

2021年03月24日

## 内蒙古双控电石价格暴涨，利好新疆地区产能

### 中泰化学(002092)

评级:	增持	股票代码:	002092
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	12.55/4.45
目标价格:		总市值(亿)	212.71
最新收盘价:	9.26	自由流通市值(亿)	212.70
		自由流通股数(百万)	2,146.31

#### 事件概述

3月9日，内蒙古发改委下发《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》，其中与电石行业相关的细则包括：(1) 2021年将不再审批新增电石年产项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换；

(2) 30000千伏安以下矿热炉，原则上2022年底前全部退出，符合条件的可以按1.25:1实施产能减量置换。

此外，调整了相关行业电价策略和电力市场交易政策：(1) 自备电厂的电石企业按自发自用电量缴纳政策性交叉补贴，蒙西、蒙东电网征收标准分别为每千瓦时0.01元、0.02元(含税)；(2) 严格按照国家规定对电石行业实行差别电价，2021年征收标准为限制类每千瓦时0.1元、淘汰类每千瓦时0.3元，2022、2023年差别电价在现行水平的基础上分别提高30%、50%；(3) 电石用电量不参与电力市场交易。大幅提高了内蒙电石的生产成本。

#### 分析判断:

##### ▶ 内蒙古双控造成电石价格暴涨，其他地区电石产能受益。

参考wind资讯，近期全国电石均价已创历史新高至5311元/吨，自1月中旬以来涨幅达到近40%。此前由于供给侧改革，国内电石已经达到供需平衡状态。参考卓创资讯，当前内蒙古在产产能1145万吨，占全国总产能的33%，此次双控对电石限产造成电石供应短期出现缺口，价格大幅上涨。电石作为PVC生产的主要原料，对PVC价格形成成本支撑，叠加海外地产需求较好、美国寒潮影响供给等因素，PVC华东价格自1月中旬的7125元/吨上涨28%至高点9115元/吨。

##### ▶ 中泰化学在新疆拥有电石-PVC一体化生产能力，有望大幅受益。

公司现有主要产能包括183万吨PVC，并配有238万吨电石，按PVC单耗1.3吨电石计算能完全实现电石自供，此外，还有132万吨烧碱、73万吨粘胶纤维和270万吨粘胶纱。公司产能全部位于新疆，可利用当地的低价煤炭制造电石，并以此弥补产品至华东地区的运输费差异，此次内蒙古产能受限，新疆产能将大幅受益，且新疆过去几年省内能耗控制较好，中期看无双控风险。今年以来，除了上文提到的电石-PVC产业链盈利能力大幅改善外，粘胶短纤也在一季度出现了大幅上涨。按当前产能计算，预计PVC价格每上涨100元/吨，公司业绩将增1.2亿元；“粘胶短纤-溶解浆”价差每上涨1000元/吨，公司业绩将增厚5亿元。

#### 投资建议

公司剥离贸易业务改善报表，考虑到景气度大幅改善，我们调整2020-2022年营业收入预期至842.84、480.42、480.42亿元(此前预期分别为842.80、891.67、925.96亿元)，归母净利润分别为1.17、29.26、32.37亿元(此前预期分别为1.25、17.72、26.43亿元)，对应EPS分别为0.05、1.36、1.51元，目前股价对应PE分别为170、7、6倍，维持“增持”评级。

#### 风险提示

产品价格低于预期。

#### 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	84,284	48,042	48,042
YoY (%)	71.0%	18.4%	1.4%	-43.0%	0.0%
归母净利润(百万元)	2,428	343	117	2,926	3,237
YoY (%)	1.1%	-85.9%	-65.8%	2396.8%	10.6%
毛利率 (%)	11.1%	6.9%	4.5%	20.0%	21.0%
每股收益 (元)	1.13	0.16	0.05	1.36	1.51
ROE	12.8%	1.8%	0.6%	13.3%	12.9%
市盈率	8.19	57.93	169.59	6.79	6.14

