

2017年08月11日

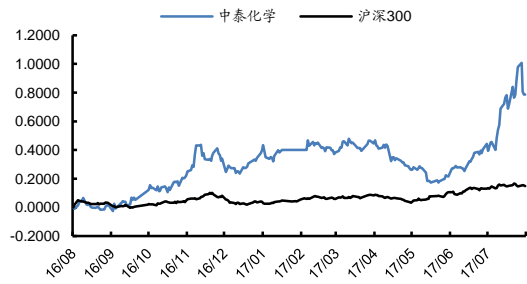
公司研究

评级：买入（维持）

研究所
 证券分析师：代鹏举 S0350512040001
 021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
 联系人：谷航 S0350117040024
 021-68591581 guh@ghzq.com.cn
 联系人：陈博 S0300116010021
 010-88576597 chenb05@ghzq.com.cn

中报业绩超预期，氯碱行业龙头业绩弹性大 ——中泰化学（002092）半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中泰化学	23.7	41.4	76.9
沪深300	1.2	10.7	14.9

市场数据

市场数据	2017-08-10
当前价格（元）	16.43
52周价格区间（元）	8.89 - 19.14
总市值（百万）	35266.17
流通市值（百万）	27849.60
总股本（万股）	214644.96
流通股（万股）	169504.55
日均成交额（百万）	467.03
近一月换手（%）	114.03

相关报告

《中泰化学（002092）动态研究：PVC和烧碱价格齐上涨，行业龙头强者恒强》——2017-08-03

《中泰化学（002092）深度报告：“新丝绸之路经济带”兴起的西部之星（买入）*化工行业*代鹏举》——2014-11-17

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

2017年8月10日，公司发布半年报，2017年上半年公司实现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%；氯碱化工产品综合毛利率达到40.0%，同比上涨5.3个百分点；政府补助会计政策变更，贷款贴息冲减财务费用为4.5亿元，同比下降15.8%。

投资要点：

- **PVC和烧碱价格齐上涨，氯碱行业龙头业绩弹性扩大。** 公司是国内氯碱行业龙头，拥有电石法聚氯乙烯树脂（PVC）产能153万吨/年，离子膜烧碱产能110万吨/年。华东区电石法PVC价格由2016年上半年平均5195元/吨上涨至2017年上半年平均6062元/吨，涨幅高达16.7%；华东区离子膜烧碱价格由2016年上半年2452元/吨上涨至2017年上半年2950元/吨，涨幅高达20.3%。受益于PVC和烧碱价格齐上涨，公司业绩弹性扩大。
- **纱线业务受益政府补贴，打造循环经济产业链实现资源和能源高效转化。** 公司现有粘胶纤维产能36万吨/年，纱线产能201万吨/年，受益于新疆政府对于纺织企业补贴政策，公司共计收到专项资金2.7亿元。同时，公司打造“煤-电-氯碱-粘胶短纤-纺纱”上下游一体化的循环经济产业链，充分实现资源和能源的高效转化。
- **定增项目涉及高性能产品和电石原料扩产，持续扩大行业竞争优势。** 2017年3月公司发布定增预案，拟非公开发行不超过4.29亿股，募集39.2亿元用于高性能树脂产业园及配套设施建设和托克逊电石二期扩产项目建设，其中包括新增MPVC产能20万吨/年、新增EPVC产能10万吨/年、新增CPVC产能3万吨/年和新增电石原料产能60万吨/年。公司实现产品结构优化，持续扩大行业竞争优势。
- **盈利预测和投资评级：**我们看好公司作为氯碱行业龙头的行业竞争力以及持续优化产品结构的行业发展前景。基于审慎性考虑，在增发没有最终完成前，暂不考虑其对公司业绩及股本的影响。预计2017-2019年EPS分别为1.29、1.53和1.65元/股，维持“买入”评级。

