

中泰化学 (002092.SZ) 基础化工

依托资源优势 不断高速扩张

公司研究简报

◆事件:

公司公布 10 年中期业绩快报, 实现收入 34.66 亿, 净利润 3.75 亿, 同步增长 324.80%, 对应每股收益 0.33 元/股, 超出市场预期。

◆氯碱 (PVC 和烧碱) 价升量涨拉动公司业绩大幅增长:

公司 10 年底新增 36 万吨/年 PVC 及 30 万吨/年离子膜烧碱产能, 11 年上半年公司产销量大幅增加, 同时 PVC 和烧碱价格较 10 年同期有较大幅度的增长, 从而拉动公司中期业绩大幅增长。

预计公司 11 年将销售 80 万吨 PVC 和 60 万吨烧碱, 从而带来公司 11 年业绩高速增长。

◆非西部 PVC 企业成本倒挂, 类似中泰化学的西部企业高负荷高盈利:

考虑到煤、电、电石价格上涨, 以 PVC 价格 7800 元/吨 (含税价) 测算, 大多数的中部和东部电石法厂家已经出现成本倒挂, 而西部企业受益于当地丰富而又廉价的资源, 在全行业开工率较低背景下, 仍然能实现高负荷高盈利。例如目前中泰化学基本无库存, 产品供不应求, 而且还获得较高的超额利润。

◆依托新疆资源, 公司将成为为中国最大的氯碱企业:

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, 预计一期 40 万吨/年 PVC 将于 12 年 7 月试生产, 二期 40 万吨/年 PVC 将于 12 年 12 月试生产。届时, 公司将形成 160 万吨/年 PVC, 120 万吨/年烧碱的总产能, 成为国内规模最大、成本最低、核心竞争优势突出的氯碱龙头。

◆维持公司“买入”的投资评级, 给予目标价 18 元:

我们提高公司 11、12、13 年每股收益分别为 0.66、0.89、1.26 元。根据测算, PVC 含税均价每上涨 100 元/吨, 公司 11 年业绩增厚约 0.05 元。随着公司煤电一体化的逐步实现, 未来公司成本还有较大的下降空间, 公司正在成长为中国最有竞争优势的 PVC 龙头, 我们维持公司“买入”的投资评级, 给予目标价 18 元。

◆风险提示:

PVC 和烧碱价格波动将对公司业绩造成较大的影响。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	3,327	4,081	6,721	8,187	11,405
营业收入增长率	-3.08%	22.69%	64.68%	21.82%	39.31%
净利润 (百万元)	103	291	767	1,022	1,451
净利润增长率	-15.46%	182.43%	163.18%	33.36%	41.91%
EPS (元)	0.09	0.25	0.66	0.89	1.26
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.04%	4.42%	10.50%	12.40%	15.12%
P/E	150	53	20	15	11

买入 (维持)

当前价/目标价: 13.44/18.00 元

目标期限: 12 个月

分析师

程磊 (执业证书编号: S0930510120003)

021-22169157

chenglei@ebcn.com

王席鑫 (执业证书编号: S0930511020001)

