

21H1 扣非归母净利同增 666%，煤-电石-PVC 产业链有望维持高景气

核心观点：

- **事件** 公司发布 2021 年半年度报告，实现营业收入 307.16 亿元，同比减少 26.07%；归母净利润、扣非归母净利润分别为 17.33、17.23 亿元，分别同比增加 728.82%、666.11%。公司 4 月完成处置上海多经 60% 股权，若剔除贸易业务，2021H1 营业收入同比增加 48.88%。
- **21H1 公司主营产品量价齐升，叠加原料、能源自给率高，公司盈利能力大幅提升** 分产品来看，21H1 公司 PVC、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱线业务收入分别同比变化 59.48%、-10.07%、46.77%、55.12%；毛利率分别变化 23.08、-11.48、22.61、13.82 PCT 至 42.55%、24.90%、10.86%、18.73%。整体来看，21H1 公司毛利率 9.00%，同比增加 5.35PCT。公司盈利能力大幅提升的主要原因：从生产的角度，21H1 公司 PVC、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱线产量分别同比增加 14.1%、13.8%、21.9%、5.4%，预期销量也有所提升；从价格角度，21H1 PVC、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱线市场价分别同比上涨 24.01%、5.7%、11.8%、5.9%；从成本的角度，目前公司拥有电石产能 238 万吨/年且自备电厂，2017 以来电石、电力自给率保持在 90%、80% 左右。
- **电石供需趋紧致价格上涨，成本支撑下 PVC 价格有望维持高位** 今年受内蒙限产限电等因素影响，电石价格大幅上涨，同时推动 PVC 价格上行。供给方面，国家发改委修订发布的《产业结构调整指导目录（2019 本）》限制新建电石产能，但大型先进工艺设备进行等量置换的除外，未来电石基本没有净新增产能。需求方面，一方面 PVC 产能平稳增长带来电石需求增加；另一方面 PBAT 产能大幅扩张将导致 1,4-丁二醇（BDO）需求增加，进而带来电石需求大幅上涨。我们认为，电石供需格局预计将进一步趋紧，价格将维持高位甚至进一步上行。在电石成本支撑下，PVC 价格有望维持高位。
- **烧碱新增产能有限，下游向好驱动价格底部回升** 在供给端，烧碱新增产能有限。预计 2021-2022 年我国新建烧碱产能 145 万吨/年，复合增长率为 1.7%。据《氯碱行业“十四五”发展指南》，政府将加快传统化工行业淘汰落后产能，预计 2025 年产能控制在 4700 万吨/年，烧碱产能很难再现大幅增长。在需求端，氧化铝行业虽然有新增产能，但由于企业普遍采用进口铝土矿，氧化铝单位耗碱量减少，且氧化铝需求增速不高，预计烧碱需求增速依旧维持低速。受下游氧化铝-电解铝行业向好以及烧碱行业自身检修等因素影响，截至 8 月 17 日，离子膜烧碱价格三季度以来上涨 27.0%，预计烧碱价格底部回升趋势或将延续。

中泰化学(002092.SZ)

推荐(维持评级)

分析师

任文坡

☎: 8610-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

林相宜

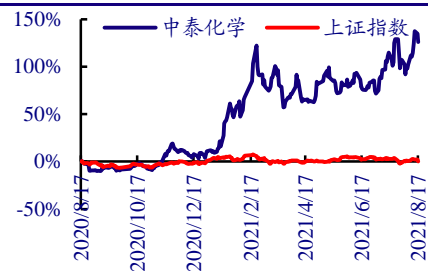
☎: 8610-80927677

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050007

市场表现

2021.08.17



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河化工】公司深度_化工行业_中泰化学(002092.SZ)_煤-电石-PVC 产业链高度景气, 公司业绩有望大幅提升_20210725

- **海内外服装需求持续复苏、粘胶短纤生产旺季来临,有望重启上行通道** 三季度以来,随着纺织旺季的到来,对粘胶短纤需求增加有望带动价格/价差的反弹回升。中长期来看,在供给端,未来基本无新增产能。在需求端,美国 2021 年 3 月以来服装及服装配饰店销售额连续五个月大幅转正、国内 1-7 月累计服装社会消费品零售额同比增加 29.8%、较 2019 年同期增加 16.9%; 海内外服装消费的持续复苏以及 RCEP 的签订有望带动粘胶短纤需求增加。我们认为,在供需错配背景下,行业有望迎来周期性复苏,粘胶短纤价格/价差有望重启上行通道。
- **剥离贸易业务凸显主业,非公开募集资金助力项目加速建设** 公司于 2021 年 4 月完成转让部分贸易业务资产,调整资产结构后公司财务结构将得到优化、盈利能力显著改善。公司于 8 月 10 日完成非公开发行业股票,募集资金将用于高性能树脂产业园及配套基础设施建设项目、年产 200 万吨电石项目二期工程(60 万吨)。另外,公司参股 18.55% 的圣雄能源拥有 120 万吨/年电石、50 万吨/年 PVC 产能; 参股 25% 的美克化工拥有 27 万吨/年 BDO 产能。两家公司主营产品持续高景气,将显著增加公司投资收益,公司净利润有望进一步增厚。
- **投资建议** 我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 499、366、367 亿元,归母净利润分别为 43.4、45.3、47.8 亿元,同比变化 2873%、4.4%、5.6%; EPS(摊薄)分别为 1.68、1.76、1.86 元(8 月 10 日非公开发行业股票上市),对应 PE 分别为 7.43、7.11、6.74 倍。看好公司业绩大幅改善带来的投资机会,维持"推荐"评级。

- **主要财务指标**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	84197	49890	36555	36717
增长率(%)	1.30%	-40.75%	-26.73%	0.44%
归母净利润(百万元)	146	4339	4529	4784
增长率(%)	-61.89%	2872.88%	4.37%	5.64%
EPS(元)	0.06	1.68	1.76	1.86
PE	220.70	7.43	7.11	6.74

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

- **风险提示** 下游需求不及预期的风险,溶解浆价格大幅上涨的风险,主营产品价格大幅下降的风险等。

分析师简介及承诺

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

分析师：林相宜，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事纺织服装行业和化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn