

2021年9月22日

费倩然

H70507pita l.com.tw

目标价(元)

20

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2021/9/22)	17.18
深证成指(2021/9/22)	14277.08
股价 12 个月高/低	18.96/5
总发行股数(百万)	2575.74
A 股数(百万)	2146.45
A 市值(亿元)	368.76
主要股东	新疆中泰(集团)有限责任公司(19.46%)
每股净值(元)	9.45
股价/账面净值	1.82
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	61.9 67.3 225.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

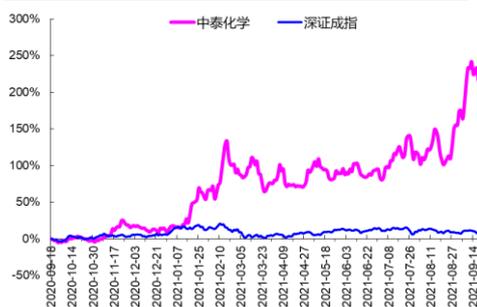
产品组合

贸易	64%
聚氯乙烯	24%
粘胶纱线	5%
粘胶纤维	4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.4%
一般法人	47.3%

股价相对大盘走势



中泰化学(002092.SZ)

Buy 买进

主营产品高度景气，业绩有望大幅增长

结论与建议：

事件：9月16日，发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，提出坚决管控高耗能排放项目，对新增能耗5万吨标准煤及以上的“两高”项目要求各地区根据能耗双控目标任务加强管理，严格把关，旨在进一步加强能耗双控。能耗双控进一步加强背景下，化工行业中一些能耗消耗较大的子行业如电石、PVC等产品供给约束进一步加强，价格可能进一步上行。

公司是国内氯碱龙头企业，目前拥有PVC产能183万吨，电石产能238万吨，烧碱产能132万吨，粘胶短纤产能73万吨，形成煤—电—氯碱—粘胶纤维—粘胶纱上下游一体的循环经济产业链。此外公司地处新疆，煤、石灰岩、盐、电力等原材料便宜，缩减成本，使公司成本优势明显，行业竞争力强。且公司不断剥离贸易业务，专注氯碱行业，核心资产不断优化。

公司发布2021年半年度报告，实现营业收入307.16亿元，yoy-26.07%(营收下降主要是因为4月完成处置上海多经60%股权，若剔除贸易业务，2021H1营业收入为10.81亿元，yoy+49%)，归母净利润为17.33亿元，yoy+729%，扣非归母净利润为17.23亿元，yoy+666%。公司Q2实现营收85.07亿元，yoy-67%，归母净利润为10.01亿元，同比扭亏为盈，qoq+37%，扣非归母净利润为9.99亿元，yoy+400%，qoq+38%。

- **能耗双控趋紧，电石价格持续上涨：**电石作为高耗电产品，在能耗双控背景下，供给端受到压缩。21年来电石价格持续上涨，目前电石达5758元/吨，yoy+79%。根据《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，由于宁夏、新疆等9个省(区)上半年能耗强度不降反升，为一级预警，后续宁夏和新疆地区新建电石的审批项目难度加大，已建成项目存在限产的可能，或助推电石价格进一步上涨。
- **电石成本增加，PVC价格中枢上行：**国内PVC主要来源是电石法，随着电石价格的上行，PVC价格也一路上行。当前PVC达10240元/吨，yoy+54%，公司具备配套电石产能，产业链一体化优势明显，成本护城河深。电石和PVC价格持续上涨，公司享受双重红利。
- **烧碱供应短缺，价格大幅上行：**受能耗双控影响，部分地区限电限产，液碱供应短缺，价格大幅上涨。目前烧碱价格达4400元/吨，yoy+125%。目前来看烧碱主产地江苏上半年能耗强度也在一级预警名单中，后续烧碱产能可能会被持续压减，价格有望持续高位。
- **粘胶纤维旺季来临，价格有望继续反弹：**2020年受疫情影响，公司粘胶短纤价格大幅下滑，达到价格低谷。今年来，随着疫情逐步得到控制，海内外服装消费持续复苏，粘胶短纤价格部分回弹，当前价格达11800元/吨，yoy+39%，预计随着秋冬服装消费旺季的到来，粘胶短纤的价格将进一步回升。
- **主营产品景气上行，业绩有望大幅增长：**短期来看，公司主营产品价格

处在景气上行区间，公司利润有望大幅增厚。中长期看，在能耗双控的背景下，后续电石、PVC、烧碱产能增加受限，公司主营产品有望保持高位。此外今年4月公司完成处置上海多经60%股权，后续将持续剥离利润较低的贸易业务，专注化工主业。公司作为国内氯碱化工、粘胶纺织双龙头企业，产业一体化程度高，成本优势明显，在能耗双控背景下，盈利能力有望进一步提高。

**盈利预测：**预计公司2021/2022/2023年实现净利润47.6/49.7/52.9亿元，yoy+3160%/+4.5%/+6.3%，折合EPS为2.22/2.32/2.46元，目前A股股价对应的PE为8/7/7倍。公司成本优势明显，盈利能力优秀，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止12月31日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	343	146	4,758	4,973	5,287
同比增减	%	-85.87%	-57.46%	3160.07%	4.50%	6.32%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.16	0.07	2.22	2.32	2.46
同比增减	%	-85.87%	-57.46%	3160.07%	4.50%	6.32%
A 股市盈率(P/E)	X	107.48	252.64	7.75	7.42	6.98
股利 (DPS)	RMB 元	0.016	0.01	0.01	0.01	0.01
股息率 (Yield)	%	0.09%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	83120	84197	57628	25856	27008
经营成本	77383	79375	48760	16854	17487
研发费用	59	26	18	20	21
营业税金及附加	237	250	171	162	170
销售费用	2747	2583	1591	1512	1579
管理费用	843	638	437	415	433
财务费用	1332	1147	707	671	701
资产减值损失	-24	-5	0	0	0
投资收益	-25	-95	0	0	0
营业利润	411	198	5981	6259	6654
营业外收入	9	8	9	9	10
营业外支出	6	34	6	6	6
利润总额	413	172	5984	6253	6648
所得税	222	215	964	1007	1071
少数股东损益	-152	-189	261	273	290
归属于母公司股东权益	343	146	4758	4973	5287

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4523	5155	4520	7318	10672
应收账款	3478	8674	6816	7073	7378
存货	3111	1907	1811	1848	2032
流动资产合计	19069	20708	24696	28225	32620
长期股权投资	2310	2703	2838	2980	3129
固定资产	28033	33077	33407	35078	36832
在建工程	8867	5718	5147	3603	2882
非流动资产合计	41043	43219	43178	43533	44821
资产总计	60112	63927	67874	71757	77441
流动负债合计	27550	31802	29701	28403	28702
非流动负债合计	10872	10773	11461	11037	10438
负债合计	38421	42576	41161	39440	39140
少数股东权益	2795	2488	3113	3766	4463
股东权益合计	21691	21351	26713	32317	38301
负债及股东权益合计	60112	63927	67874	71757	77441

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	8203	7057	6704	7375	8112
投资活动产生的现金流量净额	-5239	-2358	-2830	-2773	-2829
筹资活动产生的现金流量净额	-2532	-4421	-4509	-1804	-1930
现金及现金等价物净增加额	437	263	-635	2798	3354

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。