

2018年08月19日

中泰化学 (002092.SZ)

业绩稳定符合预期，氯碱一体化不断推进

■事件：公司发布2018年半年报，实现营收273.5亿元，同比增长62.79%；归母净利12.4亿元，同比下降0.11%；扣非后归母净利12.11亿元，同比下降1.58%。2018Q2实现归母净利8.18亿元，同比上升49.7%，环比上升92.8%。公司预计2018Q1~3可实现归母净利18.4~22.5亿，同比-10%~10%。

■2018年公司产品销量增长，PVC、烧碱景气维稳：2018H1营收高增长主要因为贸易收入快速增长，同时产品销量提升，据公告，2018上半年公司生产PVC 90.17万吨、离子膜烧碱62.82万吨、粘胶纤维26.02万吨、粘胶纱15.08万吨、电石131.78万吨，分别同比增长4.0%、3.8%、34.8%、40.1%、11.7%。据百川，公司三大产品2017年/2018Q1/Q2市场价格分别为：PVC 6426/6549/6793；烧碱99% 4381/4708/4060；粘胶短纤 15808/14621/14424元/吨。目前电石法PVC 7275元/吨，较年初上升11.8%，价格进入震荡走高通道。在环保力度不减、需求较为刚性的情况下，PVC、烧碱、粘胶行业供需平衡较难打破，景气度预计维稳。

■具备完整氯碱一体化循环经济产业链，依托地理资源优势控制成本：2018H1利润微降，毛利率13.68%，比2017年下滑4.17 pct，主要由于成本上涨拖累。公司持续开展技改技，降低单耗扩大单产，减轻原材料涨价的冲击。同时依托新疆地区丰富的煤炭、原盐、石灰石等资源，实现就地转化，降低原材料供应成本。公司拥有完整的煤炭-热电-氯碱化工-粘胶纤维-粘胶纱上下游一体化循环产业链，经济效益显现。

■多项新产能建设中，未来利润增量可期：公司积极推动氯碱化工上下游一体化产业建设。目前60万吨电石项目进度88.55%，可研年化利润1.95亿元，30万吨高性能树脂进度30.67%；20万吨纤维素进度90%；500万吨煤分质利用项目进度25%；15万吨烧碱进度60%。公司不断延伸产业链，有望持续提升公司经营业绩。

■投资建议：预计公司18-20年EPS 1.13、1.26和1.49元，对应PE 8、7和6倍，首次覆盖给予增持-A评级，6个月目标价11.3元。

■风险提示：产品景气度变化、原料价格波动等。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	23,362.3	41,059.0	51,323.8	56,456.2	55,891.6
净利润	1,843.5	2,402.3	2,424.2	2,695.6	3,208.1
每股收益(元)	0.86	1.12	1.13	1.26	1.49
每股净资产(元)	7.59	8.56	9.96	11.05	12.34

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	10.3	7.9	7.8	7.1	5.9
市净率(倍)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
净利润率	7.9%	5.9%	4.7%	4.8%	5.7%
净资产收益率	11.3%	13.1%	11.3%	11.4%	12.1%
股息收益率	1.0%	1.7%	1.9%	1.8%	2.3%
ROIC	10.0%	10.7%	8.6%	13.6%	17.5%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

氯碱

投资评级 增持-A

首次评级

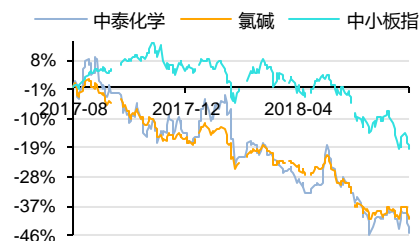
6个月目标价：11.3元

股价(2018-08-17) 8.59元

交易数据

总市值(百万元)	18,438.00
流通市值(百万元)	17,475.37
总股本(百万股)	2,146.45
流通股本(百万股)	2,034.38
12个月价格区间	8.44/17.27元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.47	-6.77	-25.17
绝对收益	-7.63	-28.36	-45.13

张汪强

分析师

SAC执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

乔璐

报告联系人

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	23,362.3	41,059.0	51,323.8	56,456.2	55,891.6	成长性					
减:营业成本	17,204.3	33,731.3	43,625.2	48,552.3	47,507.9	营业收入增长率	53.1%	75.7%	25.0%	10.0%	-1.0%
营业税费	208.4	254.6	307.9	338.7	335.3	营业利润增长率	-3680.4	55.7%	-3.0%	11.2%	19.0%
销售费用	2,045.1	2,385.5	2,976.8	3,274.5	3,241.7	净利润增长率	23914.9	30.3%	0.9%	11.2%	19.0%
管理费用	626.2	904.9	1,077.8	1,185.6	1,173.7	EBITDA 增长率	107.5%	19.1%	9.7%	-1.5%	14.1%
财务费用	1,091.6	904.6	370.7	-192.1	-259.5	EBIT 增长率	223.9%	25.8%	-13.6%	-7.2%	18.0%
资产减值损失	126.0	12.5	60.0	66.1	46.2	NOPLAT 增长率	266.4%	26.3%	-14.7%	-7.2%	18.0%
加:公允价值变动收益	-	-0.1	-0.1	0.0	0.0	投资资本增长率	17.3%	6.5%	-41.4%	-8.2%	-9.0%
投资和汇兑收益	-137.9	22.8	-	-	-	净资产增长率	39.4%	14.8%	15.9%	10.8%	11.5%
营业利润	1,922.9	2,993.9	2,905.3	3,231.1	3,846.2	利润率					
加:营业外净收支	335.9	-64.1	5.0	5.0	5.0	毛利率	26.4%	17.8%	15.0%	14.0%	15.0%
利润总额	2,258.8	2,929.8	2,910.3	3,236.1	3,851.2	营业利润率	8.2%	7.3%	5.7%	5.7%	6.9%
减:所得税	322.6	476.8	436.5	485.4	577.7	净利润率	7.9%	5.9%	4.7%	4.8%	5.7%
净利润	1,843.5	2,402.3	2,424.2	2,695.6	3,208.1	EBITDA/营业收入	19.2%	13.0%	11.4%	10.2%	11.8%
						EBIT/营业收入	12.9%	9.2%	6.4%	5.4%	6.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	373	227	181	155	151
						流动营业资本周转天数	41	33	-27	-70	-70
						流动资产周转天数	175	147	130	125	152
						应收帐款周转天数	17	14	7	2	2
						存货周转天数	23	19	28	35	35
						总资产周转天数	645	448	368	323	341
						投资资本周转天数	434	275	180	116	107
						投资回报率					
						ROE	11.3%	13.1%	11.3%	11.4%	12.1%
						ROA	4.1%	4.4%	5.0%	5.3%	6.1%
						ROIC	10.0%	10.7%	8.6%	13.6%	17.5%
						费用率					
						销售费用率	8.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
						管理费用率	2.7%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
						财务费用率	4.7%	2.2%	0.7%	-0.3%	-0.5%
						三费/营业收入	16.1%	10.2%	8.6%	7.6%	7.4%
						偿债能力					
						资产负债率	64.3%	65.6%	55.0%	52.7%	49.0%
						负债权益比	179.8%	190.5%	122.3%	111.4%	96.3%
						流动比率	0.83	0.77	0.80	0.97	1.17
						速动比率	0.73	0.66	0.56	0.72	0.93
						利息保障倍数	2.76	4.19	8.84	-15.82	-13.82
						分红指标					
						DPS(元)	0.09	0.15	0.17	0.16	0.21
						分红比率	10.5%	13.4%	15.0%	13.0%	13.8%
						股息收益率	1.0%	1.7%	1.9%	1.8%	2.3%

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	1,936.2	2,453.0	2,424.2	2,695.6	3,208.1	EPS(元)	0.86	1.12	1.13	1.26	1.49
加:折旧和摊销	1,501.5	1,590.7	2,589.3	2,740.7	3,007.7	BVPS(元)	7.59	8.56	9.96	11.05	12.34
资产减值准备	126.0	12.5	-	-	-	PE(X)	10.3	7.9	7.8	7.1	5.9
公允价值变动损失	-	0.1	-0.1	0.0	0.0	PB(X)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
财务费用	1,103.0	1,128.9	370.7	-192.1	-259.5	P/FCF	13.3	6.4	33.3	4.8	4.0
投资损失	137.9	-22.8	-	-	-	P/S	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	92.7	50.7	49.5	55.0	65.5	EV/EBITDA	8.9	8.0	2.8	2.2	1.3
营运资金的变动	-6,262.5	-561.3	16,772.2	72.4	-233.2	CAGR(%)	12.4%	10.1%	136.3%	12.4%	10.1%
经营活动产生现金流量	1,922.9	3,753.4	22,205.8	5,371.6	5,788.6	PEG	0.8	0.8	0.1	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-6,476.9	-5,629.3	-2,083.8	-1,211.2	-1,214.9	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.0	1.5	1.9
融资活动产生现金流量	5,313.9	2,907.6	-15,032.9	-483.3	-232.6	REP	1.2	1.1	0.9	0.5	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张汪强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034