

2021年01月24日

单季度利润大幅增长，有望迎来景气周期

中泰化学(002092)

事件概述

近日，公司发布了关于2020年年度业绩修正的公告，预计2020年全年归母公司净利润为1.0-1.5亿元，较去年同期下降56.28%-70.85%，此前公司三季报预计2020年业绩为-5.5亿元至-3.8亿元。公司预计2020年Q4单季，归母净利润为5.46-5.96亿元，同比、环比皆大幅扭亏。

分析判断：

► PVC与粘胶短纤持续提价，盈利能力大幅提升。

本次业绩大幅上修的主要原因为四季度主要产品PVC与粘胶短纤价格持续上涨，四季度PVC产品均价为7380元/吨，较前三季度均价上涨12.19%，粘胶短纤均价10350元/吨，较前三季度均价上涨15.82%。公司化工板块目前拥有电石、PVC系列和烧碱产能分别238、183、130万吨/年，产品结构由通用型逐步转向差异化、多元化、高端化；纺织板块粘胶纤维、纱锭产能分别为73万吨/年、270万锭/年。公司历年产品销量保持平稳，主要利润弹性来自于价格提升，目前主要产品PVC、烧碱、粘胶短纤等行业库存处于历史低位，未来价格有望持续上涨并维持在较高水平，利于公司维持较强的盈利能力。

► 剥离非主业贸易业务，凸显一体化氯碱龙头优势。

2015年以来公司体内增加了大量低毛利率的贸易业务，使得整体盈利水平失真，公司已于2021年1月23日公告重大资产出售暨关联交易报告书，拟向控股股东中泰集团现金出售公司持有的上海多经60%股权。公司作为PVC及粘胶短纤行业龙头，拥有完整的“煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”上下游一体化的循环经济产业链，在行业中具有较大的成本优势，具备更强的抗风险能力，各项细分产品盈利能力远超同类上市公司平均水平。贸易业务剥离后，将使公司进一步聚焦氯碱化工主业，继续做大做强。

投资建议

预计2020-2022年公司营业收入分别为842.80/891.67/925.96亿元，归母净利润分别为1.25/17.72/26.43亿元，EPS分别为0.06/0.83/1.23元，PE分别为139/10/7倍，看好顺周期行情下公司盈利能力大幅提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期，原材料价格上涨、产品价格下跌等风险。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	8.13
股票代码：	002092
52周最高价/最低价：	8.5/4.45
总市值(亿)	174.51
自由流通市值(亿)	174.50
自由流通股数(百万)	2,146.31



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

联系人：毛晓龙

邮箱：maoxl@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

注：实习生王含对报告基础数据的整理亦有贡献。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70,223	83,120	84,280	89,167	92,596
YoY (%)	71.0%	18.4%	1.4%	5.8%	3.8%
归母净利润(百万元)	2,428	343	125	1,772	2,643
YoY (%)	1.1%	-85.9%	-63.5%	1315.9%	49.2%
毛利率 (%)	11.1%	6.9%	4.3%	7.7%	9.7%
每股收益 (元)	1.13	0.16	0.06	0.83	1.23
ROE	12.8%	1.8%	0.7%	8.5%	11.3%
市盈率	7.19	50.86	139.43	9.85	6.60

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 国内经济复苏，盈利超预期。	4
2. 产品价格持续修复，供需失衡库存持续走低。	5
3. 高性能树脂项目投产，享受价格上涨弹性。	7
4. 拟剥离贸易业务，未来主业更加突出。	8
5. 盈利预测与估值	10
6. 风险提示	11

