

# 氯碱龙头，产业链拓展&国企改革 双轮驱动

中泰化学 (002092. SZ)

## 核心观点

(1) 控股股东中泰集团持续增持，考虑到中泰集团为新疆国资委最重要国企平台之一，而新疆地区上游资源丰富，未来通过国企改革注入优质资产的潜在看点丰富；

(2) 公司为全国氯碱+粘胶龙头企业，当前主业氯碱和粘胶的景气度属于历史低位，改善空间较大；

(3) 积极布局 BDO、甲醇、三氯氢硅等项目，拓宽产业链版图，增强综合盈利能力。

## 事件

### 公司发布 2022 年业绩预告

公司预计 2022 年实现归母净利润 8.6 亿元至 9.6 亿元，同比减少 64.68%至 68.18%；实现扣非净利润 8.4 亿元至 9.4 亿元，同比减少 64.52%至 68.29%。其中 Q4 实现归母净利-2.95 亿元至-3.95 亿元，同比减少 190.18%至 232.15%，实现扣非净利-1.73 亿元至-2.73 亿元，同比减少 168.28%至 207.70%。

## 简评

### 主要产品 PVC 价格下跌以及各业务原材料成本上涨使得 22 年业绩承压

公司为国内氯碱及粘胶龙头企业，年产能包括 205 万吨 PVC、146 万吨离子膜烧碱、88 万吨粘胶纤维、320 万吨粘胶纱、280 万吨电石、201 万千瓦自备电装置。据 Wind 数据，2022 年公司主营产品 PVC、粘胶纤维、粘胶纱、烧碱的市场均价分别为 7076/13832/17762/4076 元/吨，同比 -23.32%/-1.76%/+0.22%/+68.46%。其中 PVC 为公司最主要产品，21 年毛利达 55 亿，在当年毛利占比超过 63%，22 年产品利润大幅回落造成公司业绩下滑。同时由于受到地缘政治和疫情封控等影响，公司 PVC、粘胶纤维、粘胶纱的原材料成本同比上涨，进一步压缩公司利润。

### 控股股东中泰集团持续增持，看好后续国企改革资本运作

公司控股股东为新疆中泰（集团）有限责任公司（以下简称中泰集团），实控人为新疆国资委。中泰集团是新疆人数最多、资产最大的国有企业之一，属自治区大型一类企业，是新疆重要的投、

下调

增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:s1440518030004

发布日期：2023 年 03 月 19 日

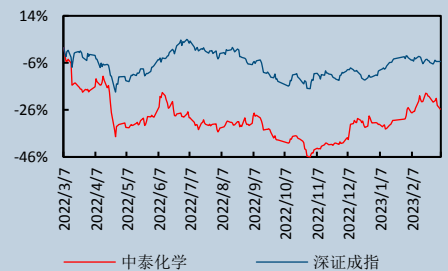
当前股价：7.37 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.86/-2.65	20.33/16.90	-26.41/-22.76
12 月最高/最低价 (元)		11.09/5.88
总股本 (万股)		260,081.95
流通 A 股 (万股)		257,553.89
总市值 (亿元)		200.26
流通市值 (亿元)		198.32
近 3 月日均成交量 (万)		4190.26
主要股东		
新疆中泰(集团)有限责任公司		21.79%

## 股价表现



## 相关研究报告

融资主体和授权的国有资产经营主体，承担着政府投、融资及资本运营的平台作用。公司于 2022 年 12 月 10 日披露《关于控股股东及一致行动人增持公司股份暨后续增持计划的公告》，公告控股股东及其一致行动人拟于 6 个月内增持公司股份，金额不低于 10 亿元，不超过 20 亿元。根据最新公告，截至 2023 年 3 月 13 日，中泰集团及中泰资本累计增持公司股份 9456.90 万股，占公司总股本的 3.64%，增持金额小计 7.11 亿元。当前中泰集团及一致行动人共计持有公司 26.47% 股份。考虑到中泰集团为新疆国资委序列最重要国企平台之一，而新疆地区上游资源丰富，未来通过国企改革注入优质资产的潜在看点丰富。

### 布局 BDO、甲醇、三氯氢硅等项目，拓宽产业链版图，增强综合盈利能力

公司控股子公司金晖兆丰的全资子公司金晖科技正在建设年产 30 万吨 BDO 项目，项目主体 30 万吨 BDO 项目、年产 12 万吨电石乙炔、3×24 万吨/年甲醇制甲醛、28000Nm<sup>3</sup>/h 天然气制氢等装置。该项目预计总投资 51.2 亿元，于 2022 年 5 月初开工建设，预计 2024 年底前建成试产。同时公司积极发挥循环经济产业链优势，公司持股 60% 的控股子公司新疆中泰新材料拟投资 59.9 亿元建设 100 万吨/年甲醇及配套装置，已于 2022 年 8 月获得自治区发展改革委员会核准。该项目以公司兰炭装置副产的筛余物（煤粉和焦沫）用作气化原料，将低价值物料变为生产原料，提升其附加值，延伸产业链。此外公司控股子公司新鑫化工科技拟建设 20 万吨/年三氯氢硅项目一期 5 万吨/年产能，该项目符合新疆地区硅基新材料的发展政策，能够延长氯碱公司产品产业链，提高资产利用效率，预计于 2023 年投产。

### 盈利预测与估值：

假设 23-24 年公司 PVC 不含税销售均价为 5500、5700 元/吨，预计公司 22-24 年归母净利润为 9.42、9.80、14.62 亿元，EPS 分别为 0.37、0.38、0.57 元，调整为“增持”评级。

### 风险提示：

国企改革进度不及预期（公司为新疆地区最大的国有企业之一，市场对于国企改革的预期较高，如果后续因各种原因出现搁置，可能影响公司估值）。粘胶盈利能力修复不及预期（公司粘胶板块所处行业市场需求与化纤市场以及棉花市场产销量高度相关。公司主要产品的销售价格和销量随宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出一定波动变化）；公司新项目投产进度不及预期（公司当前在建和规划项目较多，包括控股的 30 万吨 BDO 项目、100 万吨甲醇及配套项目、20 万吨三氯氢硅项目等，若建设速度低于预期将影响未来利润实现）。

图表1: 盈利预测和财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	84,197	62,463	50,961	51,122	54,535
增长率(%)	1.3	-25.8	-18.4	0.3	6.7
净利润(百万元)	146	2,703	942	980	1,462
增长率(%)	-57.5	1751.6	-65.2	4.1	49.1
毛利率(%)	5.7	13.9	10.8	10.8	12.1
净利率(%)	0.2	4.3	1.8	1.9	2.7
ROE(%)	-0.2	9.6	3.9	4.2	6.4
EPS(摊薄/元)	0.07	1.05	0.37	0.38	0.57
P/E(倍)	124.7	8.1	23.2	22.3	14.9
P/B(倍)	0.97	0.87	0.85	0.82	0.78

资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 邓胜

能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 研究助理

### 林伟昊

复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk