2018 年 07 月 16 日

财通证券 CAITONG SECURITIES

投资评级：买入（维持）

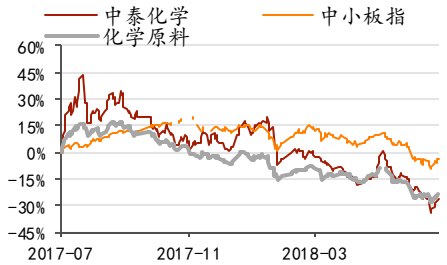
中泰化学(002092)

目标价:16.1 元

产品量价齐升，上调半年业绩预告

市场数据	2018-07-16
收盘价（元）	9.36
一年内最低/最高(元)	8.37/19.14
市盈率	9.4
市净率	1.07
基础数据	
净资产收益率(%)	14.54
资产负债率(%)	65.6
总股本(亿股)	21.46

最近 12 月股价走势



联系信息

虞小波 分析师
SAC 证书编号：S0160518020001
yuxb@ctsec.com

赵新裕 联系人
zhaoxy@ctsec.com
021-68592339

相关报告

1 《002092-跟踪简报:环保加剧电石供应趋紧，PVC 集中检修下景气有望上行》2018-05-19

事件：公司发布 2018 年中报业绩预告修正：2018 年 1-6 月实现归母净利润 12.1-12.6 亿（-2.8% ~ +1.3%），其中 2018Q2 单季度归母净利润为 7.85-8.35 亿（同比+44%-53%，环比+85%-96%）。公司此前预计 2018 上半年归母净利润为 8.5-10.5 亿，本次业绩修正是因为公司主营产品价格上涨、销量上升所致。

- **氯碱产品景气高点，PVC 下游需求有望持续**

（1）二季度公司氯碱产品价差同比扩大：根据我们测算，公司作为自产电石企业其 2018Q2 的 PVC 价差在 4853 元/吨（同比+18%，环比+4%）；PVC 双吨价差（含烧碱）在 6846 元/吨（同比+13%，环比-0.3%）。

（2）二季度 PVC 库存消耗加快，下游需求有望持续：根据 Wind 资讯数据显示，2018Q2 的 PVC 社会库存减少量达到了 28.5 万吨，较去年同期+62%，国内 PVC 行业需求在二季度有较为明显的回升。此外，2018 上半年三四线城市房市火热也带动地产开工热情高涨，1-5 月国内房屋新开工面积累计达 7.2 亿平米（+11%），为 PVC 需求（滞后 6-12 个月）奠定新增量，同时叠加 PVC 供给进入集中检修期，未来景气有望持续。

- **PVC 受成本端电石高价支撑，公司一体化生产优势明显**

在电石生产及其上游原料石灰石环保整治背景下，电石价格稳步增长，目前西北地区到货价（中间价，截至 2018.7.13）为 3110 元（+14%）。**成本端电石高价有望支撑 PVC 价格继续上行**，其中 2018Q2 的行业 PVC-电石价差为 2012 元/吨（同比+15%，环比+0.7%）。**目前，公司一体化生产下已基本实现电石自给，尽享行业景气带来的业绩增长。**

- **新项目持续推进，盈利有望站上新台阶**

公司持续推进托克逊能化 30 万吨高性能树脂、阜康能源 15 万吨烧碱、阿拉尔富丽达 20 万吨粘胶纤维、天雨煤化工 120 万吨兰炭、30 万吨煤焦油加氢等相关项目及配套工程，进一步完善产业链，公司盈利能力有望站上新台阶。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.28/1.34/1.47 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 7.3/7.0/6.4 倍，给予“买入”评级。

风险提示:PVC 价格上涨不及预期，原材料价格波动风险。

表 1:公司财务及预测数据摘要	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	23,362	41,059	48,223	53,034	56,982
增长率	53.1%	75.7%	17.4%	10.0%	7.4%
归属母公司股东净利润（百万）	1,843	2,402	2,750	2,886	3,162
增长率	23914.9%	30.3%	14.5%	5.0%	9.6%
每股收益（元）	0.86	1.12	1.28	1.34	1.47
市盈率(倍)	10.9	8.4	7.3	7.0	6.4

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**23,362**	**41,059**	**48,223**	**53,034**	**56,982**
减:营业成本	17,204	33,731	39,699	43,949	47,358
营业税费	208	255	430	473	508
销售费用	2,045	2,386	2,845	3,156	3,373
管理费用	626	905	1,085	1,177	1,254
财务费用	1,092	905	1,038	984	849
资产减值损失	126	12	22	22	22
加:公允价值变动收益	-	-0	-0	0	0
投资和汇兑收益	-138	23	-	-	-
营业利润	**1,923**	**2,994**	**3,103**	**3,273**	**3,618**
加:营业外净收支	336	-64	336	336	336
利润总额	**2,259**	**2,930**	**3,438**	**3,609**	**3,954**
减:所得税	323	477	550	577	633
净利润	**1,843**	**2,402**	**2,750**	**2,886**	**3,162**

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,616	4,507	6,269	6,894	7,408
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,438	1,649	2,369	2,595	2,755
应收票据	5,262	6,282	8,453	9,608	9,829
预付帐款	2,150	3,039	4,327	3,852	4,988
存货	1,670	2,775	4,106	3,536	4,725
其他流动资产	887	1,304	95	128	160
可供出售金融资产	49	49	49	49	49
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	984	1,024	1,024	1,024	1,024
投资性房地产	-	129	129	129	129
固定资产	24,984	26,754	28,294	28,480	27,791
在建工程	2,215	2,667	1,434	653	171
无形资产	606	716	800	879	955
其他非流动资产	3,809	4,731	161	105	99
资产总额	**46,668**	**55,627**	**57,510**	**57,935**	**60,082**
短期债务	7,492	10,061	13,025	9,326	9,439
应付帐款	4,448	5,374	9,944	11,128	11,578
应付票据	828	1,836	1,538	2,222	1,856
其他流动负债	4,181	8,130	3,969	3,571	4,906
长期借款	5,366	5,978	6,000	6,000	6,000
其他非流动负债	7,671	5,102	2,875	2,885	602
负债总额	**29,986**	**36,480**	**37,351**	**35,131**	**34,381**
少数股东权益	**399**	**768**	**906**	**1,052**	**1,211**
股本	2,146	2,146	2,146	2,146	2,146
留存收益	12,620	14,725	17,106	19,605	22,343
股东权益	**16,682**	**19,147**	**20,159**	**22,803**	**25,701**

现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,936	2,453	2,750	2,886	3,162
加:折旧和摊销	1,502	1,591	1,698	1,820	1,894
资产减值准备	126	12	22	22	22
公允价值变动损失	-	0	-0	0	0
财务费用	1,103	1,129	1,038	984	849
投资收益	138	-23	-	-	-
少数股东损益	93	51	139	146	159
营运资金的变动	-6,263	-563	1,791	1,128	-1,312
经营活动产生现金流量	**1,923**	**3,753**	**7,438**	**6,986**	**4,775**
投资活动产生现金流量	**-6,477**	**-5,629**	**-2,013**	**-1,322**	**-825**
融资活动产生现金流量	**5,314**	**2,908**	**-3,663**	**-5,039**	**-3,437**

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	53.1%	75.7%	17.4%	10.0%	7.4%
营业利润增长率	-3680.4%	55.7%	3.6%	5.5%	10.5%
净利润增长率	23914.9%	30.3%	14.5%	5.0%	9.6%
EBITDA 增长率	107.5%	19.1%	9.2%	4.1%	4.7%
EBIT 增长率	223.9%	25.8%	9.2%	2.8%	4.9%
NOPLAT 增长率	266.4%	26.3%	6.6%	2.8%	4.9%
投资资本增长率	17.3%	6.5%	9.6%	-4.6%	0.6%
净资产增长率	39.4%	14.8%	5.3%	13.1%	12.7%
利润率					
毛利率	26.4%	17.8%	17.7%	17.1%	16.9%
营业利润率	8.2%	7.3%	6.4%	6.2%	6.3%
净利润率	7.9%	5.9%	5.7%	5.4%	5.5%
EBITDA/营业收入	19.2%	13.0%	12.1%	11.5%	11.2%
EBIT/营业收入	12.9%	9.2%	8.6%	8.0%	7.8%
运营效率					
固定资产周转天数	373	227	205	193	178
流动营业资本周转天数	41	33	27	23	22
流动资产周转天数	175	147	169	177	178
应收帐款周转天数	17	14	15	17	17
存货周转天数	23	19	26	26	26
总资产周转天数	645	448	422	392	373
投资资本周转天数	434	275	253	235	214
投资回报率					
ROE	11.3%	13.1%	14.3%	13.3%	12.9%
ROA	4.1%	4.4%	5.0%	5.2%	5.5%
ROIC	10.0%	10.7%	10.8%	10.1%	11.1%
费用率					
销售费用率	8.8%	5.8%	5.9%	6.0%	5.9%
管理费用率	2.7%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%
财务费用率	4.7%	2.2%	2.2%	1.9%	1.5%
三费/营业收入	16.1%	10.2%	10.3%	10.0%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	64.3%	65.6%	64.9%	60.6%	57.2%
负债权益比	179.8%	190.5%	185.3%	154.1%	133.8%
流动比率	0.83	0.77	0.90	1.01	1.08
速动比率	0.73	0.66	0.76	0.88	0.90
利息保障倍数	2.76	4.19	3.99	4.33	5.26
分红指标					
DPS(元)	0.09	0.15	0.17	0.18	0.20
分红比率	10.5%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
股息收益率	1.0%	1.6%	1.8%	1.9%	2.1%

业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.86	1.12	1.28	1.34	1.47
BVPS(元)	7.59	8.56	8.97	10.13	11.41
PE(X)	10.9	8.4	7.3	7.0	6.4
PB(X)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
P/FCF	14.0	6.7	-18.2	23.9	25.2
P/S	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.6	6.4	6.2	5.3	4.7
CAGR(%)	16.1%	10.6%	148.8%	16.1%	10.6%
PEG	0.7	0.8	0.0	0.4	0.6
ROIC/WACC	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4
REP	0.9	0.8	0.8	0.8	0.6

资料来源：贝格数据，财通证券研究所

信息披露

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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。