

中泰化学 (002092) \ 化工

——双主营景气，业绩略超预期

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：16.43元
 目标价格：元

事件：

8月9日晚公司发布半年报，上半年公司实现营业收入168亿元，YOY +74.30%，归母净利润12.44亿元，YoY +357.08%，EPS 0.58元，扣非后归母净利润12.30亿元，YoY +737.37%。其中二季度实现营业收入100.73亿元，归母净利润5.47亿元。同时公司预计1~3季度归母净利润18.5~20.5亿元。

投资要点：

➤ 氯碱盈利同比增加，加码高端产品

公司上半年分别生产PVC和烧碱86.80万吨和60.50万吨，配套电石和发电累积118.02万吨和63.29亿度，PVC实现营业收入45.20亿元，YoY +27.04%，营收增主要因PVC均价有所上升，统计西北地区PVC均价较上年高790元/吨，毛利率较上年提升2.35pct至32.36%，毛利增3.95亿元。后期公司将加码高性能树脂，托克逊产业园及配套设施已开始建设，包含20万吨MPVC、10万吨EPVC及3万吨CPVC装置。氯碱类产品实现营业收入14.20亿元，因氧化铝需求旺盛带动烧碱需求大幅增长，而供给端新增有限，烧碱景气提升明显，氯碱类产品毛利率大幅提升13.13pct至66.90%，盈利能力增强。

➤ 粘胶景气维持，产业链布局继续完善

公司上半年生产粘胶短纤19.30万吨、粘胶纱10.76万吨，分别实现营业收入9.9亿元和13.25亿元，毛利率29.96%和14.64%，上半年继续布局疆内90万吨粘胶短纤，阿拉尔富丽达20万吨/年粘胶纤维项目正有序推进，并以总价款11.70亿元受让阿拉尔新农化纤8万吨粘胶短纤、10万吨棉浆粕相关资产；同时借力新疆纺织发展，公司纺纱项目也同步进行，金富纱业二期65万锭项目、三期20万锭纺纱项目完成其中5座主车间的建成，生产能力达145万锭生产能力；富丽震纶一期100万锭纺纱项目完成86万锭产能。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,146/1,695
流通A股市值 (百万元)	28,172
每股净资产 (元)	7.91
资产负债率 (%)	65.44
一年内最高/最低 (元)	19.14/8.89

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：maqun@gjisc.com.cn

夏文奇

电话：85611779

邮箱：xiawq@gjisc.com.cn

相关报告

1、《中泰化学 (002092) \ 化工行业》

《一体化程度持续提升、产品涨价助业绩大幅提

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	32,684.99	34,692.56	36,277.34
增长率 (%)	36.56%	53.06%	39.90%	6.14%	4.57%
EBITDA (百万元)	2,439.63	4,809.11	5,549.10	6,096.53	6,526.33
净利润 (百万元)	7.68	1,843.47	2,477.06	2,778.10	3,119.27
增长率 (%)	-97.69%	23,914.89%	34.37%	12.15%	12.28%
EPS (元/股)	0.00	0.86	1.15	1.29	1.45
市盈率 (P/E)	4,594.11	19.13	14.24	12.69	11.31
市净率 (P/B)	3.47	2.17	2.41	2.77	3.31
EV/EBITDA	15.29	11.14	9.95	9.35	8.68

数据来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 盈利预测及评级

因PVC景气超预期，上修2017~2019年EPS分别为1.15元、1.29元和1.45元，对应公司PE14.2X、12.7X和11.3X。鉴于公司是氯碱和粘胶行业双龙头，产业协同效益明显，PVC受益新疆低煤价及行业供需格局改善、氧化铝需求增长且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，后期公司继续利用新疆低价煤炭，与集团共同组建中泰新材料规划60万吨MTO项目正处于项目前期阶段，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

