

# 中泰化学 (002092) \ 化工

——一体化程度持续提升、产品涨价助业绩大幅提升

## 事件:

公司3月19日晚发布年报, 2016年全年实现营业收入233.62亿元, 同比增长41.84%, 实现利润总额22.58亿元, 同比增长646.14%, 归母净利润18.46亿元, 同比增长5969.85%。其中四季度实现营收77.77亿元, 实现归母净利润11.31亿元。同时预计一季度净利润约56000万元~66000万元。

## 投资要点:

### ➤ 一体化程度提升、产品涨价助公司氯碱业务盈利提升

公司全年生产PVC170.05万吨, 烧碱119.64万吨。伴随托克逊能化60万吨/年项目配套发电机组成功并网发电运行, 公司一体化程度持续提升, 电石产量212.54万吨、发电113.05亿度, 分别较上年增加38.59万吨和14.63亿度, 成本较上年下降328元/吨。烧碱成本基本与2015年持平。价格方面, PVC及烧碱销售均价4955元/吨和2161元/吨、较上年328元/吨和320元/吨, 其中四季度产品涨幅较大, PVC和烧碱较前三季度均价高约1950元/吨和1150元/吨。成本下降叠加价格提升, 公司盈利改善, PVC和氯碱业务分别实现营业收入84.33亿元和20.15亿元, 毛利29.47亿元和10.91亿元, 同比增加12.42亿元和3.23亿元。

### ➤ 粘胶短纤景气维持, 纺纱稳步推进

粘胶短纤2015年触底回升, 2016年粘胶业务仍维持较高景气度, 2017年仅有天泰10万吨、中泰技改4万吨及山东雅美技改4万吨, 预计仍能维持较高景气度。公司2016年生产粘胶短纤36.9万吨、销售21.45万吨, 销售均价11710元/吨, 实现营业收入25.12亿元, 毛利7.33亿元, 阿拉尔富丽达20万吨项目及参股公司新疆天泰10万吨粘胶产能正稳步推进, 同时致力于打造“氯碱—粘胶纤维—纺纱”一体化产业链, 全年生产纱线17.66万吨, 金贷款贴息及运费补贴1.25亿元和1.23亿元。较上年增加10.64万吨, 实现营业收入24.18亿元, 毛利6.17亿元。此外, 因新疆对纺织业

投资建议:

推荐

维持

当前价格:

13.53元

目标价格:

元

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,146/984
流通A股市值 (百万元)	13,320
每股净资产 (元)	7.59
资产负债率 (%)	64.25
一年内最高/最低 (元)	14.00/6.80

## 一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号: S0590516080001

电话: 0510-85613163

邮箱: maqx@glsc.com.cn

## 相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	15,263.20	23,362.32	24,395.27	25,361.47	26,686.26
增长率 (%)	36.56%	53.06%	4.42%	3.96%	5.22%
EBITDA (百万元)	2,439.63	4,809.11	5,304.35	5,590.70	5,844.26
净利润 (百万元)	7.68	1,843.47	2,278.26	2,497.16	2,720.12
增长率 (%)	-97.69%	23,914.89%	23.58%	9.61%	8.93%
EPS (元/股)	0.00	0.86	1.06	1.16	1.27
市盈率 (P/E)	3,783.22	15.75	12.75	11.63	10.68
市净率 (P/B)	2.85	1.78	1.97	2.22	2.58
EV/EBITDA	13.64	9.84	8.67	8.67	7.96

