

中泰化学(002092)

公司研究/简评报告

PVC 和粘胶双龙头，价格弹性巨大

—中泰化学(002092)年报点评

民生精品---简评报告/化工行业

2016年3月22日

一、事件概述

2015年公司报告期内实现营业收入152.63亿，同比增长36.56%，归属股东净利润767.64万元。

二、分析与判断

➤ 公司为PVC和粘胶双龙头

报告期内公司累计生产PVC 161.47万吨，生产烧碱(含自用量)113.66万吨，粘胶短纤32.86万吨，纱线6.37万吨，电石173.95万吨，发电98.42亿度，公司为PVC和粘胶的双龙头企业。在氯碱行业受宏观经济和产能过剩拖累持续低迷的大背景下，2015年PVC和烧碱价格持续低迷，同比大幅下降，但公司一体化程度高，电石电力自给率较高，是行业内综合成本最低的企业之一，在全行业大面积亏损的情况下仍然保持了盈利颇为难得。进入2016年，PVC、粘胶价格持续上涨，16年公司业绩值得期待。

➤ PVC和粘胶价格弹性巨大

公司PVC在2015年产量161万吨，同时拥有36万吨差别化粘胶纤维产能。PVC价格每上涨1000元/吨净利润可增加10.9亿元，粘胶价格每上涨1000元/吨净利润增加2.6亿元，公司目前市值仅92亿元，弹性巨大(考虑增发市值约140亿)。同时，新疆富丽达、金富纱业优质资产的并购，将充分发挥氯碱-粘胶-纺纱上下游一体化发展的协同效应，完成全产业链经营模式。

➤ PVC受益供给侧改革

全国PVC现有产能中约1/3没有上游电石电力配套，无配套企业比一体化企业成本要高出至少1600元，过去两年PVC产能净减少，行业有效开工率高达90%以上，在供给侧改革的背景下，公司配套完善，市场竞争力进一步加强。同时，公司作为PVC龙头企业积极布局PVC下游应用，加大对市场保有量较大、附加值高的特种PVC进行研究和开发，其中部分产品已具备规模化生产条件。

三、盈利预测与投资建议

公司作为PVC和粘胶龙头价格弹性巨大，股价仍在洼地，收购资产承诺净利润较高，15-17年增发全面摊薄后EPS分别为0.38、0.48和0.70元，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：产品价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	15263.20	21200.00	24520.00	28298.00
增长率(%)	36.56%	38.90%	15.66%	15.41%
归属母公司股东净利润(百万元)	7.68	810.07	1042.00	1507.37
增长率(%)	-114.84%	-1863.10%	37.53%	46.13%
每股收益(元)	0.01	0.38	0.48	0.70
PE	1,205	18	14	9
PB	0.9	0.9	0.9	0.9

资料来源：民生证券研究院

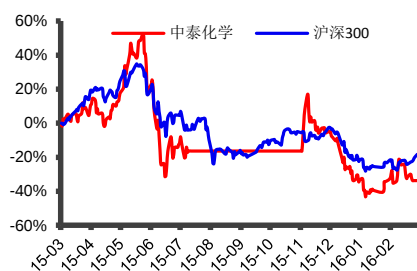
强烈推荐 维持

合理估值：9.60元

交易数据 2016-3-22

收盘价(元)	6.63
近12个月最高/最低	15.78/5.63
总股本(百万股)	1390.24
流通股本(百万股)	1242.48
流通股比例(%)	89.37
总市值(亿元)	92.17
流通市值(亿元)	82.50

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：范劲松

执业证书编号：S0100513080006

电话：(86755)22662087

Email: fanjinsong@mszq.com

相关研究

《煤炭价格下降是业绩回暖的主因》
《中泰化学：外延扩张再下一城，一路一带上逐渐兴起的明星》
《中泰化学：调整增资圣雄投资方案，继续推进氯碱行业整合》
《中泰化学：增发收购富丽达、金富纱业和蓝天物流》
《化工行业供给侧改革深度报告-看好化工周期子行业：钛白粉、PTA、纯碱、PVC、橡胶》
《中泰化学(002092)公司点评：供给侧改革洼地，PVC和粘胶价格弹性巨大》

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	15263.2	21200.0	24520.0	28298.0
减：营业成本	11742.9	16358.0	18761.2	21478.4
营业税金及附加	89.63	114.23	138.05	155.90
销售费用	1946.98	2654.09	3141.86	3592.79
管理费用	478.91	714.60	834.75	935.04
财务费用	984.46	412.17	341.84	232.84
资产减值损失	-7.14	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-81.13	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	-53.71	946.91	1302.29	1903.03
加：营业外收支净额	301.14	132.72	157.66	197.17
三、利润总额	247.43	1079.63	1459.95	2100.20
减：所得税费用	59.94	261.56	353.70	508.81
四、净利润	187.49	818.07	1106.25	1591.39
归属于母公司的利润	7.68	810.07	1042.00	1507.37
五、基本每股收益 (元)	0.01	0.38	0.48	0.70

主要财务指标

项目	2015A	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	10.93	4.24	3.44	2.24
成长能力：				
营业收入同比	36.56%	38.90%	15.66%	15.41%
营业利润同比	-114.8%	-1863%	37.53%	46.13%
净利润同比	-97.6%	10452%	28.63%	44.66%
营运能力：				
应收账款周转率	32.49	33.70	30.56	30.87
存货周转率	8.93	9.23	8.21	8.37
总资产周转率	0.44	0.59	0.72	0.83
盈利能力与收益质量：				
毛利率	23.06%	22.84%	23.49%	24.10%
净利率	0.05%	3.82%	4.25%	5.33%
总资产净利率 ROA	0.51%	2.34%	3.33%	4.58%
净资产收益率 ROE	0.08%	5.24%	6.52%	9.01%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.68	0.96	1.34	1.72
资产负债率	67.69%	45.49%	40.82%	41.06%
长期借款/总负债	16.53%	26.04%	30.56%	29.02%
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.38	0.48	0.70
每股经营现金流量	0.50	2.64	1.63	2.62
每股净资产	7.32	7.17	7.41	7.76

资产负债表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1552.47	2726.63	2823.83	6506.92
应收票据	2547.62	2645.83	3576.44	3829.59
应收账款	492.04	766.21	838.33	995.13
预付账款	945.25	1120.25	1225.38	1225.38
其他应收款	237.49	329.86	381.52	440.31
存货	1300.06	2244.70	2325.76	2804.97
其他流动资产	1587.73	1587.73	1587.73	1587.73
流动资产合计	8675.66	11246.2	12653.8	17390.0
长期股权投资	932.69	0.00	0.00	0.00
固定资产	23440.2	23109.0	19991.1	16873.1
在建工程	2786.78	0.00	0.00	0.00
无形资产	606.69	546.02	485.35	424.68
其他非流动资产	181.51	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	28352.0	23729.9	20551.3	17372.7
资产总计	37027.6	34976.1	33205.2	34762.7
短期借款	3494.77	3533.42	985.99	0.00
应付票据	626.27	1773.02	1517.04	2032.39
应付账款	3835.10	6035.55	6482.75	7673.23
预收账款	408.22	408.22	408.22	408.22
其他应付款	65.41	2.00	2.00	2.00
应交税费	98.83	10.00	10.00	10.00
其他流动负债	508.43	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	12680.0	11766.2	9409.99	10129.8
长期借款	4142.54	4142.54	4142.54	4142.54
其他非流动负债	2.08	2.08	2.08	2.08
非流动负债合计	12382.5	4144.87	4144.87	4144.87
负债合计	25062.6	15911.0	13554.8	14274.7
股本	1390.24	2155.24	2155.24	2155.24
资本公积	5691.49	11291.4	11291.4	11291.4
留存收益	1597.90	2002.94	2523.94	3277.62
少数股东权益	1789.56	1797.56	1861.81	1945.83
所有者权益合计	11964.9	17247.2	17832.4	18670.1
负债和股东权益合计	37027.6	33322.1	31551.1	33108.7

现金流量表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流量	689.50	5689.59	3507.47	5655.60
投资活动现金流量	(5199.6)	1375.04	0.00	0.00
筹资活动现金流量	3976.10	(5890.4)	(3410.2)	(1972.5)
现金及等价物净增加	(534.07)	1,174.16	97.19	3,683.09

资料来源：民生证券研究院

分析师简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040