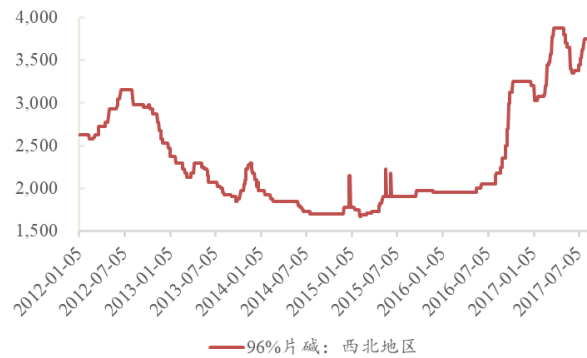
1)：PVC需求持续疲软；2)：粘胶短纤景气度下行及纺纱项目进度不达预期。

图表 1: PVC 西北地区出厂价



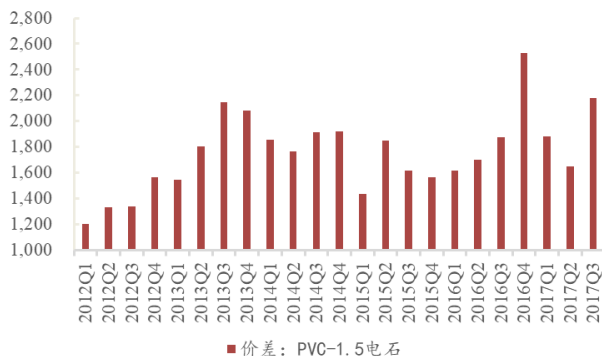
来源: Wind 国联证券研究所

图表 2: 西北地区 96%片碱出厂价



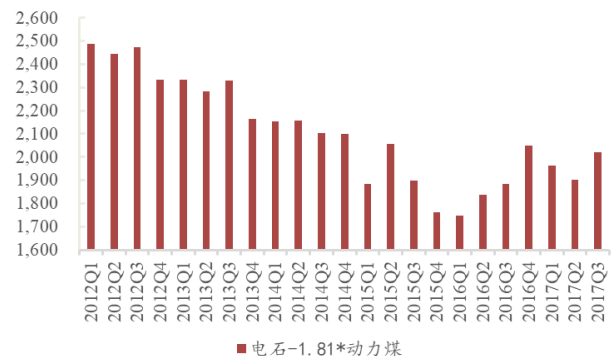
来源: Wind 国联证券研究所

图表 3: PVC-1.5*电石价差均价 (元/吨)



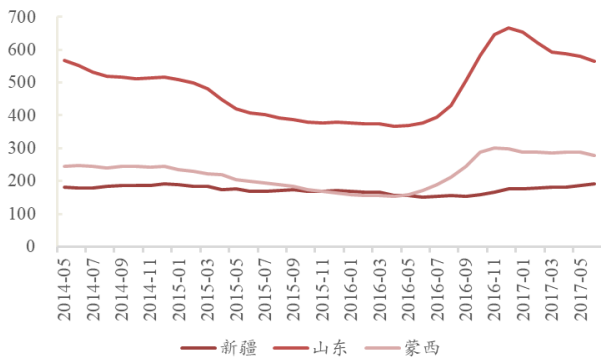
来源: Wind 国联证券研究所

图表 4: 电石-动力煤季度价差均值 (元/吨)



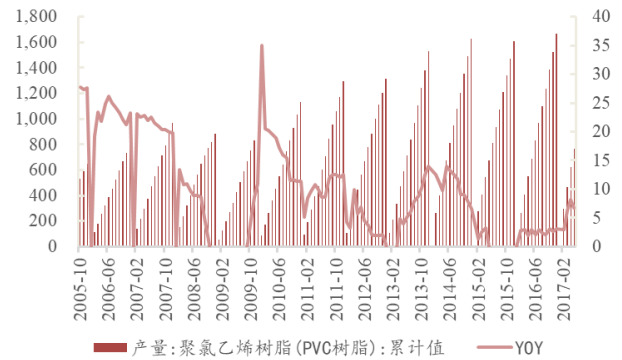
来源: Wind 国联证券研究所

图表 5: 电煤指数 (元/吨)



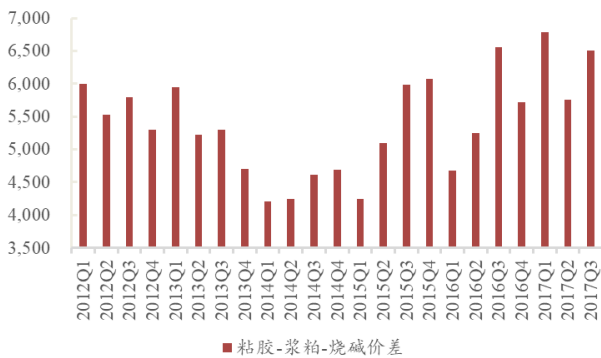
来源: Wind 国联证券研究所

图表 6: PVC 产量及增速 (吨, %)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 7: 粘胶-浆粕-烧碱价差 (元/吨)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 8: 2017-2018 年粘胶新增产能

企业	产能	投产时间
中泰化学	2	2017Q1
山东雅美	6	2017Q1
高密银鹰	10	2017Q4
吉林化纤	12	2017Q4
三友化工	25	2018Q1
南京化纤	16	
澳洋科技	16	2018Q2
阿拉尔富丽达	20	
赛得利	25	2018Q1

