



亏损收窄，全年有望扭亏为盈

——*ST 沧大（600230）中报点评

2016年08月10日

推荐/首次

*ST 沧大

财报点评

杨行远	联系人	执业证书编号: S1480115060007
	yangxy@dxzq.net.cn 010-66554024	
梁博	分析师	执业证书编号: S1480512060006
	liangbo@dxzq.net.cn 021-65465597	
廖鹏飞	联系人	
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121	
刘宇卓	联系人	执业证书编号: S0080114090019
	liu_yz@dxzq.net.cn 010-66554015	
杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	

事件:

公司公布 2016 年中报，2016 年上半年公司实现营业收入 11.25 亿元，同比增长 17.59%；归属于上市公司股东的净利润-0.23 亿元，较一季度收窄 0.41 亿元。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	715.29	543.5	413.45	328.44	509.06	605.71	519.57
增长率(%)	-4.33%	-35.04%	-53.05%	-51.94%	-28.83%	11.45%	25.67%
毛利率(%)	4.76%	-3.54%	5.69%	-12.10%	-6.67%	5.33%	22.73%
期间费用率(%)	18.82%	24.08%	33.16%	34.18%	31.12%	16.62%	16.03%
营业利润率(%)	-16.03%	-27.89%	-29.88%	-51.88%	-58.14%	-11.56%	6.35%
净利润(百万元)	-113.55	-149.10	-123.80	-170.80	-287.37	-67.95	46.09
增长率(%)	227.61%	-494.07%	55.83%	174.63%	153.08%	-54.42%	-137.23%
每股盈利(季度,元)	-0.31	-0.43	-0.36	-0.50	-0.77	-0.22	0.14
资产负债率(%)	58.80%	61.43%	60.93%	62.58%	69.25%	70.20%	67.81%
净资产收益率(%)	-5.86%	-8.33%	-7.42%	-11.36%	-23.50%	-5.87%	3.83%
总资产收益率(%)	-2.42%	-3.21%	-2.90%	-4.25%	-7.23%	-1.75%	1.23%

观点:

- **公司的营业收入持续触底回升。**公司2016年上半年营收较去年同期增加17.59%，其中一季度较去年同期增加11.45%，二季度较去年同期增加25.67%。经历了2014、2015持续两年的负增长后，公司营收触底回升，实现了连续两个季度的同比正增长，且二季度的同比增长为一季度的2.24倍。这表明公司的经营状况正在逐步好转，且具有一定的持续性。
- **亏损大幅收窄。**公司2016年一季度归母净利润为-6795万元，而中报披露归母净利润为-2186万元，亏损收窄约0.41亿元。这表明公司的盈利能力正在增强，二季度主要产品实现了约0.3亿元（剔除营业外收入影响）净利润。考虑到公司主要产品TDI的价格触底回升，我们认为2016年公司扭亏为盈的概率较大。
- **公司是国内最具竞争力的TDI龙头企业。**公司拥有甲苯二异氰酸酯（TDI）产能15万吨/年，在国内北方市场占有率高达55%左右，是国内异氰酸酯行业的主要生产厂家之一。目前，TDI行业景气度从去年最低点已经开始逐步恢复，截止上周末TDI的价格已经上涨至15400元/吨，较今年4月初的11500元/吨上涨34%以上，而公司在A股上市公司中TDI产能弹性最大。2016年上半年，公司TDI业务实现营业收入8.47亿元，同比增长14.98%，毛利率较去年同期增加18.73个百分点。未来受国外巨头产能关闭、行业产能收缩、下游需求持续旺盛的支撑，预计TDI市场将呈现供不应求的态势，价格有望进一步提高。公司有望成为TDI行业景气度继续回升背景下，A股上市公司中最佳受益标的。
- **优化扩产不断升级。**公司3万吨TDI装置转型生产项目和5万吨TDI装置技改扩产项目已经开工建设。其中3万吨TDI装置转型生产项目主要转型生产TDI-100产品，价格高于TDI市场平均价格30-40%，经济性更强。项目建成后，公司TDI年产能将扩充达到18万吨，在TDI方面的规模优势、技术优势、产品优势将进一步显现。
- **公司TDI板块弹性较好。**公司一年TDI的产量为15万吨（未来18万吨），TDI的价格每上涨1000元/吨，公司的营收增加1.5亿元，净利润增加约1.1亿元，EPS增厚约0.37元。我们预测，在TDI价格站稳15000元/吨的基础上，公司2016年较大概率扭亏为盈，实现0.94亿元归母净利润。