021-22169077

wangxixin@ebcn.com

张力扬 (执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167

zhangly@ebcn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebcn.com

市场数据

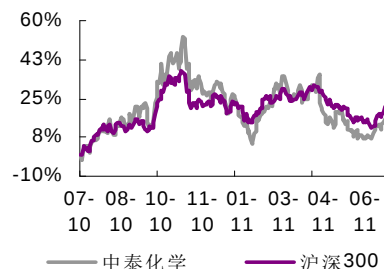
总股本(亿股): 11.54

总市值(亿元): 155.14

一年最低/最高(元): 12.00/22.30

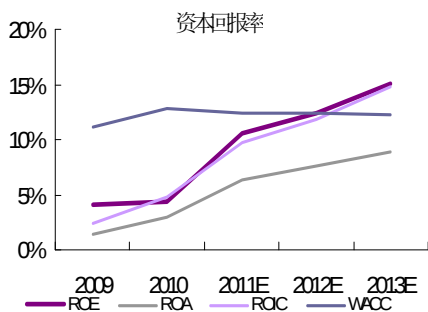
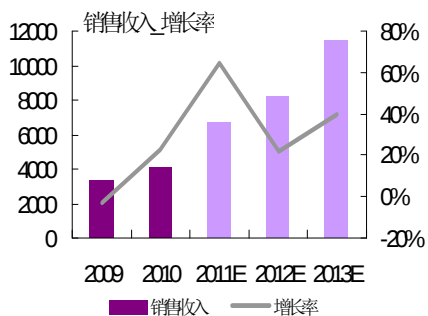
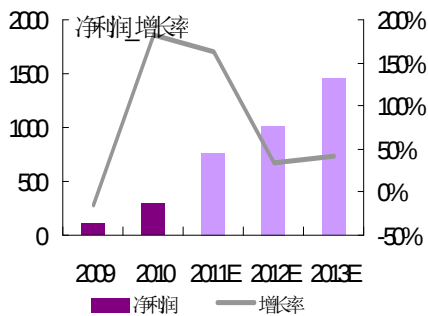
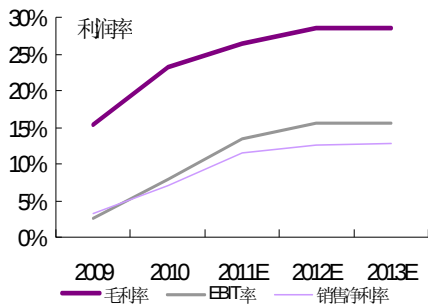
近 3 月换手率: 90.18%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.20	-2.90	-4.55
绝对	8.30	-10.06	13.06



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,327	4,081	6,721	8,187	11,405
营业成本	2,819	3,139	4,953	5,853	8,151
折旧和摊销	286	359	711	870	1,032
营业税费	8	19	31	38	52
销售费用	233	316	504	614	855
管理费用	119	203	336	409	570
财务费用	61	77	28	78	77
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	6	0	0	0
营业利润	81	324	874	1,195	1,699
利润总额	127	352	902	1,203	1,707
少数股东损益	2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	103.13	291.27	766.57	1,022.32	1,450.76

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	7,477	9,668	12,109	13,457	16,301
流动资产	1,312	1,916	3,072	3,290	5,167
货币资金	694	892	1,812	1,785	3,070
交易型金融资产	0	9	0	0	0
应收账款	37	72	101	123	171
应收票据	82	223	269	327	456
其他应收款	26	19	50	61	86
存货	144	298	246	291	406
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	219	356	356	356	356
固定资产	3,022	6,656	7,701	8,625	9,415
无形资产	84	97	92	87	83
总负债	4,894	3,044	4,776	5,178	6,674
无息负债	2,149	2,284	3,076	3,478	4,474
有息负债	2,745	760	1,700	1,700	2,200
股东权益	2,583	6,624	7,333	8,279	9,627
股本	537	1,154	1,154	1,154	1,154
公积金	1,384	4,658	4,735	4,837	4,982
未分配利润	627	779	1,412	2,255	3,458
少数股东权益	29	32	32	32	32

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	666	635	2,057	2,128	2,965
净利润	103	291	767	1,022	1,451
折旧摊销	286	359	711	870	1,032
净营运资金增加	-1,352	242	-124	77	110
其他	1,628	-257	704	158	371
投资活动产生现金流	-2,311	-1,987	-1,991	-2,000	-2,000
净资本支出	2,206	1,792	2,000	2,000	2,000
长期投资变化	219	356	0	0	0
其他资产变化	-4,737	-4,135	-3,991	-4,000	-4,000
融资活动现金流	2,154	1,494	854	-155	321
股本变化	0	617	0	0	0
债务净变化	1,285	-1,985	940	0	500
无息负债变化	1,359	135	792	402	996
净现金流	508	140	921	-27	1,285