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

发展支持力度大，公司因纺纱项目分别获得流动资金贷款贴息 1.32 亿元和运费补贴 1.23 亿元。

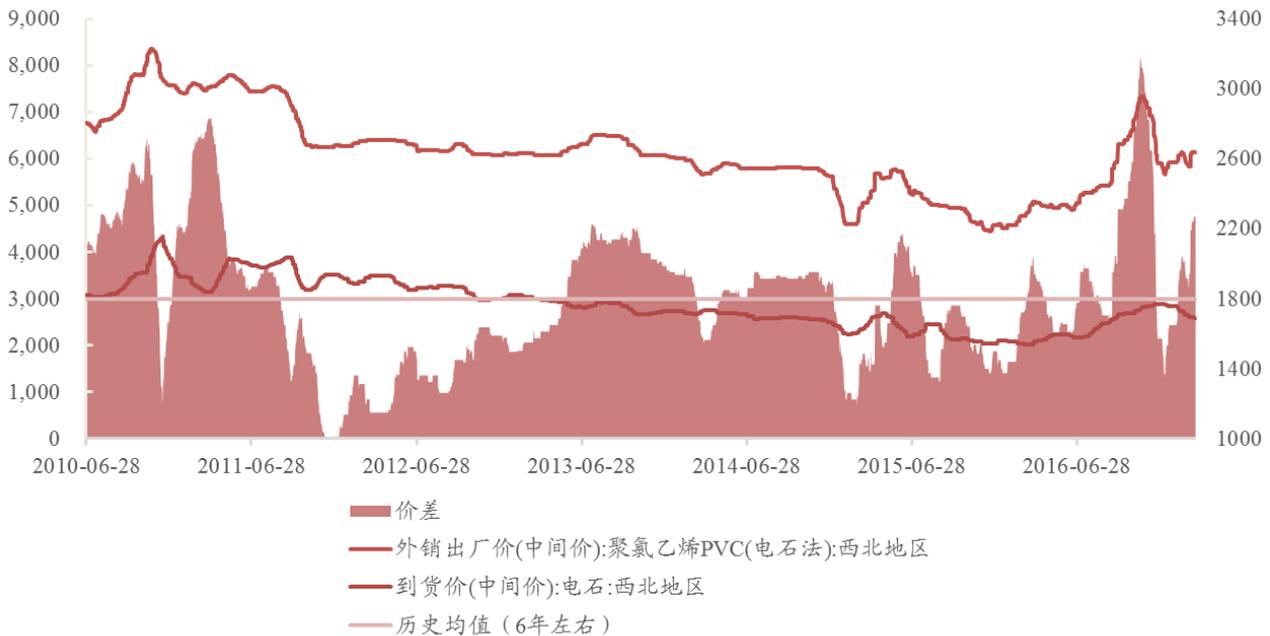
➤ **盈利预测**

预计 2017~2019 年 EPS 分别为 1.06 元、1.16 元和 1.27 元，对应公司 PE12.75X、11.63X 和 10.68X。鉴于公司是氯碱和粘胶行业双龙头，产业协同效益明显，PVC 受益新疆低煤价、液氯价格低位下烧碱价格高位、粘胶行业景气维持且仍在整合新疆地区产能、纺织业务受益于新疆纺织业发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

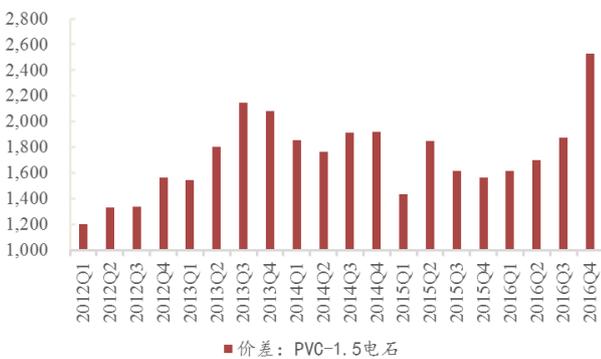
1)：PVC 需求持续疲软；2)：粘胶短纤景气度下行及纺纱项目进度不达预期。

图表1: PVC 价格、电石价格及价差 (元/吨)



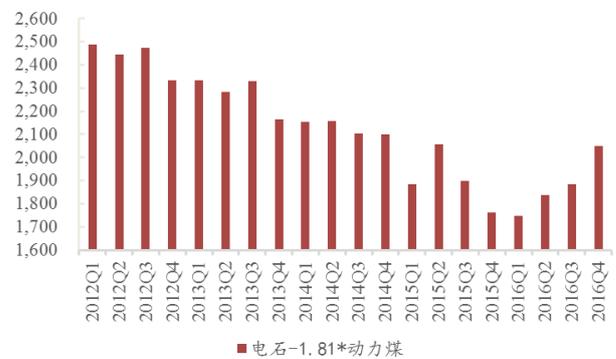
来源: Wind 国联证券研究所

图表2: 价差: PVC (西北) -1.5\*电石 (元/吨)



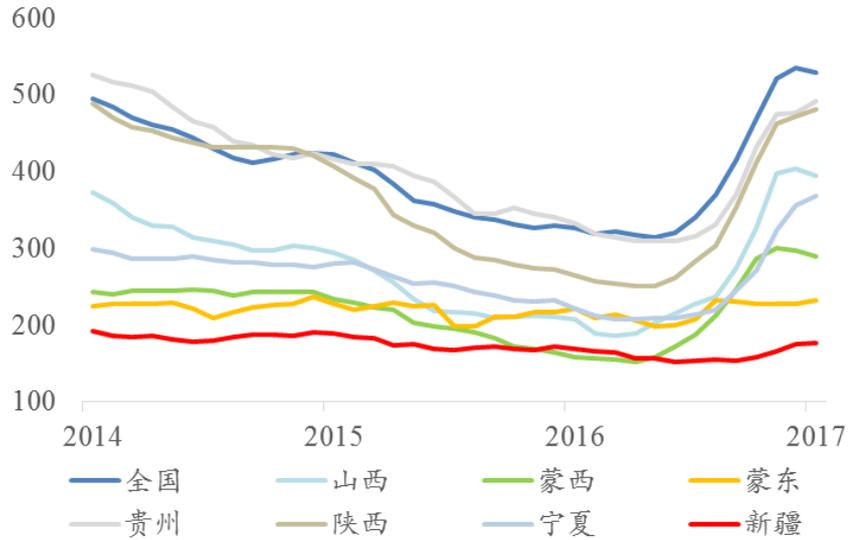
来源: Wind 国联证券研究所

图表3: 价差: 电石 (西北到货价) -1.81\*动力煤 (元/吨)



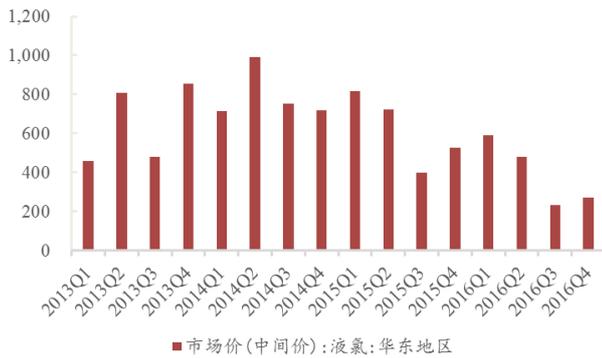
来源: Wind 国联证券研究所

图表4: 部分地区电煤价格指数



来源: Wind 国联证券研究所

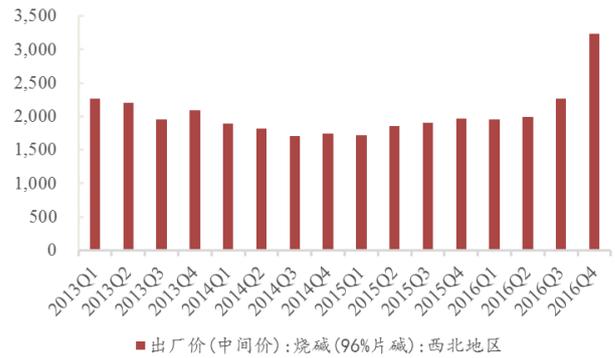
图表5: 华东地区液氯价格 (元/吨)



