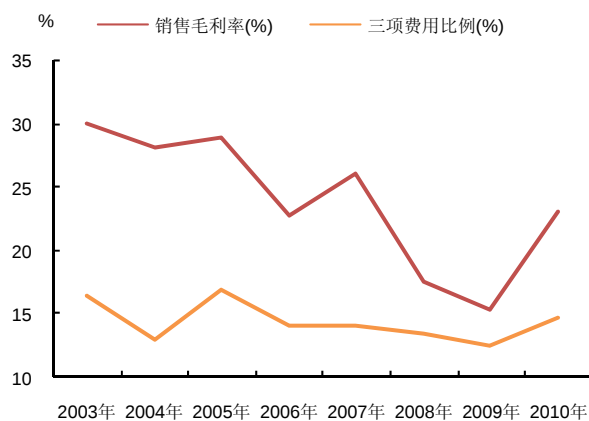
图 1: 公司盈利能力增强	4
图 2: 公司分产品毛利率	4
图 3: PVC 和电石价格同步上涨	5
图 4: 2010 年 PVC 行业盈利能力增强	5
图 5: HUS 单图制作	6
表格 1: PVC 行业供需关系	4
表格 2: 长期供货协议	6
表格 3: 公司远期产能规划	7
表格 4: 短期项目规划	7

2010 年，公司实现营业收入 40.8 亿元，同比增长 22.69%；实现净利润 2.9 亿元，同比增长 182.43%。

公司盈利能力大幅增强

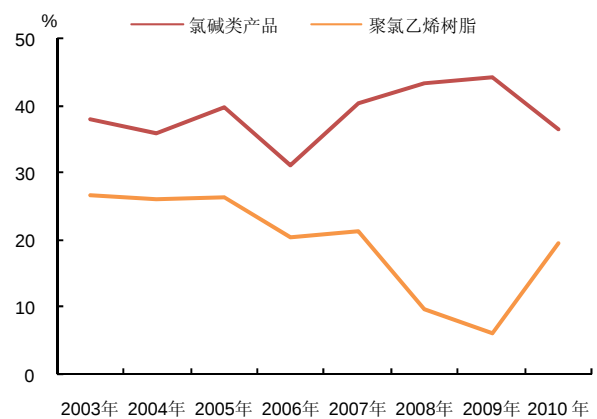
2010 年，公司的综合毛利率 27%，比 2009 年提高了 8 个百分点，主要得益于 PVC 产品毛利率的大幅提高，从 2008 年、2009 年的 9.55%、5.96%，提高到 19.29%。三项费用率合计 14.6%，比 2009 年提高了 2 个百分点，管理费用增长 71.24%主要源于本期职工薪酬的增加和修理费用的增加，营业费用增长 35.56%主要体现在运输费用的提高。

图 1： 公司盈利能力增强



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

图 2： 公司分产品毛利率



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

PVC 行业处于景气回升的阶段

2010 年，PVC 的表观消费量总计 1255 万吨，同比增速达 17.2%，需求逐渐复苏，并未收到下游地产行业的影响。

表格 1： PVC 行业供需关系

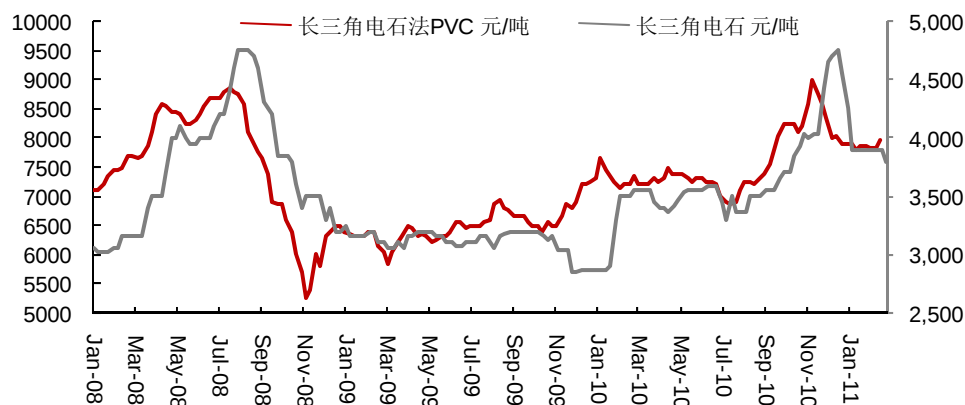
	产能	产量	开工率	进口	出口	表观消费量	表观消费增长率
2002	350	336	95.97%	225	4	557	10.82%
2003	430	405	94.07%	229	5	629	12.91%
2004	630	503	79.85%	211	4	710	12.80%
2005	910	638	70.12%	166	15	789	11.20%
2006	1200	794	66.16%	145	50	889	12.66%
2007	1520	949	62.42%	130	75	1004	12.89%
2008	1581	870	55.02%	113	63	919	-8.40%
2009	1684	907	53.83%	192	28	1071	16.50%
2010	2084	1131	54.26%	151	27	1255	17.20%

