

分析师： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040004

联系人： 张翔 (8621) 68751310 zhangxiang1@cjsc.com.cn

业绩具备高弹性，股价具有安全边际

事件描述

我们调研了中泰化学，其主要内容和我们的主要观点为：

- 公司目前 87 万吨 PVC 产能，2012 年下半年预计有 80 万吨的 PVC 及配套的烧碱装置投产；
- 公司目前电石产能 38 万吨，2012 年下半年 60 万吨电石投产；尽管公司目前需要外购电石，但通过协议，公司已将部分电石价格锁定在 2900 元/吨左右，远低于东部市场价格；
- 由于 2010 年公司电厂负荷只有 60%，如果能上网，公司电厂可以开满，电力成本降低至 0.18 元/度；
- 我们预计，公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.70（上半年业绩已经公告，大概在 0.29-0.33 元，其中 1 季度 0.12 元，2 季度 0.17-0.21 元）、0.80、1.51 元，对应目前股价 13.75 元的市盈率分别为 20、17 和 9 倍；推荐。
- 弹性测算：按照公司目前 90 万吨产能计算，PVC 价格上涨 100 元/吨，每股收益增加 0.057 元（英力特弹性为 0.059 元；鄂尔多斯对电石的弹性为 0.049 元）。
- 股价上涨刺激性因素：PVC 和烧碱价格继续上行；华泰公司 2*13.5 万 KW 机组上网。
- 风险因素：增发股已经解禁；自发电上网时间尚无法确定；产品价格下行。

事件评论

公司未来将实现一体化生产 PVC 和烧碱

中泰化学目前具有 90 万吨/年 PVC、65 万吨/年离子膜烧碱产能（集中在公司本部和华泰公司），并储备有 147.3 亿吨煤炭；公司未来规划形成 300 万吨/年 PVC、220 万吨/年烧碱、210 万 KW 发电机组、1500 万吨/年煤炭产能。

表 1：中泰化学主要子公司产品及产能

子公司	股权比例	产品产能
公司本部		17 万吨 PVC、14 万吨烧碱。
华泰公司	99.65%	70 万吨 PVC、54 万吨烧碱，2*13.5 万 KW 发电机组。
中泰矿冶	100.00%	目前电石产能 38 万吨；另有 60 万吨电石以及 4*15 万 KW 发电机组在建，预计 2012 年下半年建设完毕。

阜康能源	46.53%	华泰公司持有剩余 53.57% 的股权。一期 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱已经开工建设，预计 2012 年下半年建成；二期 40 万吨 PVC、30 万吨离子膜烧碱及配套 2*15 万千瓦热电联产循环经济项目 2012 年底建成；规划十二五末达到 160 万吨 PVC、120 万吨离子膜烧碱。
库尔勒化工	100.00%	规划 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱。
托克逊盐化	96.59%	湖盐，矿区面积 44.4366 平方公里；原盐储量 6973 万吨，产能 50 万吨/年。规划 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱。
新冶能源化工	30.91%	目前 50 万吨电石项目一期 30 万吨电石已投产，二期 20 万吨电石在建设中，预计 2011 年下半年投产。
准东煤业	100.00%	煤矿储量 147.3 亿吨；规划产能 5000 万吨/年；一期规划 1500 万吨/年。
准东热电	100.00%	规划 2*15 万 KW 发电机组。
中鲁矿业	100.00%	在建 60 万吨/年石灰石；矿区面积 0.3622 平方公里。
奇台矿产	66.67%	子公司博达焦化持有 33.33%；石灰岩；矿区面积 0.5349 平方公里；未开采。
灵山焦化	49.00%	焦炭产能 30 万吨/年。
博达焦化	66.67%	焦炭产能 24 万吨/年。

资料来源：长江证券研究部

煤炭储量丰富，未来规划产能 5000 万吨/年

全资子公司准东煤业煤矿储量 147.3 亿吨；规划产能 5000 万吨/年；一期规划 1500 万吨/年。

电力：2012 年底达到 117 万 KW

子公司华泰公司目前有 2*13.5 万 KW 发电机组运行；公司正在积极争取上网。2012 年下半年，有 90 万 KW（华泰矿冶 4*15 万 KW、阜康能源 2*15 万 KW）机组建设完毕后运行；2012 年底公司有发电机组 117 万 KW；根据公司规划，未来公司发电机组要达到 210 万 KW，可满足 300 万吨 PVC 用电量的 65% 左右。

电石：通过协议锁定外购电石较低价格

子公司中泰矿冶目前电石产能 38 万吨，由于采用外购电，成本在 3000 元/吨左右；公司另有 60 万吨电石及 4*15 万 KW 发电机组在建，预计 2012 年下半年建设完毕。