- **风险提示:** 公司市场售价低于预期; 公司产品价格波动风险; 公司产品下游需求低于预期; 公司定增项目进度低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23362	28751	32193	35551
增长率(%)	53.1%	23.1%	12.0%	10.4%
净利润(百万元)	1843	2775	3291	3552
增长率(%)	23915%	51%	19%	8%
摊薄每股收益(元)	0.86	1.29	1.53	1.65
ROE(%)	11.05%	14.68%	15.31%	15.14%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 中泰化学盈利预测表 (暂不考虑本次定增项目发对公司股本和业绩影响)

证券代码: 002092.sz		股票价格: 16.43		投资评级: 买入		日期: 2017/8/10			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	11%	15%	15%	15%	EPS	0.86	1.29	1.53	1.65
毛利率	26%	31%	29%	28%	BVPS	7.59	8.49	9.56	10.39
期间费率	17%	19%	16%	16%	估值				
销售净利率	8%	10%	10%	10%	P/E	19.13	12.71	10.72	9.93
成长能力					P/B	2.17	1.94	1.72	1.58
收入增长率	53%	23%	12%	10%	P/S	1.51	1.23	1.10	0.99
利润增长率	23915%	51%	19%	8%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.50	0.56	0.59	0.62	营业收入	23362	28751	32193	35551
应收账款周转率	3.49	3.48	3.54	3.72	营业成本	17204	19717	22826	25757
存货周转率	10.30	9.61	9.61	10.14	营业税金及附加	208	288	290	320
偿债能力					销售费用	2045	2875	2897	3200
资产负债率	64%	63%	61%	59%	管理费用	626	863	934	995
流动比	0.83	1.04	1.24	1.40	财务费用	1092	1396	1019	998
速动比	0.73	0.94	1.12	1.28	其他费用/(-收入)	(264)	(83)	(97)	(78)
					营业利润	1923	3530	4131	4203
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	336	70	90	58
现金及现金等价物	2616	6763	9877	13676	利润总额	2259	3600	4221	4261
应收款项	6700	8271	9085	9545	所得税费用	323	540	633	511
存货净额	1670	2083	2407	2572	净利润	1936	3060	3588	3750
其他流动资产	3037	3452	3545	3562	少数股东损益	93	285	297	197
流动资产合计	14022	20567	24909	29348	归属于母公司净利润	1843	2775	3291	3552
固定资产	24984	23012	21364	19804					
在建工程	2215	2615	2865	2765	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	606	606	625	615	经营活动现金流	1923	5870	5031	5966
长期股权投资	984	1024	1064	1104	净利润	1936	3060	3588	3750
资产总计	46668	51681	54685	57493	少数股东权益	93	285	297	197
短期借款	7492	7497	7502	7507	折旧摊销	1476	2143	1978	1843
应付款项	5014	5755	6460	7144	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1384	1733	1323	1461	营运资金变动	(1583)	382	(832)	176
其他流动负债	3059	4748	4850	4843	投资活动现金流	(6477)	(613)	(623)	(226)
流动负债合计	16949	19733	20135	20955	资本支出	(972)	(571)	(581)	(183)
长期借款及应付债券	10454	10464	10474	10494	长期投资	(51)	(40)	(40)	(40)
其他长期负债	2583	2583	2583	2583	其他	(5454)	(2)	(2)	(3)
长期负债合计	13038	13048	13058	13078	筹资活动现金流	5314	(817)	(972)	(1751)
负债合计	29986	32780	33192	34033	债务融资	5230	15	15	25
股本	2146	2146	2146	2146	权益融资	3154	0	0	0
股东权益	16682	18901	21493	23460	其它	(3070)	(832)	(987)	(1776)
负债和股东权益总计	46668	51681	54685	57493	现金净增加额	760	4440	3436	3990

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

谷航，北京大学化学专业本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年项目管理经验，现在负责化工行业研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，1年半券商行研经验。

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。