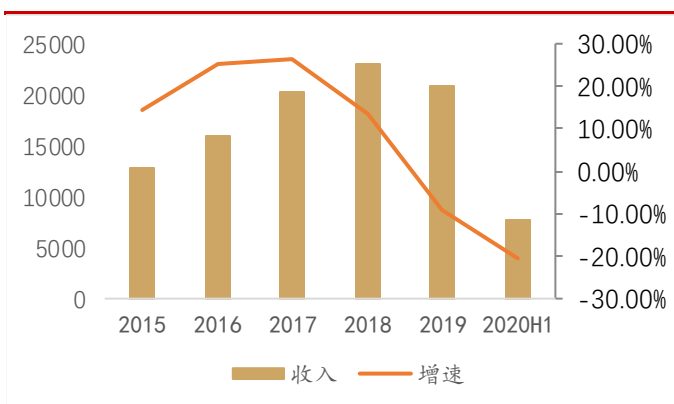
图表目录

图 1 剔除贸易板块营业收入（百万元;%）	4
图 2 归母净利润（百万元）	4
图 3 2019 年公司收入构成 (%)	4
图 4 2019 年公司毛利润构成 (%)	4
图 5 PVC 价格（元/吨）	5
图 6 粘胶短纤与棉花价格（元/吨）	5
图 7 烧碱价格（元/吨）	6
图 8 烧碱库存（吨）	6
图 9 PVC 周度库存（吨）	6
图 10 粘胶短纤周度库存（吨）	6
图 11 2019 年 PVC 下游应用	6
图 12 2019 年国内烧碱下游应用	7
图 13 2019 年粘胶短纤下游应用	7
图 14 公司各类产品销售情况（万吨）	8
图 15 各企业 PVC 毛利率对比 (%)	8
图 16 各企业氯碱产品毛利率对比 (%)	8
图 17 各企业粘胶短纤毛利率对比 (%)	9
图 18 各企业纱线毛利率对比 (%)	9
表 1 公司产品弹性测算	8
表 2 可比公司估值表	10
表 3 收入拆分	10

1. 国内经济复苏，盈利超预期。

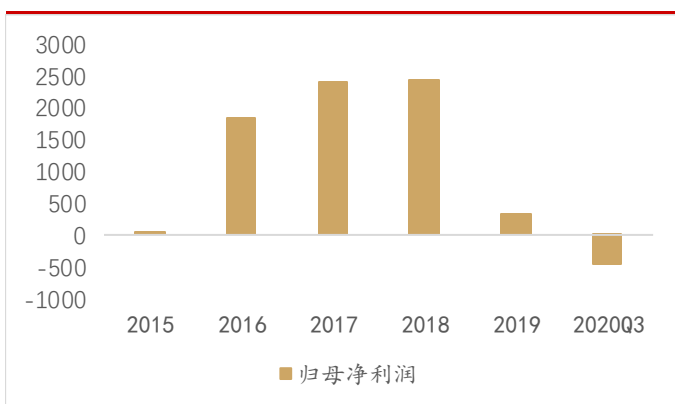
公司为国内氯碱行业绝对龙头企业，2016-2018 年期间受益供给侧改革，营业收入（剔除贸易板块）与归母净利润迅速提升，2018 年下半年至 2019 年，国内迎来投资复苏周期，加上中小产能的释放，行业盈利水平显著下降，2020 年上半年新冠疫情影响下游需求，公司主要产品 PVC、粘胶短纤等价格快速下跌至历史低位，盈利能力进一步下跌；2020 年下半年以来，随着国内疫情得到较好控制，PVC、粘胶短纤等商品库存大幅下降，供需格局向好推高产品价格，公司盈利能力得到显著提升。根据公司业绩预告显示，2020 年 Q4 单季度预计实现归母净利润为 5.46-5.96 亿元，同比、环比皆大幅扭亏。

图 1 剔除贸易板块营业收入（百万元;%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

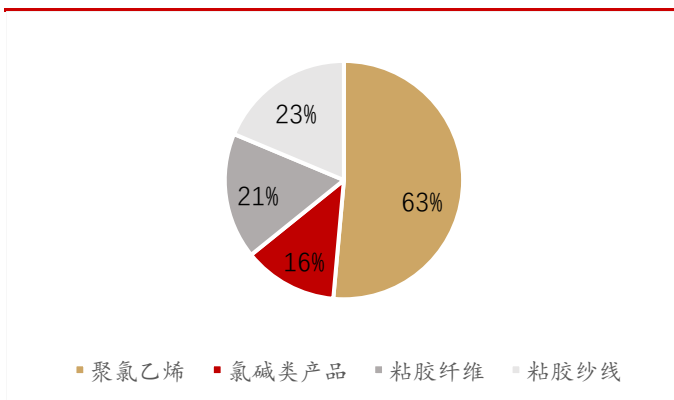
图 2 归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

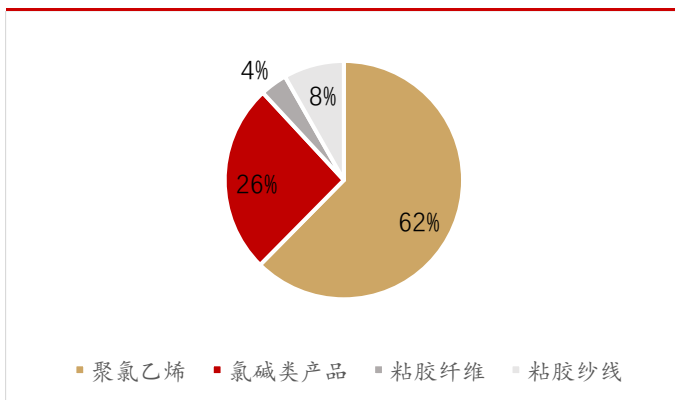
剔除公司贸易业务，PVC、氯碱类产品（烧碱为主）、粘胶纤维（粘胶短纤为主）、粘胶纱线（粘胶短纤下游产品）等为公司的核心业务，其中 PVC 为公司主要的收入与盈利来源。