■ 市场价(中间价):液氯:华东地区

来源: Wind 国联证券研究所

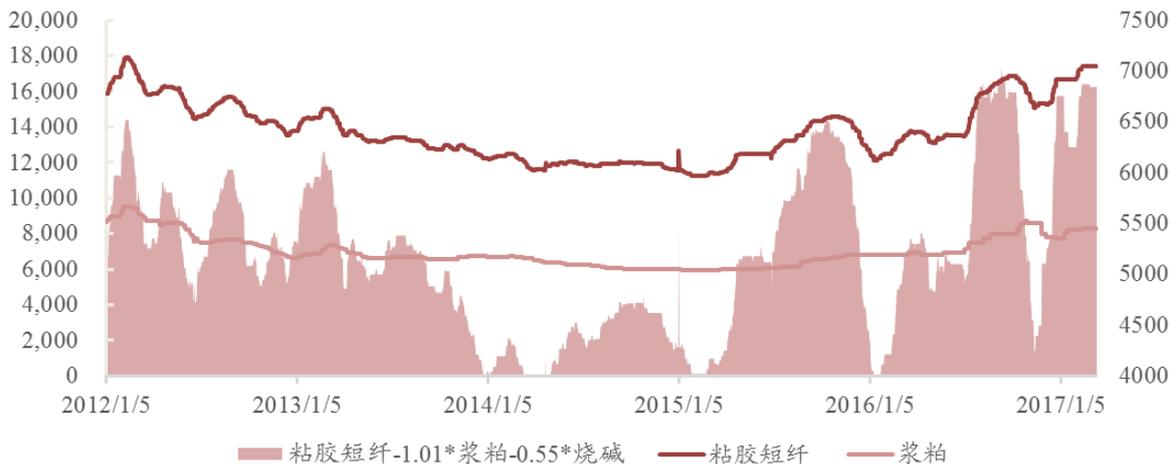
图表6: 西北地区固碱价格 (元/吨)



■ 出厂价(中间价):烧碱(96%片碱):西北地区

来源: Wind 国联证券研究所

图表7: 粘胶短纤价格及价差 (元/吨)



来源: 国联证券研究所

**图表8：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	799.85	1,617.61	2,439.53	2,536.15	2,668.63	营业收入	15,263.2	23,362.32	24,395.2	25,361.4	26,686.2
应收账款+票据	3,277.15	6,699.78	6,901.88	7,208.30	7,239.00	营业成本	11,742.9	17,204.31	18,081.9	18,756.1	19,645.3
预付账款	937.71	2,150.29	2,370.21	2,318.83	2,592.52	营业税金及附加	89.63	208.43	217.64	226.26	238.08
存货	1,300.06	1,669.60	1,451.55	1,785.97	1,605.05	营业费用	1,946.98	2,045.08	2,135.08	2,225.08	2,330.08
其他	1,587.73	882.79	882.79	882.79	882.79	管理费用	478.91	626.16	634.28	659.40	693.84
<b>流动资产合计</b>	<b>7,902.50</b>	<b>13,020.0</b>	<b>14,045.9</b>	<b>14,732.0</b>	<b>14,987.9</b>	财务费用	984.46	1,091.57	940.93	962.27	971.04
长期股权投资	932.69	983.58	1,013.58	1,063.58	1,113.58	资产减值损失	-7.14	125.96	41.93	41.93	41.93
固定资产	23,440.2	24,984.1	25,681.7	24,090.8	22,499.9	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,840.37	2,288.54	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-81.25	-143.53	30.00	50.00	50.00
无形资产	606.69	605.79	589.55	563.77	537.98	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	498.19	3,727.83	3,690.25	3,662.20	3,662.20	<b>营业利润</b>	<b>-53.83</b>	<b>1,917.29</b>	<b>2,373.44</b>	<b>2,540.40</b>	<b>2,815.90</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>28,318.1</b>	<b>32,589.9</b>	<b>30,975.1</b>	<b>29,380.4</b>	<b>27,813.6</b>	营业外净收益	301.26	341.53	436.40	536.40	536.40
<b>资产总计</b>	<b>36,220.6</b>	<b>45,609.9</b>	<b>45,021.1</b>	<b>44,112.4</b>	<b>42,801.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>247.43</b>	<b>2,258.82</b>	<b>2,809.84</b>	<b>3,076.80</b>	<b>3,352.31</b>
短期借款	3,494.77	7,491.70	6,013.56	8,396.88	6,286.76	所得税	59.94	322.61	416.98	454.02	495.35
应付账款+票据	4,461.37	5,014.32	8,216.76	5,507.61	8,867.45	<b>净利润</b>	<b>187.49</b>	<b>1,936.21</b>	<b>2,392.87</b>	<b>2,622.78</b>	<b>2,856.96</b>
其他	4,262.33	3,786.45	2,890.27	3,860.55	2,991.88	少数股东损益	179.81	92.74	114.61	125.62	136.84
<b>流动负债合计</b>	<b>12,218.4</b>	<b>16,292.4</b>	<b>17,120.5</b>	<b>17,765.0</b>	<b>18,146.0</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>7.68</b>	<b>1,843.47</b>	<b>2,278.26</b>	<b>2,497.16</b>	<b>2,720.12</b>
长期带息负债	9,221.38	10,454.1	10,454.1	10,454.1	10,454.1						
长期应付款	2,813.53	2,179.42	2,179.42	2,179.42	2,179.42						
其他	2.29	2.01	2.01	2.01	2.01						
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,037.2</b>	<b>12,635.6</b>	<b>12,635.6</b>	<b>12,635.6</b>	<b>12,635.6</b>						
<b>负债合计</b>	<b>24,255.6</b>	<b>28,928.0</b>	<b>29,756.1</b>	<b>30,400.6</b>	<b>30,781.6</b>						
少数股东权益	1,789.56	399.41	514.02	639.64	776.48						
股本	1,390.24	2,146.45	2,146.45	2,146.45	2,146.45						
资本公积	5,691.49	9,279.94	9,279.94	9,279.94	9,279.94						
留存收益	3,093.70	4,856.13	3,324.53	1,645.77	-182.88						
<b>股东权益合计</b>	<b>11,964.9</b>	<b>16,681.9</b>	<b>15,264.9</b>	<b>13,711.8</b>	<b>12,019.9</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>36,220.6</b>	<b>45,609.9</b>	<b>45,021.1</b>	<b>44,112.4</b>	<b>42,801.6</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	267.18	2,075.61	1,991.92	2,116.84	2,351.02
折旧摊销	1,254.07	1,501.50	1,602.83	1,602.83	1,574.79
财务费用	1,061.96	1,102.96	891.67	911.07	917.16
存货减少	29.14	-369.54	218.05	-334.41	180.92
营运资金变动	-1,913.0	-2,502.0	1,884.25	-1,993.9	2,186.78
其它	36.53	157.14	41.93	41.93	41.93
<b>经营活动现金流</b>	<b>735.84</b>	<b>1,965.67</b>	<b>6,630.65</b>	<b>2,344.35</b>	<b>7,252.59</b>
资本支出	3,176.12	2,591.55	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,176.43	4,162.62	0.00	0.00	0.00
其他	152.88	277.24	370.94	455.94	455.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,199.6</b>	<b>-6,476.9</b>	<b>370.94</b>	<b>455.94</b>	<b>455.94</b>
债权融资	2,214.52	2,886.11	-1,478.1	2,383.32	-2,110.1
股权融资	1,594.09	3,153.72	0.00	0.00	0.00
其他	167.49	-725.94	-4,701.5	-5,086.9	-5,465.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,976.10</b>	<b>5,313.89</b>	<b>-6,179.6</b>	<b>-2,703.6</b>	<b>-7,576.0</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-473.52</b>	<b>802.95</b>	<b>821.92</b>	<b>96.62</b>	<b>132.48</b>

