

业绩符合预期, 下半年仍具爆发力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年度报告, 报告期内实现营业收入 168 亿元, 同比增长 74.3%; 实现归母净利润 12.4 亿元, 同比增长 357.1%, 其中扣非净利润 12.3 亿元, 同比增长 737.4%。公司二季度单季实现营收 100.7 亿元, 同比增长 67.5%, 环比增长 49.7%; 实现归母净利润 5.5 亿元, 同比增长 142%, 环比下降 21.6%。同时, 公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润变动区间为 18.5-20.5 亿元, 同比增长 159.6%-187.6%。
- **业绩符合预期, 看好公司全年业绩表现。** 报告期内公司各业务线景气度皆持续向好, 各产品盈利能力回升产生的共振效应拉动公司业绩大幅增长。上半年 PVC 含税均价约 6236 元/吨, 带动营收同比增长 27%, 毛利率提升 2.3 个百分点至 32.4%; 烧碱含税均价约 3497 元/吨, 带动氯碱类产品营收同比增长 58.4%, 毛利率提升 13.1 个百分点至 66.9%; 粘胶短纤含税均价约 16121 元/吨, 带动纺织工业营收同比增加 15.9%, 毛利率略微下滑 2 个百分点至 21.2%。公司 17 年 Q2 实现归母净利润 5.5 亿元, 环比下降 21.6%, 主要原因在于二季度公司 PVC 和粘胶产品均价较一季度略有下滑, 且二季度公司销售费用增加 1.7 亿元 (其中运输费用增加 1.5 亿元)。我们认为三季度公司产品价格将继续保持强势, 下半年业绩值得期待。
- **坚定看好 PVC 行情, 氯碱盈利能力强劲。** PVC 行业产能自然出清, 行业处于弱平衡状态, 供需格局实质性好转。随着近期环保因素逐渐发酵压制供给端, 叠加房地产等需求端数据较好, 我们认为下半年 PVC 价格有望空中加油。且公司近年来致力于向上游完善 PVC 产业链, 逐步掌控氯碱产业所需的煤炭、原盐、石灰石等资源, 夯实了原料供应基础, 具备了氯碱行业的低成本资源条件, 也使得公司能够获取原材料上涨带来的额外收益, 一体化布局步入丰收期。目前烧碱行业月度开工率 85% 左右, 加之其下游氧化铝行业产量大幅增加 (17H1 同比增长 30%), 致使烧碱价格一直保持强势, 目前毛利率已接近 70%, 盈利能力强劲。
- **粘胶短纤价格三季度行情仍将保持涨势。** 三季度看涨粘胶短纤价格的依据主要在于行业新增产能真空期和需求稳步增长长期的叠加。2017 年粘胶短纤无规模新增产能, 周度开工率超过 9 成, 且库存处于低位, 卓创资讯库存周度天数自 6 月 16 日起一直为 0 天。加之下游纺织品服装行业弱复苏, 替代品棉花价格自 16 年起上涨, 17 年以来高位站稳, 需求处于稳步增加态势。综合来看, 粘短处于中期上涨通道, 三季度价格仍将保持强势。受让了阿拉尔新农化纤年产 8 万吨粘胶纤维、10 万吨棉浆粕生产线等有效经营性资产之后, 公司目前拥有粘胶短纤的产能 49 万吨, 处于行业龙头地位, 且阿拉尔富丽达 20 万吨/年粘胶纤维项目建设正在有序推进, 该项目投产后将继续巩固公司在粘胶短纤领域的龙头地位。我们认为粘胶短纤价格在第三季度仍将继续上涨, 有望使公司三季度业绩持续向好。
- **盈利预测与投资建议。** 贸易业务增长扰动较大, 我们调整盈利预测, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.40 元、1.45 元和 1.57 元, 对应的 PE 分别为 12 倍、11 倍和 10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 氯碱产品价格或不及预期的风险、粘短价格或不及预期的风险、行业新增产能大量投放的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23362.32	36259.86	39059.89	41800.54
增长率	53.06%	55.21%	7.72%	7.02%
归属母公司净利润(百万元)	1843.47	2996.23	3119.54	3371.52
增长率	23914.89%	62.53%	4.12%	8.08%
每股收益 EPS(元)	0.86	1.40	1.45	1.57
净资产收益率 ROE	11.61%	17.13%	15.37%	14.44%
PE	19	12	11	10
PB	2.11	1.95	1.68	1.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.46
流通 A 股(亿股)	16.95
52 周内股价区间(元)	9.02-18.47
总市值(亿元)	352.66
总资产(亿元)	511.22
每股净资产(元)	7.91

相关研究

1. 中泰化学(002092): PVC 期现货大涨, 盈利空间进一步打开 (2017-08-03)
2. 中泰化学(002092): 上修 H1 业绩, Q3 产品价格重回上涨态势 (2017-07-14)
3. 中泰化学(002092): 业绩略超预期, 产品景气周期持续 (2017-04-23)
4. 中泰化学(002092): 全产品景气周期叠加, 助推业绩大幅增长 (2017-03-21)
5. 中泰化学(002092): 双主业周期反转叠加, 一体化布局步入丰收期 (2016-10-25)
6. 中泰化学(002092): 协同效应凸显, 粘胶 PVC 齐头并进 (2016-08-21)

关键假设：

假设 1：预计公司 PVC 产品 17 年含税均价 6700 元/吨，销量 170 万吨，毛利率提升至 38%。18、19 年价格略有提升，毛利率保持稳定；

假设 2：预计公司烧碱产品 17 年含税平均价格 3700 元/吨，销量 85 万吨，毛利率提升至 67%；

假设 3：预计公司粘胶短纤 17 年含税平均价格 16500 元/吨，扣除内部纱线使用部分，预计 17 年外销 23 万吨粘胶短纤。后续粘胶短纤和纱线皆有产能释放，预计 18-19 年分别外销粘胶短纤产品 22 万吨和 27 万吨；