图 3 2019 年公司收入构成 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2019 年公司毛利润构成 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 产品价格持续修复，供需失衡库存持续走低。

PVC：下游经济回暖，PVC 价格回归合理区间。

PVC 下游主要为与地产相关的管材、管件和型材、门窗等，占据了 50% 以上的需求。2020 年初，受国内疫情影响，地产开工端延迟复工，整体市场需求较弱，产品价格迅速触底；随着国内企业有序复工，同时医疗行业一次性手套等用量增加提升 PVC 糊树脂新需求，PVC 整体呈现量价齐升的态势。未来随着全球新冠疫情得到控制，下游需求有望推动 PVC 价格维持在合理区间。

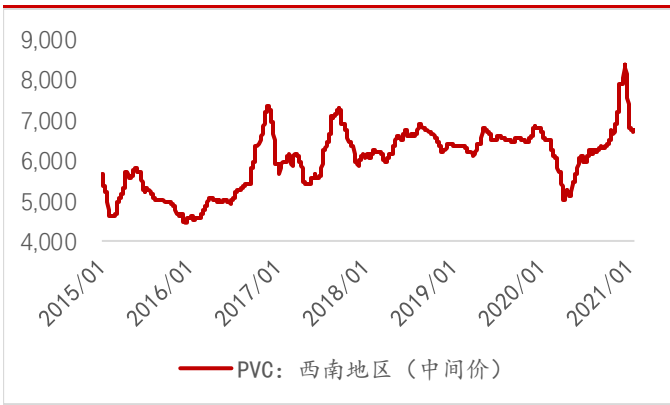
烧碱：一体化产业链纽带，维持生产平衡优化整体成本。

下游主要为氧化铝、化工、水处理及印染等。公司烧碱同时作为氯碱化工的产品和粘胶短纤的原料，在打通公司一体化产业链中起到了重要的作用。公司烧碱在保障自身原料充足且低成本的情况下部分外售，优化整体成本。

粘胶短纤：供需失衡促使价格反弹，产品价格仍有上涨空间。

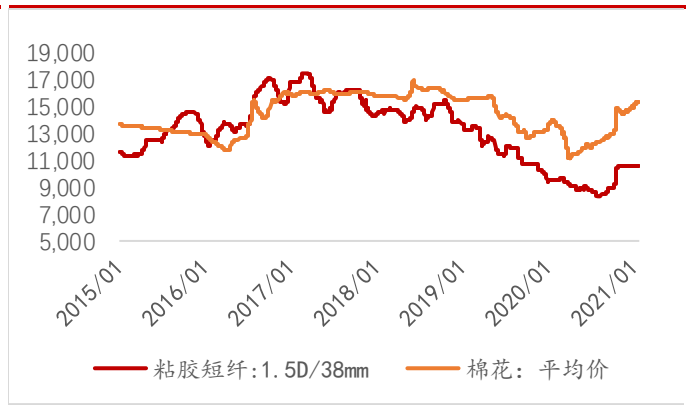
粘胶短纤下游主要为纱线和无纺布，功能上与棉花互为替代品，终端应用主要是纺织服装与床上用品，历史价格与棉花走势变化拟合度较高。近年来随着国内粘胶纤维行业新增产能的快速投放，行业整体供给过剩，同时，粘胶纤维及其下游纺织服装需求受中美贸易摩擦影响持续走弱，短期市场价格持续走低；尤其是 2019 年以来，粘胶纤维及粘胶纱行业产品价格受市场供需关系影响，呈现较大幅度的下滑；2020 年初，疫情导致下游客户复工推迟，粘胶纤维下游需求放缓，产品价格加速探底；2020 年下半年开始，行业库存持续下降，产品价格逐步回暖，未来随着行业中小、落后产能的退出，粘胶纤维行业集中度将进一步提高，预计产品价格有望持续回升。

图 5 PVC 价格（元/吨）



资料来源：中塑在线，华西证券研究所

图 6 粘胶短纤与棉花价格（元/吨）



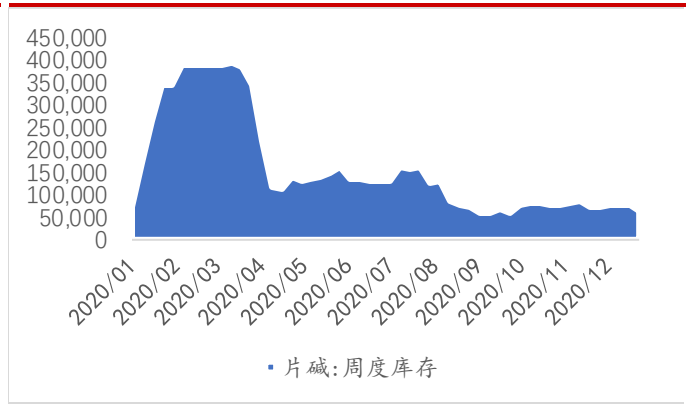
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 烧碱价格（元/吨）



