

2022年08月30日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# PVC 板块承压，一体化优势明显

## —中泰化学（002092.SZ）公司事件点评报告 买入（维持） 事件

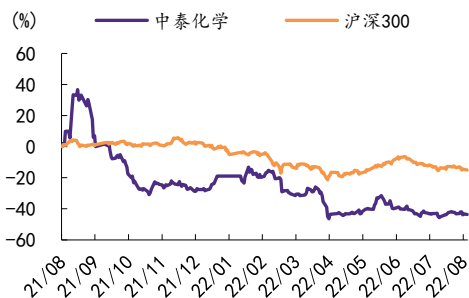
分析师：黄寅斌 S1050522060001  
huangyb@cfsc.com.cn

### 基本数据

2022-08-29

当前股价（元）	7.7
总市值（亿元）	200
总股本（百万股）	2601
流通股本（百万股）	2490
52周价格范围（元）	6.95-18.02
日均成交额（百万元）	788.99

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

1、《华鑫证券\*公司报告\*中泰化学（002092）股权激励方案落地，彰显长期成长信心\*20220630\*黄寅斌》  
2022-06-30

中泰化学发布 2022 年半年度报告：2022 年上半年实现营业收入 293.49 亿元，同比下降 4.59%；实现归属于上市公司股东的净利润 11.45 亿元，同比下降 34.32%；基本每股收益为 0.44 元；平均净资产收益率为 4.75%。

## 投资要点

### ■ PVC 板块承压，一体化优势依然清晰可见

2022H1 公司聚氯乙烯产品实现营业收入 74.48 亿元，同比增长 4.97%；毛利率为 22.89%，较去年同期下降 20.45 个百分点。量方面：公司累计生产聚氯乙烯树脂（含糊树脂）98.21 万吨，价格方面：假设公司 PVC 产销量 100%，上半年公司 PVC 平均价格约为 7580 元/吨，单吨毛利润大约 1700 元。从整个 PVC 行业来看，上半年全行业平均毛利润在 709 元/吨的水平。公司地处新疆，拥有丰富的煤、石灰石等资源，且平均电价处于全国中低水平。作为电石法生产企业特别是“煤—电—电石”一体化联产企业，优势依然清晰可见。

### ■ 烧碱业务盈利能力强，高景气度有望持续

2022 年上半年，下游氧化铝企业新增产能陆续释放，带动局部地区烧碱需求量增加；下半年，部分新增烧碱产能计划投产，整体供应量较为充足；烧碱最大下游氧化铝行业有新增产能计划投产，纸浆及新能源行业仍有部分新增产能投产，需求端对于烧碱也有增量预期。总体来看，下半年国内烧碱市场整体在供需两端博弈下，烧碱价格预计大概率会高位回落至理性价格区间。

### ■ 拟建 BDO 项目，未来成长可期

控股子公司金晖兆丰全资子公司新疆中泰金晖科技有限公司拟投资建设年产 30 万吨 BDO 项目，规划建设 12 万吨/年电石乙炔、3×10 万吨/年 BDO、3×24 万吨/年甲醇制甲醛、28000Nm<sup>3</sup>/h 天然气制氢装置，项目工程总投资 51.16 亿元。随着未来产能落地，未来公司成长可期。

### ■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 683.3、724.1、759.6 亿元，EPS 分别为 1.3、1.52、2.39 元，当前股价对应 PE 分别为 5.9、5.1、3.2 倍，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

经济景气度大幅下行、新项目投产不及预期、原材料价格大幅波动，公司业绩不及预期等风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	62,463	68,329	72,408	75,963
增长率（%）	-25.8%	9.4%	6.0%	4.9%
归母净利润（百万元）	2,703	3,361	3,912	6,159
增长率（%）	1751.6%	24.3%	16.4%	57.5%
摊薄每股收益（元）	1.05	1.30	1.52	2.39
ROE（%）	8.6%	10.1%	10.9%	15.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	4,784	8,430	12,602	17,942
应收款	11,150	12,197	12,925	13,560
存货	2,747	3,066	3,232	3,260
其他流动资产	4,676	5,113	5,417	5,683
流动资产合计	23,357	28,807	34,177	40,444
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	19	19	19	19
固定资产	34,600	35,238	34,067	32,267
在建工程	4,907	1,963	785	314
无形资产	1,559	1,481	1,403	1,329
长期股权投资	2,705	2,705	2,705	2,705
其他非流动资产	5,950	5,950	5,950	5,950
非流动资产合计	49,721	47,337	44,909	42,564
资产总计	73,078	76,143	79,086	83,008
<b>流动负债:</b>				
短期借款	7,423	7,423	7,423	7,423
应付账款、票据	8,360	9,331	9,836	9,920
其他流动负债	15,202	15,202	15,202	15,202
流动负债合计	30,985	31,956	32,462	32,546
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	6,689	6,689	6,689	6,689
其他非流动负债	4,139	4,139	4,139	4,139
非流动负债合计	10,828	10,828	10,828	10,828
负债合计	41,813	42,784	43,289	43,373
<b>所有者权益</b>				
股本	2,576	2,576	2,576	2,576
股东权益	31,265	33,359	35,797	39,635
负债和所有者权益	73,078	76,143	79,086	83,008

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3007	3740	4353	6854
少数股东权益	305	379	441	695
折旧摊销	2281	2385	2423	2341
公允价值变动	20	20	20	20
营运资金变动	-1155	-832	-693	-843
经营活动现金净流量	4458	5691	6544	9066
投资活动现金净流量	-3256	2307	2349	2271
筹资活动现金净流量	2444	-1646	-1915	-3016
现金流量净额	3,647	6,352	6,978	8,321

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	62,463	68,329	72,408	75,963
营业成本	53,782	59,555	62,778	63,292
营业税金及附加	434	474	503	527
销售费用	2,189	2,395	2,537	2,662
管理费用	1,030	1,127	1,194	1,253
财务费用	1,341	399	282	133
研发费用	77	84	89	93
费用合计	4,637	4,004	4,102	4,140
资产减值损失	-125	-125	-125	-125
公允价值变动	20	20	20	20
投资收益	119	0	0	0
营业利润	3,568	4,440	5,170	8,147
加:营业外收入	55	55	55	55
减:营业外支出	42	42	42	42
利润总额	3,580	4,452	5,182	8,160
所得税费用	573	712	829	1,306
净利润	3,007	3,740	4,353	6,854
少数股东损益	305	379	441	695
归母净利润	2,703	3,361	3,912	6,159

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-25.8%	9.4%	6.0%	4.9%
归母净利润增长率	1751.6%	24.3%	16.4%	57.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	13.9%	12.8%	13.3%	16.7%
四项费用/营收	7.4%	5.9%	5.7%	5.5%
净利率	4.8%	5.5%	6.0%	9.0%
ROE	8.6%	10.1%	10.9%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.2%	56.2%	54.7%	52.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
存货周转率	19.6	19.6	19.6	19.6
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.05	1.30	1.52	2.39
P/E	7.3	5.9	5.1	3.2
P/S	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6

## ■ 化工组介绍

**黄寅斌：**CFA 持证人，中国科学院化学工程硕士曾就职于长城证券，五年证券研究经验，重点覆盖化纤，轮胎，新材料等产业链

**刘韩：**中山大学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验。2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。