

公司研究

产品量价齐升氯碱龙头利润大增，拟收购美克化工加强产业布局

——中泰化学（002092.SZ）公告点评

买入（维持）

当前价：10.93元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

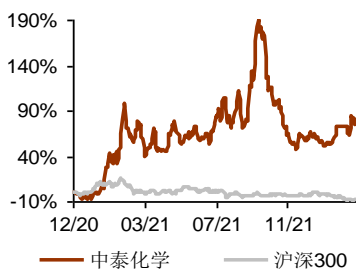
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	25.76
总市值(亿元)	281.53
一年最低/最高(元)	8.64/18.96
近3月换手率	147.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.91	14.29	7.08
绝对	2.34	8.97	-9.73

资料来源：Wind

相关研报

电石产能支撑 PVC 盈利大增，下游需求复苏 粘胶业务量价齐升——中泰化学（002092.SZ）2021 年半年度报告点评（2021-08-18）

要点

事件 1: 2月17日，公司发布 2021 年年度报告。2021 年度，公司实现营收 624.63 亿元，同比下降 25.8%；实现归母净利润 27.03 亿元，同比增长 1752%（追溯调整前）/1770%（追溯调整后）。其中，Q4 单季度，公司实现营收 202.25 亿元，同比增长 5.1%，环比增长 75.5%；实现归母净利润 2.38 亿元，同比下降 60.1%，环比下降 67.4%。

事件 2: 2月7日，公司披露资产重组预案，拟以发行股份及可转换公司债券的方式购买美克化工 75.89%股份，本次交易前公司持有美克化工 24.11%股份，本次交易完成后，美克化工将成为公司的全资子公司。鉴于本次交易标的资产的评估值和拟作价尚未确定，本次交易中对各交易对方的股份、可转换公司债券支付比例和支付数量尚未确定。

点评：

氯碱龙头 PVC 等产品量价齐升，剥离部分贸易业务公司盈利能力显著增强。 PVC 方面，2021 年上半年由于美国寒潮等影响，PVC 装置开工受限，导致 PVC 全球供应偏紧；2021 年下半年在国内能耗“双控”的推动下，电石等原料价格不断上涨，PVC 成本大幅提升，2021 年 10 月国内 PVC 市场价格创历史新高。粘胶纤维方面，伴随疫情逐步得以控制，粘胶短纤整体需求恢复。2021 年，公司 PVC、烧碱、粘胶纤维、粘胶纱销量分别为 190、95、27、30 万吨，分别同比增长 11%、5%、29%、1.7%；公司 PVC、烧碱、粘胶纤维、粘胶纱销售均价分别为 7,762 元/吨、1,872 元/吨、1,0775 元/吨、13,983 元/吨，分别同比变动+31%、-13%、+40%、+32%。公司抓住行业景气机遇，实现了主营产品量价齐升，助力 2021 年利润大幅增长。此外，2021 年 Q2 公司处置全资子公司上海多经 60%股权后，剥离部分贸易业务。虽然部分贸易业务的剥离导致公司全年营收同比降低，但使得公司更为聚焦氯碱主业，整体盈利能力明显提升。2021 年公司毛利率为 13.9%，同比上升 8.2pct。2021Q4 单季度，由于原材料成本上升，2021Q4 公司单季度毛利率环比下降 5.3pct。此外，公司 2021 年共计提了 1.25 亿元资产减值（存货 1146 万元，固定资产 1.13 亿元）和 1.21 亿元信用减值（应收账款 1.09 亿元，其他应收款 1221 万元），相关的减值计提主要是在 2021Q4 发生。因此，原材料成本上升和计提减值共同导致公司 2021Q4 利润环比下降。

持续布局新增产能，未来成长可期。 目前公司各主营产品产能为：PVC205 万吨/年，烧碱 146 万吨/年，粘胶纤维 73 万吨/年，粘胶纱 270 万吨/年。此外，公司现有 238 万吨/年电石产能，在建 75 万吨/年电石产能，预计 2022 年 7 月投产。同时公司在建 6 万吨/年 PBAT 产能，并于 2022 年 1 月新增获批 12 万吨/年 PBAT 产能。未来随着公司在建项目投产，将强化公司的全产业链协同效应，打开下游盈利空间，长期成长可期。

拟通过资产重组收购美克化工全部股权，加强 BDO 产业链布局。 美克化工是国内 1,4-丁二醇（BDO）龙头，拥有 27 万吨/年产能，另有 10 万吨/年产能在建，预计 2022 年 10 月投产。本次资产重组完成后，公司将具备年产 27 万吨 BDO、62 万吨甲醛（用于生产 BDO）、17 万吨甲醇（用于生产 BDO）的生产能力，将成为我国 BDO 行业龙头企业。公司通过本次交易收购美克化工可深度切入 BDO 精细化工行业，可进一步优化上市公司产业布局，提升公司整体的盈利能力。

盈利预测、估值与评级：受益于主营业务的量价齐升和低毛利贸易业务的剥离，2021 年公司整体盈利能力显著提升，归母净利润大幅增长。我们暂不考虑收购美克化工的影响，维持公司 2022-2023 年的盈利预测，并新增 2024 年的盈利预测。预计 2022-2024 年公司的归母净利润分别为 35.5/37.3/40.1 亿元。我们仍看好公司作为氯碱行业龙头的未来发展，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险，能耗监管政策风险，产能建设不及预期，资产重组落地风险，下游需求不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	84,197	62,463	40,852	41,141	41,426
营业收入增长率	1.30%	-25.81%	-34.60%	0.71%	0.69%
净利润 (百万元)	146	2,703	3,550	3,727	4,008
净利润增长率	-57.46%	1751.64%	31.34%	4.99%	7.54%
EPS (元)	0.07	1.05	1.38	1.45	1.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.77%	10.71%	12.47%	11.80%	11.47%
P/E	160.7	10.4	7.9	7.6	7.0
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-02-18，注 1：公司 2020 年年末总股本为 21.46 亿股，2021 年增发后总股本为 25.76 亿股。注 2:2020 年所用数据为追溯调整前数据。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	84,197	62,463	40,852	41,141	41,426
营业成本	79,375	53,782	32,703	32,729	32,719
折旧和摊销	1,957	2,281	2,468	2,565	2,654
税金及附加	250	434	146	162	163
销售费用	2,583	2,189	1,432	1,442	1,452
管理费用	638	1,030	674	678	683
研发费用	26	77	50	50	51
财务费用	1,147	1,341	1,625	1,454	1,392
投资收益	-95	119	120	120	120
营业利润	198	3,568	4,579	4,786	5,126
利润总额	172	3,580	4,583	4,794	5,129
所得税	215	573	733	767	821
净利润	-43	3,007	3,850	4,027	4,308
少数股东损益	-189	305	300	300	300
归属母公司净利润	146	2,703	3,550	3,727	4,008
EPS(元)	0.07	1.05	1.38	1.45	1.56

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,057	4,458	9,533	7,871	8,165
净利润	146	2,703	3,550	3,727	4,008
折旧摊销	1,957	2,281	2,468	2,565	2,654
净营运资金增加	-2,818	2,046	-2,641	-6	12
其他	7,772	-2,572	6,157	1,585	1,491
投资活动产生现金流	-2,358	-3,256	-1,879	-1,879	-1,379
净资本支出	-1,957	-1,605	-2,004	-1,999	-1,499
长期投资变化	-392	-2	0	0	0
其他资产变化	-9	-1,649	125	120	120
融资活动现金流	-4,421	-1,268	-8,434	-1,752	-588
股本变化	0	429	0	0	0
债务净变化	-105	-2,936	-5,454	72	1,258
无息负债变化	4,260	2,174	-7,324	298	220
净现金流	263	-90	-780	4,240	6,198

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	5.7%	13.9%	19.9%	20.4%	21.0%
EBITDA 率	4.1%	12.7%	20.4%	21.1%	21.9%
EBIT 率	1.7%	8.2%	14.4%	14.9%	15.5%
税前净利润率	0.2%	5.7%	11.2%	11.7%	12.4%
归母净利润率	0.2%	4.3%	8.7%	9.1%	9.7%
ROA	-0.1%	4.1%	6.0%	6.0%	5.9%
ROE (摊薄)	0.8%	10.7%	12.5%	11.8%	11.5%
经营性 ROIC	-1.0%	9.8%	11.8%	12.6%	13.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	67%	57%	45%	43%	42%
流动比率	0.65	0.75	0.88	1.12	1.48
速动比率	0.59	0.67	0.81	1.05	1.41
归母权益/有息债务	0.93	1.46	2.41	2.65	2.65
有形资产/有息债务	3.10	4.10	5.23	5.51	5.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 注: 2020 年数据为追溯调整前数据。

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	63,927	73,078	63,842	67,626	72,771
货币资金	5,155	4,784	4,004	8,243	14,441
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,976	3,504	1,928	1,941	1,955
应收票据	5,697	6,736	3,585	3,610	3,635
其他应收款 (合计)	424	917	385	388	391
存货	1,907	2,747	1,221	1,215	1,208
其他流动资产	1,832	1,915	1,915	1,915	1,915
流动资产合计	20,708	23,357	14,725	18,998	25,229
其他权益工具	50	55	55	55	55
长期股权投资	2,703	2,705	2,705	2,705	2,705
固定资产	33,077	34,600	34,311	33,841	32,995
在建工程	5,649	4,907	4,580	4,335	3,927
无形资产	738	1,559	1,507	1,457	1,408
商誉	26	26	26	26	26
其他非流动资产	150	4,747	4,747	4,747	4,747
非流动资产合计	43,219	49,721	49,116	48,627	47,542
总负债	42,576	41,813	29,035	29,406	30,883
短期借款	8,667	7,423	0	0	0
应付账款	6,418	5,762	3,074	3,076	3,075
应付票据	4,812	2,598	1,781	1,783	1,782
预收账款	1	1	0	0	0
其他流动负债	6,971	8,797	8,797	8,797	8,797
流动负债合计	31,802	30,985	16,655	16,953	17,034
长期借款	3,848	4,574	4,574	4,574	4,574
应付债券	5,053	2,115	4,710	4,538	5,750
其他非流动负债	317	1,230	1,230	1,230	1,230
非流动负债合计	10,773	10,828	12,380	12,452	13,849
股东权益	21,351	31,265	34,807	38,220	41,888
股本	2,146	2,576	2,576	2,576	2,576
公积金	10,172	13,492	13,847	13,904	13,904
未分配利润	6,552	9,167	12,053	15,104	18,463
归属母公司权益	18,863	25,230	28,471	31,585	34,953
少数股东权益	2,488	6,035	6,335	6,635	6,935

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.07%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用率	0.76%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
财务费用率	1.36%	2.15%	3.98%	3.53%	3.36%
研发费用率	0.03%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
所得税率	125%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.01	0.12	0.24	0.25	0.27
每股经营现金流	3.29	1.73	3.70	3.06	3.17
每股净资产	8.79	9.80	11.05	12.26	13.57
每股销售收入	39.23	24.25	15.86	15.97	16.08

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	160.7	10.4	7.9	7.6	7.0
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.2	7.1	5.7	5.1	4.4
股息率	0.1%	1.1%	2.2%	2.3%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE