

2022年2月22日

费倩然

H70507capital.com.tw

目标价(元)

13

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2022/2/22)	10.59
深证成指(2022/2/22)	13471.16
股价 12 个月高/低	18.96/8.64
总发行股数(百万)	2575.74
A 股数(百万)	2489.79
A 市值(亿元)	263.67
主要股东	新疆中泰(集团)有限责任公司(19.46%)
每股净值(元)	9.80
股价/账面净值	1.08
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.8 5.2 -5.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

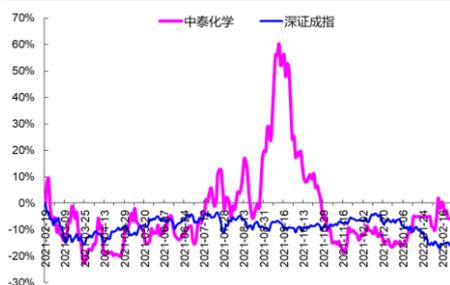
产品组合

贸易	58.1%
聚氯乙烯	25.3%
粘胶纱线	7.2%
粘胶纤维	4.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.4%
一般法人	47.3%

股价相对大盘走势



中泰化学(002092.SZ)

Buy 买进

业绩大幅增长, 完善产业布局

结论与建议:

事件: 2月17日, 公司发布21年年报, 公司21年实现营收624.63亿元, yoy-25.83%, 归母净利润27.03亿元, yoy+1769.96%, 接近预告上限, 考虑到4月公司完成处置上海多经60%股权, 对营收影响较大, 若剔除贸易业务, 2021营业收入为285.69亿元, yoy+58.47%。单季度看, Q4公司实现营收202.22亿元, yoy+5.19%, 实现归母净利润2.38亿元, yoy-59.78%, qoq-67.41%。公司全年的计提资产减值主要发生在Q4, 包括1.25亿元资产减值和1.21亿元信用减值, 影响Q4单季利润。

2月7日, 公司披露资产重组预案, 拟以发行股份及可转债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。鉴于本次交易目标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。

公司是国内PVC龙头企业, 拥有PVC205万吨、离子膜烧碱146万吨、粘胶纤维73万吨、粘胶纱270万吨、电石280万吨的产能, 布局煤炭—热电—电石—氯碱—粘胶纤维—粘胶纱的上下游一体化循环经济产业链条, 一体化优势明显。此外公司地处西北地区新疆, 拥有丰富的煤、石灰石等资源, 在成本方面更具有较明显的优势, 行业竞争力强。公司持续优化核心资产, 剥离贸易相关业务, 专注核心氯碱业务, 业绩弹性强。

■ **主营产品量价齐升, 带动公司业绩大增:** 公司21年业绩大幅增长主要是主营产品量价齐升。主营产品PVC来看, 21年上半年由于美国寒潮等影响, PVC装置开工受限, 全球供应偏紧, PVC市场价格不断上涨。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, 市场价格创历史新高。21年公司PVC均价达7762元/吨, yoy+31%, 销量同比增长10.99%, 达189.9万吨。其他产品粘胶纱线、粘胶纤维、烧碱均价分别为13983元/吨、10776元/吨、1872元/吨, yoy分别为+32%、+40%、-13%, 销量分别为30.03、26.74、94.71万吨, yoy分别为+29%、+2%、+5%。随着碳中和的不断推进, 公司主营产品有望长期景气。

■ **优化核心资产, 盈利能力增强:** 21年4月公司完成处置上海多经60%股权, 进一步剥离贸易业务, 优化核心资产, 提升公司盈利能力。21年公司毛利率达13.90%, 同比提高8.17pct。后续来看, 公司在建金晖兆丰75万吨/年电石项目, 迭加后续美克化工成为全资控股子公司, 将进一步完善公司产业链, 提高盈利能力。美克化工是国内BDO龙头, 拥有27万吨/年产能, 21年实现归母净利润17.95亿元, 目前还有10万吨BDO产能在建, 预计22年10月投产。迭加公司后续规划的18万吨PBAT产能, 将增强公司协同效应, 助力公司在精细化工领域的成长。

■ **盈利预测:** 预计公司2022/2023/2024年实现净利润47.6/49.7/52.9亿元, yoy+22%/+28%/+13%, 折合EPS为1.28/1.65/1.86元, 目前A股股价对应的PE为8/6/6倍。公司成本优势明显, 盈利能力优秀, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1、产品价格不及预期; 2、资产重组不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	146	2,703	3,304	4,245	4,796
同比增减	%	-57.46%	1751.64%	22.25%	28.48%	12.99%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.07	1.05	1.28	1.65	1.86
同比增减	%	-57.46%	1443.03%	22.25%	28.48%	12.99%
A 股市盈率(P/E)	X	155.73	10.09	8.26	6.43	5.69
股利 (DPS)	RMB 元	0.01	0.12	0.12	0.12	0.12
股息率 (Yield)	%	0.09%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 首次评等潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 首次评等潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	84197	62463	46013	40523	38238
经营成本	79375	53782	38019	32041	29386
研发费用	26	77	88	78	73
营业税金及附加	250	434	412	363	342
销售费用	2583	2189	2080	1831	1728
管理费用	638	1030	978	862	813
财务费用	1147	1341	1274	1122	1059
资产减值损失	-5	-125	0	0	0
投资收益	-95	119	88	77	73
营业利润	198	3568	3579	4597	5186
营业外收入	8	55	39	41	43
营业外支出	34	42	7	7	0
利润总额	172	3580	3573	4590	5186
所得税	215	573	264	339	383
少数股东损益	-189	305	5	6	7
归属于母公司股东权益	146	2703	3304	4245	4796

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5155	4784	4976	5898	7539
应收账款	8674	10240	10402	10943	11563
存货	1907	2747	2802	3082	3390
流动资产合计	20708	23357	34311	36844	40359
长期股权投资	2703	2705	2840	2982	3131
固定资产	33077	34600	36330	38147	40054
在建工程	5718	4982	3487	2790	2232
非流动资产合计	43219	49721	46068	47458	49125
资产总计	63927	73078	80379	84302	89484
流动负债合计	31802	30985	34721	34096	33772
非流动负债合计	10773	10828	10331	9618	9181
负债合计	42576	41813	45051	43714	42953
少数股东权益	2488	6035	6752	7767	8914
股东权益合计	21351	31265	34976	40237	46180
负债及股东权益合计	63927	73078	80028	83951	89133

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	7057	4458	4904	5394	5934
投资活动产生的现金流量净额	-2358	-3256	-3191	-3255	-3320
筹资活动产生的现金流量净额	-4421	-1268	-1521	-1217	-974
现金及现金等价物净增加额	263	-90	192	923	1640

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。