

强烈推荐-A (维持)

中泰化学 002092.SZ

当前股价: 16.43 元
2017年08月09日

PVC行业仍处景气, 三季度业绩值得期待

基础数据

上证综指	3276
总股本(万股)	214645
已上市流通股(万股)	169505
总市值(亿元)	353
流通市值(亿元)	278
每股净资产(MRQ)	8.1
ROE(TTM)	16.2
资产负债率	65.5%
主要股东	新疆中泰(集团)有限
主要股东持股比例	21.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	29	81
相对表现	29	19	66



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中泰化学(002092)—PVC期货价格创新高, 公司业绩高弹性值得关注》2017-08-05

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

姚鑫

yaixin@cmschina.com.cn
S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

研究助理 于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

公司发布2017年半年报:报告期内实现营业收入168.01亿元,同比增长74.30%;归属于上市公司股东净利润12.44亿元,同比增长357.08%,扣非归母净利润12.30亿元,同比增长737.37%。实现每股收益0.5797元。

公司发布2017年1-9月经营业绩预计,归属于上市公司股东的净利润18.5-20.5亿元,同比增长159.56%-187.62%。

评论:

1、公司第二季度盈利环比下降,主要是PVC价格下滑所致。

2017Q1/Q2单季度实现收入67.27/100.73亿元,分别同比增长85.48%和67.55%;实现归母净利润6.98/5.47亿元,分别同比增长1359.65%和142.39%;其中第二季度净利润环比下滑21.60%。

基本面数据看,2017年第二季度,PVC产量(含糊树脂)43.38万吨,PVC(电石法)市场价格5849元/吨,同比增长10.15%,环比下滑6.83%;氯碱类产量30.4万吨,烧碱市场均价4091元/吨,同比增长78.65%,环比增长2.18%。粘胶产量19.3万吨,市场均价15282元/吨,同比增长13.60%,环比下降10.2%;纱线产量5.6万吨,市场均价18948元/吨,同比增长28.40%,环比几乎无变化;所以公司第二季度收入的环比增长主要来自于PVC、粘胶的销量增加和烧碱的价格上涨。盈利方面,2017Q1/Q2单季度毛利率26.6%/17.6%,主要是由于第二季度PVC价格下滑带来盈利能力环比下降3.46%。2017年1-6月毛利率为21.24%较去年同期23.94%水平下滑2.7个百分点,主要由于贸易和纱线的盈利下滑。

2、公司2017Q3盈利有望达到6.2-8.2亿元。我们判断下半年电石-PVC产业链价格全线上涨,环保督察下行业有望延续紧平衡。

公司发布2017年1-9月份经营业绩预告,若实现1-9月归母净利润18.5-20.5亿元,则2017Q3将实现6.2-8.2亿元,我们更倾向于盈利上限。原材料电石供给存在缺口,行业开工率50%左右,目前华东地区主流成交价3000-3100元/吨,创出2013年以来新高。PVC现货价格也创新高,7月份以来,PVC价格从6450元/吨涨至最新报价7200元/吨,涨幅11.63%。第三、四批中央环保督察八省中,新疆、山东和青海为氯碱大省,PVC产能合计789万吨,全国占比36.4%;烧碱产能合计1479万吨,全国占比37.2%。预计受环保影响,PVC行业开工率预计进一步下降,供需紧平衡状态有望持续。

3、维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。

公司拥有完整的“煤—电—氯碱—粘胶纤维—纺纱”上下游一体化的循环经济产业链条。由于地处新疆，煤炭资源丰富，使得氯碱产业的重要成本焦炭和发电成本极低，且波动性小，这是国内其他省份无法媲美的优势，尤其在煤价上涨背景下愈发明显，公司在氯碱业务上拥有资源、成本、技术、规模等方面的核心竞争优势，产能扩张完毕后，将会成为全国一流的氯碱、粘胶纱线生产基地。根据我们假设条件，预计 2017-2019 年每股收益 1.42 元、1.52 元和 1.71 元，对应市盈率分别为 11.5 倍、10.8 和 9.6 倍，维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。