公司与新疆圣雄签订了电石供应协议，根据该协议，中泰化学 2011-2012 年共从新疆圣雄采购 80 万吨电石，价格锁定在 2950 元/吨（含税）。

此外，根据公司与乌鲁木齐环鹏有限公司（中泰化学三股东）2008 年签订的《电石采购战略合作框架协议》，环鹏公司保证将其电石总产量的 80% 产量在合作期内稳定供应给中泰化学及其下属控股企业；在双方合作期限内，环鹏公司的电石供应价格出厂价按 2200-2300 元/吨锁定。

表 2：公司未来 2 年产品产能及规划

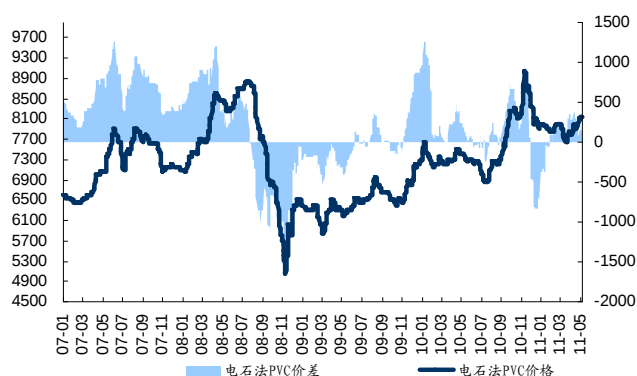
	2011 年底	2012 年底	规划
PVC（万吨/年）	87	160	300

烧碱（万吨/年）	68	114	220
电石（万吨/年）	38	98	-
发电机组（万 KW）	27	117	210
煤炭（万吨/年）	-	-	1500

注：电石产能未包括新冶能源化工（中泰化学持有其 30.91%的股权）电石产能。

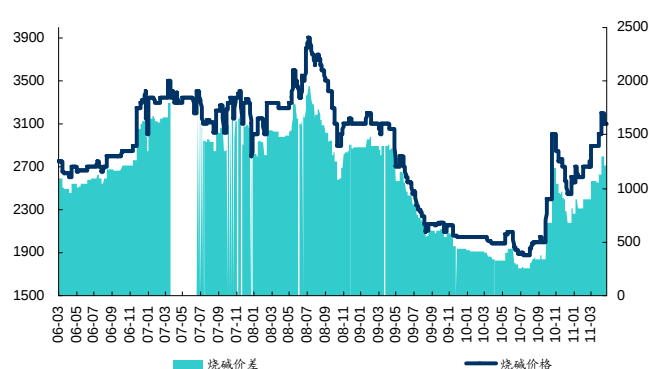
资料来源：长江证券研究部

图 1：电石法 PVC 价差



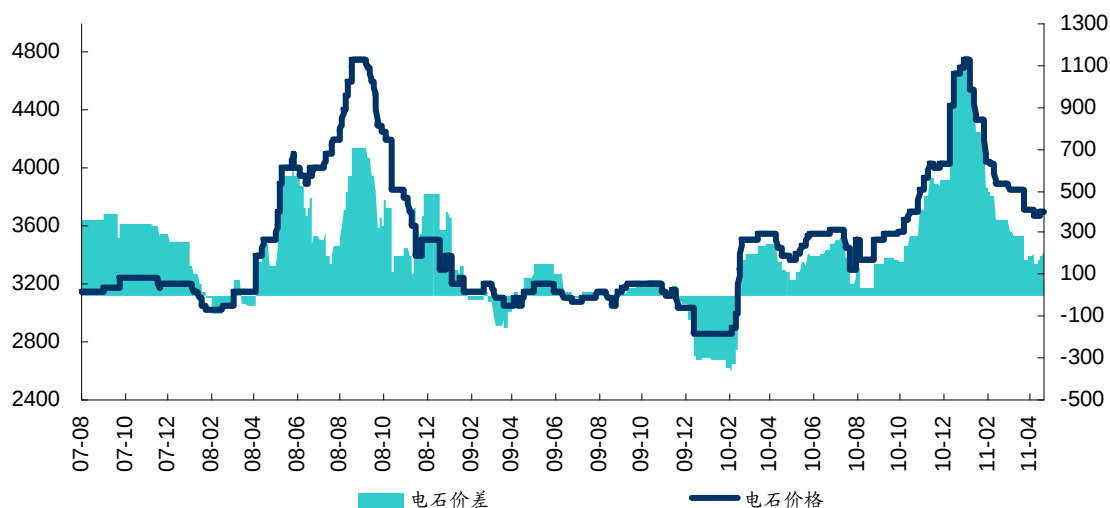
资料来源：长江证券研究所

图 2：烧碱价差



资料来源：长江证券研究所

图 3：电石价格及价差



资料来源：长江证券研究部

预计 2011 年每股收益 0.70 元，推荐

产品产销量假设

表 3: 公司历史产销量及未来预计

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
PVC							
产能 (万吨)	37.90	46.00	46.00	90.00	90.00	160.00	160.00
产量 (万吨)	30.48	40.31	45.22	51.32	85.00	95.00	155.00
销量 (万吨)	30.68	40.74	45.29	50.29	85.00	95.00	155.00
烧碱							
产能 (万吨)	33.90	35.00	35.00	65.00	65.00	114.00	114.00
产量 (万吨)	24.97	31.69	35.13	40.02	60.00	65.00	110.00
销量 (万吨)	23.30	30.06	32.94	38.37	60.00	65.00	110.00