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	36.56%	53.06%	4.42%	3.96%	5.22%
EBIT	2.60%	178.99%	11.91%	7.74%	7.06%
EBITDA	14.99%	97.12%	10.30%	5.40%	4.54%
归属于母公司净	191.93%	23,914.89	23.58%	9.61%	8.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.06%	26.36%	25.88%	26.04%	26.38%
净利率	1.23%	8.29%	9.81%	10.34%	10.71%
ROE	0.08%	11.32%	15.44%	19.10%	24.19%
ROIC	3.00%	10.03%	8.04%	9.28%	9.78%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.97%	63.42%	66.09%	68.92%	71.92%
流动比率	0.65	0.80	0.82	0.83	0.83
速动比率	0.41	0.64	0.68	0.68	0.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.02	3.70	3.74	3.71	3.89
存货周转率	9.03	10.30	12.46	10.50	12.24
总资产周转率	0.42	0.51	0.54	0.57	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.00	0.86	1.06	1.16	1.27
每股经营现金流	0.34	0.92	3.09	1.09	3.38
每股净资产	4.74	7.59	6.87	6.09	5.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	3,783.22	15.75	12.75	11.63	10.68
市净率	2.85	1.78	1.97	2.22	2.58
EV/EBITDA	13.64	9.84	8.67	8.67	7.96
EV/EBIT	28.06	14.31	12.42	12.16	10.89

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