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-3.08%	22.69%	64.68%	21.82%	39.31%
净利润增长率	-15.46%	182.43%	163.18%	33.36%	41.91%
EBITDA 增长率	0.12%	83.73%	113.80%	32.87%	31.05%
EBIT 增长率	-30.27%	287.76%	127.90%	41.13%	39.54%
估值指标					
PE	150	53	20	15	11
PB	6	2	2	2	2
EV/EBITDA	22	21	10	8	6
EV/EBIT	67	40	18	13	9
EV/NOPLAT	82	48	21	15	11
EV/Sales	3	4	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.25%	23.09%	26.31%	28.51%	28.53%
EBITDA 率	11.08%	16.59%	23.99%	26.17%	24.62%
EBIT 率	2.47%	7.80%	13.42%	15.55%	15.57%
税前净利润率	3.82%	8.62%	13.42%	14.69%	14.96%
税后净利润率 (归属母公	3.10%	7.14%	11.41%	12.49%	12.72%
ROA	1.40%	3.00%	6.33%	7.60%	8.90%
ROE (归属母公司) (摊	4.04%	4.42%	10.50%	12.40%	15.12%
经营性 ROIC	2.38%	4.82%	9.65%	11.83%	14.76%
偿债能力					
流动比率	0.46	0.68	1.00	0.95	1.16
速动比率	0.41	0.57	0.92	0.87	1.07
归属母公司权益/有息债务	0.93	8.67	4.29	4.85	4.36
有形资产/有息债务	2.69	12.58	7.06	7.86	7.37
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.09	0.25	0.66	0.89	1.26
每股红利	0.00	0.05	0.07	0.09	0.13
每股经营现金流	0.58	0.55	1.78	1.84	2.57
每股自由现金流(FCFF)	-0.39	-1.16	-0.35	-0.11	0.37
每股净资产	2.21	5.71	6.33	7.14	8.31
每股销售收入	2.88	3.54	5.82	7.09	9.88

资料来源：光大证券、上市公司

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。

分析师介绍

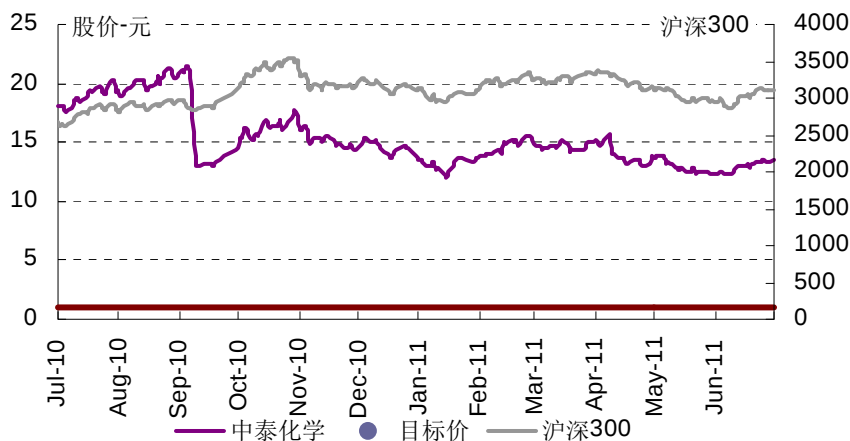
程磊，南京大学金融工程硕士，南京工业大学化学工程学士。6 年化工行业研究经验，曾在长江证券、平安证券从事化工行业研究，09 年加盟光大证券研究所。2010 年、2009 年团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第 1 名和第 2 名。

王席鑫，2010 年 10 月加入光大证券，目前从事化工行业研究工作。拥有两年化工行业内工作经验，三年化工行业研究经验

张力扬，先后毕业于石油大学化学工程和南开大学金融工程，1998-2004 年期间拥有 6 年石化化工实业工作经验。2006 年起在长江证券研究所开始证券分析师的工作，2007 年 7 月至今在光大证券研究所从事化工行业证券分析。目前任化工行业首席分析师。

投资建议历史表现图

中泰化学（002092）



日期	股价	目标价	评级
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
2010-03-09	20.93	25.00	买入
2010-10-18	16.25	25.00	买入
2011-03-17	14.42	20.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com