资料来源: 长江证券研究部

盈利预测

基于我们的假设, 我们预计, 2011-2013 年, 公司每股收益分别为 0.70 (上半年业绩已经公告, 大概在 0.29-0.33 元, 其中 1 季度 0.12 元, 2 季度 0.17-0.21 元)、0.80、1.51 元, 对应目前股价 13.75 元的市盈率分别为 20、17 和 9 倍; 按照公司目前 90 万吨产能计算, PVC 价格上涨 100 元/吨, 每股收益增加 0.057 元 (英力特弹性为 0.059 元; 鄂尔多斯对电石的弹性为 0.049 元); 公司股价具有安全边际, 给予“推荐”评级。

表 4: 我们覆盖的重点公司

代码	公司	股价	EPS				PE				评级
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
002092.SZ	中泰化学	13.77	0.25	0.70	0.81	1.51	54.57	19.65	17.03	9.15	推荐
600295.SH	鄂尔多斯	20.83	0.81	1.12	1.39	1.55	25.57	18.53	15.03	13.40	推荐
000635.SZ	英力特	23.02	0.72	0.85	0.97	1.03	31.89	26.98	23.65	22.42	推荐
300132.SZ	青松股份	18.61	0.55	0.84	1.13	1.43	34.08	22.18	16.42	13.03	推荐
002226.SZ	江南化工	28.30	0.96	1.08	1.30	1.60	29.48	26.20	21.77	17.69	推荐
002250.SZ	联化科技	34.15	0.83	1.31	1.80	2.35	41.28	26.10	18.93	14.54	推荐
300121.SZ	阳谷华泰	15.43	0.27	0.39	0.95	1.28	57.15	39.08	16.33	12.07	推荐
002326.SZ	永太科技	49.96	0.44	1.19	2.15	3.08	114.37	41.97	23.22	16.22	推荐
002407.SZ	多氟多	53.86	0.44	1.29	1.82	2.10	121.31	41.76	29.67	25.62	推荐

资料来源: 长江证券研究部

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4081	6891	7610	12433	货币资金	892	2496	4520	7906
营业成本	3139	5067	5570	8855	交易性金融资产	9	9	9	9
毛利	942	1824	2039	3578	应收账款	72	103	114	186
% 营业收入	23.1%	26.5%	26.8%	28.8%	存货	298	355	390	620
营业税金及附加	19	28	30	50	预付账款	402	659	724	1151
% 营业收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	242	295	323	516
销售费用	316	482	533	870	流动资产合计	1916	3917	6081	10390
% 营业收入	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	203	310	342	559	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	长期股权投资	356	356	356	356
财务费用	77	24	3	-6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	0.4%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	6656	6174	5657	5114
资产减值损失	8	0	0	0	无形资产	97	92	87	82
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	4	4	4	4
营业利润	324	980	1131	2105	其他非流动资产	640	547	484	443
% 营业收入	7.9%	14.2%	14.9%	16.9%	资产总计	9668	11090	12669	16389
营业外收支	28	0	0	0	短期贷款	550	0	0	0
利润总额	352	980	1131	2105	应付款项	1170	1774	1950	3099
% 营业收入	8.6%	14.2%	14.9%	16.9%	预收账款	213	626	1083	1829
所得税费用	61	171	197	367	应付职工薪酬	17	25	28	44
净利润	290	809	934	1738	应交税费	-57	69	76	124
归属于母公司所有者的净利润	291.3	808.9	933.5	1738.0	其他流动负债	938	950	953	974
少数股东损益	-1	0	0	0	流动负债合计	2831	3444	4089	6071
EPS (元/股)	0.25	0.70	0.81	1.51	长期借款	200	200	200	200
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	635	2278	2137	3501	其他非流动负债	13	13	13	13
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	3044	3657	4303	6284
收回现金					归属于母公司	6592	7401	8335	10073
长期股权投资	356	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	97	0	0	0	少数股东权益	32	32	32	32
固定资产投资	0	-100	-110	-121	股东权益	6624	7433	8366	10104
其他	-2440	0	0	0	负债及股东权益	9668	11090	12669	16389
投资活动现金流净额	-1987	-100	-110	-121	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.25	0.70	0.81	1.51
银行贷款增加 (减少)	-1828	-550	0	0	BVPS	5.74	6.44	7.25	8.75
筹资成本	-77	-24	-3	6	PE	54.49	19.62	17.00	9.13
其他	3400	0	0	0	PEG	0.67	0.24	0.21	0.11
筹资活动现金流净额	1494	-574	-3	6	PB	2.40	2.14	1.90	1.57
现金净流量	142	1604	2024	3386	EV/EBITDA	39.20	8.07	6.32	2.91
					ROE	4.4%	10.9%	11.2%	17.2%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。