4、风险提示。

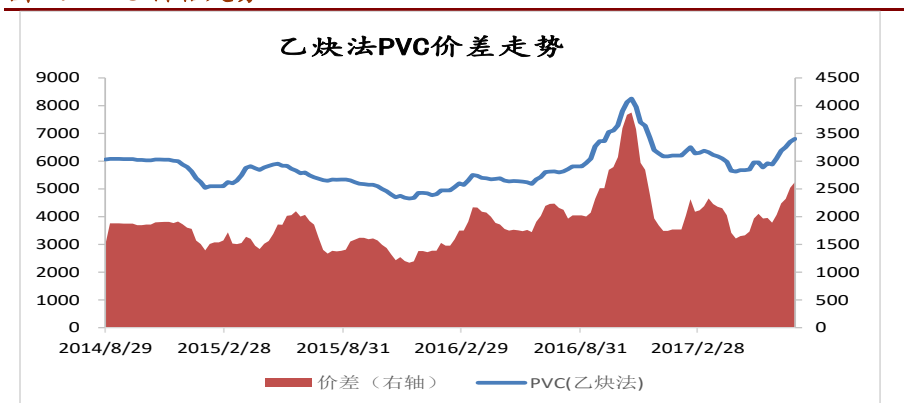
公司 PVC、烧碱、粘胶产品价格大幅下跌风险；募投项目建设进度低于预期风险；

表 1：中泰化学单季度归属净利润及同比增速

项目		绝对额 (百万元)				同比增速			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
归属净利润	2013	73	-43	85	-2	59%	-207%	38%	-101%
	2014	96	83	72	81	31%	-294%	-15%	-5067%
	2015	-104	119	35	-42	-208%	43%	-51%	-152%
	2016	47	226	441	1,131	-145%	90%	1141%	-2776%
	2017	698	547			1396%	142%		
收入	2013	2,773	2,977	3,144	3,152	79%	52%	78%	70%
	2014	2,324	3,009	2,834	3,010	-16%	1%	-10%	-5%
	2015	2,568	4,379	3,957	4,360	10%	46%	40%	45%
	2016	3,627	6,012	5,947	7,777	41%	37%	50%	78%
	2017	6,727	10,073			85%	68%		

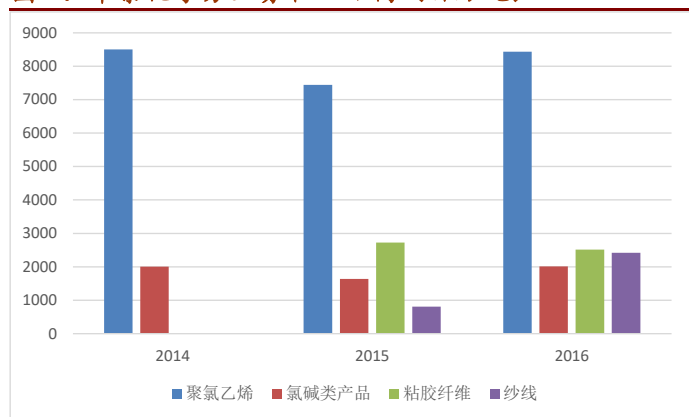
资料来源：Wind、招商证券

图 1：PVC 价格走势



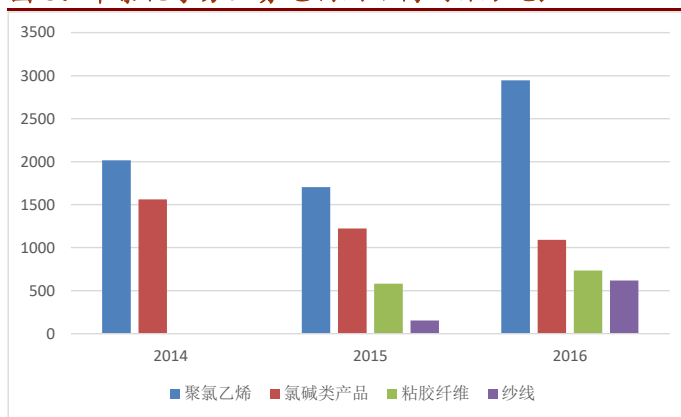
资料来源：wind、招商证券

图 2：中泰化学分业务收入结构（百万元）



资料来源：wind、招商证券

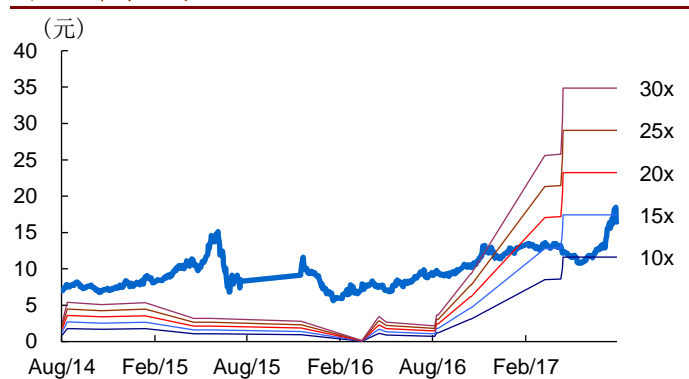
图 3：中泰化学分业务毛利润结构（百万元）



资料来源：wind、招商证券

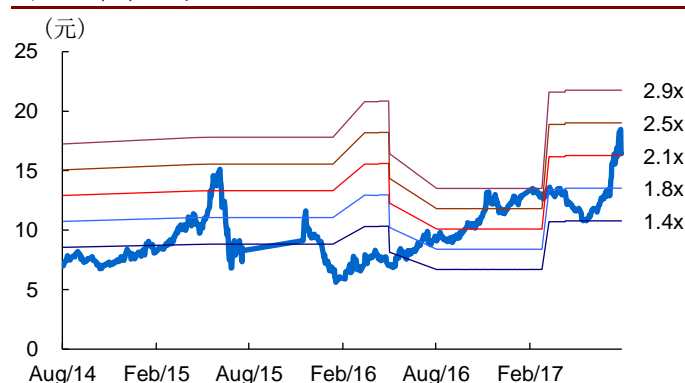
5、PE-PB Band

图 4：中泰化学历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：中泰化学历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《氯碱行业涨价有望持续-建议重点关注中泰化学、新疆天业、鸿达兴业》2017/7/19
认为公司已度过最差时刻，并详细分析了最为看好的新材料业务。
- 2、《中泰化学（002092）-PVC 期货价格创新高，公司业绩高弹性值得关注》2017/8/4

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8676	14022	16573	17618	20916
现金	1552	2616	2198	2331	3750
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2548	5262	6700	7116	7982
应收款项	492	1057	1326	1408	1580
其它应收款	237	381	485	515	578
存货	1300	1670	2068	2205	2482
其他	2546	3037	3795	4042	4544
非流动资产	28352	32646	34072	35416	36683
长期股权投资	933	984	984	984	984
固定资产	23440	24984	26482	27889	29213
无形资产	607	606	545	491	442
其他	3372	6072	6061	6052	6045
资产总计	37028	46668	50645	53034	57598
流动负债	12680	16949	17759	16791	17557
短期借款	3495	7492	8837	7327	7000
应付账款	3835	4186	5190	5533	6227
预收账款	408	1384	1716	1829	2058
其他	4942	3888	2016	2101	2272
长期负债	12383	13038	13038	13038	13038
长期借款	4143	5366	5366	5366	5366
其他	8240	7671	7671	7671	7671
负债合计	25063	29986	30797	29828	30595
股本	1390	2146	2146	2146	2146
资本公积金	5696	9284	9284	9284	9284
留存收益	1598	3356	6369	9563	13176
少数股东权益	1790	399	553	717	902
归属于母公司所	10175	16283	19295	22489	26102
负债及权益合计	37028	46668	50645	53034	57598

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	690	1923	4244	5482	5527
净利润	8	1843	3055	3255	3678
折旧摊销	1254	1502	1572	1654	1731
财务费用	1062	1103	907	840	778
投资收益	81	138	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(1896)	(2748)	(1389)	(372)	(788)
其它	181	85	158	165	188
投资活动现金流	(5200)	(6477)	(2998)	(2998)	(2998)
资本支出	(3176)	(2592)	(2998)	(2998)	(2998)
其他投资	(2024)	(3885)	0	0	0
筹资活动现金流	3976	5314	(1663)	(2351)	(1111)
借款变动	3322	2813	(773)	(1510)	(327)
普通股增加	0	756	0	0	0
资本公积增加	4	3588	0	0	0
股利分配	(97)	(36)	(43)	(61)	(65)
其他	747	(1808)	(847)	(780)	(718)
现金净增加额	(534)	760	(417)	133	1419

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15263	23362	29746	31593	35439
营业成本	11743	17204	21331	22742	25592
营业税金及附加	90	208	265	282	316
营业费用	1947	2045	2975	3159	3544
管理费用	479	626	892	948	1063
财务费用	984	1092	907	840	778
资产减值损失	(7)	126	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(81)	(138)	60	60	60
营业利润	(54)	1923	3429	3676	4199
营业外收入	309	345	345	345	345
营业外支出	8	9	9	9	9
利润总额	247	2259	3765	4011	4535
所得税	60	323	556	593	671
净利润	187	1936	3209	3419	3863
少数股东损益	180	93	154	164	185
归属于母公司净利润	8	1843	3055	3255	3678
EPS (元)	0.01	0.86	1.42	1.52	1.71

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	37%	53%	27%	6%	12%
营业利润	-115%	-3680%	78%	7%	14%
净利润	-98%	23915%	66%	7%	13%
获利能力					
毛利率	23.1%	26.4%	28.3%	28.0%	27.8%
净利率	0.1%	7.9%	10.3%	10.3%	10.4%
ROE	0.1%	11.3%	15.8%	14.5%	14.1%
ROIC	3.3%	8.2%	10.8%	10.7%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	67.7%	64.3%	60.8%	56.2%	53.1%
净负债比率	29.5%	32.1%	28.0%	23.9%	21.5%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	8.9	11.6	11.4	10.6	10.9
应收帐款周转率	32.5	30.2	25.0	23.1	23.7
应付帐款周转率	3.2	4.3	4.6	4.2	4.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.01	0.86	1.42	1.52	1.71
每股经营现金	0.50	0.90	1.98	2.55	2.58
每股净资产	7.32	7.59	8.99	10.48	12.16
每股股利	0.03	0.02	0.03	0.03	0.00
估值比率					
PE	2975.6	19.1	11.5	10.8	9.6
PB	2.2	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	764932.	366682.	277339.	265601.	244255.

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。