资料来源：华泰联合证券研究所

2009-2010 年，国际油价从 30 美元/桶上涨至 90 美元/桶，国内电石法 PVC 受益，PVC 和原材料电石的价格逐渐提高；从产品盈利能力来看，2010 年 PVC 的平均利差比 2008 年、2009 年提高 15% 左右，行业处于景气回升的阶段。

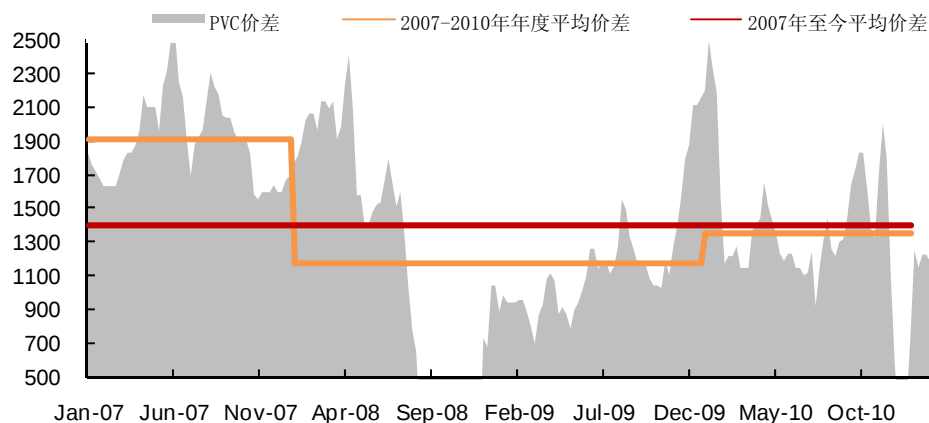
2011 年，政府将强制开工 1000 万套保障房的建设，占 2010 年新开工面积的 30%。保障房数量同比 2010 年增加 72%，对新开工和竣工面积增速起到一定的提振作用，我们认为，2011 年 PVC 行业仍可以保证 15% 的消费增速。

图 3: PVC 和电石价格同步上涨



资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

图 4: 2010 年 PVC 行业盈利能力增强



资料来源：华泰联合证券研究所 (PVC 价差=PVC-1.65*电石)

公司通过疆内采购降低成本

2010 年，公司生产所需电石全部从疆内采购，采购价格平均比疆外便宜 300-400 元/吨。同时，公司与电石生产企业签订战略合作协议和长期供货协议，保证电石货源和价格稳定。在国际油价的上升通道中，原材料的价格锁定有利于公司获得更好的收益。

表格 2：长期供货协议

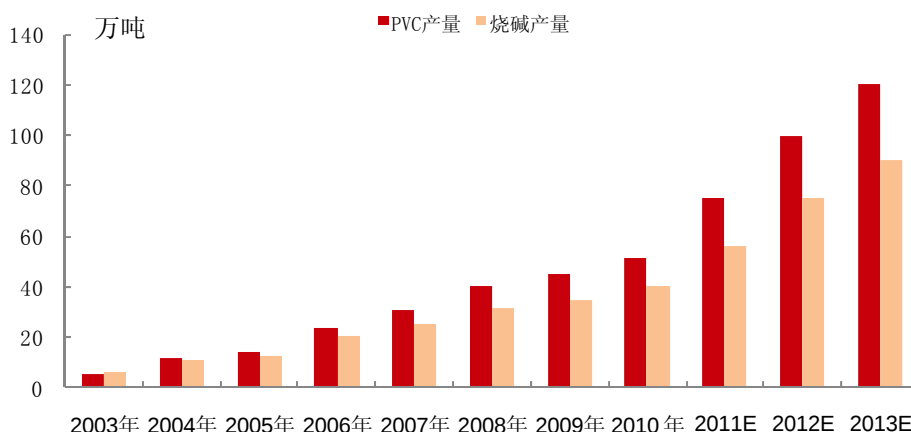
	预计采购量（万吨）	采购价格（元/吨）	期限	预计占 2011 年采购量比例
乌鲁木齐环鹏有限公司	40	2950	2011-2012	30%
新疆圣雄能源开发有限公司	17	2200-2300	2008H2 开始	13%

资料来源：华泰联合证券研究所

产品产销量略低于预期

2010 年，公司形成 90 万吨 PVC、65 万吨离子膜烧碱的产能，产量分别为 51.32 万吨和 40.02 万吨，略低于我们 60 万吨 PVC、45 万吨烧碱的预期。主要原因，华泰重工二期 36 万吨 PVC、30 万吨烧碱项目由于存在热电并网的问题并未如期投产。2010 年底，新装置进入试生产，开工率保持在 60-70%。我们认为，新产能将在 2011 年贡献业绩。

图 5： HUS 单图制作



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

资源扩张战略清晰

“十二五”期间，公司计划扩张电石法 PVC 和烧碱产能，分别达到 300 万吨/年、220 万吨/年，同时建设、兰炭、电石等上游产业以及发电的配套设施，具体园区规划如下表所列。公司产能扩张的复合增速达 30%，产销量的增长和上游一体化带来的成本降低双轮驱动公司业绩的高速成长。

同时，公司将以 147 亿煤炭资源为基石，积极拓展下游煤化工领域，如煤制甲醇、甲醇制烯烃、己二酸、多晶硅等项目的尝试，逐步完善七大园区（米东工业园、甘泉堡工业园、库尔勒工业园、大黄山工业园、奇台工业园、乌鲁木齐经济技术开发区工业园、托克逊工业园）的产业集聚发展，打造国内领先的一体化综合型能源企业。

表格 3：公司远期产能规划

	pvc (万吨)	烧碱 (万吨)	电石 (万吨)	电 (万 kw)	水泥 (万吨)	投资额 (亿元)	煤炭及煤化工	备注
总部	16	13.9						
米东工业园	70	50		2*13.5 万 kw	150	60		华泰一期 30 万吨 PVC, 21 万吨烧碱完工, 二期 36 万吨 PVC, 30 万吨烧碱 2 配套 100 万吨水泥
阜康工业园	160	120		3*15 万 kw	240	497	360 万吨甲醇、40 万吨醋酸、60 万吨二甲醚、60 万吨烯烃	一期、二期分别为 40 万吨 pvc, 30 万吨烧碱及 2*15 万 kw 自备电招标
阜康电石基地			100	60 万 千瓦自 备电		68	200 万吨石灰、120 万吨焦炭、300 万吨焦煤、30 万吨甲醇、20 万吨二甲醚	中泰矿冶目前具备 38 万吨电石产能, 新建 60 万吨电石, 60 万 kw 自备电的项目
奇台煤矿							3000 万吨产能	147 亿吨煤炭储量
托克逊原盐基地	10		50			6		一期 30 万吨电石在建, 50 万吨原盐
总计	256	183.9	150		390	631		

资料来源：华泰联合证券研究所

盈余预测和估值

PVC 行业和烧碱行业相对成熟, 行业的盈利水平基本保持不变, 公司毛利率的提升主要基于原材料电石自给率的不断提高。

2011-2013 年, 华泰二期 36 万吨 PVC、30 万吨烧碱, 阜康能源一期 40 万吨 PVC, 中泰矿冶 60 万吨电石、60 万吨自备电三个项目将逐渐投产并贡献业绩, 我们预计 2011-2013 年的 PVC 产销量分别为 75 万吨、100 万吨、130 万吨; 烧碱的产销量分别为 56 万吨、75 万吨、100 万吨; 热电生产量分别为 13.5 亿度、20 亿度、40 亿度。

我们预计, 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.4 元、0.65 元、1.04 元, 增速分别为 60%、62%、58%, 对应 2011 年 PE34.7 倍, 维持“增持”评级。未来, 关注公司上游一体化的进程, 以及 PVC 行业盈利能力的进一步好转。