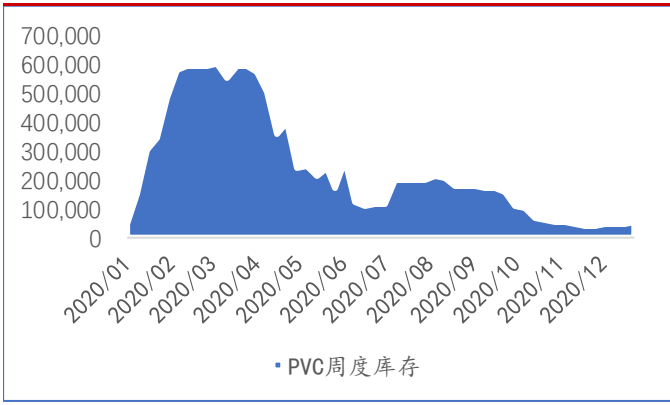
资料来源：百川资讯，华西证券研究所

图 8 烧碱库存（吨）



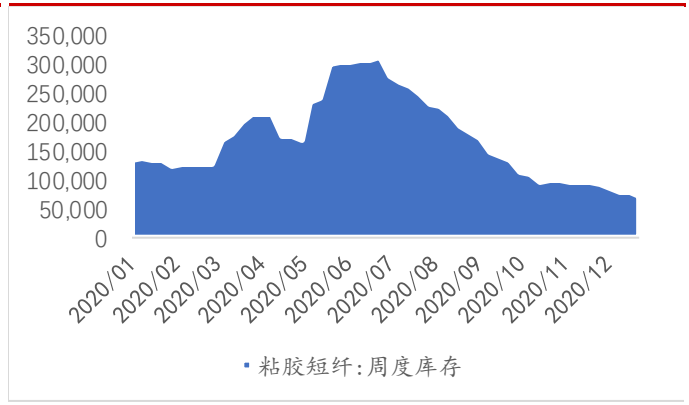
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 PVC 周度库存（吨）



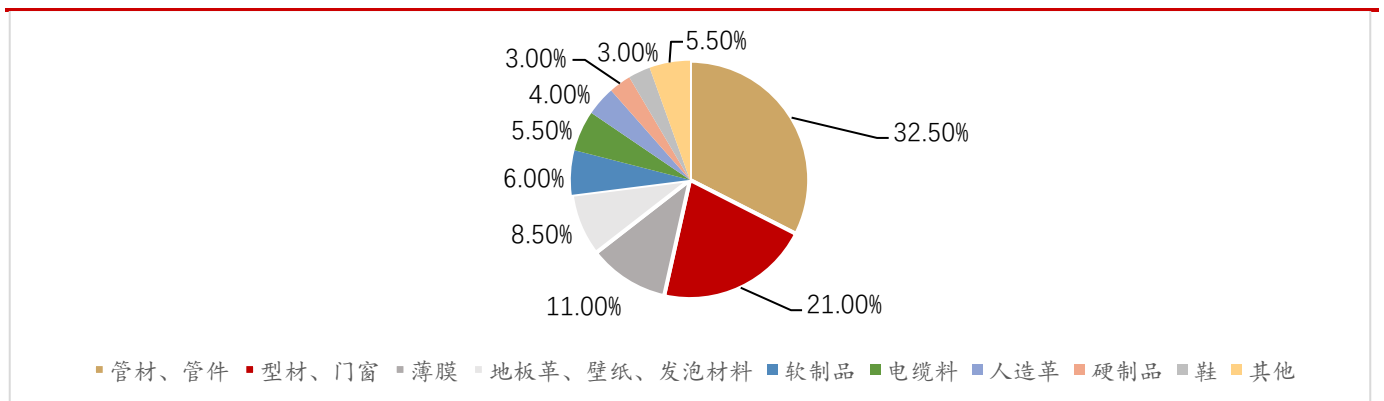
资料来源：百川资讯，华西证券研究所

图 10 粘胶短纤周度库存（吨）



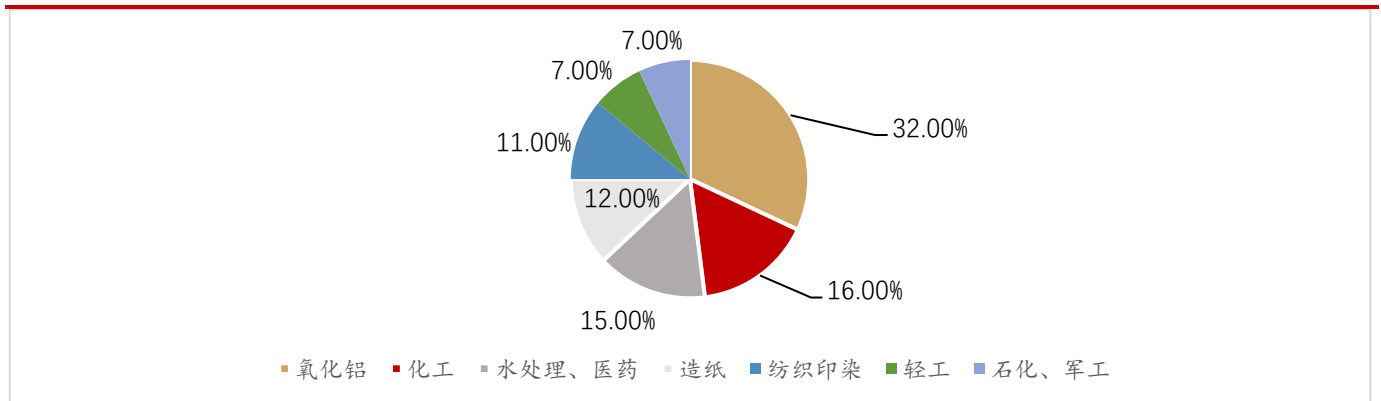
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 2019 年 PVC 下游应用



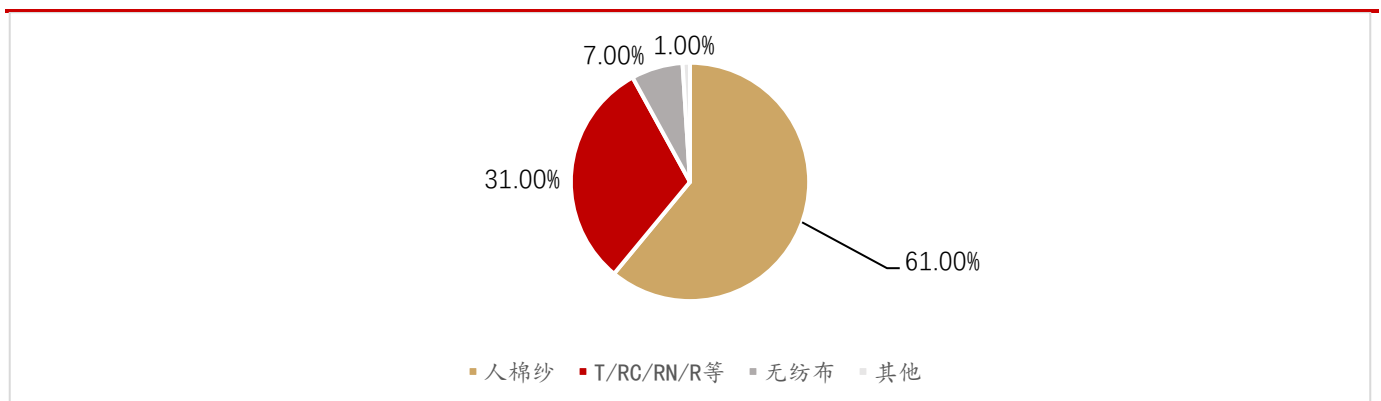
资料来源：氯碱化工，华西证券研究所

图 12 2019 年国内烧碱下游应用



资料来源：氯碱化工，华西证券研究所

图 13 2019 年粘胶短纤下游应用



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

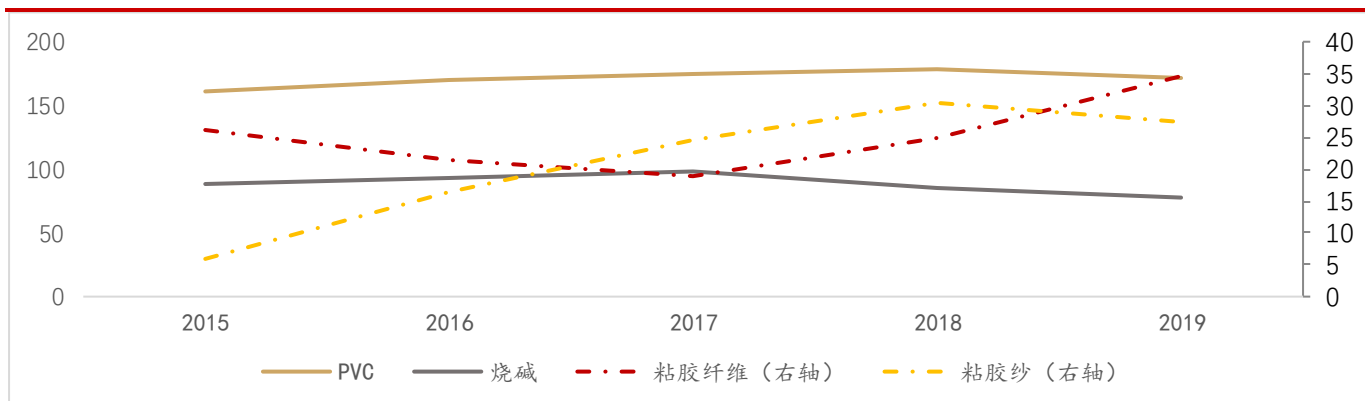
3.高性能树脂项目投产，享受价格上涨弹性。

随着公司 30 万吨/年高性能树脂项目于 2019 年 11 月试生产，公司 PVC 系列和烧碱产能分别达到 183、130 万吨/年，产品结构亦由通用型逐步转向差异化、多元化、高端化；在纺织板块，公司通过控股子公司中泰纺织拥有 73 万吨/年粘胶纤维（粘胶短纤为主）产能与 270 万锭/年纱锭产能。

同时，公司作为 PVC 及粘胶纤维行业龙头，拥有完整的“炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”上下游一体化的循环经济产业链，加上公司地处新疆，在电石、原盐等原材料和电力能源上具有成本优势，相对于同行能在一定程度上平抑周期波动，具备更强的抗风险能力。

2019 年公司累计销售 PVC（含糊树脂）171.09 万吨，同比-4.11%；销售烧碱 77.7 万吨，同比-8.59%；销售粘胶短纤 34.63 万吨，同比+39.13%；销售粘胶纱 27.35 万吨，同比-10.06%。从过去五年公司各项产品生产销售情况来看，整体产品销售较为平稳，公司主要业绩弹性来自于商品销售价格的变化。由于粘胶纱是粘胶短纤的下游产品，我们对相关产品做了适当简化，公司产品价格弹性参见表 1。

图 14 公司各类产品销售情况 (万吨)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 公司产品弹性测算

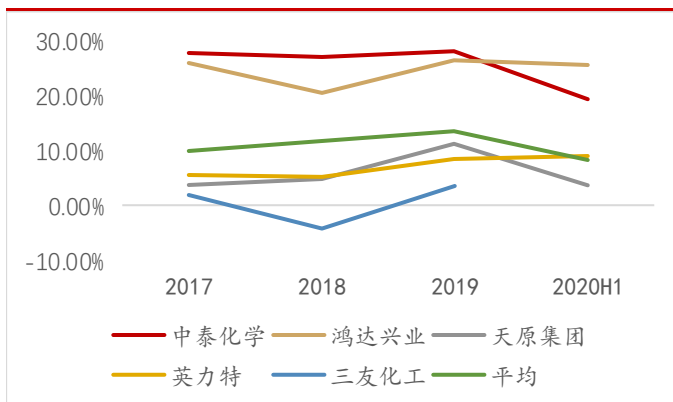
主要产品	产能 (万吨)	20 年 1-9 月 销售均价 (元/吨)	当前价格 (元/吨)	业绩弹性			备注
				单吨变化 (元/吨)	净利润弹性 (百万元)	EPS 弹性 (元/股)	
PVC 系列	183	5559	7116	100	156	0.073	产能具备弹性
烧碱	130	1772	1400	100	111	0.052	部分产品自用
粘胶短纤	73	9330	10580	100	62	0.029	部分产品生产粘胶纱外销

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 拟剥离贸易业务，未来主业更加突出。

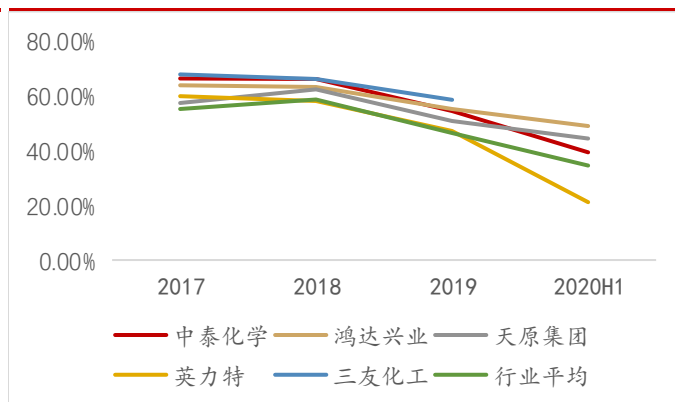
公司低毛利率贸易业务导致整体盈利水平失真，公司已于 2021 年 1 月 23 日公告重大资产出售暨关联交易报告书，拟向控股股东中泰集团现金出售公司持有的上海多经 60% 股权。公司作为 PVC 及粘胶短纤行业龙头，拥有完整的“煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”上下游一体化的循环经济产业链，在行业中具有较大的成本优势，具备更强的抗风险能力，各项细分产品盈利能力远超同类上市公司平均水平。贸易业务剥离后，将使公司进一步聚焦氯碱化工主业，继续做大做强。

图 15 各企业 PVC 毛利率对比 (%)



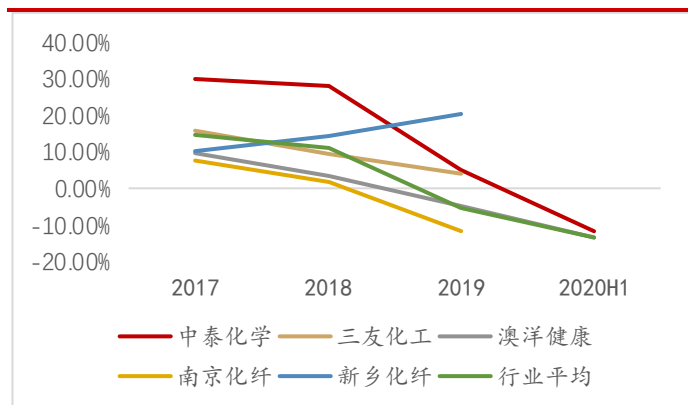
资料来源：各企业公告，华西证券研究所

图 16 各企业烧碱毛利率对比 (%)



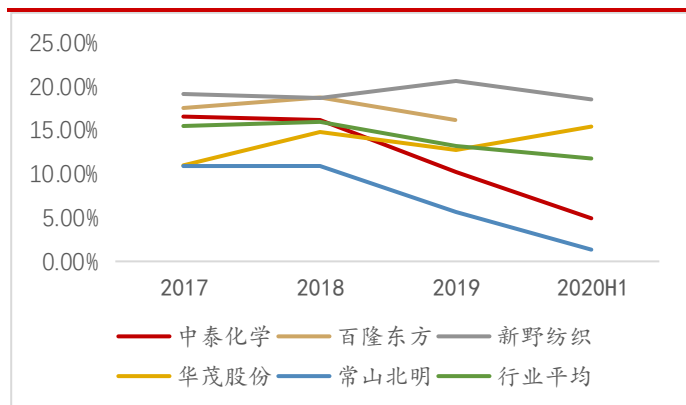
资料来源：各企业公告，华西证券研究所

图 17 各企业粘胶短纤毛利率对比 (%)



资料来源：各企业公告，华西证券研究所

图 18 各企业纱线毛利率对比 (%)



资料来源：各企业公告，华西证券研究所

5. 盈利预测与估值

预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 842.80/891.67/925.96 亿元，归母净利润分别为 1.25/17.72/26.43 亿元，EPS 分别为 0.06/0.83/1.23 元，PE 分别为 139/10/7 倍，看好顺周期行情下公司盈利能力大幅提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司估值表

公司名称	总市值/亿元	EPS				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
泰和新材	119	0.35	0.41	0.58	0.76	55.00	42.72	29.93	22.95
华峰化学	632	0.43	0.44	0.60	0.70	34.32	31.13	22.86	19.48
桐昆股份	605	1.57	1.23	1.94	2.32	20.98	21.59	13.65	11.41
三友化工	243	0.33	0.21	0.64	0.83	35.58	56.29	18.27	14.26
平均						36.47	37.93	21.18	17.02
中泰化学	175.00	0.16	0.06	0.83	1.23	50.86	139.43	9.85	6.60

表 3 收入拆分

产品	项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PVC	收入 (百万元)	9,558	10,289	10,097	9,742	11,628	13,838
	成本 (百万元)	6,913	7,502	7,260	7,565	8,360	9,460
	毛利率 (%)	27.67%	27.09%	28.10%	22.35%	28.10%	31.64%
氯碱类	收入 (百万元)	3,315	3,232	2,509	2,170	2,734	3,383
	成本 (百万元)	1,201	1,316	1,342	1,448	1,646	1,701
	毛利率 (%)	64%	59%	47%	33.29%	39.81%	49.72%
粘胶短纤	收入 (百万元)	2,374	2,985	3,360	1,744	2,805	3,075
	成本 (百万元)	1,664	2,151	3,192	2,024	2,200	2,200
	毛利率 (%)	29.91%	27.94%	5.00%	-16.09%	21.57%	28.46%
粘胶纱	收入 (百万元)	3,837	4,746	3,668	3,024	4,200	4,500
	成本 (百万元)	3,203	3,984	3,294	2,940	3,300	3,450
	毛利率 (%)	16.52%	16.06%	10.20%	2.78%	21.43%	23.33%
贸易业务	收入 (百万元)	20,793	47,243	62,276	66,700	66,700	66,700
	成本 (百万元)	20,020	46,235	61,379	66,000	66,000	66,000
	毛利率 (%)	3.72%	2.13%	1.44%	1.05%	1.05%	1.05%
其他	收入 (百万元)	1,182	1,728	1,210	900	1,100	1,100
	成本 (百万元)	729	1,240	918	666	781	770
	毛利率 (%)	38%	28%	24%	26%	29%	30%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

6. 风险提示

下游需求不及预期:目前全球疫情震荡反复，公司主要下游与日常生产和生活关联度较大，未来有可能下游需求持续释放进度不及预期。

原材料价格上涨:公司主要成本来自于原材料，原材料价格上涨将会影响公司盈利能力。

产品价格下跌等风险:若行业未来下游需求增速不及供给增速将会导致行业整体供需失衡，产品价格有重回低位的风险。

财务表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	83,120	84,280	89,167	92,596	净利润	191	114	1,704	2,494
YoY (%)	18.4%	1.4%	5.8%	3.8%	折旧和摊销	1,814	1,692	1,709	1,704
营业成本	77,383	80,643	82,287	83,581	营运资金变动	4,998	-3,144	822	-415
营业税金及附加	237	281	283	299	经营活动现金流	8,203	-904	4,868	4,400
销售费用	2,747	2,191	2,853	3,704	资本开支	-4,821	-5,523	-5,047	-5,320
管理费用	843	674	874	1,111	投资	91	-8	5	-6
财务费用	1,332	723	869	904	投资活动现金流	-5,239	-5,096	-4,744	-4,959
资产减值损失	-24	-99	-21	-36	股权募资	2,208	0	0	0
投资收益	-25	438	300	368	债务募资	18,738	6,268	895	1,047
营业利润	411	105	2,271	3,323	筹资活动现金流	-2,532	5,497	-18	95
营业外收支	3	-2	1	2	现金净流量	437	-502	106	-463
利润总额	413	103	2,272	3,325	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	222	-11	568	831	成长能力				
净利润	191	114	1,704	2,494	营业收入增长率	18.4%	1.4%	5.8%	3.8%
归属于母公司净利润	343	125	1,772	2,643	净利润增长率	-85.9%	-63.5%	1315.9%	49.2%
YoY (%)	-85.9%	-63.5%	1315.9%	49.2%	盈利能力				
每股收益	0.16	0.06	0.83	1.23	毛利率	6.9%	4.3%	7.7%	9.7%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	0.2%	0.1%	1.9%	2.7%
货币资金	4,523	4,021	4,127	3,663	总资产收益率 ROA	0.6%	0.2%	2.5%	3.6%
预付款项	3,965	5,099	4,937	4,983	净资产收益率 ROE	1.8%	0.7%	8.5%	11.3%
存货	3,111	3,373	3,397	3,465	偿债能力				
其他流动资产	7,470	10,040	9,563	10,156	流动比率	0.69	0.65	0.62	0.60
流动资产合计	19,069	22,533	22,023	22,267	速动比率	0.44	0.41	0.38	0.37
长期股权投资	2,310	2,318	2,313	2,319	现金比率	0.16	0.12	0.12	0.10
固定资产	28,033	28,631	28,760	29,124	资产负债率	63.9%	67.6%	66.5%	64.9%
无形资产	743	894	980	1,081	经营效率				
非流动资产合计	41,043	44,867	48,195	51,810	总资产周转率	1.38	1.25	1.27	1.25
资产合计	60,112	67,400	70,218	74,077	每股指标 (元)				
短期借款	9,101	15,219	16,094	17,106	每股收益	0.16	0.06	0.83	1.23
应付账款及票据	10,624	10,731	11,065	11,200	每股净资产	8.80	8.86	9.69	10.92
其他流动负债	7,825	8,624	8,509	8,693	每股经营现金流	3.82	-0.42	2.27	2.05
流动负债合计	27,550	34,574	35,668	36,999	每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
长期借款	4,359	4,509	4,529	4,564	估值分析				
其他长期负债	6,512	6,512	6,512	6,512	PE	50.86	139.43	9.85	6.60
非流动负债合计	10,872	11,022	11,042	11,077	PB	0.77	0.69	0.63	0.56
负债合计	38,421	45,595	46,710	48,076					
股本	2,146	2,146	2,146	2,146					
少数股东权益	2,795	2,784	2,716	2,566					
股东权益合计	21,691	21,804	23,508	26,002					
负债和股东权益合计	60,112	67,400	70,218	74,077					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。