



2017年04月10日

增持(首次评级)

当前价: 29.66元

联讯基础化工行业研究组

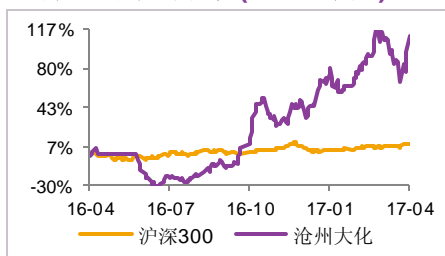
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 陈博

电话: 010-64408516
邮箱: chenbo@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2943.9	5036.6	5344.6	5548.2
(+/-)	64.1%	71.1%	6.1%	3.8%
净利润	418.3	860.5	919.1	981.0
(+/-)	157%	106%	6.8%	6.7%
EPS(元)	1.26	2.54	2.70	2.91
P/E	23.52	11.67	11.00	10.19

资料来源: 联讯证券研究院

沧州大化(600230.SH)

【联讯化工公司点评】沧州大化: TDI 行业景气向上, 公司业绩持续向好

投资要点

事件: 公司 2016 年营业收入 29.44 亿元, 同比增长 64.06%; 归母净利润 3.71 亿元, 扭亏为盈; 基本每股收益 1.26 元。公司拟每 10 股派发现金红利 1.30 元(含税)。公司发布 2017 年一季度预盈公告, 归母净利润约 4.25 亿元。

点评:

✧ **全球 TDI 供需向好, 部分外资企业产能收缩**

2016 年全球 TDI 产能约 277 万吨/年, 排名前三的企业产能: 科思创 93.5 万吨/年、巴斯夫 78 万吨/年和万华化学 25 万吨/年。受前期供过于求及光气法工艺环保问题, 三井化学、陶氏和罗地亚等陆续关停产能超 20 万吨/年, 对冲部分新建产能, 全球供需向好。

✧ **公司 TDI 产能居全球第四, 毛利率高, 雄安新区建设将提升 TDI 消费**

公司拥有 TDI 装置三套合计产能 15 万吨/年, 占全国总产能约 18%, 居全球第四。公司 TDI 的主要原料自供, 具有上下游一体化的成本优势, TDI 毛利率达 33.33%。

2016 年公司 TDI 营收占比 83.63%, TDI 产量为 16.26 万吨, 同比增长 17.44%; 销售量 16.88 万吨, 同比增长 25.66%。主要是国外产能收缩和国内需求上升价格猛涨, 从 2016 年初 1.1 万元/吨涨至 10 月中旬 5 万元/吨, 目前在 2.7 万元/吨左右。公司 TDI 采取“一单一价”战略, 盈利稳中有升。

公司完成 2 项新的应用研发项目, 一是新型聚氨酯保温材料达到硬泡管道的生产要求, 并成功推向市场。二是聚氨酯胶粘剂项目成功应用于家具行业和再生海绵行业, 得到客户的认可。未来将满足雄安新区建设对相关材料需求。

✧ **烧碱企业数量减少, 价格反弹**

2016 年我国烧碱产能 3945 万吨, 同比略增 1.86%, 企业数量减少 5 家, 价格从年初 2400 元/吨涨至年底 4020 元/吨。公司 2016 年离子膜烧碱产量 51.1 万吨, 销量 48.2 万吨。在行业供需改善下, 公司烧碱利润将保持稳定。

✧ **盈利预测**

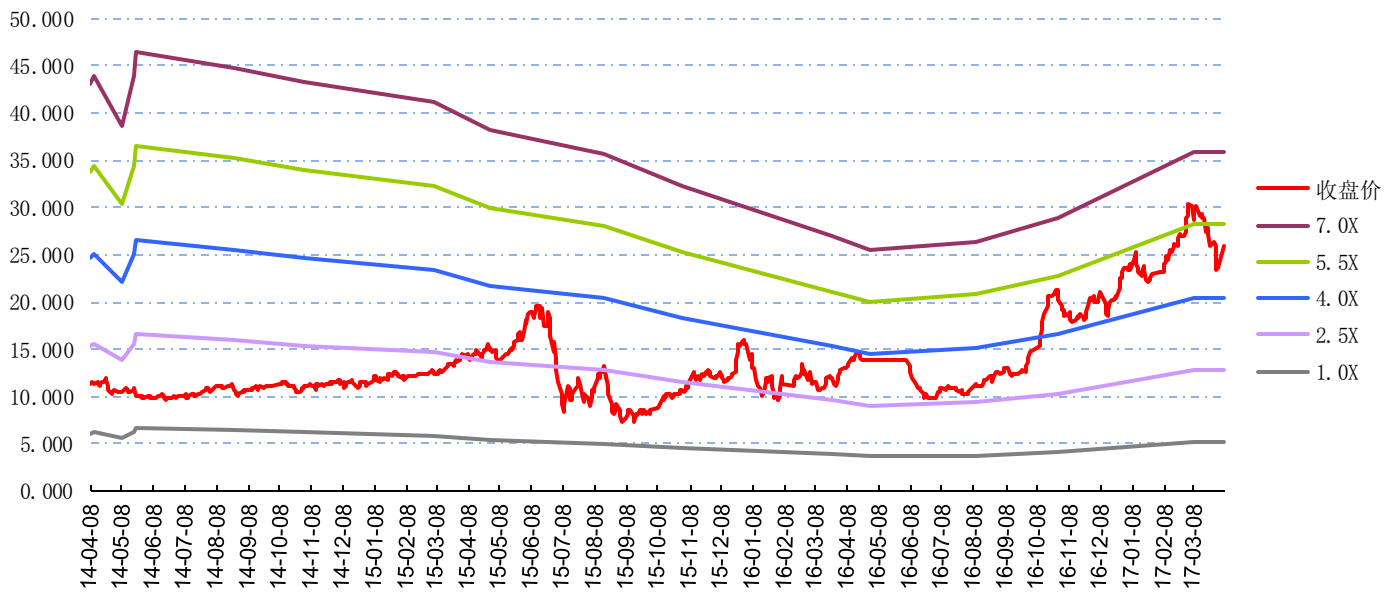
预计 TDI 和烧碱等价格保持稳定或温和上涨, 公司尿素产量和毛利提升, 营收和利润继续增长, 2017/2018/2019 营业收入分别为 50.37/53.44/55.48 亿元, 归母净利润分别为 7.47/7.94/8.57 亿元, EPS 分别为 2.54/2.70/2.91 元, 对应最新收盘价 PE 分别为 12x/11x/10x, 首次覆盖给予增持评级。

✧ **风险提示**

TDI 价格大幅下跌、生产事故。



图表1: 公司 PB Band



资料来源: wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	796.52	2,191.20	3,859.58	5,343.70	经营活动现金流	665.81	1,274.69	1,266.68	1,550.85
货币资金	-26.63	1,367.53	2,764.98	4,428.47	净利润	416.96	855.30	912.82	972.77
应收账款	511.25	58.19	672.34	122.85	折旧摊销	289.79	374.19	374.19	374.19
其它应收款	10.01	43.00	16.96	38.73	资产减值	125.54	89.30	114.49	109.78
预付账款	41.00	5.59	46.27	16.29	财务费用	93.29	10.59	-14.50	-44.38
存货	208.94	660.81	300.93	681.98	投资损失	0.43	0.00	0.00	0.00
其他	51.95	56.08	58.10	55.38	营运资金变动	-258.47	-54.69	-120.31	138.50
非流动资产	2,790.74	2,327.35	1,838.68	1,354.71	其它	-2.96	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-12.06	5.06	6.26	8.26
固定资产	2,331.24	2,032.96	1,572.54	1,116.84	资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	181.34	153.19	124.92	96.66	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	119.21	119.21	119.21	119.21	其他	0.00	5.13	6.31	8.31
资产总计	3,587.26	4,518.56	5,698.26	6,698.40	筹资活动现金流	-765.13	114.41	124.50	104.38
流动负债	1,562.50	1,608.32	1,858.95	1,868.07	短期借款	0.00	100.00	100.00	50.00
短期借款	200.00	300.00	400.00	450.00	长期借款	0.00	25.00	10.00	10.00
应付账款	404.97	470.78	435.30	539.92	现金净增加额	-111.38	1,394.17	1,397.44	1,663.49
其他	957.52	837.55	1,023.65	878.15					
非流动负债	380.62	405.62	415.62	425.62	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	202.70	227.70	237.70	247.70	成长能力				
其他	177.92	177.92	177.92	177.92	营业收入增长率	64.06%	71.09%	6.12%	3.81%
负债合计	1,943.12	2,013.95	2,274.58	2,293.70	营业利润增长率	-	186.65%	6.73%	6.57%
少数股东权益	135.97	248.84	374.39	498.90	归母净利润增长率	-	101.47%	6.14%	7.94%
归属母公司股东权益	1,508.17	2,255.77	3,049.30	3,905.80	获利能力				
负债和股东权益	3,587.26	4,518.56	5,698.26	6,698.40	毛利率	33.47%	40.34%	41.83%	39.69%
					净利率	14.21%	17.08%	17.20%	17.68%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	14.20%	25.63%	21.25%	18.87%
营业收入	2,943.90	5,036.59	5,344.64	5,548.21	ROE	24.60%	33.14%	26.02%	21.93%
营业成本	1,958.55	3,004.93	3,109.00	3,346.25	偿债能力				
营业税金及附加	25.80	24.40	28.96	35.19	资产负债率	54.17%	44.57%	39.92%	34.24%
营业费用	78.72	186.02	193.19	184.61	投资资本/总资产	57.06%	37.96%	23.69%	10.89%
管理费用	263.75	580.22	695.97	619.57	流动比率	50.98%	136.24%	207.62%	286.05%
财务费用	93.29	11.31	-14.06	-44.20	速动比率	34.28%	91.67%	188.31%	246.58%
资产减值损失	125.54	89.30	114.49	109.78	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.82	1.11	0.94	0.83
投资净收益	-0.43	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	1.26	2.48	3.40	4.97
营业利润	397.84	1,140.39	1,217.09	1,297.02	应收账款周转率	5.76	86.55	7.95	45.16
其他非经营损益	17.78	6.90	8.35	11.01	每股指标(元)				
利润总额	415.62	1,147.29	1,225.44	1,308.03	每股收益	1.26	2.54	2.70	2.91
所得税	-2.71	286.82	306.36	327.01	每股经营现金	2.26	4.33	4.31	5.27
净利润	418.33	860.47	919.08	981.03	每股净资产	5.13	7.67	10.37	13.28
少数股东损益	47.27	112.87	125.55	124.52	估值比率				
归属母公司净利润	371.06	747.60	793.53	856.51	P/E	23.52	11.67	11.00	10.19
EBITDA	799.09	1,532.07	1,585.12	1,637.84	P/B	5.79	3.87	2.86	2.23
EPS (元)	1.26	2.54	2.70	2.91	EV/EBITDA	11.59	5.34	4.43	3.39

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com