来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 9: 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	1,617.6	3,268.5	3,469.2	3,627.7	营业收入	15,263.	23,362.3	32,684.	34,692.	36,277.
应收账款+票据	3,277.1	6,699.7	11,264.	7,756.3	11,609.	营业成本	11,742.	17,204.3	25,643.	27,213.	28,286.
预付账款	937.71	2,150.2	4,260.7	2,542.7	4,528.8	营业税金及附加	89.63	208.43	291.60	309.51	323.65
存货	1,300.0	1,669.6	2,756.8	1,940.6	2,941.9	营业费用	1,946.9	2,045.08	2,135.0	2,175.0	2,280.0
其他	1,587.7	882.79	882.79	882.79	882.79	管理费用	478.91	626.16	849.81	902.01	943.21
流动资产合计	7,902.5	13,020.	22,433.	16,591.	23,590.	财务费用	984.46	1,091.57	1,033.5	1,112.5	1,142.9
长期股权投资	932.69	983.58	1,013.5	1,063.5	1,113.5	资产减值损失	-7.14	125.96	41.93	41.93	41.93
固定资产	23,440.	24,984.	24,070.	24,740.	23,313.	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,840.3	2,288.5	2,288.5	200.00	200.00	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	3,727.8	3,690.2	3,662.2	3,662.2	营业利润	-53.83	1,917.29	2,719.0	2,987.5	3,309.1
非流动资产合计	28,318.	32,589.	31,651.	30,229.	28,826.	营业外净收益	301.26	341.53	336.40	436.40	536.40
资产总计	36,220.	45,609.	54,085.	46,821.	52,417.	利润总额	247.43	2,258.82	3,055.4	3,423.9	3,845.5
短期借款	3,494.7	7,491.7	9,032.6	10,669.	10,126.	所得税	59.94	322.61	453.82	506.09	569.33
应付账款+票据	4,461.3	5,014.3	13,750.	6,163.1	14,534.	净利润	187.49	1,936.21	2,601.6	2,917.8	3,276.1
其他	4,262.3	3,786.4	3,526.0	3,940.4	3,647.6	少数股东损益	179.81	92.74	124.61	139.75	156.92
流动负债合计	12,218.	16,292.	26,308.	20,772.	28,308.	归属于母公司净	7.68	1,843.47	2,477.0	2,778.1	3,119.2
长期带息负债	9,221.3	10,454.	10,454.	10,454.	10,454.						
长期应付款	2,813.5	2,179.4	2,179.4	2,179.4	2,179.4						
其他	2.29	2.01	2.01	2.01	2.01						
非流动负债合计	12,037.	12,635.	12,635.	12,635.	12,635.						
负债合计	24,255.	28,928.	38,944.	33,408.	40,944.						
少数股东权益	1,789.5	399.41	524.02	663.78	820.69						
股本	1,390.2	2,146.4	2,146.4	2,146.4	2,146.4						
资本公积	5,691.4	9,279.9	9,279.9	9,279.9	9,279.9						
留存收益	3,093.7	4,856.1	3,190.8	1,323.2	-773.73						
股东权益合计	11,964.	16,681.	15,141.	13,413.	11,473.						
负债和股东权益	36,220.	45,609.	54,085.	46,821.	52,417.						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	267.18	2,075.6	2,285.7	2,496.9	2,770.2
折旧摊销	1,254.0	1,501.5	1,526.0	1,630.1	1,611.1
财务费用	1,061.9	1,102.9	967.53	1,042.4	1,069.6
存货减少	29.14	-369.54	-1,087.	816.24	-1,001.
营运资金变动	-1,913.	-2,502.	1,799.8	-1,946.	2,239.8
其它	36.53	157.14	41.93	41.93	41.93
经营活动现金流	735.84	1,965.6	5,533.8	4,081.4	6,731.4
资本支出	3,176.1	2,591.5	600.00	200.00	200.00
长期投资	2,176.4	4,162.6	0.00	0.00	0.00
其他	152.88	277.24	285.94	370.94	455.94
投资活动现金流	-5,199.	-6,476.	-314.06	170.94	255.94
债权融资	2,214.5	2,886.1	1,540.9	1,636.5	-543.03
股权融资	1,594.0	3,153.7	0.00	0.00	0.00
其他	167.49	-725.94	-5,109.	-5,688.	-6,285.
筹资活动现金流	3,976.1	5,313.8	-3,568.	-4,051.	-6,828.
现金净增加额	-473.52	802.95	1,650.8	200.76	158.48

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	36.56%	53.06%	39.90%	6.14%	4.57%
EBIT	2.60%	178.99%	21.63%	11.02%	10.05%
EBITDA	14.99%	97.12%	15.39%	9.87%	7.05%
归属于母公司净	191.93%	23,914.8	34.37%	12.15%	12.28%
获利能力					
毛利率	23.06%	26.36%	21.54%	21.56%	22.03%
净利率	1.23%	8.29%	7.96%	8.41%	9.03%
ROE	0.08%	11.32%	16.95%	21.79%	29.28%
ROIC	3.00%	10.03%	9.08%	9.93%	10.81%
偿债能力					
资产负债	66.97%	63.42%	72.00%	71.35%	78.11%
流动比率	0.65	0.80	0.85	0.80	0.83
速动比率	0.41	0.64	0.71	0.66	0.70
营运能力					
应收账款周转率	5.02	3.70	3.00	4.70	3.23
存货周转率	9.03	10.30	9.30	14.02	9.61
总资产周转率	0.42	0.51	0.60	0.74	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.00	0.86	1.15	1.29	1.45
每股经营现金流	0.34	0.92	2.58	1.90	3.14
每股净资产	4.74	7.59	6.81	5.94	4.96
估值比率					
市盈率	4,594.1	19.13	14.24	12.69	11.31
市净率	3.47	2.17	2.41	2.77	3.31
EV/EBITDA	15.29	11.14	9.95	9.35	8.68
EV/EBIT	31.46	16.19	13.73	12.76	11.52

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/或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/或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