结论:

我们预测2016-2018年，公司的营收分别为23.65亿元、25.35亿元和26.13亿元；净利润分别为1.07亿元、1.41亿元和1.84亿元；EPS分别为0.32元、0.42元和0.56元，对应PE分别为35.23、26.69和20.31。给予公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1183	788	1570	2655	3620	营业收入	3116	1794	2365	2535	2613
货币资金	659	240	1112	2133	3112	营业成本	2825	1864	1770	1858	1912
应收账款	5	8	7	9	9	营业税金及附加	10	5	7	7	7
其他应收款	15	16	21	22	23	营业费用	122	80	99	110	112
预付款项	10	13	10	10	8	管理费用	219	334	232	284	274
存货	339	347	271	315	308	财务费用	137	125	117	110	102
其他流动资产	45	66	45	41	39	资产减值损失	13.76	128.61	49.11	31.44	28.51
非流动资产合计	3519	3189	2893	2914	3026	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	2	2	2	2	投资净收益	0.00	0.00	0.15	0.05	0.06
固定资产	2918.8	2664.0	#####	-407.83	-1777.4	营业利润	-210	-742	91	135	177
无形资产	199	190	171	152	133	营业外收入	4.53	2.51	16.61	7.88	9.00
其他非流动资产	165	137	0	0	0	营业外支出	1.98	2.14	2.33	2.15	2.21
资产总计	4702	3976	4463	5569	6646	利润总额	-207	-741	105	141	184
流动负债合计	1083	1621	1432	1557	1588	所得税	10	-10	-2	0	-2
短期借款	45	118	0	0	0	净利润	-217	-731	107	141	186
应付账款	227	373	245	312	292	少数股东损益	-25	-121	13	17	22
预收款项	33	85	122	178	228	归属母公司净利润	-192	-610	94	124	164
一年内到期的非流	454	725	725	725	725	EBITDA	407	-133	367	224	168
非流动负债合计	1682	1133	1641	2443	3244	BPS (元)	-0.69	-2.07	0.32	0.42	0.56
长期借款	1030	832	1632	2432	3232	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	2765	2754	3073	4000	4831	成长能力					
少数股东权益	210	91	104	121	143	营业收入增长	-10.74	-42.41	31.82%	7.19%	3.05%
实收资本(或股本)	294	294	294	294	294	营业利润增长	-231.93	253.46	-112.27	48.76%	30.93%
资本公积	642	642	642	642	642	归属于母公司净利润	-115.46	31.97%	-115.46	31.97%	31.44%
未分配利润	612	2	194	411	720	获利能力					
归属母公司股东权	1727	1132	1250	1411	1635	毛利率(%)	9.36%	-3.87%	25.16%	26.71%	26.83%
负债和所有者权	4702	3976	4426	5532	6609	净利率(%)	-6.98%	-40.74	4.53%	5.58%	7.11%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2018E	-4.09%	-15.34	2.11%	2.23%	2.46%	
经营活动现金流	155	-133	441	323	249	偿债能力					
净利润	-217	-731	107	141	186	资产负债率(%)	59%	69%	69%	72%	
折旧摊销	479.83	483.52	0.00	-21.34	-111.34	流动比率	1.09	0.49	1.10	1.70	2.28
财务费用	137	125	117	110	102	速动比率	0.78	0.27	0.91	1.50	2.09
应收账款减少	0	0	1	-2	1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	37	56	49	总资产周转率	0.67	0.41	0.56	0.51	0.43
投资活动现金流	-255	-57	88	-31	-28	应收账款周转率	1140	270	313	304	285
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.60	5.98	7.66	9.11	8.65
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.69	-2.07	0.32	0.42	0.56
筹资活动现金流	169	-226	343	729	759	每股净现金流(最新)	0.23	-1.42	2.96	3.47	3.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.87	3.85	4.25	4.80	5.56
长期借款增加	0	0	800	800	800	估值比率					
普通股增加	35	0	0	0	0	P/E	-16.41	-5.45	35.23	26.69	20.31
资本公积增加	292	0	0	0	0	P/B	1.92	2.93	2.66	2.35	2.03
现金净增加额	68	-417	872	1021	979	EV/EBITDA	10.30	-35.73	12.45	19.43	24.80

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年化工工程设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

杨行远

化学博士, 2015 年加盟东兴证券研究所, 四年化工行业工作经验。

廖鹏飞

中国石油大学(北京)化学工艺硕士, 2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院, 2015 年就职于民生证券, 2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。