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：陈凯茜

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：chenkq1@hx168.com.cn

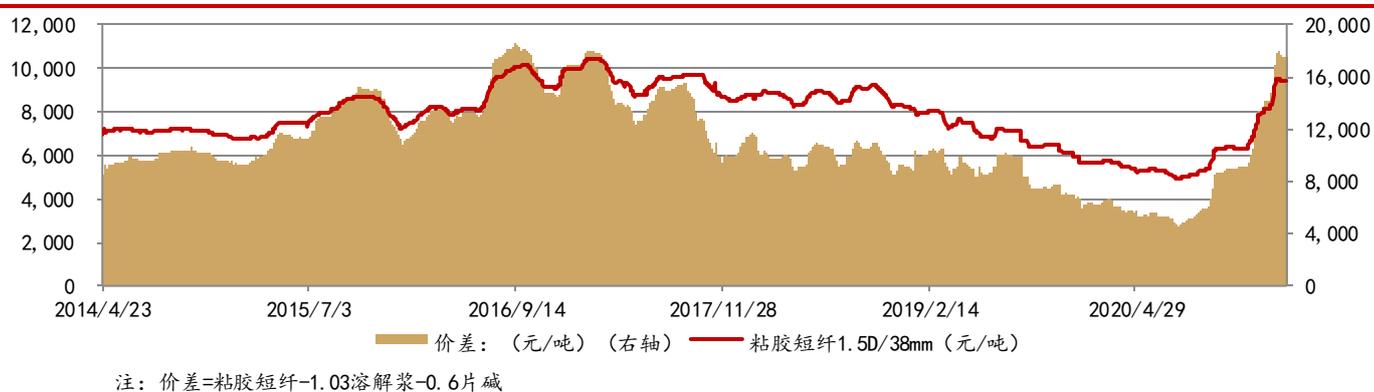
SAC NO: S1120519100007

图 1 各地区万元 GDP 能耗同比增速对比

	万元 GDP 能耗: 内蒙古 (%)	单位 GDP 能耗: 全国 (%)	万元 GDP 能耗: 新疆 (%)	万元 GDP 能耗: 宁夏 (%)
2014	-3.94	-4.8	-0.42	-4.2
2015	-4	-5.6	-3.63	1.2
2016	-4.6	-5	-3.2	-4.3
2017	-1.57	-3.7	-0.89	7.65
2018	10.86	-3.1	-4.04	2.85
2019	4.49	-2.6	-1.56	1.19

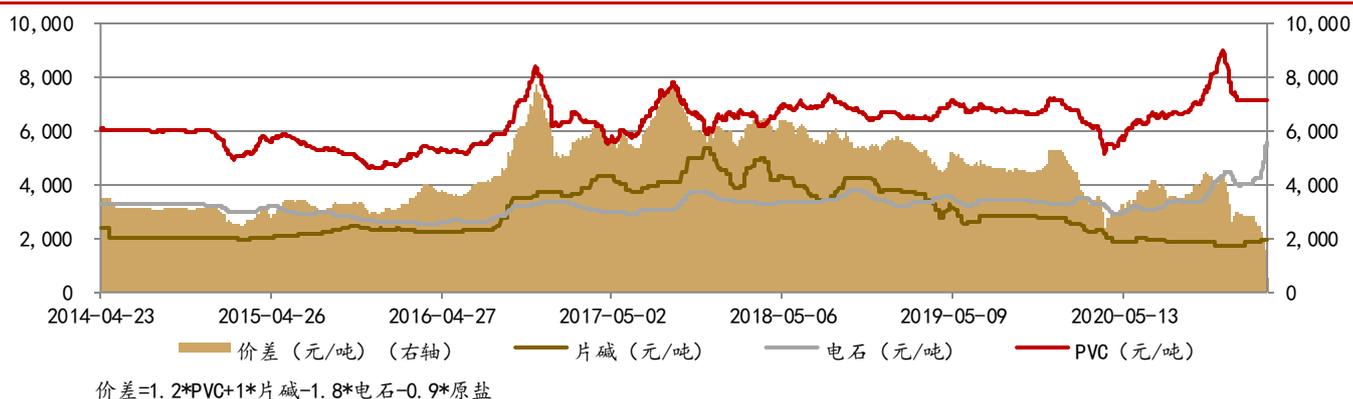
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 2 粘胶短纤价格价差图



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 3 PVC 价格价差图



资料来源: WIND, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

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	84,284	48,042	48,042	净利润	191	167	4,180	4,624
YoY(%)	18.4%	1.4%	-43.0%	0.0%	折旧和摊销	1,814	1,692	1,709	1,704
营业成本	77,383	80,491	38,433	37,953	营运资金变动	4,998	-7,092	2,788	-349
营业税金及附加	237	281	152	155	经营活动现金流	8,203	-4,457	9,222	6,594
销售费用	2,747	2,107	2,402	2,402	资本开支	-4,821	-3,385	-3,556	-3,531
管理费用	843	674	961	961	投资	91	-94	-18	-57
财务费用	1,332	708	832	750	投资活动现金流	-5,239	-3,397	-3,336	-3,413
资产减值损失	-24	-99	-21	-36	股权募资	2,208	0	0	0
投资收益	-25	84	240	176	债务募资	18,738	-477	-180	-256
营业利润	411	176	4,592	5,080	筹资活动现金流	-2,532	-1,255	-946	-1,013
营业外收支	3	1	2	2	现金净流量	437	-9,109	4,940	2,168
利润总额	413	176	4,594	5,082	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	222	9	413	457	<b>成长能力</b>				
净利润	191	167	4,180	4,624	营业收入增长率	18.4%	1.4%	-43.0%	0.0%
归属于母公司净利润	343	117	2,926	3,237	净利润增长率	-85.9%	-65.8%	2396.8%	10.6%
YoY(%)	-85.9%	-65.8%	2396.8%	10.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.16	0.05	1.36	1.51	毛利率	6.9%	4.5%	20.0%	21.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	0.2%	0.2%	8.7%	9.6%
货币资金	4,523	-4,586	354	2,523	总资产收益率 ROA	0.6%	0.2%	5.1%	5.2%
预付款项	3,965	5,090	2,306	2,263	净资产收益率 ROE	1.8%	0.6%	13.3%	12.9%
存货	3,111	3,366	1,587	1,574	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	7,470	14,069	8,724	9,106	流动比率	<b>0.69</b>	<b>0.65</b>	<b>0.63</b>	<b>0.77</b>
流动资产合计	19,069	17,938	12,970	15,465	速动比率	0.44	0.34	0.44	0.58
长期股权投资	2,310	2,318	2,313	2,319	现金比率	0.16	-0.16	0.02	0.13
固定资产	28,033	26,512	25,151	23,726	资产负债率	63.9%	64.0%	54.8%	50.4%
无形资产	743	894	980	1,081	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	41,043	42,748	44,586	46,412	总资产周转率	1.38	1.39	0.83	0.78
资产合计	60,112	60,686	57,556	61,877	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	9,101	8,474	8,274	7,983	每股收益	0.16	0.05	1.36	1.51
应付账款及票据	10,624	10,710	5,168	5,086	每股净资产	8.80	8.86	10.22	11.73
其他流动负债	7,825	8,622	7,034	7,070	每股经营现金流	3.82	-2.08	4.30	3.07
流动负债合计	27,550	27,807	20,476	20,138	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	4,359	4,509	4,529	4,564	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	6,512	6,512	6,512	6,512	PE	57.93	169.59	6.79	6.14
非流动负债合计	10,872	11,022	11,042	11,077	PB	0.77	0.69	0.60	0.52
负债合计	38,421	38,828	31,518	31,215					
股本	2,146	2,146	2,146	2,146					
少数股东权益	2,795	2,845	4,100	5,487					
股东权益合计	21,691	21,858	26,038	30,663					
负债和股东权益合计	60,112	60,686	57,556	61,877					

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。

陈凯茜：华西证券研究所化工分析师，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

### 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。

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。