表格 4：短期项目规划

	项目内容	投资规模	状态
华泰重工二期	36 万吨 PVC, 30 万吨烧碱, 2*13.5 万 kw 机组	32 亿	2010 年底投产
阜康能源一期	40 万吨 PVC, 30 万吨烧碱, 2*15 万 kw 机组	36 亿	预计 2012 年完工
阜康能源二期	40 万吨 pvc, 30 万吨烧碱及 2*15 万 kw 机组	47 亿	目前招标, 建设周期 2 年
中泰矿冶	60 万吨电石, 60 万 kw 自备电的项目	42 亿	目前招标, 建设周期 1 年

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1916	2586	3314	4102	营业收入	4081	6064	8017	10467
现金	892	1000	1250	1500	营业成本	3139	4634	5917	7353
应收账款	72	81	128	167	营业税金及附加	19	30	40	52
其他应收款	19	42	56	73	营业费用	316	485	641	837
预付账款	402	695	888	1103	管理费用	203	303	401	523
存货	298	463	592	735	财务费用	77	38	93	125
其他流动资产	0	303	401	523	资产减值损失	8	10	10	10
非流动资产	7752	9680	11556	13302	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	356	300	300	300	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	6656	7445	8472	9544	营业利润	324	564	915	1565
无形资产	97	100	103	106	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	1836	2681	3353	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	9668	12266	14870	17404	利润总额	352	564	915	1565
流动负债	2831	4165	5214	6457	所得税	61	99	160	274
短期借款	550	758	1098	1521	净利润	290	465	755	1291
应付账款	1170	1853	2367	2941	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	908	1554	1749	1994	归属母公司净利	291	465	755	1291
非流动负债	213	1012	1812	1812	EBITDA	401	1146	1661	2473
长期借款	200	1000	1800	1800	EPS (元)	0.25	0.40	0.65	1.12
其他非流动负	12	12	12	12	主要财务比率				
负债合计	3044	5177	7026	8269	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	32	32	32	32	成长能力				
股本	1154	1154	1154	1154	营业收入	22.7%	48.6%	32.2%	30.6%
资本公积	4505	4505	4505	4505	营业利润	300.7	74.0%	62.3%	71.1%
留存收益	932	1397	2152	3443	归属母公司净利	182.4	59.6%	62.3%	71.1%
归属母公司股	6592	7057	7812	9103	获利能力				
负债和股东权	9668	12266	14870	17404	毛利率(%)	0.0%	23.6%	26.2%	29.7%
现金流量表					净利率(%)	7.1%	7.7%	9.4%	12.3%
单位: 百万元					ROE(%)	4.4%	6.6%	9.7%	14.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	4.6%	6.6%	9.0%	13.1%
经营活动现金	635	1617	1733	2483	偿债能力				
净利润	290	465	755	1291	资产负债率(%)	31.5%	42.2%	47.2%	47.5%
折旧摊销	0	544	654	783	净负债比率(%)	117.63	33.95	41.25	40.17
财务费用	67	38	93	125	流动比率	0.68	0.62	0.64	0.64
投资损失	-6	0	0	0	速动比率	0.57	0.51	0.52	0.52
营运资金变动	0	558	221	272	营运能力				
其他经营现金	574	12	11	12	总资产周转率	0.48	0.55	0.59	0.65
投资活动现金	-1987	-2465	-2531	-2531	应收账款周转率	75	72	69	64
资本支出	1792	2520	2520	2520	应付账款周转率	2.96	3.07	2.80	2.77
长期投资	0	-56	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-2	-11	-11	每股收益(最新)	0.25	0.40	0.65	1.12
筹资活动现金	1494	957	1048	298	每股经营现金流	0.55	1.40	1.50	2.15
短期借款	-157	208	340	423	每股净资产(最	5.74	6.11	6.77	7.89
长期借款	-1690	800	800	0	估值比率				
普通股增加	617	0	0	0	P/E	57.86	36.24	22.33	13.05
资本公积增加	3235	0	0	0	P/B	2.54	2.39	2.16	1.85
其他筹资现金	-511	-51	-93	-125	EV/EBITDA	44	14	10	7
现金净增加额	0	108	250	250					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn