

审慎推荐-A (维持)

中泰化学 002092.SZ

当前股价: 6.48 元

2019 年 11 月 27 日

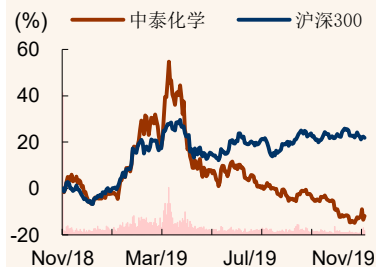
国有基金增资中泰石化, 氯碱一体化持续推进

基础数据

上证综指	2903
总股本(万股)	214645
已上市流通股(万股)	214635
总市值(亿元)	139
流通市值(亿元)	139
每股净资产(MRQ)	8.8
ROE(TTM)	4.3
资产负债率	67.5%
主要股东	新疆中泰(集团)有限责
主要股东持股比例	19.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-18	-13
相对表现	-5	-26	-36



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中泰化学(002092)——一体化不断完善, 估值低安全边际高》2019-03-03
- 2、《中泰化学(002092)——增资天雨煤化, 进一步完善原料供应》2018-12-15
- 3、《中泰化学(002092)——氯碱行业景气持续, 产能扩张推动业绩增长》2018-03-08

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

段一帆

0755-83081536
duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn
S1090518040001

事件 1: 新疆国有资本产业投资基金拟向参股公司中泰石化投资 4.8 亿元, 增资完成后, 新疆国有资本产业投资基金将持有中泰石化 32.43% 的股份。

事件 2: 控股子公司新疆中泰化学托克逊能化有限公司 30 万吨高性能树脂产业园及配套基础设施建设项目于近日投产。

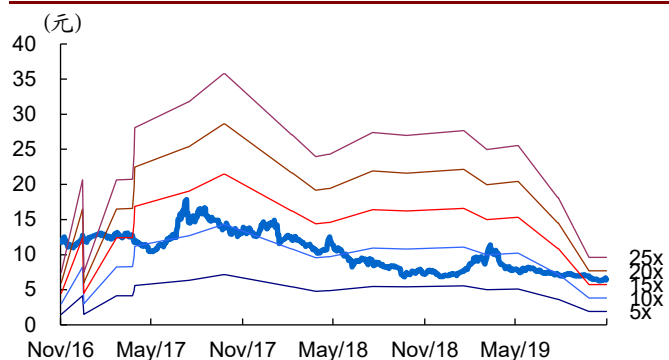
- 国有基金注资有助于中泰石化降低资产负债率。中泰石化年产 120 万吨 PTA 项目是世界首套内陆地区建造的百万吨级别 PTA 项目, 是中泰集团进军石油化工、天然气化工产业链的重要里程碑, 可以实现南疆丰富的石油天然气资源就地转化。该项目于 2017 年 5 月 10 日开工建设, 2019 年 11 月主装置顺利完成中交, 后续将逐步进入投产环节。此次国有基金注资将降低中泰石化的资产负债率, 该注资要求国有基金在持股期间(期限 5+2 年, 前 5 年为投资期、后 2 年为退出期), 中泰石化累计实现可向投资者分配利润不低于 5.25 亿元。
- 30 万吨高性能树脂投产, 氯碱产业一体化持续推进。为打造氯碱化工上下游一体化产业基地, 推进现代煤化工基地项目建设, 公司推进了“托克逊能化 30 万吨/年高性能树脂产业园及配套基础设施项目”和“天雨煤化 500 万吨/年煤分质清洁高效综合利用一期项目 120 万吨/年兰炭项目”, 30 万吨高性能树脂当前已投产, 120 万吨兰炭项目随后也有望达产。此外, 公司与中泰集团共同投资重组新疆金晖兆丰股份有限公司并投资建设其 100 万吨 PVC 循环经济项目, 将进一步扩大氯碱化工的产业规模, 完善“煤-电-盐-化”一体化循环经济发展模式, 形成具有竞争力的产业集群。公司主营产品价格方面, PVC 价格较为平稳, 目前市场价 6900 元/吨左右, 位于历史中位值以上; 烧碱价格降幅较大, 目前片碱价格 2400 元/吨左右、液碱折百价 1950 元/吨左右。
- 维持“审慎推荐-A”投资评级。我们预测公司 2019-2021 年收入分别为 899 亿、990 亿、1049 亿, 归母净利润分别为 5.47 亿、8.98 亿、10.83 亿, PE 分别为 25 倍、16 倍和 13 倍, 维持“审慎推荐-A”投资评级。
- 风险提示: 项目建设不及预期的风险、产品价格大幅波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	41059	70223	89864	98967	104856
同比增长	76%	71%	28%	10%	6%
营业利润(百万元)	2994	3031	679	1118	1349
同比增长	56%	1%	-78%	65%	21%
净利润(百万元)	2402	2428	547	898	1083
同比增长	30%	1%	-77%	64%	21%
每股收益(元)	1.12	1.13	0.26	0.42	0.50
PE	5.8	5.7	25.4	15.5	12.8
PB	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 中泰化学历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中泰化学历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《中泰化学(002092)——氯碱行业景气持续, 产能扩张推动业绩增长》2018-03-08
- 2、《中泰化学(002092)——增资天雨煤化, 进一步完善原料供应》2018-12-15
- 3、《中泰化学(002092)——一体化不断完善, 估值低安全边际高》2019-03-03

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19557	21081	30650	32612	35897
现金	4507	3643	8935	8640	10368
交易性投资	0	2	2	2	2
应收票据	6282	4922	6299	6937	7350
应收款项	1140	3374	4292	4727	5008
其它应收款	509	1359	1739	1915	2029
存货	2775	2812	3363	3727	4001
其他	4343	4969	6019	6664	7139
非流动资产	36070	37547	39049	40469	41811
长期股权投资	1024	1988	1988	1988	1988
固定资产	26754	28390	29979	31474	32883
无形资产	716	703	632	569	512
其他	7576	6466	6451	6438	6428
资产总计	55627	58628	69699	73082	77708
流动负债	25401	27913	39481	42081	45835
短期借款	10061	11451	24273	25460	28151
应付账款	6587	7780	9331	10342	11101
预收账款	1352	1605	1926	2134	2291
其他	7402	7076	3951	4146	4292
长期负债	11080	10967	10967	10967	10967
长期借款	5978	5074	5074	5074	5074
其他	5102	5894	5894	5894	5894
负债合计	36480	38880	50448	53049	56802
股本	2146	2146	2145	2145	2145
资本公积金	10775	9282	9282	9282	9282
留存收益	5458	7493	6967	7701	8514
少数股东权益	768	826	856	905	965
归属于母公司所有者权益	18380	18922	18394	19128	19941
负债及权益合计	55627	58628	69699	73082	77708

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3753	6393	1084	2797	3421
净利润	2402	2428	547	898	1083
折旧摊销	1591	1736	1736	1818	1897
财务费用	1129	1222	1045	1045	1045
投资收益	(23)	(111)	(169)	(169)	(169)
营运资金变动	(1379)	1016	(2113)	(848)	(497)
其它	33	102	38	54	63
投资活动现金流	(5629)	(5222)	(3071)	(3071)	(3071)
资本支出	(3598)	(4259)	(3240)	(3240)	(3240)
其他投资	(2031)	(963)	169	169	169
筹资活动现金流	2908	(2009)	7278	(23)	1377
借款变动	7454	810	9398	1186	2692
普通股增加	0	0	(2)	0	0
资本公积增加	0	(1493)	0	0	0
股利分配	(1073)	(1073)	(1073)	(164)	(269)
其他	(3473)	(253)	(1045)	(1045)	(1045)
现金净增加额	1032	(838)	5292	(296)	1728

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41059	70223	89864	98967	104856
营业成本	33731	62426	74875	82984	89075
营业税金及附加	255	303	387	427	452
营业费用	2386	2600	3327	3664	3882
管理费用	905	819	1048	1154	1223
研发费用	0	35	8537	8610	7864
财务费用	905	1045	1045	1045	1045
资产减值损失	12	135	135	135	135
公允价值变动收益	(0)	2	0	0	0
投资收益	128	169	169	169	169
营业利润	2994	3031	679	1118	1349
营业外收入	23	9	9	9	9
营业外支出	87	35	35	35	35
利润总额	2930	3005	653	1091	1323
所得税	477	444	76	144	180
净利润	2453	2561	577	947	1142
少数股东损益	51	133	30	49	59
归属于母公司净利润	2402	2428	547	898	1083

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	76%	71%	28%	10%	6%
营业利润	56%	1%	-78%	65%	21%
净利润	30%	1%	-77%	64%	21%
获利能力					
毛利率	17.8%	11.1%	16.7%	16.1%	15.0%
净利率	5.9%	3.5%	0.6%	0.9%	1.0%
ROE	13.1%	12.8%	3.0%	4.7%	5.4%
ROIC	8.3%	8.7%	3.0%	3.6%	3.7%
偿债能力					
资产负债率	65.6%	66.3%	72.4%	72.6%	73.1%
净负债比率	35.6%	34.0%	42.1%	41.8%	42.8%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.7	1.2	1.3	1.4	1.3
存货周转率	15.2	22.3	24.3	23.4	23.1
应收帐款周转率	6.0	8.9	9.5	8.9	8.7
应付帐款周转率	5.8	8.7	8.8	8.4	8.3
每股资料 (元)					
EPS	1.12	1.13	0.26	0.42	0.50
每股经营现金	1.75	2.98	0.51	1.30	1.60
每股净资产	8.56	8.82	8.58	8.92	9.30
每股股利	0.50	0.50	0.08	0.13	0.15
估值比率					
PE	5.8	5.7	25.4	15.5	12.8
PB	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.2	9.7	15.9	13.9	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周锋：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018年2月加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018年3月加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。