假设 4：预计公司纱线 17 年含税均价 18500 元/吨，销量 23.2 万吨，毛利率在 20%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
PVC	收入	8,432.98	9,735.04	9,880.34	10,025.64
	增速	13.4%	15.44%	1.49%	1.47%
	毛利率	34.94%	38.00%	38.00%	38.00%
氯碱类产品	收入	2,014.78	2,671.59	2,548.92	2,416.00
	增速	23.1%	32.60%	-4.59%	-5.21%
	毛利率	54.15%	67.00%	67.00%	67.00%
粘胶类产品	收入	2,511.73	3,256.13	3,188.51	4,071.70
	增速	-7.8%	29.64%	-2.08%	27.70%
	毛利率	29.18%	30.00%	30.00%	30.00%
纱线	收入	2,418.03	3,668.38	5,683.76	6,666.67
	增速	199.9%	51.71%	54.94%	17.29%
	毛利率	25.52%	20.00%	20.00%	20.00%
贸易	收入	7,326.38	16,118.04	16,923.94	17,770.13
	增速	198.4%	120.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	6.41%	5.60%	5.60%	5.60%
电	收入	27.54	173.50	190.85	200.39
	增速	57.8%	530.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	7.15%	0.56%	0.60%	0.60%
其他	收入	630.88	637.19	643.56	650.00
	增速	240.2%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	47.36%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	23,362.32	36,259.86	39,059.89	41,800.54
	增速	53.06%	55.21%	7.72%	7.02%
	毛利率	26.36%	23.23%	22.60%	22.26%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23362.32	36259.86	39059.89	41800.54	净利润	1936.21	3096.23	3229.54	3491.52
营业成本	17204.31	27837.89	30233.61	32495.90	折旧与摊销	1501.50	1650.74	1786.24	1823.71
营业税金及附加	208.43	323.49	348.47	372.92	财务费用	1091.57	1322.80	1341.78	1212.68
销售费用	2045.08	2538.19	2538.89	2717.03	资产减值损失	125.96	100.00	100.00	100.00
管理费用	626.16	725.20	781.20	883.40	经营营运资本变动	-2849.85	600.42	-1051.86	-386.95
财务费用	1091.57	1322.80	1341.78	1212.68	其他	117.50	-108.09	-110.17	-113.06
资产减值损失	125.96	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1922.88	6662.10	5295.52	6127.91
投资收益	-137.91	8.21	10.05	13.10	资本支出	-1028.25	-3000.00	-800.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5448.68	8.21	10.05	13.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6476.93	-2991.79	-789.95	-486.90
营业利润	1922.92	3420.50	3725.99	4031.70	短期借款	3996.93	4295.46	-2444.17	-1842.99
其他非经营损益	335.91	191.62	41.66	41.58	长期借款	1223.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	2258.82	3612.12	3767.65	4073.28	股权融资	4344.65	0.00	0.00	0.00
所得税	322.61	515.89	538.10	581.75	支付股利	-27.80	-184.35	-299.62	-311.95
净利润	1936.21	3096.23	3229.54	3491.52	其他	-4223.37	-4958.02	-1341.78	-1212.68
少数股东损益	92.74	100.00	110.00	120.00	筹资活动现金流净额	5313.89	-846.90	-4085.57	-3367.63
归属母公司股东净利润	1843.47	2996.23	3119.54	3371.52	现金流量净额	760.17	2823.40	420.00	2273.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2615.58	5438.98	5858.98	8132.36	成长能力				
应收和预付款项	8850.07	11558.72	13031.98	14111.20	销售收入增长率	53.06%	55.21%	7.72%	7.02%
存货	1669.60	2702.44	2935.29	3155.01	营业利润增长率	3680.38%	77.88%	8.93%	8.20%
其他流动资产	886.97	1376.63	1482.94	1586.99	净利润增长率	932.72%	59.91%	4.31%	8.11%
长期股权投资	983.58	983.58	983.58	983.58	EBITDA 增长率	106.70%	41.59%	7.19%	3.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	27198.79	28577.41	27620.52	26326.17	毛利率	26.36%	23.23%	22.60%	22.26%
无形资产和开发支出	642.04	618.29	594.55	570.80	三费率	16.11%	12.65%	11.94%	11.51%
其他非流动资产	3821.64	3816.03	3810.42	3804.81	净利率	8.29%	8.54%	8.27%	8.35%
资产总计	46668.26	55072.08	56318.26	58670.92	ROE	11.61%	17.13%	15.37%	14.44%
短期借款	7491.70	11787.16	9342.99	7500.00	ROA	4.15%	5.62%	5.73%	5.95%
应付和预收款项	6871.45	11414.70	12110.13	13064.85	ROIC	8.59%	11.88%	12.13%	12.55%
长期借款	5366.02	5366.02	5366.02	5366.02	EBITDA/销售收入	19.33%	17.63%	17.55%	16.91%
其他负债	10257.16	8426.61	8491.60	8552.97	营运能力				
负债合计	29986.32	36994.49	35310.74	34483.84	总资产周转率	0.56	0.71	0.70	0.73
股本	2146.45	2146.45	2146.45	2146.45	固定资产周转率	0.96	1.38	1.43	1.58
资本公积	9279.94	9279.94	9279.94	9279.94	应收账款周转率	30.17	28.91	25.76	25.34
留存收益	3339.91	6151.79	8971.71	12031.29	存货周转率	11.58	12.72	10.72	10.67
归属母公司股东权益	16282.52	17578.18	20398.10	23457.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.64%	—	—	—
少数股东权益	399.41	499.41	609.41	729.41	资本结构				
股东权益合计	16681.93	18077.59	21007.51	24187.08	资产负债率	64.25%	67.17%	62.70%	58.78%
负债和股东权益合计	46668.26	55072.08	56318.26	58670.92	带息债务/总负债	59.85%	60.12%	56.07%	52.07%
					流动比率	0.83	0.88	1.05	1.26
					速动比率	0.73	0.77	0.91	1.11
					股利支付率	1.51%	6.15%	9.60%	9.25%
					每股指标				
					每股收益	0.86	1.40	1.45	1.57
					每股净资产	7.77	8.42	9.79	11.27
					每股经营现金	0.90	3.10	2.47	2.85
					每股股利	0.01	0.09	0.14	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	4515.99	6394.04	6854.01	7068.09					
PE	19.13	11.77	11.30	10.46					
PB	2.11	1.95	1.68	1.46					
PS	1.51	0.97	0.90	0.84					
EV/EBITDA	10.84	7.55	6.63	5.85					
股息率	0.08%	0.52%	0.85%	0.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn